

FORUM Family Office GmbH • Uhlandstr. 5 • 80336 Munich, Germany

Uhlandstr. 5
80336 Munich
Germany

An: Forum Geschäftspartner und
Interessenten

Telephone +49/ (0)89 / 27 37 49 – 0
Telefax +49/(0)89 / 27 37 49 – 15

E-mail b.wittek@forumgruppe.de
URL www.forumgruppe.de

München, den 08.04.2025

FES-Bericht des Chief Investment Officer („CIO“) 1. Quartal 2025

Sehr geehrte Geschäftspartner und Interessenten!

Dieser Bericht des CIO richtet sich an alle Geschäftspartner und Interessenten an den Aktivitäten des FORUM Family Office („FFO“) im Bereich börsennotierter Unternehmen/Value Investing. Hauptsächlich dient der Bericht:

- a) unseren **Mitarbeitern** als Feedback wie gut wir gearbeitet haben – langfristige Investment-Performance ist der ultimative Test für unsere Leistung.
- b) den **Unternehmen und deren Management**, die sich für den Austausch mit uns Zeit nehmen, um Ihnen zu vermitteln mit wem sie es zu tun haben.
- c) den nahezu 200 **Bewerbern**, die sich jährlich bei **FORUM** für den Bereich Value Investing bewerben, um Ihnen ein Gefühl zu geben was Sie als Mitarbeiter von FORUM erwartet.

Gelegentlich werden wir auf unsere Aktivitäten im börsennotierten Bereich auch als **FORUM European Smallcaps („FES“)** verweisen, die Begriffe sind synonym.

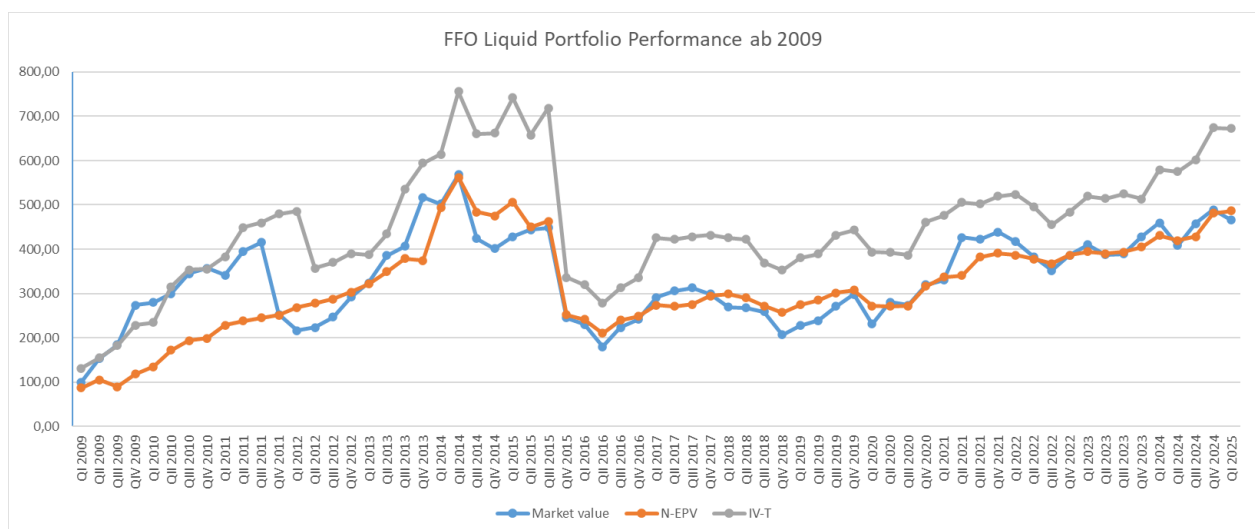
Der Bericht bezieht sich auf den Zeitraum **31. Dezember 2024 bis 31. März 2025**.

A. Überblick – FES-Ergebnisse 1. Quartal 2025

Der Chart unten zeigt die Entwicklung anhand **der drei von uns verwendeten Schlüssel-Kennzahlen:**

- a) Entwicklung des Portfolios zu Börsenkursen: **Nettoinventarwert („NAV“)**
- b) Entwicklung des N-EPV: **intrinsischer Netto-Ertragswert ohne Wachstum**
- c) Entwicklung des IV-T: **intrinsischer Netto-Ertragswert mit Wachstum**

Im Zentrum der Anlagephilosophie steht das Ziel, **den Intrinsischen Wert unseres Portfolios um 10-15% pro Jahr zu steigern**. Die Börsenkurse sind viel volatil, werden jedoch **mittel- und langfristig der Entwicklung der Intrinsischen Werte folgen**.



Im Folgenden kommentieren wir die Entwicklung dieser drei Werte:

1. Ergebnisse zu Börsenkursen/Marktwerten

Im **1. Quartal 2025** fiel der Nettoinventarwert („NIW“) pro rechnerischen Anteilsschein von € 489,51 auf € 465,3, d.h. um 5% im Vergleich zum **4. Quartal 2024**. Unsere Benchmark MSCI Europe ist im gleichen Zeitraum um 5,4% gestiegen. D.h., wir hatten eine **Underperformance von ca. 10,4% (linear gerechnet)**.

2. Ergebnisse zu Intrinsischen Werten

Die folgenden Kapitel beleuchten das Zusammenspiel von NIW mit den Intrinsischen Werten:

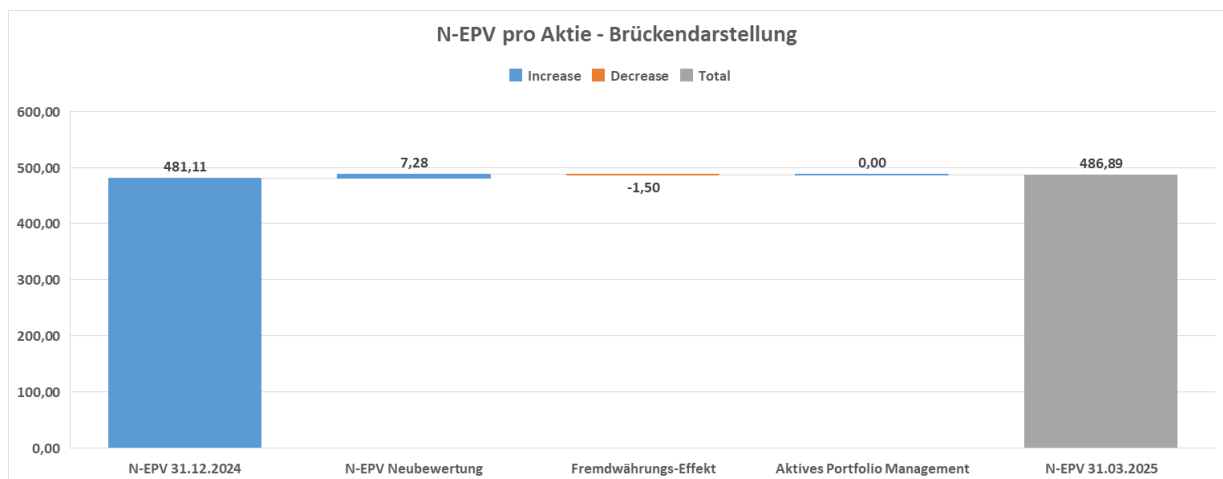
2.1. Net Earnings Power Value (N-EPV)

Die **orangene Kurve** im oben gezeigten Graph stellt den N-EPV dar. Der N-EPV erfasst die Ertragskraft eines Unternehmens in einer stabilen Situation – das Wachstum wird also nicht bewertet. Wir berechnen es wie folgt:

- a) Wir schätzen, **wieviel freie Finanzmittel („Cash Flows“) das Geschäft generiert, wenn wir nichts in Wachstum reinvestieren müssten**, z.B. Investitionen.
- b) **Diesen Cashflow kapitalisieren wir mit einem Faktor**, der auf das Risiko des Geschäftes abstellt – kleine Geschäfte mit niedriger Kundenbindung und instabilen internen Prozessen erhalten einen niedrigeren Faktor, größere Geschäfte mit hoher Kundenbindung und stabileren internen Prozessen einen höheren Faktor.

Insofern ist der **N-EPV eine sehr konservative Bewertung** – er macht keine Annahmen über das zukünftige Wachstum, das immer mit Unsicherheit verbunden ist.

Im 1. Quartal 2025 stieg der Net Earnings Power Value („N-EPV“) unseres investierten Portfolios von € 481,11 auf € 486,89 d.h., um ca. 1,2%. Die Veränderungen sind im nachfolgenden Brücken-Chart dargestellt:



Der Anstieg ist das Ergebnis der folgenden Faktoren:

- a) **Wertanpassungen bei Beteiligungen:** Wir haben die Zahlen aller Positionen auf Grundlage der **finalen Ergebnisse für 2024 angepasst**.

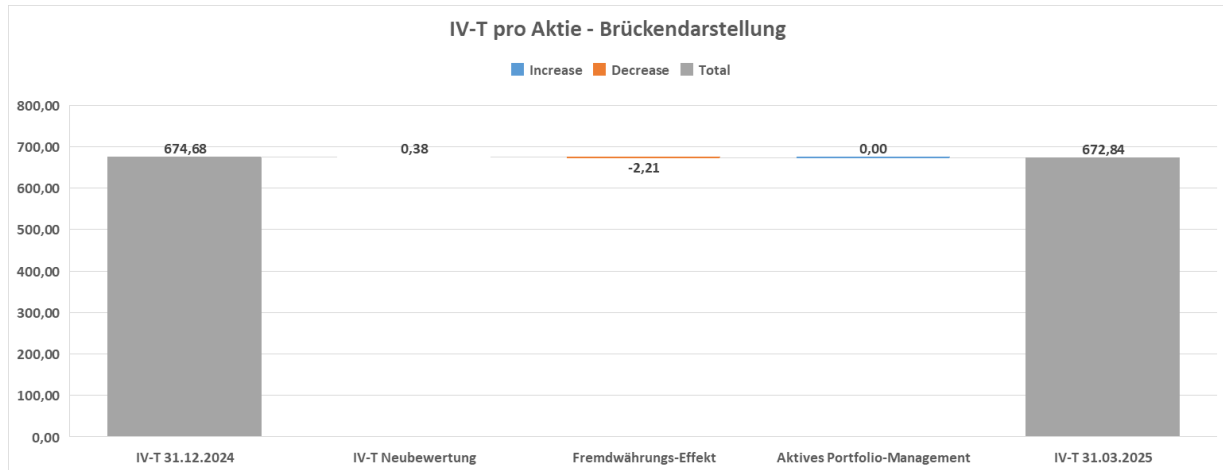
Die wesentlichste Anpassung betraf **Pandora**, wo das operative Ergebnis (d.h. EBITA) um 6% über der Schätzung im 4. Quartal lag.

- a) **Währungsveränderungen:** Negative Währungseffekte durch die Abwertung des britischen Pfundes und der Dänische Krone gegenüber dem Euro.
- b) **Aktives Portfolio-Management:** Keine.

2.2. Total Intrinsic Value (IV-T)

Die **graue Linie** im Graph zeigt den Wert des Portfolios gemessen am IV-T – das ist der intrinsische Wert **inklusive des Wertbeitrags von Wachstum** (das „T“ steht für „Total“). Im 1. Quartal 2025 fiel der IV-T von € 674,68 auf € 672,84 pro rechnerischen Anteilsschein, d.h., um ca. 0,3%.

Der folgende Brücken-Chart zeigt die **Wertbeiträge der verschiedenen Treiber des IV-T**:



Die wichtigsten Entwicklungen waren:

- a) **Wertanpassungen bei Beteiligungen:** Auch hier spiegeln sich v.a. die besser als erwarteten Ergebnisse bei einigen Beteiligungen marginal wider.
- b) **Wechselkursveränderungen:** Siehe oben.
- c) **Portfolio-Management:** Keine.

2.3. Zusammenfassung

Der Stand ist immer noch am besten durch das erste Diagramm zusammengefasst, bei dem die Entwicklung anhand dreier Metriken dargestellt wird:

- a) Marktpreise
- b) Intrinsischer Ertragswert („N-EPV“)
- c) Intrinsischer Gesamtwert incl. Wachstum („IV-T“)

Im 1. Quartal 2025 **waren die Highlights:**

- a) Die Börsenkurse unserer Beteiligungen sind um 5% gefallen.
- b) N-EPV und IV-T sind relativ unverändert geblieben.

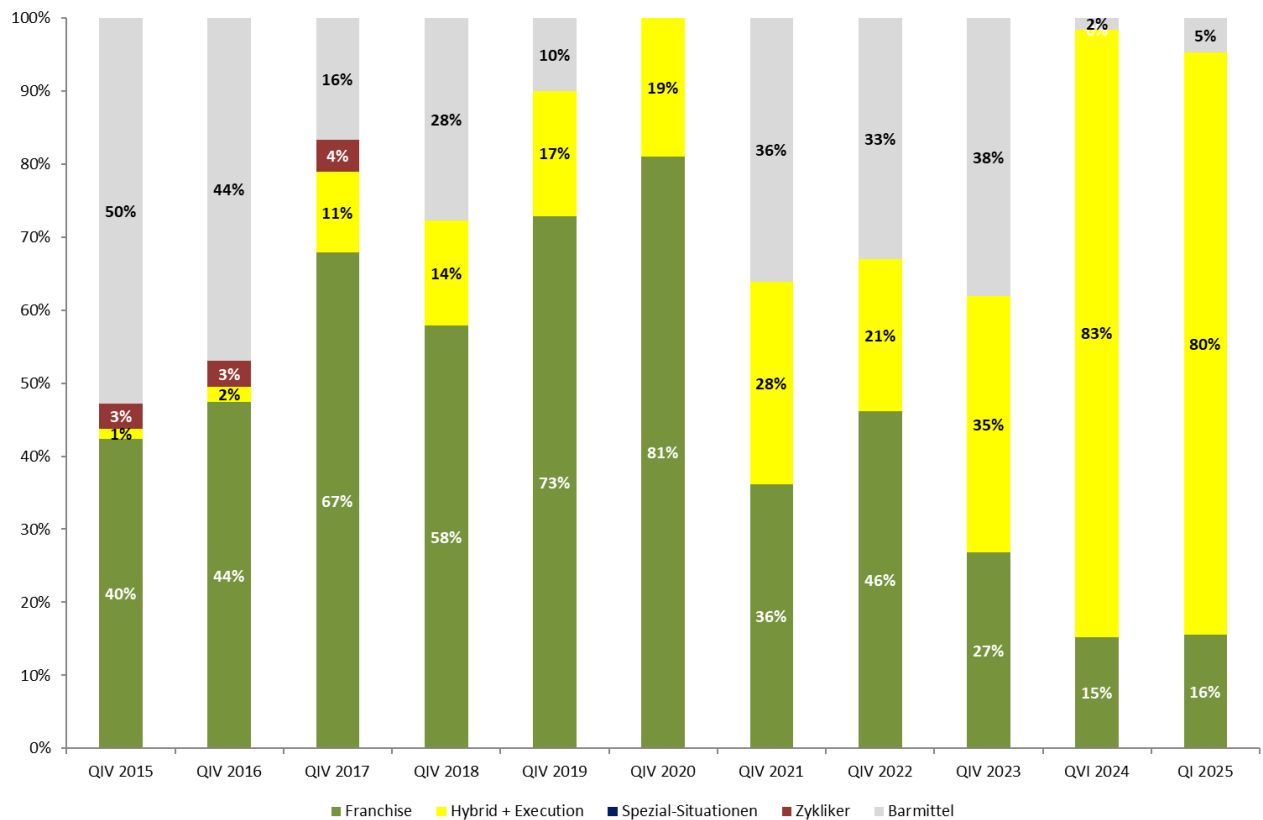
Per 31.03.2025 liegt der Marktwert des Portfolios **am unteren Ende der Spanne aus den beiden Intrinsischen Werten**. Damit ist das Portfolio gut gegen Börsenschwankungen abgesichert, diese Bewertung ist konservativ.

B. Portfolio Strategie

1. „Long Book“ - Portfolio-Entwicklung nach Geschäfts-Qualität

1.1 Überblick

Die nachstehende Grafik zeigt die **Entwicklung** unseres **Portfolio-Mix** nach **Qualität** des **Unternehmens**:



Wie Sie sehen können, hat sich der Anteil der Franchise-Geschäfte marginal erhöht, er liegt jetzt bei 16%, was historisch gesehen niedrig ist.

1.1.1 Franchise-Geschäfte

Diese Geschäfte weisen die höchste Geschäftsqualität auf – sie kombinieren i.d.R. **hohe Kundenbindung mit einem starken Wettbewerbsvorteil**. Historisch betrachtet waren diese Geschäfte stets der Kern von FORUMs Portfolio, mit einem **Anteil von 40 - 60%**.

Ende Q1 2025 war die einzige Franchise-Position **Sartorius**.

1.1.2 Hybride und Execution-Geschäfte

Dies sind **Geschäfte mit mittlerer oder niedrigerer Qualität**. Die Industrien in dieser Gruppe reichen von Formteilen bis zu Modeschmuck. Da die Qualität dieser Geschäfte nicht

herausragend ist, kommt es auf die Qualität des Managements an. Daher verbringen wir im Rahmen unserer Due Diligence viel Zeit damit, dieses einzuschätzen.

Ende des 1. Quartals 2025 hatten wir **6 (31.12.2024: 6)** Unternehmen in dieser Gruppe, deren Anteil am Portfolio bei 80% lag (31.12.2024: 83%).

1.1.3 Special-Situationen und Zykliker

Im 1. Quartal 2025 hatten wir **keine Investments** in diesen beiden Typen von Investment-Situationen.

1.1.4 Roll-ups

Unter „**Roll-ups**“ bezeichnet man **Unternehmen, die systematisch kleinere Unternehmen akquirieren**. Die meisten dieser **akquisitionsorientierten** Unternehmen integrieren die übernommenen Unternehmen zügig in ihren Konzern.

In dieser Kategorie halten wir zum Ende des **1. Quartals 2025 eine Position**.

2. Leerverkaufs-Portfolio

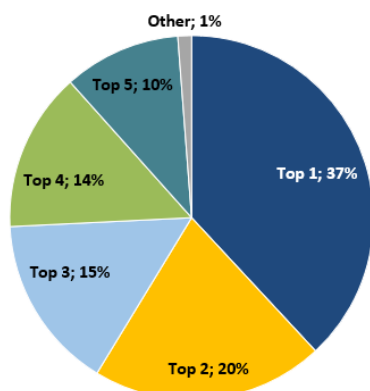
Im 1. Quartal 2025 hatten wir **keine** offene Leerverkaufs-Position (31.12.2024: 0).

3. Weitere Aspekte des Portfolio-Mix

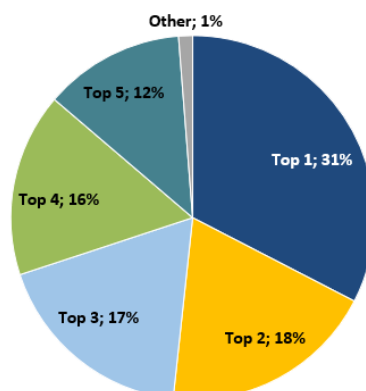
3.1 Portfolio-Konzentration

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des Konzentrationsgrads unseres Portfolios:

Positionsgrößen Q IV 2024



Positionsgrößen Q I 2025

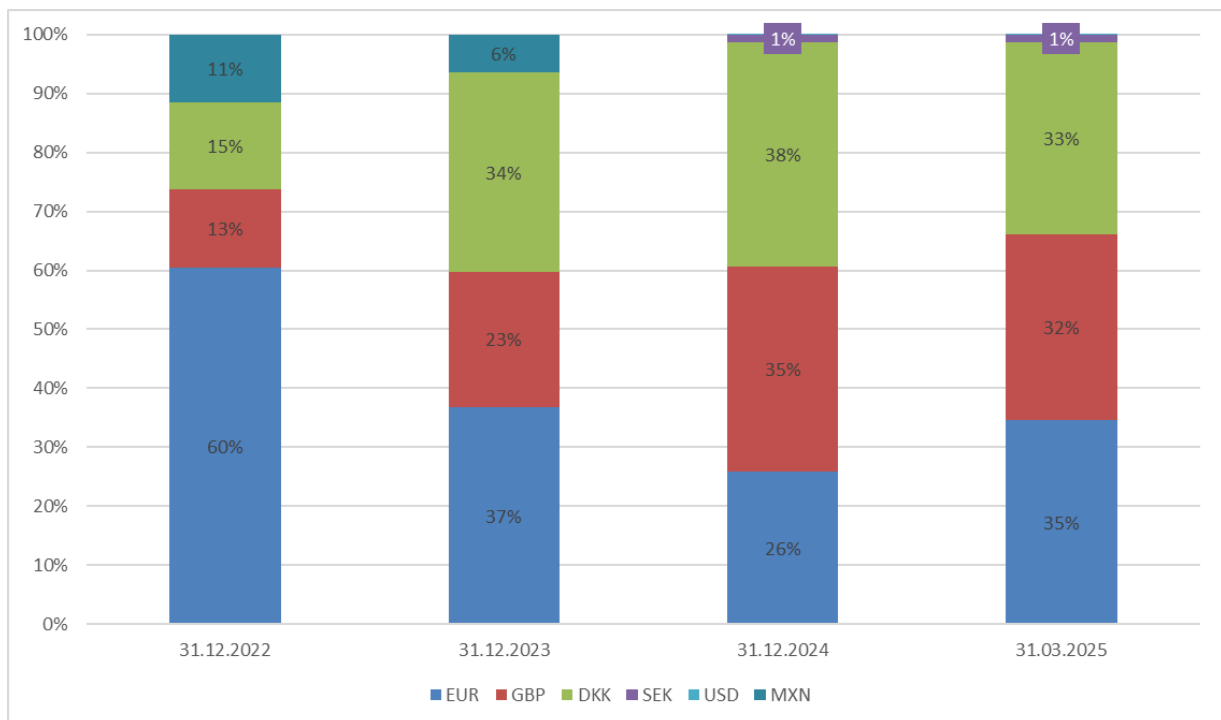


Wie man sieht, hat die Konzentration unseres Portfolios im 1. Quartal 2025 abgenommen. Die **Konzentration unserer größten Positionen (Top 1 & 2)** ist aufgrund von negativen Kursentwicklungen gesunken.

Die **drei größten Investments** machen ca. **66% des Portfolios** aus – gegenüber 72% zum Jahresende 2024. Wie Sie wissen, ist ein konzentriertes Portfolio eine der wichtigsten Elemente unserer Strategie.

4. Portfolio-Zusammensetzung nach Währungen

Nachfolgend ist die Entwicklung des Portfolios nach Währungen dargestellt:



Demnach ist der **€-Anteil** derzeit bei **35%**. Damit wären wir im Falle einer neu aufflammenden €-Krise tendenziell weniger betroffen. Es ist jedoch anzunehmen, dass die anderen Währungen aus dem geographischen Raum von einer derartigen Krise über Sekundär-Effekte ebenfalls betroffen wären.

C. Risikoprofil

Aus unserer Sicht haben sich die im **Jahresbericht des CIO 2024 identifizierten Risikofaktoren verstärkt**. Wir empfehlen, das entsprechende Kapitel in unserem Q4 2024 Letter zu lesen.

Besonders das **Risiko C.1.a) – Donald Trump** – ist nach Quartalsende eingetreten. Die von ihm angekündigten Zölle haben eine **signifikante Marktvolatilität ausgelöst**. Aus diesem Grund widmen wir diesen Entwicklungen im nächsten Kapitel eine gesonderte Analyse.

D. Ereignisse nach Quartalsende

Wie Sie alle verfolgt haben, hat Donald Trump beginnend mit dem **2. April 2025** eine **Welle an Zoll-Erhöhungen losgetreten**, die zu Zöllen in einer noch nie dagewesenen Größenordnung geführt haben. Die aktuellen Zölle Stand 08.04.2025 liegen noch **deutlich unter den Zöllen im Zeitraum 1930 – 1939**, die durch den **Smooth Hawley Act** initial ausgelöst wurden und dann zu einer weltweiten Eskalation von Zöllen – verbunden mit Abwertungen durch Aufgabe des Gold Standards – geführt haben.

Wir haben daher unser Portfolio darauf überprüft, inwieweit die Ertragskraft – und damit die intrinsischen Werte – unserer Beteiligungen durch diese Entwicklung beeinträchtigt werden. Lassen Sie mich die wesentlichen Punkte kurz erläutern:

1. Betroffene Unternehmen

Direkt von den US-Zöllen **betroffen** sind nach unserer Einschätzung **nur zwei Unternehmen**: Sartorius und Pandora.

1.1. Sartorius

Sartorius erzielt **ca. 33% seines Umsatzes in den USA**. Von diesen 33% werden **ca. 60% aus EU-Werken importiert**, das entspricht durchgerechnet ca. 20% des Umsatzes. Multipliziert man die Wareneinsatzquote für diesen Umsatz mit dem aktuellen **Zollsatz von 20%**, errechnet sich eine **Belastung von ca. € 78 mio.** Das entspricht **ca. 13% des EBIT 2025E**.

Das Unternehmen hat uns mitgeteilt, dass es damit rechnet, ca. die **Hälfte der Zölle durch Verlagerungen von Produktionsmengen in bestehende USA-Werke zu verlagern**. Damit **bleibt ein EBIT-Effekt von ca. minus 7%.**

Zusätzliche Preiserhöhungen sind in diesem Fall wahrscheinlich nicht möglich, weil Sartorius starke US-Wettbewerber hat, die komplett in den USA herstellen.

1.2. Pandora

Pandora erzielt **ca. 31% seines Umsatzes in den USA**. Wenn man die gleiche Methodik wie oben anwendet, errechnet sich ein **negativer EBIT-Effekt von ca. 9%**. Der Zoll-Effekt entspricht ca. 7% des in den USA erzielten Umsatzes.

Da **ALLE Wettbewerber ihren Modeschmuck aus Asien importieren**, rechnen wir mit einem **generellen Anstieg des Preis-Niveaus** – d.h., dass **ALLE Anbieter die Kostensteigerung weitestgehend an den Konsumenten weitergeben** – ohne Marktanteile zu verlieren.

Wir sollten allerdings darauf gefasst sein, dass **durch die Preiserhöhungen die Nachfrage negativ beeinflusst wird.**

Der **Ausgangspunkt ist allerdings stark**: in **2024** hat Pandora in den **USA ein lfl-Wachstum** – d.h. Wachstum auf vergleichbarer Fläche - **von 8% erzielt**. Das signalisiert ein **starkes Marken-Momentum**, das die negativen Effekte einer Rezession möglicherweise gering halten wird.

1.3. Sonstige Unternehmen

Unsere sonstigen Unternehmen exportieren nichts in die USA; insofern sind sie von den Zöllen nicht direkt betroffen, d.h., es gibt **keine „First-Order“- Effekte**.

Wir müssen allerdings damit rechnen, dass eine **globale Rezession** aufgrund eines Zusammenbruchs des Welthandels auch diese Unternehmen negativ betreffen wird – das wären dann die **„Second-Order“-Effekte**.

1.4. Gesamt-Portfolio

Die beiden direkt betroffenen Portfolio-Position machen nur ca. 22% des Portfolios aus. Der Netto-Effekt – **First-Order-Effekt** - aus diesen beiden Positionen **macht daher weniger als 1% des Gesamt-EBIT aller Gesellschaften aus**.

Wie dargestellt, kommt dazu das **Risiko** aus **Second-Order-Effekten** der **Zoll-Eskalation**, insbesondere einer **globalen Rezession**. Das **Ausmaß** einer solchen globalen Rezession **kann niemand absehen** – im schlimmsten Fall kann es bis zu einer Wiederholung der 30er Jahre kommen. In den 30er Jahren kam zur Rezession dann auch eine Inflation hinzu – und für dieses Risiko sind solide **Qualitätsunternehmen in jedem Fall eine sinnvolle Anlageklasse – besser als Cash**.

Wir haben **bislang keine Abwertungen der Intrinsischen Werte vorgenommen**, da diese **Veränderung nach Quartalsende eingetreten** ist. Zum **derzeitigen Zeitpunkt** würden wir **lediglich** die Intrinsischen Werte der beiden direkt **betroffenen Unternehmen um einen einstelligen Prozentsatz nach unten korrigieren**.

E. Makroökonomische Perspektive

Zu diesem Thema verweisen wir auf unser „**Macro Dashboard**“.

F. Ausblick

Entscheidend für die Entwicklung unseres Portfolios im Jahr 2025 wird – unverändert - die **Entwicklung der Intrinsischen Werte sein**, d.h., der Fundamental-Daten des Portfolios. Solange die sich positiv entwickeln, baut sich Kurssteigerungs-Potenzial für die Zukunft auf – langfristig werden die Aktienkurse den Gewinnen bzw. Intrinsischen Werten folgen.

Ihr

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "B. Wittek". The signature is written in a cursive style with a large, looped final letter.

Dr. Burkhard Wittek

Anlage 1: Zusammenfassung der FES-Investment-Philosophie

1. Investments (“Long Book”)

Unsere Investment Philosophie folgt den Prinzipien des Value Investing in der Interpretation von Warren Buffett: wir investieren mit einer Sicherheits-Marge in Geschäfte, die wir gut verstehen.

Wir verstehen Geschäfte dann gut, wenn Sie in unsere Kern-Kompetenz fallen (“Circle of Competence”). Die definieren wir wie folgt:

- a) Kern unserer Kern-Kompetenz sind Geschäfte mit tendenziell hoher Qualität. Das sind Geschäfte mit hoher Kundenbindung und grossem Wettbewerbsvorteil, d.h., vor allem die Franchise-Geschäfte. Aber auch im Bereich der hybriden Geschäftsmodelle gibt es viele Geschäfte, die langfristig sehr hohe und stabile Erträge erwirtschaften.

Wir definieren die hohe Qualität über Geschäfts-Konzepte (“economic frameworks”), die zu langfristig hohen stabilen Erträgen führen. Diese Konzepte kommen aus allen möglichen Bereichen der Wirtschaft, z.B.

- Umsatzmodelle auf Abo-Basis
 - Wiederkehrende Umsätze
 - Hohe Wechselkosten der Kunden incl. Wechsel-Risiko
 - Marken
 - Hoher Nutzenbeitrag der Produkte und Services beim Abnehmer
 - Network Economics
 - usw.
- b) Zweites Kriterium für die Qualität eines Geschäftes ist die **Qualität des Managements inklusive der Aufsichtsgremien und u.U. auch eines starken oder sogar dominierenden Aktionärs**. Wir suchen nach CEOs, die entweder Weltklasse oder in ihrer Branche herausragend sind.
 - c) Regional definieren wir unseren Circle of Competence als **West-Europa**. Innerhalb West-Europas haben wir eine starke Präferenz für DACH und die Nordischen Länder, die dort herrschenden Denkweisen über das Management von Geschäften kombinieren i.d.R. guten “money sense” mit langfristiger Ausrichtung.

Bei der Suche nach Investitionsmöglichkeiten fokussieren wir uns auf kleine und mittelgrosse Geschäfte, weil dort weniger Analysten unterwegs sind. Die wahrscheinlich, einen Large Cap Wert günstig zu kaufen, ist deutlich geringer – es gibt diese Situationen aber immer wieder.

Wenn wir ein Investment tätigen, **schauen wir uns als erstes an, was wir bekommen** (“What we get”). Für uns sind die wichtigsten Aspekte:

- a) **Qualität des Geschäfts:** Wir unterscheiden drei Kategorien. Am meisten lieben wir Franchise-Geschäfte mit hoher Kundenbindung und grossem Wettbewerbsvorteil. Dahinter kommen hybride Geschäfte. Die Geschäfte, die die höchste Management-Leistung benötigen, sind Execution-Geschäfte.

Wir versuchen, einen signifikanten Teil unseres Portfolios in Franchise-Geschäften zu haben. Aber dies ist keine Dogma: es gibt Perioden, in denen diese Geschäfte vom Aktienmarkt deutlich überbewertet werden. Die bekannteste Phase sind die sogenannten “**Nifty fifty**” – 50 US-Unternehmen, die als von so hoher Qualität eingeschätzt wurden, daß man sie auf ewig halten sollten. Die “Nifty fifty-Euphorie” begann in den 1960er Jahren und lief bis 1972 heiss – dann platzte die Blase. In der folgenden 7-Jahresperiode erzielten die Nifty Fifty eine um 30% schlechtere Kursentwicklung als der Vergleichsindex S&P 500.

Bei FORUM lieben wir “Peace of Mind” – aber am Ende sind für uns Renditen wichtiger. Insofern reduzieren wir unsere Allokation zu Franchise-Geschäften, wenn die prognostizierte Rendite unserer Investment-Kandidaten nicht unsere Mindest-Rendite erreicht.

- b) **Management und Aufsichtsrat:** in jedem Geschäft haben der CEO, der Rest des Management Teams, die Mitglieder des Aufsichts- oder Verwaltungsrats einen enormen Einfluss auf die Erträge, die das Geschäft in den folgenden 5 Jahren abwirft. Ein Geschäft mit einer Eigenkapitalrendite von 15% verdoppelt seine Eigenkapitalbasis in den nächsten 5 Jahren (vor Ausschüttungen). Wie diese zusätzlich erwirtschafteten Eigenmittel eingesetzt werden, kann einen signifikanten Beitrag zur Wertschaffung oder – vernichtung leisten.
- c) **Internal Compounding (Eine Übersetzung dieses Begriffs ist nahezu unmöglich):** damit wird die gesamte Wertsteigerung eines Geschäftes bezeichnet, die sich aus Anfangswert, Dividenden und Endwert ergibt. Dabei spielt die Kapitalintensität eine ganz wichtige Rolle, denn
- sie erfordert erstens den Einsatz von freien Finanzmitteln (die damit nicht für Dividenden zur Verfügung stehen)
 - und limitiert damit das intern finanzierbare Wachstum – es entspricht bei gleichbleibender Kapitalintensität der Eigenkapital-Rendite.

Das ideale Geschäft hat damit eine niedrige Kapitalintensität verbunden mit der Möglichkeit, für viele Jahre zu wachsen. Das “internal compounding” – d.h. die so generierte Rendite wächst mit einer hohen Rate und geometrisch. Der Aktienmarkt hat oft eine kurzfristigere Perspektive und preist dieses “internal compounding” nicht ein – das ist dann eine Chance für uns.

Darum ist unser Portfolio durch Unternehmen geprägt, die deutlich schneller wachsen als das reale Wachstum des europäischen BSP-Wachstums.

Nach der Prüfung, was wir bekommen (“what we get”) analysieren wir, “What we pay”. Die wichtigsten Prinzipien sind:

- a) Ankerpunkt unserer Bewertung von Unternehmen ist der **Nettoertragswert - Net Earnings Power Value ("N-EPV")**. Wir definieren N-EPV als den kapitalisierten Wert der Cash Flows, die das Geschäft in einer stabilen Lage (“on a sustainable basis”) erwirtschaftet, d.h., ohne Wachstum. Dieser Wert misst, was ein Geschäft heute wert ist, und das Wachstum “umsonst” bekommen.
- b) Auch für die besten Geschäfte – Franchise-Geschäfte mit gutem Management und absehbarem Raum für Wachstum – zahlen wir nicht wesentlich mehr als N-EPV. Dies ist unsere Definition der **Sicherheits-Marge (“Margin of Safety”)**.
- c) Unsere **Mindest-Rendite für neue Investitionen** ist **20% p.a.**

Wir definieren **Risiko als den endgültigen Verlust unseres eingesetzten Kapitals**. Wenn das Risiko eines permanenten Verlustes “mehr als insignifikant” ist – gemeint ist damit eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 5 - 10% - verfolgen wir die Investment-Idee nicht weiter.

Dagegen ist die Volatilität von Aktienkursen von uns nicht als Risiko: wir betrachten diese Schwankungen als statistisches Rauschen. Stattdessen konzentrieren wir uns darauf, die Entwicklung der intrinsischen Ertragskraft zu analysieren: hat sie sich verändert, müssen wir sogar eine Wertberichtigung auf unseren letzten Wert vornehmen. Wenn nicht, prüfen wir, ob die Kursschwankung u.U. eine Kaufgelegenheit darstellt.

2. Leerverkaufs-Portfolio (“Short Portfolio”)

Mit unserem Leerverkaufs-Portfolio verfolgen wir drei Ziele: Our **short investments** serve three purposes:

- a) **Autonome Shorts**: das sind Unternehmen, die deutlich überbewertet sind, und bei denen es einen Katalysten gibt, der eine Korrektur der Überbewertung auslösen sollte. Der Katalyst kann z.B. die Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung oder ein Verfehlen von Bedingungen in Kreditverträgen sein (“breach of covenants”).
- b) **Absichern eines Unternehmens-spezifischen Risikos bei Investments** (“long-Positionen”): wir erreichen das durch Eingehen einer “gespiegelten” Position, die sich gegenläufig entwickeln sollte.
- c) **Absichern des Gesamt-Portfolios** gegen eine Überbewertung des gesamten Aktienmarktes. Damit neutralisieren wir das Risiko einer Markt-Korrektur – und behalten das sogenannte “Alpha”, d.h., die erwartete Unternehmens-spezifische Über-Rendite.

Innerhalb der Leerverkaufs-Portfolios unterscheiden wir zwischen

- a) „conviction bets“ – das sind Investments, bei denen wir einen hohen Überzeugungsgrad zur Einzel-Position haben
- b) „stochastic bets“ – das sind Investments, bei denen wir nicht auf einen Kursrückgang einer einzelnen Aktie setzen, sondern einer ganzen Branche, z.B. Fluggesellschaften oder traditioneller Einzelhandel im non-food.

Bei allen Leerverkäufen haben wir den langfristigen Trend steigender Unternehmensgewinne und nicht-kalkulierbare Ereignisse (“event risks”), z.B. Übernahmen gegen uns. Daher geben wir einer Short-Position immer nur eine geringe Allokation, i.d.R. 1-2% des Portfolios.

Historisch **haben Leerverkaufs-Positionen 5 – 10% unseres Portfolios ausgemacht.**

Anlage 3: Glossar

Execution-Geschäft: ein Geschäft mit relativ geringer Kundenbindung und vielfach auch niedrigem Wettbewerbsvorteil. Unternehmen in dieser Gruppe sind z.B. Einzelhändler oder Logistik-Dienstleister. Ein Execution-Geschäft braucht jeden Tag die richtigen Management-Entscheidungen benötigt, um zu prosperieren.

Franchise- Geschäft: ein Geschäft mit hoher Kundenbindung und großem Wettbewerbsvorteil. Unternehmen in dieser Kategorie sind z.B. starke Markenartikel, Software-Unternehmen mit kritischen Anwendungen oder die meisten Unternehmen im Gesundheitswesen.

Hybrides Geschäft: ein Geschäft mit Charakteristika der beiden oben genannten Qualitäts-Stufen, demnach Geschäfte mittlerer Qualität.

Net Asset Value ("NAV"): Nettoinventarwert, d.h., der Wert des Portfolios zu aktuellen Börsenkursen.

Net Earnings Power Value (“N-EPV”): Netto-Ertragswert. Der Netto-Ertragswert misst den Ertragswert eines Geschäftes in einer Situation ohne Wachstum. Er wird auf Basis des Finanzflusses nach Steuern berechnet, dabei werden die Ausgaben für Wachstum eliminiert. Bei Restrukturierungen stellt die Bewertung auf den normalisierten Ertragswert nach Abschluss der Sanierung ab.

Dieser Finanzfluss (“Cash Flow”) wird auch als “**Owner Earnings**” oder “OE” bezeichnet. Wir kapitalisieren ihn mit einem Faktor, in den die Qualität des Geschäfts und die Unternehmensgröße eingeht. Z.B. wird ein Franchise-Geschäft mit hoher Marktkapitalisierung bzw. Größe mit einem Faktor 12 kapitalisiert. Der Faktor wird in Abständen angepasst, um dem Basiszins Rechnung zu tragen.

Total Intrinsic Value (“IV-T”): der IV-T misst den gesamten Wert eines Geschäftes incl. Wachstum. Bei Restrukturierungen gehen außerdem die angestrebten strukturellen Erhöhungen der Ertragskraft ein. Daher enthält der IV-T mehrere Annahmen über die Zukunft und ist daher weniger präzise als der N-EPV.

Da der IV-T aus prognostizierten zukünftigen Erträgen ermittelt wird, wird er auf den Zeitwert abdiskontiert. Der Diskontsatz ist die Inverse des Kapitalisierungsfaktors. D.h., wenn der Aktienkurs eines Unternehmens den IV-T erreicht, ergibt sich rechnerisch ein IRR von 8 – 12% p.a.