

AAP Investoren Brief Q1 2021

Solothurn, 09.04.2021

Demokratische Finanzmärkte

Liebe Kundinnen und Kunden (nachfolgend Kunden)

Liebe Investorinnen und Investoren (nachfolgend Investoren)

Nach langen Überlegungen habe ich mich dazu entschieden, künftig in unregelmässigen Abständen meine Einschätzung und Meinung zu ausgewählten Finanzthemen auch in schriftlicher Form öffentlich zugänglich zu machen. Im Sinne der Transparenz ist es mir ein wichtiges Anliegen, dass unsere Kunden, potenzielle Neukunden und interessierte Investoren meine Einschätzungen zu den Märkten und die von mir getroffenen Anlageentscheidungen verstehen und kritisch hinterfragen können. Im Verständnis und im Austausch sehe ich einen grossen Mehrwert für unsere Kunden, Investoren und für uns.

1. Demokratische Finanzmärkte

Mir ist aufgefallen, dass die Finanzmärkte «demokratischer», sprich für alle zugänglicher geworden sind. Geld anlegen an der Börse ist nicht mehr nur eine Sache für Reiche und für Banker. Der Normalbürger kann heute sehr unkompliziert (via Smartphone) sein Geld an der Börse anlegen. Diese Entwicklung ist nicht neu und grundsätzlich zu begrüssen. Bei genauer Betrachtungsweise sind allerdings gewisse bedenkliche Aspekte nicht zu übersehen.

Online-Tradingplattformen und Anlage-Apps spriessen wie Pilze aus dem Boden. Als Beispiel gibt es die Tradingplattform Robinhood, die mit dem Slogan wirbt: «Commission-free Stock Trading & Investing App». Nutzer dieser und anderer Tradingplattformen, welche auch den Social-News Aggregator «reddit» nutzen, haben sich zu einer Art Kleinanleger-Masse entwickelt, die beispielsweise den Preis der Gamestop Aktie im Jahr 2021 um fast 900% hinaufkatapultiert haben.

Die Preisschwankungen der Aktien waren in dieser Zeit unberechenbar. Die extremen Kursbewegungen sind dabei nicht auf fundamentale Veränderungen der Kennzahlen des Unternehmens zurückzuführen. Antriebsfeder der «reddit» Community war einzig die Idee, den grossen Hedge Funds, die auf sinkende Kurse gesetzt haben, Paroli zu bieten.

Ganz nach dem Motto von Robin Hood: Den Reichen nehmen, um den Armen zu geben. Nur ging die Rechnung nicht ganz auf. Es ist schwierig zu quantifizieren, wie viele Kleininvestoren effektiv Geld verdient haben. Ein paar Hedge Funds haben anfänglich gelitten und andere sind auf den Zug der steigenden Preise aufgesprungen und haben den Preis noch höher getrieben.

Der Fall Gamestop stellt ein Beispiel einer klassischen Spekulationsblase dar. Die Preise steigen innert kurzer Zeit weit über den inneren Wert der Anlage. Ähnliche Übertreibungen sehen wir in anderen Aktien oder in Kryptowährungen.

Der Aktienmarkt ist voll von kleinen Blasen (Übertreibungen gegen oben) und von Überverkäufen (Übertreibungen gegen unten). Das ist auch gut so, denn in diesen Phasen ergeben sich Anlagechancen und gute Renditen, weil der Markt nicht immer effizient ist. Spekulationsblasen entstehen, wenn grosse Geldmassen angezogen werden, die losgelöst von den bezahlten Aktienpreisen in den Markt fließen.

Wir dürfen nicht vergessen, dass der Aktienmarkt ein Auktionsmarkt ist. Preise können sehr schnell in die Höhe getrieben werden. Noch wichtiger, der Aktienmarkt kann in der kurzfristigen Preisbildung mit einem Wettsystem (Bsp. bei Pferderennen) verglichen werden.

In seinem Meisterwerk «Poor Charlies Almanack» beschreibt es Charlie Munger wie folgt: «The model I like—to sort of simplify the notion of what goes on in a *market* for common stocks—is the *pari-mutuel system* at the racetrack. If you stop to think about it, a *pari-mutuel system* is a *market*. Everybody goes there and bets and the odds change based on what's bet.»

Am wichtigsten ist hierbei der letzte Teil des Zitates: «*The odds change based on what's bet.*» Je mehr Leute auf ein Pferd wetten, desto niedriger wird die Quote, wenn man gewinnt. Oder je mehr eine Aktie gekauft wird, desto niedriger fällt die Rendite aus. (Der Anleger bezahlt einen höheren Preis für den erwarteten Gewinn, d.h. die Rendite auf den bezahlten Preis wird niedriger.) Für jeden Investor ist es wichtig, diesen Zusammenhang zu verstehen. Es gibt kein erfolgreiches Investieren, wenn man den Preis einer Anlage ignoriert. Der Preis spielt bei jeder Investition eine Rolle. Eine Missachtung dieses Zusammenhangs (Kapitaleinsatz und erwartete Rendite) führt zu Finanzblasen. Oft wird diese unvorsichtige Haltung mit spektakulären Zukunftserwartungen gerechtfertigt. Wenn sich kleine Blasen zu grösseren Spekulationsblasen entwickeln, so ist Vorsicht geboten. Aus unserer Sicht haben wir derzeit einen Markt, der punktuell Spekulationsblasen aufweist. Das ist der Grund, warum wir vorsichtig und selektiv bleiben.

2. Inflation und steigende Zinsen

Böse Zungen behaupten, dass es bekanntlich zwei Arten von makroökonomischen Prognostikern gibt:

- Solche, die nichts wissen und
- Solche, die wissen, dass sie nichts wissen

Aus Überzeugung zähle ich mich zu letzterer Gruppe. Ich weiss, dass ich die Zukunft nicht vorhersagen kann. Lieber konzentriere ich mich auf das, was aktuell zu beobachten ist und auf die Bewertung einzelner Unternehmen. Ich versichere Ihnen, schon diese Aufgabe ist für mich eine grosse Herausforderung. Auch in der Unternehmensbewertung werden Annahmen über die Zukunft getroffen und Erwartungen formuliert. Aus meiner Sicht ist es deshalb besonders wichtig, sehr kritisch und vorsichtig bezüglich Zukunftserwartungen zu bleiben.

Was ich beobachtet habe:

Gemäss der europäischen Statistikbehörde (Eurostat) haben sich die Lebenshaltungskosten in der Eurozone innert Jahresfrist um 1.3% verteuert. Wir haben u.a. im USD, EUR und CHF steigende Zinsen gesehen. Es wird viel über Inflation und Zinsen geschrieben.

Mit der Beantwortung folgender Fragen will ich Ihnen meine Einschätzung zur Thematik vermitteln:

Wie entwickeln sich die Zinsen in den nächsten Monaten? Ich weiss es nicht.

Wie entwickelt sich die Inflation in den nächsten Monaten? Ich weiss es nicht.

Sind steigende Zinsen ein Nachteil für Aktien? Ja, aber der Impact ist abhängig vom Zinsniveau. Grundsätzlich kann man festhalten: Steigende Zinsen erhöhen den Diskontfaktor mit denen die erwarteten Cashflows von Firmen abdiskontiert werden. Dies wiederum führt zu kleineren Barwerten der Firmen und somit deren Aktien. Anders ausgedrückt: Die Opportunitätskosten für ein Investment in Aktien werden grösser und daher wird der Wert der Aktienanlage geringer. Wir sind beim heutigen Zinsniveau noch nicht in einem Bereich, der besorgniserregende Abflüsse aus Aktienengagements hervorgerufen hat.

Ist Inflation für Aktien negativ? Auch hier ist das Niveau der Inflation das entscheidende Kriterium. Grundsätzlich kann man bei einem verkraftbaren Inflationsniveau (also keine Hyperinflation) folgendes festhalten: Nicht zwingend, bzw. nicht für alle Firmen (Aktien). Firmen, welche steigende Preise an die Konsumenten weitergeben können, federn einen grossen Teil der Inflation ab und die Kaufkraft bleibt besser erhalten. Firmen, die das nicht können, werden leiden, denn Sie werden einen realen Kaufkraftverlust erfahren.

Gibt es eine Möglichkeit sich gegen steigende Zinsen und Inflation zu schützen?

Ja. Anleger sollten Firmen kaufen, welche ihre Preise erhöhen können. Zusätzlich sollten bei der Bewertung des inneren Wertes einer Firma Diskontierungssätze gewählt werden, die eine Zinserhöhung abfedern können. Ich sehe oft Diskontierungssätze von 6 – 7 % in den Research Papers. Diese Sätze erachte ich als viel zu tief. Mindestens 8.5 % sollte der Diskontfaktor in der aktuellen Zinslandschaft betragen, mit einer zusätzlichen Margin of safety von mindestens 10 % auf dem inneren Wert.

Die Zukunft zu prognostizieren, bleibt ein schwieriges Unterfangen. Es ist aus meiner Sicht wichtiger zu verstehen, wo wir uns im Marktzyklus befinden und uns dabei auf das «Beobachtbare» konzentrieren. Das kann helfen zu definieren, welche Szenarien unwahrscheinlich sind. Wer sich mehr für dieses Thema interessiert, dem kann ich das grossartige Buch «The most important thing, Illuminated» von Howard Marks empfehlen.

3. AAP Anlagephilosophie

Bevor ich Ihnen ein einige Details zu unserem Aktienzertifikat unter Punkt 4 zeige, möchte ich ein paar Worte zu unserer Anlagephilosophie verlieren. Diese ist als Leitfaden oder als Mindset zu verstehen und weniger als strikte Vorgehensweise. Zudem möchte ich erwähnen, dass das Aktienzertifikat nur einen geringen Teil unserer verwalteten Vermögen ausmacht. Rund 95% der Kundengelder sind in unseren Verwaltungsmandaten investiert. Das AAP Aktienzertifikat dient uns hierbei als Referenzportfolio, welches auch für die Öffentlichkeit ersichtlich ist.

Wir halten konzentrierte Portfolios von bis zu 20 Einzelanlagen. Aktuell halten wir in unserem Referenzportfolio (Aktienzertifikat der AAP AG) 11 Aktien. Wir sind sehr skeptisch gegenüber Überdiversifikation und suchen einen aktiven Performancebeitrag, in dem wir unternehmensspezifische Renditen suchen. Wir wollen nicht ein diversifiziertes Marktportfolio. Wenn ein Investor diese Art von Anlage sucht, dann empfehle ich einen ETF auf einen Index. Es gibt nichts Effizienteres für dieses Unterfangen.

Für unsere Kunden analysieren wir Unternehmen im Detail und führen eine zeitaufwendige Bewertung durch. Wir investieren so, als würden wir das ganze Unternehmen kaufen. Wir kaufen nur, wenn wir einen hohen Überzeugungsgrad erreicht haben. Wenn wir uns für einen Kauf entscheiden, dann kaufen wir beherzt. Mit wenigen Ausnahmen halten wir Positionen von min. 5%, wobei es vorkommt, dass wir in mehreren Tranchen kaufen. Die Zielpositionen liegen bei min. 7%. Wir suchen nach Firmen, welche u.a. folgenden Filterkriterien gerecht werden:

- **Circle of competence** (Wir kaufen, was wir verstehen)
- **Economic moat** (Wir kaufen Unternehmen mit einem nachhaltigen Wettbewerbsvorteil)
- **Predictable business** (Wir kaufen Unternehmen die nachhaltige, absehbare Cash Flows generieren)
- **Growth opportunities** (Wir kaufen Unternehmen, die intakte Wachstumsaussichten haben)
- **Management** (Wir kaufen Unternehmen mit einem fähigen Management)
- **Low changing business** (Wir bevorzugen Unternehmen mit einem sich langsam änderndem Geschäftsumfeld)
- **Strong balance Sheet** (Wir kaufen Unternehmen mit einer soliden Bilanz)
- **Reasonable Price** (Wir kaufen Unternehmen zu vernünftigen Preisen)

Wir haben diese Filterkriterien nicht erfunden, sondern selektiv Elemente aus dem Repertoire von Investoren übernommen, welche wir für ihre Erfolge bewundern. Unter anderem sind dies Warren Buffet, Charlie Munger, Seth Klarman, Howard Marks, Monish Pabrai und Terry Smith. In der Folge kommen zahlreiche weitere Auswahlkriterien hinzu, die wir für jedes Investment prüfen. Eine besondere Bedeutung kommt der Kennzahl ROIC (Return on invested capital) zu, welche später kurz erläutert wird.

Die Anwendung und Gewichtung dieser Kriterien erfolgen mit Augenmass. Wenn wir die Wahrscheinlichkeit auf unserer Seite haben, weichen wir von einzelnen Kriterien ab. Entscheidend ist dabei ein Aktienpreis, der sehr attraktiv ist. Unsere Portfolios lassen sich grob in drei Töpfe gliedern:

- **Compounders** (Qualitätsfirmen mit hohem ROIC)
- **Undervalued stocks** (Firmen mit einer deutlichen Unterbewertung)
- **Low Risk, High uncertainty stocks** (Firmen mit einem geringen Ausfallrisiko und einer Vielzahl von möglichen Zukunftsszenarien)

Weitere Eckpunkte unserer Anlagephilosophie lassen sich wie folgt festhalten:

- Wir betreiben **kein Market-Timing**.
- **Greater Fool Theory:** Wir kaufen nicht weil wir denken, dass irgendjemand später mehr dafür bezahlen wird. Wir kaufen, weil uns das Unternehmen und die Erträge überzeugen.
- **Risiko:** Wir sehen einen nachhaltigen Kapitalverlust als grösstes Risiko und nicht die Volatilität.
- **Benchmark:** Wir versuchen nicht, einen Benchmark abzubilden. Besonders versuchen wir nicht, kurzfristig einen Index zu schlagen. (Der Index Vergleich ist eine standardisierte Formalität beim Reporting). Der Vergleich zum Gesamtmarkt ist nur auf lange Frist sinnvoll.
- **Firma vs. Aktie:** Wir kaufen nicht Aktien, sondern Firmenanteile.
- **Proof of right:** Nicht der Preis der Aktien zeigt, ob wir in unserer Beurteilung Recht haben, sondern das Resultat der Firma, die wir gekauft haben. Mittelfristig wird der Aktienpreis nachziehen.
- **Investoren:** Wir denken, dass die besten Investoren, keine Investoren sind. Firmeneigner, welche sehr lange an Ihrer Qualitätsfirma festgehalten haben und sich nicht als Investoren bezeichnen, sind sehr vermögend geworden. Häufiges handeln, wurde historisch nicht belohnt.
- **Few Bets, Big Bets, Infrequent Bets:** Wir denken, dass wir nur wenige gute Gelegenheiten in einem Jahr haben. Diese müssen wir nutzen und in grösserem Umfang investieren (Monisch Pabrai, The Dhando Investor).
- **Zeit:** Wir denken, dass die Zeit einer der wichtigsten Erfolgsfaktoren beim Anlegen ist.

Diese Punkte sich nicht abschliessend zu verstehen, sondern geben lediglich einen Eindruck unserer Überzeugungen.

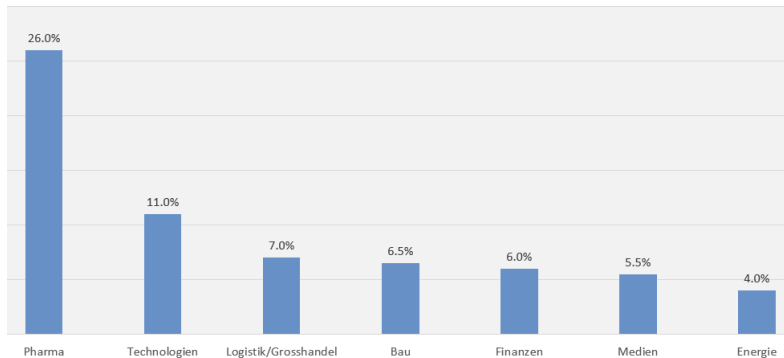
4. Referenzportfolio Active Advisory Partners AG (Aktienzertifikat, Valor 56 677 982)

Performance and risk metrics AMC Q1 2021

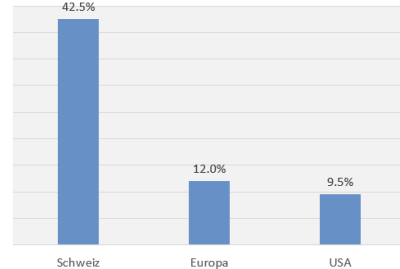
	YTD	Seit Lancierung Zertifikat	
AAP Zertifikat (nach Kosten)	6.86 %	11.13 %	
MSCI World	4.86 %	15.90 %	
SPI	5.16 %	10.03%	

	Volatilität p.a.	Max. Drawdown	Sharpe Ratio
AAP Zertifikat	11.80 %	-7.06%	0.94

Branchenallokation:



Geographische Allokation:



Das Portfolio besteht aktuell aus 11 ausgewählten Aktien und einer Cash Quote von 36%. Die hohe Cash Quote widerspiegelt unsere Vorsicht in der Aktienselektion. Wir sind nicht bereit, mittelmässige Unternehmungen zu überzahlen. Es gibt Fälle, in denen höhere Bewertungen gerechtfertigt sind. Ein Beispiel ist Sika. Das 1910 gegründete Spezialitätenchemie Unternehmen aus Baar versteht sich in erster Linie als Bau- und Industrielieferer. Sika überzeugt mich in vielen Bereichen. Da wäre zum Beispiel der klare Fokus auf die Verkaufsaktivitäten. Liegt der Länderchef mehrmals auf den untersten Rängen, bietet die Zentrale Hilfe an, um das Ergebnis künftig zu verbessern. Ausserdem gefällt mir an Sika, dass es sich um einen Full Service Provider handelt: Sika ist praktisch der einzige globale Anbieter, der als solcher wahrgenommen wird. Der zweite Platz geht an BASF. Was den Marktanteil betrifft, ist Sika ca. doppelt so gross wie BASF. Die Fähigkeit alles aus einer Hand anbieten zu können, verschafft dem Unternehmen einen wichtigen Wettbewerbsvorteil bei Grosskunden wie beispielsweise Alphabet. Auch das Netzwerk, vor allem in der Bauindustrie, ist bei Sika nicht zu unterschätzen. Der «Burggraben» bei Sika kommt weniger aus den Produkten selbst als aus dem Vertriebsnetzwerk, dem Marktanteil und den Eigenschaften als Full Service Provider. Sika ist aus diesen Gründen nicht günstig bewertet. Trotzdem sind wir nicht gewillt, uns von diesem gut aufgestellten und gut geführten Unternehmen zu trennen. Wir verstehen Sika als «Compounder». Als ein Unternehmen mit der Eigenschaft, auf dem investierten Kapital (Vereinfacht dargestellt, alle operativ nötigen, tangiblen Vermögenswerte in der Bilanz) eine ansprechende Rendite zu holen. Die Kennzahl hierfür ist der ROIC (Return on invested capital). Mit Ausnahme von 2011 konnte Sika in den letzten 14 Jahren jährlich einen ROIC im zweistelligen Bereich generieren. Dabei ist zu beachten, dass Sika in der Vergangenheit noch nicht das Unternehmen war, das es heute ist. Wir sehen daher weiteres Potenzial. Wir behalten gut geführte Compounder über eine längere Zeit, auch wenn die Bewertung zeitweise hoch erscheint.

Im Fokus: Facebook

Am 16.02.2021 haben wir zu einem Preis von 270.96 USD pro Aktie eine Beteiligung an Facebook aufgebaut. Facebook ist bekanntlich der weltweit grösste Anbieter von Social Media Plattformen. Zu Facebook gehören: das Netzwerk Facebook, Instagram und Whatsapp. Nebst diesen Plattformen ist Facebook an vielen anderen Projekten und Firmen beteiligt, die aber zum heutigen Zeitpunkt noch nicht einen grossen Beitrag zum Unternehmensergebnis beisteuern.

Facebook hat monatlich 2.8 Milliarden aktive Nutzer auf all ihren Plattformen. Diese teilen mit Ihrer Community Fotos, Videos und Beiträge über Themen, die sie interessieren. Dank diesen Nutzern ist die Facebook Plattform interessant für Unternehmen, die spezifische Zielgruppen mit ihrer Werbung

bedienen wollen. Rund 97 % der Einnahmen werden durch Werbung erzielt. Facebook hat im Jahr 2020 bei einer hohen Nettomarge von 33.90 % einen Gewinn von rund 29 Milliarden USD generiert. Im Jahr 2018 waren es noch 18.4 Milliarden USD. Diese Steigerung ist klar auch mit den höheren Social-Media-Aktivitäten aufgrund der Pandemie zu erklären. Doch auch ohne Pandemie hat Facebook in den letzten Jahren ein beachtliches Umsatzwachstum vorweisen können.

Durch den Bekanntheitsgrad und dank der vielen Nutzer, hat Facebook als Konzern eine quasi Monopolstellung auf dem Socialmedia Markt inne. Für die Wettbewerber ist es sehr schwierig, Facebook mit anderen oder neuen Plattformen zu konkurrenzieren. Der wichtigste Wettbewerber ist wohl Google (Alphabet), welcher mit Youtube auch eine beliebte Internet Plattform vorweisen kann. Beim Kauf haben wir für Facebook ein KGV von 26.85 auf den Gewinn pro Aktie von 2020 bezahlt. Auf den ersten Blick suggeriert diese Kennzahl keinen grossen Deal. Wenn wir jedoch das bezahlte KGV historisch und im Branchenvergleich anschauen, so sieht es besser aus. Der historische Median liegt bei ca. 38 (KGV) und der Median unter Wettbewerbern bei rund 30 (KGV). Da wir nicht von einem grösseren Einbruch des Umsatzes im 2021 ausgehen und wir eine stabile Marge als plausibel erachten, haben wir aus unserer Sicht einen fairen Preis bezahlt. Bei einer Discounted Cash Flow Berechnung erhalten wir bei einem Diskontsatz von 8.50 % und einem langfristigen Wachstum von 1.5 % einen fairen Wert bei rund 270 USD. Hierbei haben wir einen Schätzfehler (Margin of Safety) von rund 20 % berücksichtigt. Wir haben was die Bewertung angeht ein gutes Gefühl und uns hilft auch die Tatsache, dass Facebook eine Netto cash Position von rund 80 Milliarden USD in den Büchern aufweist.

Insgesamt sehen wir Facebook als robustes, gut finanziertes Unternehmen mit einer erstklassigen Marktstellung, einer sehr guten Rentabilität und intakten Wachstumsaussichten. Der aufmerksame Leser wird sich nun fragen, warum denn das Unternehmen zu einem angeblich fairen Wert zu kaufen ist? Das ist eine sehr gute Frage, die wir uns auch gestellt haben. Die Antwort liegt im wachsenden politischen Widerstand gegen Facebook. In den USA - wie auch in anderen Ländern - sind Bemühungen in Gange, die Marktmacht von Facebook zu redimensionieren. Es ist u.a. die Rede von einer möglichen Aufspaltung in drei Unternehmen. Auch haben einzelne Länder Bedenken bezüglich der Datensicherheit und wollen für ihre Bürger den Schutz der Privatsphäre garantiert haben. Wir nehmen diese Entwicklungen ernst, weil uns bewusst ist, dass dies für Facebook belastend sein könnte. Auch die wiederkehrenden Datenlecks, mit welchen Facebook wiederholt konfrontiert ist, sind ein Problem, da die mangelnde Datensicherheit der Reputation des Unternehmens schadet.

Wenn wir die Risiken und Chancen bei Facebook abwägen, so überwiegen aus unserer Sicht die Chancen. Wir sehen nämlich in Facebook einen sogenannten «Spawner». Der Begriff Spawner im Zusammenhang mit Unternehmen wurde von Monish Pabrai geprägt und heisst so viel wie Rogen. Ein Rogen kann sehr viele Rogeneier verteilen, aus denen neue Rogen wachsen können. Auf eine Firma übertragen bedeutet dies, dass ein Unternehmen fähig ist, viele neue Geschäftsmodelle zu integrieren, zu kopieren oder mit wenig Kapitalaufwand zu testen. Das Gute an dieser Eigenschaft ist, dass die erfolgreichen Unternehmen dabei ihr Kerngeschäft nicht aufs Spiel setzen. Monish Pabrai teilt Facebook der Gruppe der «Embryonic Spawners» zu. Ein Unternehmen mit der Fähigkeit, neue Firmen aufzukaufen und diese in grössere Firmen zu transformieren. Facebook hat dies bisher mit Instagram, WhatsApp und Oculus bewiesen.

Wir sind daher überzeugt vom Kerngeschäft und sind gespannt auf mögliche neue Geschäftsfelder von Facebook.

5. Schlusswort

Ich danke der Leserschaft für das Interesse. Insbesondere bedanke ich mich bei meinen Kunden für ihre Treue und für das mir entgegengebrachte Vertrauen. Ich freue mich auf den Austausch mit Ihnen und wünsche allen viel Erfolg beim Investieren.

Freundliche Grüße



Giovanni Bartolotta
Geschäftsführender Partner Active Advisory Partners AG