

Mit Weitblick investieren

Gesamtjahres- Investitionsbericht 2025

Januar 2026

Liebe Mitinvestoren	3
REQ Global Compounders.....	7
REQ Nordic Compounders.....	11
Fundamentale Wertschöpfung	15
Überlegungen zu den Auswirkungen von KI auf VMS: Chancen und Risiken	17
Röko AB– Ein Compounder, der auf Langfristigkeit ausgelegt ist	23
Die Compounder—Von kleinen Akquisitionen zu riesigen Aktionärsrenditen	26
Auswahl an Büchern, die wir dieses Jahr gelesen und wieder gelesen haben.....	27
Podcast und andere Ressourcen.....	28

Liebe Mitinvestoren

Im Jahr 2025 schloss der REQ Global Compounders Fonds mit einem Minus von 8,2 %¹, während der REQ Nordic Compounders Fonds um 8,7 %² zulegte.

Seit seiner Auflegung hat der REQ Global Compounders einen Wertzuwachs von 49 % erzielt, was einer durchschnittlichen jährlichen Rendite von 9 % entspricht. Der REQ Nordic Compounders hat seit seiner Auflegung einen Wertzuwachs von 47 % erzielt, was einer durchschnittlichen jährlichen Rendite von 10 % entspricht.

Wir sind mit den Renditen im Jahr 2025 nicht zufrieden, aber optimistisch hinsichtlich des langfristigen Zinseszinspotenzials der Portfolios. Die Gründe für die schwache Performance sind eine Mischung aus unternehmensspezifischen Herausforderungen und unserem 20-prozentigen Engagement in vertikalen Softwareunternehmen im REQ Global Compounders Fonds, der von der KI-Erzählung „KI wird alle Software verdrängen“ getroffen wurde. In diesem Bericht präsentieren wir eine eingehende Analyse unserer Erkenntnisse und Perspektiven zu diesem Thema.

Das Jahr war geprägt von Turbulenzen aufgrund der US-Zölle und einem allgemein gedämpften Wirtschaftsklima. Die Zölle wirkten sich auf einige unserer Portfoliounternehmen aus, während die allgemein schwache Konjunkturstimmung zu einem geringen organischen Wachstum bei mehreren Unternehmen führte, obwohl sich das organische Wachstum im Laufe des Jahres verbessert hat.

Erneut haben unsere Unternehmen die Widerstandsfähigkeit ihrer beiden Wachstumsmotoren unter Beweis gestellt: Wenn sich das organische Wachstum verlangsamt, bieten Akquisitionen einen wirksamen Ausgleich. Mit Blick auf die Zukunft bleiben unsere Portfoliounternehmen zuversichtlich hinsichtlich ihrer Aussichten, gestützt durch eine gesunde Pipeline attraktiver Akquisitionsmöglichkeiten und eine optimistischere Einschätzung der organischen Entwicklung.

Wir arbeiten weiterhin mit vielversprechenden Unternehmen zusammen, die potenziell in die Fonds aufgenommen werden könnten, sobald ihre Bewertungen unseren Renditeerwartungen entsprechen. Wo immer möglich, nutzen wir die geringere Größe der Fonds und unsere mehr als 15-jährige Erfahrung mit Investitionen in diese Unternehmen, indem wir bedeutende Positionen in kleinen Unternehmen eingehen, deren langfristiger Wert vom Markt möglicherweise noch nicht erkannt wird. Dabei wollen wir keine Kompromisse hinsichtlich der Qualität des Geschäfts oder des Managements eingehen. Kleine Unternehmen werden zudem tendenziell zu attraktiveren Bewertungen gehandelt.

* * *

Bei REQ verfolgen wir eine extrem langfristige und uneingeschränkte Anlagephilosophie. Wir bauen Portfolios um akquisitionsorientierte Compounder auf: Unternehmen, die einen großen Teil ihres zusätzlichen Kapitals mit überdurchschnittlichen Renditen reinvestieren und so einen hohen langfristigen Wert pro Aktie schaffen. Ihre Strategie kombiniert organisches Wachstum mit der Übernahme kleinerer privater Unternehmen.

Unser Ziel ist es, die hochwertigsten börsennotierten Unternehmen zu erwerben, unabhängig von Unternehmensgröße, Marktkapitalisierung oder Branche. In der Praxis suchen wir nach herausragenden Unternehmen mit sparsamen, vertrauenswürdigen und leistungsorientierten Managementteams. Wir bevorzugen Unternehmen mit einer starken Erfolgsbilanz bei der soliden Kapitalallokation. Außerdem bevorzugen wir Unternehmen, bei denen Eigentümer und Management ein persönliches Interesse am Erfolg haben und deren Anreize mit der Schaffung von Shareholder Value im Einklang stehen.

Die akquisitionsorientierten Compounder, in die wir investieren, weisen in der Regel zwei Merkmale auf. Erstens schaffen sie eine leistungsorientierte, dezentrale Unternehmenskultur. Zweitens betreiben sie nachhaltige Reinvestitionsmotoren, die über viele Jahre hinweg funktionieren können. Diese Unternehmen sind im Kern Value-Investoren und setzen einen erheblichen Teil ihres freien Cashflows ein, um über einen breiten Zeitraum hinweg die bestmöglichen Renditen zu erzielen.

¹ Rendite in NOK für die Klasse „A“. Der Fonds hat Anteilklassen in NOK, SEK, EUR und USD

² Rendite in NOK für die Klasse „A“. Der Fonds hat Anteilklassen in NOK, SEK, EUR und USD

Branchen und Regionen erzielen. Sie verstehen den Wert von Opportunitätskosten. Viele sind in wachsenden und stark fragmentierten Märkten mit strukturellen Rückenwindfaktoren tätig.

Vorzugsweise möchten wir in Unternehmen investieren, die sich nicht ausschließlich über Akquisitionen definieren. Wir suchen Unternehmensgründer, die über Transaktionen hinausdenken und handeln. Neben einer erfolgreichen privaten Akquisitionsstrategie bauen sie die richtige Kultur und die Fähigkeiten auf, die für eine organische Expansion erforderlich sind. Da sie wissen, dass der Cashflow die Grundlage des *Modells* ist, pflegen sie eine starke „Cash-Kultur“ und ein gemeinsames Zielbewusstsein, das über das reine Abschließen von Geschäften hinausgeht. Viele verfügen über ein starkes industrielles Erbe und einen technischen Hintergrund und gehen mit einer unternehmerischen und rationalen Denkweise an die Märkte heran, anstatt sich auf schnelle Geschäftsabschlüsse zu konzentrieren. Sie gehen methodisch vor und bauen durch Versuch und Irrtum Kompetenzen auf. Wie Niklas Stenberg, CEO von Addtech, einmal betonte: „Übernahmen sind etwas, das viele tun können, aber organisches Wachstum zu erzielen ist ein Beweis dafür, dass man etwas tut, das Unternehmen weiterentwickelt.“

Daher legen wir großen Wert auf Unternehmen mit einer starken Erfolgsbilanz, die nicht nur verstehen, was funktioniert, sondern auch, was nicht funktioniert. Dies sind Unternehmen, die über einen Schatz an Erfahrungen sowohl aus Erfolgen als auch aus Misserfolgen verfügen.

Unsere Strategie konzentriert sich auf Investitionen in Unternehmen, die wir verstehen und von denen wir überzeugt sind, dass ihr Gewinn und ihr freier Cashflow pro Aktie langfristig erheblich wachsen können. Langfristig ist es unser Ziel, das Kapital mit einer Rendite im niedrigen bis mittleren Zehnerbereich zu vermehren. Die Unternehmen, in die wir investieren, erzielen in der Regel ein jährliches Wachstum von rund 15 % bei Gewinn und Cashflow pro Aktie. Wir versuchen, für dieses Wachstum nicht zu viel zu bezahlen.

Als Verwalter des Kapitals unserer Anleger, einschließlich unseres eigenen, verfolgen wir einen konservativen Anlageansatz. Wir sind davon überzeugt, dass langfristige Erfolge ebenso sehr davon abhängen, dauerhafte Kapitalverluste zu vermeiden, wie daran, an Gewinnern festzuhalten. Aus diesem Grund haben wir viel Zeit damit verbracht, nicht nur erfolgreiche, sondern auch gescheiterte Unternehmen zu untersuchen. Indem wir unser Bestes tun, um Verluste zu vermeiden, erhöhen wir die Chancen, für unsere Anleger zufriedenstellende langfristige Ergebnisse zu erzielen.

Die Bedeutung von Reinvestitionsmöglichkeiten

Stellen Sie sich zwei Restaurants vor³: das dänische Restaurant Noma, das fünf Mal als bestes Restaurant der Welt ausgezeichnet wurde, und McDonald's. Für die meisten Menschen wäre Noma zweifellos in jeder Hinsicht das beste Restaurant im Vergleich zu McDonald's. Noma bietet ein kulinarisches Erlebnis, Handwerkskunst und Prestige. Es genießt eine Preissetzungsmacht, die McDonald's niemals haben wird. Doch genau darin liegt die Einschränkung. Die Brillanz des Noma ist untrennbar mit seinem Standort und seiner Zeit verbunden. Was es so außergewöhnlich macht, macht es auch schwieriger zu replizieren und zu skalieren.

McDonald's hingegen wurde nie darauf ausgelegt, in diesem Sinne außergewöhnlich zu sein. Stattdessen wurde es so konzipiert, dass es reproduzierbar ist. Im Laufe der Jahrzehnte hat es ein System perfektioniert, das Tausende Male über verschiedene Regionen und Kulturen hinweg das gleiche Erlebnis bietet. Jedes neue Restaurant ist nicht nur eine Eröffnung, sondern eine Reinvestition des bisherigen Erfolgs in zukünftiges Wachstum. Der Clou dabei ist: Während Noma vielleicht das bessere Restaurant ist, ist McDonald's die bessere Wachstumsmaschine. Seine Fähigkeit, Cashflows in großem Umfang konsequent zu reinvestieren, verschafft ihm eine weitaus längere Wachstumsphase.

McDonald's basiert, wie viele der Unternehmen, an denen wir beteiligt sind, auf einer anderen Denkweise. Die Art und Weise, wie sie Praktiken und Verhaltensweisen systematisieren und immer wieder wiederholen, ist selten. So ist es beispielsweise kein Wunder, dass Bergman & Beving mit seinen Spin-offs seit seinem Börsengang vor 50 Jahren sein Ergebnis kontinuierlich um

³ Diese Analogie, die uns inspiriert hat, stammt von Tom Gaynor, CEO von Markel, aus dem Podcast „Behind the Balance Sheet-Podcast „The Pladder“.

15 % pro Jahr steigern kann. Es sind die tief verwurzelte Kultur, die Praktiken, Verhaltensweisen und Denkweisen, die das Unternehmen einzigartig machen, nicht die Produkte oder Dienstleistungen, die es verkauft.

Unser Portfoliounternehmen HEICO hat es brillant auf den Punkt gebracht: „*Wir sind nicht nur ein Luft- und Raumfahrtunternehmen, sondern vielmehr ein Vehikel, das durch Luft- und Raumfahrtteile und -technologie einen starken Cashflow generiert.*“ Dies wirft ein Licht auf etwas Wichtiges. Letztendlich mag Exzellenz Bewunderung, Auszeichnungen und Schlagzeilen einbringen, aber es ist die Reinvestition des Cashflows in großem Umfang, die in der Regel dauerhaften Wert schafft.

* * *

Unser Buch „*The Compounders – From Small Acquisitions to Giant Shareholder Returns*“ (*Die Compounder – Von kleinen Akquisitionen zu riesigen Aktionärsrenditen*) ist am 2. September erschienen. Ein großes Dankeschön an alle, die sich die Zeit genommen haben, das Buch vor der Veröffentlichung zu lesen und uns wertvolles Feedback gegeben haben.

In dem Buch untersuchen wir neun erfolgreiche, akquisitionsgetriebene Compounder, die über Jahrzehnte hinweg und über Marktzyklen und Branchen hinweg bewiesen haben, dass ihr Modell funktioniert. Es ist immer wertvoll, sich mit den Großen zu beschäftigen. Der eigentliche Zweck des Buches besteht jedoch darin, die Faktoren aufzudecken, die einen akquisitionsgetriebenen Compounder überhaupt erst erfolgreich machen. Sie frühzeitig zu erkennen, ist das Geheimnis des wahren Compounding. Für uns als Autoren und Portfoliomanager diente das Buch auch dazu, unsere Erkenntnisse zu systematisieren und direkt in Portfolioentscheidungen umzusetzen. Wir glauben, dass mehrere Unternehmen in unseren Portfolios bereits ein starkes langfristiges Potenzial haben. Mit Geduld und disziplinierter Unternehmensführung könnten sie genau die Unternehmen sein, über die wir in zehn Jahren schreiben werden.

Im ersten Kapitel des Buches beschäftigen wir uns eingehend mit Lifco. In früheren Funktionen haben wir bei dessen Börsengang am 21. November 2014 in Lifco investiert. Damals war das Segment „Systems Solutions“ noch lange nicht ausgereift. Heute erzielt dieses Segment eine EBITA-Marge von 24 % und hat seinen Gewinn um das 16-Fache gesteigert. Im Jahr 2014 wurde das Unternehmen trotz seines gesunden Cashflows und der starken Erfolgsbilanz seines CEO Fredrik Karlsson aufgrund seines „unfokussierten“ Ansatzes etwas missverstanden. Seit seinem Börsengang hat Lifco eine Gesamtaktionärsrendite von 19 % erzielt, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 31 % entspricht.

Ein Unternehmen, das in dem Buch nicht erwähnt wird, ist Diploma. Als wir 2014 in London das ehemalige Führungsteam Bruce Thompson und Nigel Lingwood trafen, befand sich Diploma noch in einer frühen Wachstumsphase, aber die wesentlichen Voraussetzungen waren eindeutig vorhanden. Eine unserer wichtigsten Erkenntnisse aus dem Fall Diploma ist, dass Kultur jeden Einzelnen überdauern kann. Als Johnny Thompson im Februar 2019 die Nachfolge von Bruce Thompson antrat – eine externe Einstellung, was unter unseren Unternehmen selten ist –, ging die Entwicklung nahtlos weiter. Seit 2014 hat Diploma eine Gesamtrendite für die Aktionäre von 10x erzielt, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 21 % entspricht.

In dem Buch beschäftigen wir uns auch eingehend mit Constellation Software, in das wir seit fast einem Jahrzehnt investiert sind. Trotz des jüngsten Kursrückgangs von 35 % liegt die Gesamtrendite seit unserer ersten Investition weiterhin bei mehr als dem Sechsfachen, was selbst nach dem Rückgang im Jahr 2025 einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 23 % entspricht.

Eine der wichtigsten Erkenntnisse ist, dass Investoren den Luxus der Zeit haben: Beobachten, abwarten und die ultimative Wahrheit über jeden aufkommenden Erfolg offenbaren lassen – den Cashflow. Wenn wir die richtigen akquisitionsgetriebenen Compounder frühzeitig identifizieren können, belohnt uns der Markt in der Regel reichlich. Die Untersuchung dieser Unternehmen in ihrer Frühphase läuft oft darauf hinaus, Menschen und Kultur zu bewerten – wie das Management denkt, kommuniziert und Kapital zuweist. Gleichzeitig müssen die Finanzdaten dies unterstützen.

Wir sind weiterhin bestrebt, nach besten Kräften mit derselben Disziplin und Geschwindigkeit Unternehmen mit soliden Fundamentaldaten und attraktiven langfristigen Aussichten für die Aufnahme in die Portfolios zu identifizieren.

Das Buch hat zu zahlreichen Anfragen für Treffen mit Vorständen und Managementteams von akquisitionsorientierten Unternehmen weltweit geführt. Aus diesen Gesprächen haben wir viel gelernt, was wir bei unserer Suche nach den besten akquisitionsorientierten Compoundern von morgen anwenden können.

Im Juli haben wir außerdem unseren Forschungsbericht „*A Deep Dive into Shareholder Value Creation by Acquisition-Driven Compounders*“ aktualisiert. In diesem Forschungsbericht gehen wir ausführlich auf unsere Strategie und unsere Forschung ein. Den Bericht finden Sie [hier](#).

* * *

Diese Reise wäre ohne die Zusammenarbeit mit Investoren, die an unsere Strategie glauben, der Arbeit und den Fähigkeiten unseres Teams vertrauen und langfristig mit uns investieren möchten, nicht möglich gewesen.

Trotz schwächerer Renditen als üblich im Jahr 2025 war es für REQ ein Rekordjahr in Bezug auf die Nettozeichnungen für unsere Fonds. Wir nehmen dies nicht auf die leichte Schulter und sind weiterhin fest entschlossen, dieses Kapital verantwortungsvoll zu verwalten.

Es ist nicht das erste Mal, dass wir schwache Renditephasen durchlaufen. Aus Erfahrung wissen wir, dass die Renditen langfristig die starke zugrunde liegende Performance unserer Unternehmen widerspiegeln werden. Wir sind weiterhin zuversichtlich, dass wir unseren Anlegern langfristig eine starke Rendite bieten können.

Mit besten
Grüßen, Ihr REQ-
Team



REQ Global Compounders

Im Jahr 2025 verloren die A-Anteile des REQ Global Compounders Fonds in NOK 8,2 %⁴. Seit seiner Auflegung im Juni 2021 hat er um 49 % zugelegt.

Es gibt drei Hauptgründe für die schwache Performance des REQ Global Compounders Fonds im Jahr 2025. Erstens sind 22 % des Engagements des Global Fonds in vertikalen Softwareunternehmen, die von der Annahme betroffen sind, dass KI eine Bedrohung für ihre Geschäftsmodelle darstellt. Zweitens sind einige unserer Unternehmen von der Unsicherheit in Bezug auf Zölle und Handel unter der Trump-Regierung betroffen. Drittens hat unsere jüngste Investition in Röko im März 2025 bislang nur einen schwachen Beitrag zum Fonds geleistet. Auf alle drei Gründe gehen wir im Folgenden näher ein.

Auswirkungen der KI auf unser Portfolio

Im Dezember sprachen wir mit einem japanischen Unternehmen, nachdem es sein CMS-Softwaregeschäft an Constellation Software verkauft hatte. Der Anruf sollte lediglich dazu dienen, die Transaktion zu überprüfen. Stattdessen erklärte uns das Management, dass es davon ausgehe, dass agentenbasierte KI – insbesondere Googles Antigravity – letztendlich alle Softwarebereiche ohne Ausnahme revolutionieren werde. Dieses Gespräch verdeutlicht sehr gut, wie allgegenwärtig KI heute ist. Diese Sichtweise hat zu einer uneinheitlichen Reaktion des Marktes geführt: Investoren haben Unternehmen belohnt, die als direkte Nutznießer der KI angesehen werden, während sie traditionelle Software – sowohl horizontale Plattformen als auch vertikale Marktsoftware (VMS) – weitgehend abgestraft haben. Infolgedessen haben unsere Positionen in Constellation Software (im Folgenden als CSI bezeichnet), Lumine Group, Topicus und Roper – zusammen rund 20 % des Fonds – die Performance erheblich beeinträchtigt.

Im Gegensatz dazu hat dieselbe KI-Entwicklung einen deutlichen Rückenwind für unser Engagement in der Infrastruktur geschaffen, die die Grundlage für KI und den Ausbau von Rechenzentren bildet. In diesem Teil des Ökosystems spiegeln die Fundamentaldaten bereits einen anhaltenden Anstieg der Nachfrage nach Rechenleistung, Strom, Kühlung und damit verbundenen elektrischen und thermischen Systemen wider. Innerhalb dieser Kategorie erzielten Halma und Diploma (die zusammen etwa 9 % des Fonds ausmachen) eine starke, breit angelegte Performance, unterstützt durch mehrere Unternehmen, die vom Ausbau der Hochleistungsrechner- und Rechenzentrumsinfrastruktur profitierten. Ihr Engagement erstreckt sich auf Sensorik, Photonik, Niederspannungskabel und andere missionskritische Komponenten, die direkt in der physischen Lieferkette der KI angesiedelt sind. Amphenol – seit langem führend im Bereich Hochgeschwindigkeits-Verbindungslösungen – verzeichnet eine ähnlich robuste Nachfrage, da sich die Architektur von Rechenzentren weiterentwickelt, um höhere Leistungsdichten und schnellere Netzwerkanforderungen zu unterstützen.

Vor diesem Hintergrund haben wir schon lange bevor KI zum dominierenden Thema dieses Jahres wurde viel Zeit damit verbracht, ihre Auswirkungen auf Software und Infrastruktur zu bewerten. Unser Ansatz basiert auf dem Denken nach ersten Prinzipien und dem Bewusstsein für die Anreizstrukturen und Vorurteile, die die Narrative prägen, die wir hören. Wir bleiben bescheiden, was die langfristige Entwicklung der KI angeht, die zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht absehbar ist, sind aber zuversichtlich, dass Strenge und Aufgeschlossenheit die richtigen Werkzeuge sind, um sie zu steuern.

Wir unterscheiden uns deutlich vom Konsens in der Annahme, dass KI eine einheitliche Bedrohung für die gesamte Software-Welt darstellt. Ein Großteil der vorherrschenden Erzählung wird aus der Dynamik der Verbraucher-Software extrapoliert und unterschiedslos auf vertikale Märkte mit grundlegend anderen Strukturen und Einschränkungen angewendet. Behauptungen, dass agentenbasierte KI VMS-Workflows verdrängen wird, übersehen entscheidende Fragen: Wer ist der Kunde? Welches Problem wird gelöst? Welche Integrationen, Compliance-Anforderungen und „ausfallsicheren“ Systeme müssen berücksichtigt werden? Der Kontext ist wichtig – und in vertikalen Märkten ist er enorm wichtig.

Märkte reagieren oft zuerst und denken erst später nach. Narrative folgen Preisbewegungen und verstärken diese dann. In einem solchen Umfeld ist es entscheidend, die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Zusammenhänge von VMS zu verstehen. Diese Unternehmen sind oft in kleinen, spezialisierten Märkten mit hohen Wechselkosten, tiefer Kundenbindung und einer Mission tätig.

⁴ Rendite in NOK für die Klasse „A“. Der Fonds verfügt über Anteilklassen in NOK, SEK, EUR und USD

kritische Zuverlässigkeitssanforderungen. Billigerer oder schnellerer Code – „Vibe Coding“, wenn man so will – ändert nichts an diesen strukturellen Gegebenheiten. Ein Wechsel wird nicht durch technische Schwierigkeiten, sondern durch operationelle Risiken, Unterbrechungen des Arbeitsablaufs und Compliance-Auswirkungen eingeschränkt. Ein neuer Marktteilnehmer muss eine deutlich überlegene Lösung anbieten, um einen Wechsel zu rechtfertigen – eine unwahrscheinliche Annahme in Märkten, die zu klein sind, um ein solches Risiko zu rechtfertigen.

In allen Geschäftsbereichen von CSI sehen wir überwiegend Branchen und Unternehmen, die strukturell isoliert sein sollten – und in einigen Fällen sogar zu Netto-Nutznießern der KI werden könnten, indem sie bewährte Verfahren austauschen und ihre Kundenbeziehungen vertiefen. In unternehmenskritischen Umgebungen ist es für Kunden oft weitaus rationaler, sich stärker auf vertrauenswürdige Anbieter zu stützen, als mit unbewährten Alternativen zu experimentieren – ein Thema, das wir später im Jahresbericht noch ausführlicher behandeln werden.

Dementsprechend waren wir vor dem Rückgang mit unserem Engagement im Bereich VMS zufrieden und sind es heute sogar noch mehr. Aus diesem Grund haben wir Kapital opportunistisch eingesetzt und waren während dieses Zeitraums Netto-Käufer von Constellation Software, Topicus und Lumine. Bei den aktuellen Bewertungen und basierend auf unserer These, wie sich KI für CSI im gesamten Konzern auswirken könnte, halten wir das Risiko-Ertrags-Verhältnis für überzeugender.

Mark Miller ersetzt Mark Leonard

Im September, nur drei Tage nach dem KI-Seminar von CSI, gab Mark Leonard aus gesundheitlichen Gründen seinen Rücktritt als Präsident bekannt, was kurzfristig für Unsicherheit sorgte. Obwohl der Zeitpunkt überraschend kam, wird er weiterhin im Vorstand bleiben und wahrscheinlich viele seiner langjährigen Aufgaben weiterhin wahrnehmen. In der Praxis hatte sich seine Rolle in den letzten Jahren bereits von der täglichen Geschäftstätigkeit hin zur Gestaltung kultureller Normen, der Leitung experimenteller Initiativen und der Mitwirkung an den komplexesten Transaktionen verlagert – anstatt sich um die operative Arbeit und die routinemäßigen M&A-Aktivitäten der Gruppen zu kümmern.

Unserer Ansicht nach sind die strukturellen Auswirkungen dieses Führungswechsels begrenzt. CSI hat nie als traditionelles Top-Down-Unternehmen agiert; seine fünf operativen Gruppen arbeiten unabhängig voneinander innerhalb eines vom Hauptsitz vorgegebenen Rahmens. Jede Gruppe hat ihren eigenen CEO, ihre eigene Kultur und ihren eigenen Ansatz für Fusionen und Übernahmen. Der tägliche Betrieb, der Kapitaleinsatz und die Akquisitionsprozesse bleiben unverändert. Dies ist die Stärke eines tief verwurzelten dezentralen Modells – einer „Kultur der Kulturen“, die über Jahrzehnte hinweg durch Versuch und Irrtum verfeinert wurde. Infolgedessen ist die Organisation nicht von einer einzelnen Person abhängig.

Leonards Nachfolger, Mark Miller, verstärkt diese Kontinuität noch weiter. Er ist seit mehr als 25 Jahren bei CSI tätig und kam durch die Übernahme von Trapeze – der allersten Akquisition des Unternehmens im Jahr 1995 – zum Unternehmen. Zuletzt war er als Chief Operating Officer tätig. Innerhalb der Volaris-Gruppe, der größten operativen Einheit von CSI, spielte er eine zentrale Rolle bei der Durchführung eines Großteils der Akquisitionen. Miller hält auch einen bedeutenden persönlichen Aktienanteil, was seine langfristige Ausrichtung auf die Aktionäre unterstreicht. Seine Erfahrung, sein langjähriges Engagement und seine Ausrichtung senden ein starkes Signal der Stabilität aus.

Die kulturellen Grundlagen, die Leonard mitgeprägt hat, wurden über mehrere Generationen von Führungskräften weitergegeben, sodass es praktisch kein Key-Man-Risiko mehr gibt. CSI ist von Grund auf eine Kultur der Kulturen: Jede operative Gruppe fungiert als eigenes „Königreich“ mit eigenen Methoden, Anreizen und Akquisitionsphilosophien. Die Arbeitsweise von CSI ist keineswegs homogen – und diese Vielfalt in der Entscheidungsfindung ist eine seiner größten Stärken. Es ist auch eine Nuance, die vom Markt oft übersehen wird.

Letztendlich wurde CSI bewusst so aufgebaut, dass keine einzelne Person – einschließlich seines Gründers – unersetztbar ist. Dieses Konzept ist die Grundlage für seine Beständigkeit.

Politische Unsicherheit

Judges Scientific und IMCD standen im Jahr 2025 aufgrund politischer Unsicherheit (Universitätsfinanzierung für Judges Scientific) und handelsbezogener Zölle (IMCD) unter der Trump-Regierung vor Herausforderungen.

Judges Scientific sieht sich in seinen Endmärkten weiterhin mit Gegenwind konfrontiert. Das Unternehmen liefert wissenschaftliche Instrumente an Universitäten in den USA, und die jüngsten Kürzungen der Forschungsmittel des Bundes haben sich auf die kurzfristige Performance ausgewirkt. Wir haben jedoch im Laufe der Jahre ähnliche Herausforderungen erlebt, auf die oft eine deutliche Erholung der Geschäftstätigkeit und des Aktienkurses folgte. Wir glauben nicht, dass das derzeitige schwache Umfeld struktureller Natur ist, und bleiben hinsichtlich der langfristigen Aussichten des Unternehmens optimistisch.

Die Geotek-Sparte von Judges Scientific verzeichnete einen einmaligen starken Umsatrückgang, als ein wichtiges seismisches Forschungsschiff eine Expedition ausfallen ließ, aber dieses Schiff hat inzwischen seinen Betrieb wieder aufgenommen. Die Konjunkturschwäche in China belastete ebenfalls die Nachfrage, obwohl die Anzeichen eher auf eine Normalisierung als auf eine strukturelle Umstellung hindeuten. In den USA haben sich die Anschaffungen der Universitäten aufgrund der Unsicherheit über die künftige Vergabe von Fördermitteln verlangsamt – was faktisch einem Ausgabenstop und nicht tatsächlichen Kürzungen gleichkommt –, was zu einem vorübergehenden Auftragsrückgang geführt hat. Zusammengenommen erklären diese Belastungen die jüngste Entwicklung, deuten jedoch nicht auf eine Verschlechterung des langfristigen Modells der Gruppe hin.

In den letzten 18 Jahren hat Judges seinen Umsatz mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 20 % (7 % organisch) und sein EBIT mit 26 % (9 % organisch) gesteigert, während die Dividenden jährlich um 22 % erhöht wurden. Wir haben weiterhin Vertrauen in das Geschäftsmodell des Unternehmens und erwarten für die kommenden Jahre eine Erholung.

Unabhängig davon – und ohne Zusammenhang mit diesen kurzfristigen Entwicklungen – hat Judges einen seit langem geplanten Führungswechsel angekündigt. Der Gründer David Cicurel wird im Februar 2026 als CEO zurücktreten und die Rolle des nicht-geschäftsführenden Vorsitzenden übernehmen, um die Kontinuität der Akquisitionsprozesse der Gruppe sicherzustellen. Sein Nachfolger wird Tim Prestidge, derzeit Group Business Development Director, der über langjährige Erfahrung bei Halma und Renishaw verfügt. Das gesamte Managementteam wurde ebenfalls verstärkt, um die laufende operative Umsetzung und die disziplinierte M&A-Strategie der Gruppe zu unterstützen.

IMCD ist ein weltweit führender Distributor von Spezialchemikalien. Das Unternehmen stand im letzten Jahr aufgrund von Zöllen unter makroökonomischem Druck. Das aktuelle Umfeld wird als grundlegend anders als frühere Marktzyklen angesehen, die eher durch „Schockwellen“ wie die Zolldiskussionen als durch einen normalen Marktzyklus gekennzeichnet waren. Die zugrunde liegenden Ergebnisse waren in den letzten zwei Jahren schwächer als üblich. In den ersten neun Monaten des Jahres 2025 sank das operative EBITA im Vergleich zum gleichen Zeitraum des Jahres 2024 um 2 %. Seit der Börsennotierung im Jahr 2014 stieg der Gewinn pro Aktie jährlich um 28 %, der freie Cashflow pro Aktie um 21 % und die Dividende pro Aktie um 27 %.

IMCD verfolgt weiterhin eine Strategie des Wachstums durch kleine, ergänzende Akquisitionen. In den ersten neun Monaten des Jahres 2025 hat das Unternehmen sechs Akquisitionen abgeschlossen und zwei weitere Transaktionen unterzeichnet. Die Diversifizierung von IMCD über verschiedene Regionen und Endmärkte hinweg sorgt für Widerstandsfähigkeit. Das Geschäftsmodell von IMCD bietet hohe inkrementelle Margen. Mit der Rückkehr der Volumina erwarten wir eine hohe operative Hebelwirkung und ein starkes Wachstum bei Gewinn und Cashflow.

Brown & Brown

Der Aktienkurs des US-Versicherungsmaklers Brown & Brown fiel 2025 um 21 %, obwohl der operative Cashflow in den ersten neun Monaten um 24 % gestiegen war. Wir glauben, dass die Hauptgründe für den Rückgang des Aktienkurses die abwartende Haltung gegenüber dem Ausgang der größten Akquisition in der Unternehmensgeschichte in diesem Jahr und ein schwächer als normales Handelsvolumen sind.

Der Transaktionswert der Übernahme von Accession beläuft sich auf 9,8 Mrd. USD. Um die Accession-Transaktion ins rechte Licht zu rücken: Seit 1992 hat Brown & Brown 611 Übernahmen mit einem Gesamtwert von rund 15 Mrd. USD getätigt.

Trotz einer äußerst erfolgreichen Bilanz bei der Übernahme kleiner Unternehmen möchte der Markt eindeutig Beweise dafür sehen, dass Brown & Brown auch mit einer bedeutenden Akquisition wie Accession Wert schaffen kann. Ein akquisitorisches Wachstum dieser Größenordnung bringt Herausforderungen mit sich, darunter das Risiko, dass die erwarteten Vorteile aus der Accession-Transaktion möglicherweise nicht vollständig realisiert werden können.

Generell stehen wir transformativen Transaktionen wie Accession skeptisch gegenüber, zumindest wenn sie mit einer Kapitalerhöhung einhergehen. Andererseits sehen wir als spezialisierter Versicherungsmakler auch Gründe für eine weitere Vergrößerung. Wichtig ist, dass es bei Brown & Brown nichts an der Cash-Generierung auszusetzen gibt. Das Unternehmen hat seine Dividende im dritten Quartal um 15 % erhöht und damit das 32. Jahr in Folge eine Steigerung erzielt.

Eckpfeiler-Investor beim Börsengang von Röko

Im März haben wir als Eckpfeilerinvestor eine bedeutende Investition in den Börsengang des schwedischen, akquisitionsorientierten Compounders Röko AB getätigt. Unsere drei wichtigsten Kriterien bei der Prüfung neuer Investitionen sind die Erfolgsbilanz, das Management und die Wachstumsaussichten. Wir sind der Meinung, dass Röko in all diesen Bereichen hervorragende Leistungen erbringt.

Der Aktienkurs ist seit dem Börsengang um 19 % gefallen, obwohl das Unternehmen in den ersten neun Monaten des Jahres 2025 ein starkes EBITA-Wachstum von 11 % erzielt hat. Wir glauben, dass der Kursrückgang auf die geringere Zahl von Übernahmen seit dem Börsengang zurückzuführen ist. Röko ist bei den Preisen, die es für Übernahmen zahlt, sehr diszipliniert, und wir sehen einen Mangel an Transaktionen kurzfristig nicht als negativ an. Im Laufe des Jahres gab Röko drei Akquisitionen bekannt und hat seit 2019 über 30 Unternehmen in ganz Europa übernommen. Die Finanzlage von Röko ist mit einem Verhältnis von verzinslichen Nettoverbindlichkeiten zu EBITDA von nur 0,3x (2,1x einschließlich Minderheitsanteilen) weiterhin stark, was ein hohes Wachstumspotential durch künftige Akquisitionen ermöglicht.

Trotz einer Aufwärtskorrektur der EBITA-Schätzungen für 2026 um 5 % im Laufe des Jahres und einem zugrunde liegenden EBITA-Wachstum von 11 % ist der Aktienkurs des Unternehmens gesunken. Infolgedessen ist die Bewertung auf ein noch attraktiveres Niveau gefallen und liegt nun bei 20x EV/EBITA auf Basis der Konsensschätzungen für 2026. Die Markterwartungen bleiben mit einem angenommenen EBITA-Wachstum von nur etwa 5 % im Jahr 2026 weiterhin zurückhaltend. Unserer Ansicht nach spiegelt dies eine übermäßig vorsichtige Einschätzung sowohl der kurzfristigen Ertragskraft des Unternehmens als auch der Nachhaltigkeit seines Geschäftsmodells wider. Wir glauben, dass das Unternehmen über die erforderlichen Eigenschaften verfügt, um Kapital zu attraktiven Zinssätzen zu vermehren, und halten es für wahrscheinlich, dass es sein seit langem erklärtes Ziel, den inneren Wert langfristig um etwa 15 % pro Jahr zu steigern, erreichen kann.

Bewertung

Anfang 2025 wurde das Portfolio von REQ Global Compounders mit dem 23,8-fachen des für die nächsten zwölf Monate erwarteten EV/EBITA gehandelt. Bis Ende 2025 ist dieses Vielfache auf etwa das 20,8-fache gesunken. Unserer Ansicht nach stellt dies eine attraktive Bewertung für eine Reihe von Unternehmen dar, die sich durch eine starke langfristige Performance, Widerstandsfähigkeit in unterschiedlichen Marktumfeldern und eine inhärente Ertragskraft auszeichnen. Die aktuellen Markterwartungen scheinen mit einem Gewinnwachstum von etwa 10 % im Jahr 2026 und 8 % im Jahr 2027 eher bescheiden zu sein – deutlich unter dem, was die Unternehmen im Portfolio in der Vergangenheit erzielt haben, und unter dem, was sie unserer Meinung nach mittel- und langfristig erreichen können.

Im Laufe der Zeit werden die Anlagerenditen weitgehend von der Fähigkeit eines Unternehmens bestimmt, Kapital über lange Zeiträume zu attraktiven Zinssätzen zu reinvestieren. Gemessen daran haben sich die Unternehmen im Portfolio gut entwickelt und in den letzten zehn Jahren eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des Gewinns von etwa 17 % erzielt.

REQ Nordic Compounders

Im Jahr 2025 legten die A-Anteile des REQ Nordic Compounders Fonds in NOK um 8,7 %⁽⁵⁾ zu. Seit seiner Auflegung im Januar 2022 hat er um 47 %⁽⁶⁾ zugelegt.

Der Fonds umfasst 23 der hochwertigsten Unternehmen und Managementteams in den nordischen Ländern, die sich durch eine starke Kapitalallokation und profitables Wachstum bewährt haben. In der Vergangenheit haben die Unternehmen im Fonds 75 bis 80 % ihres operativen Cashflows bei Renditen von fast 20 % reinvestiert. Die portfoliogewichtete Nettoverschuldung im Verhältnis zum EBITDA beträgt zum³ Quartal 2025 nur 1,5x, und unsere Unternehmen sind gut positioniert und bereit, die sich bietenden Wachstumschancen zu nutzen.

Obwohl wir hinsichtlich der Größe und Branche der Unternehmen, in die wir investieren, agnostisch sind, versuchen wir, die Größe des Fonds zu nutzen, um Positionen in kleineren Unternehmen mit größerem Potenzial für ein jahrzehntelanges profitables Wachstum einzunehmen. Insgesamt sind 65 % des Kapitals in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 25 Mrd. SEK (2,5 Mrd. EUR) und 80 % in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 50 Mrd. SEK (5 Mrd. EUR) investiert. Dabei haben wir keine Kompromisse bei der Erfolgsbilanz gemacht, da die Unternehmen im Fonds im Durchschnitt seit 19 Jahren börsennotiert sind.

Performance

Wir sind mit der Performance im Jahr 2025 nicht zufrieden. Wir wissen, dass wir langfristig besser sein können und werden. Erstens hat unsere Investition in den Börsengang von Röko im März die Performance bislang belastet. Zweitens haben einige unserer Unternehmen aufgrund der schwächeren als erwartet ausgefallenen Ergebnisse in diesem Jahr eine schwache Kursentwicklung verzeichnet, während andere trotz eines höheren Gewinnwachstums Kursverluste hinnehmen mussten. Wir werden im Folgenden näher auf diese Punkte eingehen.

Trotz der allgemein schleppenden Konjunkturstimmung während des gesamten Jahres konnten unsere Unternehmen ihre Gewinne (EBITA) in den ersten drei Quartalen um durchschnittlich 13 % steigern. Das dritte Quartal war auch das beste seit über zwei Jahren, mit einem Gesamtgewinnwachstum von 22 % und einem organischen Wachstum von 3 % gegenüber dem Vorjahr. Trotz der Gegenwinde durch die schwächere Konjunkturstimmung und der negativen Auswirkungen der Währung konnten unsere Unternehmen dies durch ihr stärkeres anorganisches Wachstum ausgleichen.

Die Performance einiger Unternehmen war in diesem Jahr besonders enttäuschend: Die Aktienkurse von Green Landscaping, Nibe und NCAB gingen im Durchschnitt um 26 % zurück. Diese Unternehmen gehörten jedoch zu den kleineren Positionen des Fonds und machten insgesamt 7,7 % des Fonds aus.

Green Landscaping verzeichnete im Laufe des Jahres schwächere Ergebnisse in seinen Kernmärkten Schweden und Norwegen. In Schweden wirkte sich der verschärzte Wettbewerb um Projekte negativ auf die Ergebnisse aus. Gleichzeitig hatte Norwegen einen milden Winter, der sich zu Beginn des Jahres auf die schneebedingten Unternehmen auswirkte, sowie spezifische projektbezogene Abschreibungen. Das Management hat auf diese Probleme reagiert, indem es eine strengere Kontrolle und ein strengeres Kostenmanagement innerhalb der gesamten Gruppe eingeführt sowie unrentable Geschäftsbereiche geschlossen hat. Diese Maßnahmen dürften sich im kommenden Jahr positiv auf die Ergebnisse auswirken. Green Landscaping wird auf Basis der Konsensschätzungen für das kommende Jahr mit einem EV/EBITA-Verhältnis von 8,7 gehandelt, und langfristig bleiben wir optimistisch hinsichtlich der Wachstumsaussichten des Unternehmens in einem stark fragmentierten europäischen Markt.

Zweitens hat Nibe im Laufe des Jahres einen negativen Einfluss auf den Fonds gehabt. Der Abschwung auf dem Wärmepumpenmarkt hat sich nach dem anfänglichen Aufschwung nach dem russischen Einmarsch in der Ukraine im Jahr 2022 fortgesetzt, was zu einem verstärkten Wettbewerb und Überkapazitäten geführt hat. Trotz dieser Rahmenbedingungen stieg das Betriebsergebnis von Nibe im Laufe des Jahres um fast 40 %, liegt jedoch weiterhin etwa 30 % unter dem Rekordniveau von Anfang 2023. Die Kombination aus höheren Markterwartungen und einem Rückgang der Bewertungskennzahlen wirkte sich im Laufe des Jahres negativ auf den Aktienkurs aus. Die Erholung

⁵ Rendite in NOK für die Klasse „A“. Der Fonds hat Anteilklassen in NOK, SEK, EUR und USD. Die Rendite in SEK 2025 beträgt 2,2 %.

⁶ Rendite in NOK für die Klasse „A“. Der Fonds hat Anteilklassen in NOK, SEK, EUR und USD. Die Rendite in SEK seit Auflegung beträgt 30,0 %.

hat deutlich länger gedauert als erwartet, aber wir glauben, dass das Unternehmen sich in die richtige Richtung entwickelt und das Vertrauen des Managements in die Wiederherstellung der historischen Margen weiterhin vertrauenswürdig ist. Wir sehen erste Anzeichen für eine Verbesserung und glauben, dass Nibe im Laufe der Zeit in einem Markt mit günstigen langfristigen Fundamentaldaten profitabel wachsen kann.

Drittens wurde das Ergebnis von NCAB zu Beginn des Jahres durch einen negativen Bruttomargenbeitrag aufgrund verzögter Preiskompensationen sowie durch Unsicherheiten im Zusammenhang mit Zöllen beeinträchtigt. Trotz der schleppenden Konjunktur in Europa hat die Auftragslage in diesem Jahr jedoch an Dynamik gewonnen, und NCAB hat wichtige Aufträge sowohl im Luftfahrt- als auch im Verteidigungssektor erhalten. Im dritten Quartal verbesserte sich der Auftragseingang um starke 21 %, davon 14 % organisch. Angesichts eines positiven Book-to-Bill-Verhältnisses und weniger negativer Währungseffekte wird für NCAB im kommenden Jahr ein Gewinnwachstum erwartet.

Darüber hinaus hat die größte Position des Fonds, die Momentum Group, trotz eines Gewinnwachstums von 29 % in den ersten neun Monaten des Jahres 2024 ihren EBITA in diesem Jahr nur um 4 % gesteigert, was auf ein schwächeres organisches Wachstum zurückzuführen ist, das durch das stärkere akquisitionsbedingte Wachstum nicht vollständig ausgeglichen werden konnte. Dies hat zu einer negativen Aktienkursentwicklung von -13 % in diesem Jahr geführt. Wir glauben, dass das schwächere Gewinnwachstum in diesem Jahr nur vorübergehend ist, und erwarten, dass das Unternehmen seine Gewinne langfristig im Einklang mit seinen Finanzz Zielen von 15 % steigern wird.

Positiv zu vermerken ist, dass viele unserer Unternehmen im Laufe des Jahres eine starke Performance erzielt haben. Zu den Top-Performern zählen Beijer Alma, Berner Industrier und Bufab. In den ersten drei Quartalen 2025 steigerten Beijer Alma, Berner Industrier und Bufab ihre Gewinne (EBITA) um 17 %, 60 % bzw. 8 %.

Als wir im Januar 2024 in Beijer Alma investierten, konzentrierte sich unsere Anlagethese auf das Potenzial von Lesjöfors, seine historischen Margen wiederzuerlangen, sowie auf die attraktiven Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten innerhalb von Beijer Tech. Unter dem Interims-CEO Johnny Alvarsson – und nun mit Oscar Fradell an der Spitze – hat sich die Entwicklung des Unternehmens verbessert, und es wurden geeignete Maßnahmen zur Margenverbesserung ergriffen. Mit einer noch schlankeren und dezentralisierten Organisation sehen wir weiterhin ein bedeutendes langfristiges Potenzial. Darüber hinaus halten wir die aktuelle Bewertung von 15x EV/EBITA auf Basis der Schätzungen für 2026 für attraktiv. Beijer Alma macht 6 % des Fonds aus.

Auch Bufab hat einen wichtigen Beitrag zur Performance im Jahr 2025 geleistet. In den ersten neun Monaten steigerte Bufab sein EBITA um 8 % (+14 % im dritten Quartal), trotz einer schwächeren organischen Entwicklung. Die besten Distributoren „bewegen“ nicht nur Artikel von A nach B. Seit Erik Lundén 2022 sein Amt als CEO antrat, konzentriert er sich darauf, Bufab zu einem noch stärkeren „Lösungspartner“ für seine Kunden zu machen, anstatt nur Anbieter von Einzelartikeln mit geringer Wertschöpfung zu sein. Dadurch konnten die Bruttomargen trotz organischer Gegenwinde von 28 % auf 31 % verbessert werden. Bufab ist in einem stark fragmentierten Markt tätig, der von kleineren Familienunternehmen dominiert wird, wo das Unternehmen sein über Jahrzehnte entwickeltes Know-how nutzen kann. Wir sehen weiterhin ein erhebliches langfristiges Wachstumspotenzial für Bufab.

Im Juni haben wir außerdem eine Position in Berner Industrier aufgebaut. Wir hatten die Gelegenheit, die CEO Caroline Reuterskiöld noch vor ihrem Amtsantritt Anfang 2022 kennenzulernen, und die von ihr damals skizzierte strategische Ausrichtung wurde seitdem vollständig umgesetzt. Die erste Akquisition dauerte etwas länger als ursprünglich erwartet, aber wir sind von der operativen Umsetzung durch Berner beeindruckt. Als wir unsere Position aufbauten, hatte das Unternehmen bereits eine deutliche Verbesserung des Cashflows erzielt, seine Bilanz gestärkt und seine Geschäftstätigkeit dezentralisiert. Das Unternehmen hat nun die zweite Akquisition unter Caroline Reuterskiölds Leitung abgeschlossen, und wir sehen weiterhin ein starkes langfristiges Potenzial.

Akquisitionen

Für REQ Nordic Compounders war das Jahr 2025 wie schon in den Vorjahren von einem hohen Akquisitionsrhythmus geprägt: 22 unserer 23 Beteiligungen gaben mindestens eine Akquisition bekannt. Insgesamt gaben die Unternehmen im Fonds im Jahr 2025 145 Akquisitionen bekannt, verglichen mit 147 im Jahr 2024 und 133 im Jahr 2023. Die internationale Expansion geht weiter

die M&A-Aktivitäten dominieren, wobei 70 % der Übernahmen außerhalb der nordischen Länder angekündigt wurden. Die aktivsten Übernahmelande außerhalb der nordischen Länder sind Großbritannien, Deutschland, die USA, Italien und die Niederlande. Zu den aktivsten Übernehmern im Laufe des Jahres zählen Atlas Copco (29 angekündigte Übernahmen), Lifco (16), Indutrade (13), Addnode (10) und Lagercrantz (10). Unsere Unternehmen finden weiterhin kleinere Akquisitionsmöglichkeiten zu niedrigen Multiplikatoren, wobei der durchschnittliche Umsatz der übernommenen Unternehmen im Laufe des Jahres bei 12 Mio. EUR lag, genau wie im Jahr 2024. Die Aussichten für M&A bleiben für unsere Unternehmen attraktiv.

Portfolioveränderungen

Obwohl unsere Haltedauer lang ist, reagieren wir entsprechend, wenn sich die Einschätzung der langfristigen Aussichten eines Unternehmens ändert. In den letzten zwei Jahren hat dieser Prozess zu 12 Entscheidungen geführt: 7 Investitionen und fünf Exits. Mit etwas Geschick und einer guten Portion Glück waren vier unserer fünf Verkaufsentscheidungen für Sie als Anleger von Vorteil. Alle unsere Verkaufsentscheidungen haben seit dem Verkauf im Durchschnitt 17 % an Wert verloren. Ebenso haben fünf von sieben Kaufentscheidungen seit unserer ersten Investition positiv zur Rendite des Fonds beigetragen. Unsere Kaufentscheidungen haben seit der ersten Positionierung im Durchschnitt um 40 % an Wert gewonnen, einschließlich der Ausnahmen von den positiven Renditen von Röko und Green Landscaping.

Im Laufe des Jahres 2025 haben wir zwei neue Positionen aufgebaut und eine Position aufgelöst. Im März haben wir uns am Börsengang von Röko beteiligt. Seit der Notierung ist der Aktienkurs um 19 % gefallen, obwohl das EBITA um 11 % gestiegen ist. Im Juni haben wir eine Position in Berner Industrier aufgebaut, die seit unserem Einstieg um 60 % gestiegen ist. Anfang März haben wir außerdem unsere verbleibende Position in Instalco vollständig aufgelöst. In den letzten zwei Jahren haben wir in Idun Industrier, Beijer Alma, Bergman & Beving und Medcap investiert, als deren langfristiges Potenzial noch nicht vollständig in den Marktbewertungen widergespiegelt war. Wir waren auch frühe Investoren in Momentum Group und haben am Tag der Abspaltung von Alligo eine Position aufgebaut.

Bewertung

Da die Unternehmen im Fonds einen größeren Teil ihres zusätzlichen Kapitals mit konstant hohen Renditen reinvestieren können – und dadurch ihre Gewinne schneller steigern als der Durchschnitt der börsennotierten Unternehmen – werden sie in der Regel mit einem Aufschlag gegenüber dem breiteren Markt bewertet. Wir betrachten diesen Aufschlag nicht als Ausdruck kurzfristigen Optimismus, sondern als Spiegelbild nachhaltiger Geschäftsmodelle, einer starken Kapitalallokation und langer Reinvestitionsphasen.

Anfang 2025 lag die gewichtete Bewertung des Portfolios auf Basis der Konsensschätzungen für 2026 bei 19,8x EV/EBITA⁷. Bis Ende 2025 ist diese Bewertung auf ein noch attraktiveres Niveau von 18,0x gesunken, was in erster Linie auf das starke Gewinnwachstum bei sich verbessernden Fundamentaldaten zurückzuführen ist. Der Markt hat das Wachstum und die Entwicklungspotenziale unserer Unternehmen in der Vergangenheit unterschätzt. Angesichts des Wachstumspotenzials des Portfolios in den kommenden Jahren, seiner langjährigen Erfolgsbilanz, seiner Widerstandsfähigkeit in unterschiedlichen Marktumfeldern und seiner langfristigen Wachstumscharakteristika halten wir die aktuelle Bewertung für überzeugend. Letztendlich werden die Renditen für die Aktionäre im Laufe der Zeit von der Fähigkeit eines Unternehmens, Kapital zu reinvestieren, und den Renditen dieser zusätzlichen Investitionen bestimmt.

Zur Veranschaulichung: Die vier größten schwedischen akquisitionsgetriebenen Compounder – Addtech, Indutrade, Lagercrantz und Lifco – wurden vor zehn Jahren mit einem zukunftsorientierten EV/EBITA von etwa 16 bewertet. Damals wurden diese Bewertungen im Vergleich zum Gesamtmarkt oft als anspruchsvoll empfunden. Gestützt durch nachhaltige Kapitalrenditen von rund 20 % und ein konstantes Gewinnwachstum konnten diese Unternehmen jedoch in den folgenden zehn Jahren ihren Wert steigern. Infolgedessen erzielten sie in diesem Zeitraum eine durchschnittliche Gesamtaktionärsrendite von etwa 775 % bei einem durchschnittlichen EBITA-Wachstum von 394 % und übertrafen damit deutlich den Stockholm Index, der eine Gesamtrendite von 197 % einschließlich reinvestierter Dividenden erzielte. Dies zeigt, dass für Unternehmen mit langen Reinvestitionsphasen und hohen inkrementellen Kapitalrenditen Bewertungsmultiplikatoren am besten im Kontext der Nachhaltigkeit des Wachstums und nicht als statische Messgröße zu einem bestimmten Zeitpunkt verstanden werden sollten.

⁷ Konsensschätzungen stammen von Factset.

Quellen für nachhaltiges Wachstum

Die Nachhaltigkeit langfristiger Renditen hängt letztlich davon ab, woher die Gewinne stammen und wie sie reinvestiert werden können. In diesem Abschnitt geben wir einen portfoliogewichteten Überblick über die Wachstumsquellen des Fonds. Es ist von Natur aus schwierig, jedes Unternehmen und jeden Endmarkt in eine einzige Kategorie einzuordnen. Dennoch haben wir uns bemüht, eine repräsentative und informative Aufschlüsselung zu erstellen, die die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Treiber des Portfolios widerspiegelt.

Das zugrunde liegende Engagement des Fonds ist über viele strukturell wachsende Branchen diversifiziert, und viele unserer Unternehmen profitieren von langfristigen Trends wie Automatisierung, Elektrifizierung und Digitalisierung.

Was die Exposition angeht, machen Industrieverbrauchsmaterialien und leichte Industrieausstattung 35 % des Portfolios aus. Sie verteilen sich jedoch auf zahlreiche kleine Branchen und sind nicht von einem einzigen Anwendungsbereich oder Markt abhängig. Ein gemeinsames Merkmal ist, dass es sich bei ihren Produkten und Dienstleistungen in der Regel um kleine, geschäftskritische Komponenten oder Dienstleistungen handelt, die von den Kunden eher als Betriebsausgaben denn als Investitionsausgaben eingestuft werden. Dies unterscheidet sich stark von Unternehmen, die von großen, diskretionären Investitionsprojekten oder einer volatilen Verbrauchernachfrage abhängig sind. Johnny Alvarsson, ehemaliger CEO von Indutrade, erklärte dies einmal mit den Worten: „*Die Produkte sollten nicht größer sein als ein Pferd.*“ Diese Eigenschaft sorgt Widerstandsfähigkeit gegenüber Konjunkturzyklen, sodass sich der Zinseszinseffekt über Jahrzehnte hinweg fortsetzen kann.

Verbrauchsmaterialien für die Industrie	18
Leichte Industrieausstattung	17
Software	11
Biowissenschaften	9
Energie C Elektrifizierung	8
HLK-Lösungen	6
Bauwesen und Infrastruktur	6
Elektronische Komponenten C PCB	6
Logistik C Transportlösungen	6
Industrielle Automatisierung / IKT	5
Konsumgüter C	3
Einzelhandelsdienstleistungen	3
Prozess C Chemische Inhaltsstoffe	3
Sonstige allgemeine Industrie	2

für eine stabile Nachfrage und eine größere

Auch wenn die organischen Wachstumsraten keine Schlagzeilen machen, wachsen die Portfoliounternehmen in der Regel organisch mit einer angemessenen Rate von 5 bis 10 % pro Jahr. Auf diese Weise tragen sie zu einem wichtigen Merkmal bei: einem starken und vorhersehbaren Cashflow, dessen Erlöse von unseren Portfoliounternehmen durch den Kauf anderer ähnlicher Unternehmen reinvestiert werden.

Weitere wesentliche Merkmale der Unternehmen in unserem Portfolio sind hohe Margen und führende Positionen in engen Nischen, in denen Kundenzufriedenheit an erster Stelle steht. Betrachten wir nur einige Beispiele aus dem Portfolio. Die Addtech-Tochter Caldaro gilt als der „Rolls-Royce“ unter den industriellen Joysticks und bedient Kunden aus den Bereichen Landwirtschaft, Kranbau, Bauwesen, Forstwirtschaft und Schifffahrt. Brokk, ein Unternehmen von Lifco, dominiert den globalen Markt für kleine, ferngesteuerte Abbruchroboter mit einem Marktanteil von etwa 70 % und einer operativen Marge von über 30 %. Elpress, ein Unternehmen von Lagercrantz, ist der führende Anbieter von Kabelschuhen für elektrische Verbindungen mit hohen zweistelligen Margen.

Insgesamt besitzen unsere Portfoliounternehmen mehr als 2.000 kleine, marktführende Nischengeschäfte, von denen viele in hochspezialisierten Segmenten tätig sind. Dies führt zu einer breiten Diversifizierung über Endmärkte und Regionen hinweg, wobei keine einzelne Branche das Portfolio dominiert. Knapp 50 % der Portfolioresultate werden außerhalb der nordischen Region erzielt – ein Anteil, der mit der internationalen Expansion der Portfoliounternehmen weiter steigt –, was die Diversifizierung weiter verbessert und das Konzentrationsrisiko verringert.

Die unternehmerische Denkweise und die tief verwurzelte, dezentrale Kultur unserer Portfoliounternehmen, die sich durch lokale Verantwortlichkeit auszeichnen, führen zu Reaktionsfähigkeit und Anpassungsfähigkeit. Das Engagement unterstützt robuste Erträge, vorhersehbare Cashflows und die Fähigkeit, Kapital über Konjunkturzyklen hinweg mit attraktiven Renditen zu reinvestieren.

Fundamentale Wertschöpfung

Während es in unserer Branche üblich ist, die Anlagen eines Fonds mit der besten Performance hervorzuheben, ist es unser Ziel, unsere Anlagephilosophie zu veranschaulichen. Wir möchten, dass unsere Anleger mit dem Prozess, den wir zur Identifizierung von Unternehmen einsetzen, die über viele Jahre hinweg Ergebnisse liefern können, vertraut sind, anstatt sich auf kurzfristige Ergebnisse einzelner Positionen zu konzentrieren. Dennoch werden wir, wenn relevant, sowohl die gute als auch die schlechte Performance unserer Positionen erläutern.

Wir sind fundamentale Anleger, die einen Bottom-up-Ansatz verfolgen. Letztendlich sind jedoch unsere Anleger Eigentümer der Portfolios als Ganzes, und ihre Ergebnisse spiegeln die kombinierte Performance aller unserer Beteiligungen wider. Aus diesem Grund halten wir es für sinnvoller, uns auf die allgemeinen Merkmale der Fonds zu konzentrieren als auf einzelne Anlagen.

Nachstehend finden Sie daher historische Zahlen, die manchmal als „Look-Through-Erträge“ bezeichnet werden, für die in unseren Fonds enthaltenen Unternehmen, basierend auf den Kennzahlen, die unserer Meinung nach die Wertschöpfung für die Aktionäre am besten widerspiegeln. Das Fazit lautet, dass unsere Unternehmen eine starke Fähigkeit zur Steigerung des langfristigen Wertes pro Aktie unter Beweis gestellt haben. Die Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft, aber wir glauben, dass unsere Unternehmen weiterhin solide Wachstumsaussichten haben.

Ein charakteristisches Merkmal des gesamten Portfolios ist die konsequente Ausrichtung auf profitables Wachstum statt auf Wachstum um des Wachstums willen. Unsere Unternehmen streben nur dann eine Expansion an, wenn die Rendite auf das investierte Kapital attraktiv ist, und diese Disziplin spiegelt sich deutlich in den langfristigen Ergebnissen wider. Seit 2014 haben die Unternehmen beider Fonds ihre Gewinne um etwa 15 % pro Jahr gesteigert und damit das Umsatzwachstum deutlich übertrroffen.

Bei beiden Fonds haben sich das EBITA und der freie Cashflow pro Aktie verfünfacht, was auf eine bedeutende operative Hebelwirkung, eine verbesserte Rentabilität und eine starke Fokussierung auf die Cashflow-Generierung zurückzuführen ist. Dieses Gewinnwachstum wurde ohne nennenswerte Verwässerung für die Aktionäre erzielt. Dieses Wachstum wurde auch mit einer geringen Gewinnvolatilität erreicht, was in erster Linie auf die von Natur aus diversifizierten Portfolios und die geringe Abhängigkeit von den Aussichten von einem einzelnen Markt, einer Branche oder Region zurückzuführen ist. Letztendlich wird Shareholder Value durch die Fähigkeit eines Unternehmens geschaffen, einen wachsenden freien Cashflow pro Aktie zu generieren und gleichzeitig eine hohe Kapitalrendite zu erzielen. Die Unternehmen in den Fonds haben diese Fähigkeit kontinuierlich unter Beweis gestellt.

Während sich die Aufmerksamkeit des Marktes oft auf kurzfristige Gewinnschwankungen konzentriert, werden die langfristigen Ergebnisse davon bestimmt, wie effektiv das Management das Kapital über viele Jahre hinweg einsetzt. Unsere Portfolionunternehmen haben nicht nur hohe Renditen auf das eingesetzte Kapital erzielt, sondern dieses auch umsichtig in hochwertige, oft familiengeführte Unternehmen aus verschiedenen Branchen reinvestiert. Dies hat die Diversifizierung weiter gestärkt und zu stabilen Renditen im Laufe der Zeit beigetragen.

Obwohl sich die beiden Fonds in Bezug auf Größe, Märkte und geografische Ausrichtung unterscheiden, zeigen die folgenden Daten, dass Unternehmen, die über die gleichen Fähigkeiten und die gleiche Denkweise zur Wertschöpfung verfügen, tendenziell ähnliche langfristige Ergebnisse erzielen.

* * *

Ein Hinweis zur Bewertung der Kapitalrendite (ROIC).

Der übliche Ansatz zur Messung des ROIC besteht darin, die Rendite anhand des Buchwerts des investierten Kapitals zu messen. Diese Methode kann jedoch die wirtschaftliche Wertschöpfung überbewerten, da die aktuellen Erträge mit abgeschriebenen oder amortisierten Vermögenswerten verglichen werden.

Wenn ein Unternehmen beispielsweise einen Gewinn von 100 zu einem Kaufmultiplikator von 10 erzielt, beträgt die implizite Kapitalrendite 10 %. Wenn die Vermögensbasis über einen Zeitraum von zehn Jahren um 50 % abgeschrieben wird, steigt die Kapitalrendite

Buchwert auf 20 %, auch wenn die absoluten Erträge unverändert bleiben. Dies vermittelt einen irreführenden Eindruck einer verbesserten Wirtschaftlichkeit.

Um die tatsächliche wirtschaftliche Wertschöpfung besser widerzuspiegeln, addieren wir daher die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte wieder hinzu, um sicherzustellen, dass die Renditen anhand des gesamten investierten Kapitals gemessen werden. Dieser Ansatz entspricht eher der Art und Weise, wie unsere Portfoliounternehmen über die Performance denken. David Cicurel, CEO von Judges Scientific, bringt es auf den Punkt: „*Man kann die Rendite von etwas, das im Wesentlichen eine buchhalterische Fiktion ist, nicht messen – insbesondere wenn Vermögenswerte abgeschrieben wurden.*“

Für unsere Portfoliounternehmen würde der traditionelle Buchwertansatz den in den Tabellen ausgewiesenen ROIC auf Portfolioebene um etwa 3 Prozentpunkte erhöhen.

Nachfolgend stellen wir das indexierte Wachstum von Umsatz, EBITA und freiem Cashflow pro Aktie seit 2014 dar.

REQ Global Compounds

	Umsatz	EBITA	Anzahl Aktien	FCF / Aktie	ROIC*
2014	100	100	100	100	24
2015	104	116	100	105	31 %
2016	108	118	94	120	21 %
2017	125	140	100	133	22
2018	141	172	101	141	24 %
2019	152	199	101	239	22
2020	153	209	108	201	22
2021	179	255	108	249	21
2022	226	326	108	237	22
2023	265	394	109	401	21
2024	303	447	121	420	20
Q3 2025	327	470	122	446	19
CAGR	11,6	15,5	1,9	14,9	
10-Jahres-CAGR	12,5	15,4	2,1	15,9	
5-Jahres-CAGR	17,3	18,6	2,5	18,3	
3-Jahres-CAGR	14,4	14,2	4,4	25,9	

* EBITA / (Nettoverschuldung + Eigenkapital + wieder hinzugefügte kumulierte Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte)

REQ Nordic Compounds

	Umsatz	EBITA	Anzahl Aktien	FCF / Aktie	ROIC*
2014	100	100	100	100	16
2015	111	123	100	139	18
2016	121	128	101	123	17
2017	132	159	101	135	19
2018	148	185	101	119	22
2019	172	210	101	164	20
2020	179	231	103	130	19
2021	214	319	106	233	22
2022	285	394	104	248	22
2023	329	497	108	524	21
2024	344	484	109	484	18
Q3 2025	351	504	109	485	17
CAGR	12,4	16,2	0,8	15,8	
10-Jahres-CAGR	12,6	15,6	0,8	13,7	
5-Jahres-CAGR	15,3	17,9	1,2	31,9	
3-Jahres-CAGR	7,8	9,4	1,6	27,6	

* EBITA / (Nettoverschuldung + Eigenkapital + wieder hinzugefügte kumulierte Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte)

Überlegungen zu den Auswirkungen von KI auf VMS: Chancen und Risiken

Bevor wir uns mit den Einzelheiten der KI und ihren potenziellen Auswirkungen auf VMS befassen, lohnt es sich, einen Schritt zurückzutreten⁸ und einen Blick auf frühere Technologiewellen zu werfen. Jede Welle ermöglichte neue Geschäftsmodelle und schuf Möglichkeiten für neue Akteure – während etablierte Unternehmen gezwungen waren, sich anzupassen. Einige Unternehmen florierten, andere nicht.

Technologiewellen und Geschäftsmodelle

Wir haben dies wiederholt beobachtet: den Übergang von Mainframe-zentrierter Datenverarbeitung zu Client/Server-Architekturen in den 1980er- und 1990er-Jahren, die Kommerzialisierung des Internets und den Aufstieg des World Wide Web in den 1990er-Jahren, die Verbreitung serviceorientierter Architekturen (SOA) in den 2000er-Jahren die Expansion der Cloud-Infrastruktur und der SaaS-Bereitstellungsmodelle von Mitte der 2000er bis in die 2010er Jahre und das Zeitalter der Mobilgeräte von Ende der 2000er bis in die 2010er Jahre. Wichtig ist, dass Mainframes nicht einfach „verschwunden“ sind – sie sind nach wie vor Kernplattformen in vielen großen Unternehmen und werden heute oft im Zusammenhang mit hybriden Umgebungen diskutiert.

Ein klassisches Beispiel ist der Übergang von SAP von SAP R/2, einem Mainframe-basierten System, zu SAP R/3, das auf einer dreistufigen Client-Server-Architektur basiert. SAP datiert den Durchbruch von R/3 auf das Jahr 1992, was einen Wendepunkt in seiner Expansion zu einem globalen Unternehmen für Unternehmenssoftware markiert. Wichtig ist, dass der Wandel nicht nur technischer Natur war: SAP schuf einen erheblichen Mehrwert, indem es seine installierte Basis erfolgreich von R/2 auf R/3 migrierte und so seine Kunden durch einen neuen Architekturstandard effektiv neu monetarisierte.

Ein ähnliches wirtschaftliches Muster zeigt sich auch in späteren Wellen: Wenn sich die Bereitstellungsmodelle für Software ändern, ändern sich oft auch die Umsatzmodelle. CSI gelang der Übergang von einmaligen Lizenzentgelten zu wiederkehrenden Erlösen, einschließlich SaaS, und viele CSI-Unternehmen profitierten erheblich von dieser Umstellung und der Schaffung neuer Geschäftsmodelle.

Die Geschichte bietet auch eine wiederkehrende Lektion zum Thema Monetarisierung, die Warren Buffett mit seiner Zehenspitzen-Metapher treffend beschrieben hat: Sobald sich einige wenige Menschen in einer Parade auf die Zehenspitzen stellen, müssen alle anderen folgen. Niemand sieht besser, aber am Ende geht es allen etwas schlechter. Große technologische Veränderungen verlaufen oft auf die gleiche Weise. Sie zwingen zwar zu umfangreichen Investitionen, verleihen aber nicht automatisch Preissetzungsmacht.

Die Telekommunikationsbranche ist ein anschauliches Beispiel dafür. Trotz massiver Kapitalinvestitionen über mehrere Netzwerkgenerationen hinweg haben intensiver Wettbewerb und begrenzte Wertschöpfung das Umsatzwachstum in vielen reifen Märkten gebremst. In der Praxis sind Upgrades oft eher eine Selbstverständlichkeit als eine Möglichkeit zur Monetarisierung – sie erhöhen die Kostenbasis der Branche, ohne die Renditen proportional zu verbessern.

Dieser Punkt ist auch für das Zeitalter von „Cloud/SaaS first“ von Bedeutung. Prognosen sind oft absolutistisch, das Kundenverhalten hingegen nicht. In der Praxis – insbesondere in der Telekommunikation – haben sich viele Betreiber für hybride und Multi-Cloud-Ansätze entschieden, oft um Kontrolle, Compliance und betriebliche Anforderungen in Einklang zu bringen, anstatt alles auf einen einzigen reinen Public-Cloud/SaaS-Endzustand umzustellen.

Vor fünfzehn Jahren lautete die vorherrschende Meinung, dass Software vollständig auf SaaS umgestellt werden würde – dass Anbieter nie wieder unbefristete Lizizenzen verkaufen würden und dass diejenigen, die nicht bereit waren, „nur noch auf die Cloud zu setzen“, aus dem Markt ausscheiden müssten. In der Praxis stießen viele Wettbewerber, die reine Cloud-Strategien verfolgten und etablierte Produktlinien einstellten, auf erhebliche Schwierigkeiten; eine Reihe dieser Unternehmen wurde schließlich von der Lumine Group übernommen.

⁸Diese Diskussion und die dazugehörige Grafik auf Seite 18 basieren auf vielen fruchtbaren Gesprächen mit Brancheninsidern, für die wir sehr dankbar sind.

Auch heute noch gibt es Lizenz- und Wartungsmodelle. Trotz der Prognosen einer vollständigen Umstellung auf SaaS bevorzugen viele infrastrukturintensive und regulierte Märkte weiterhin unbefristete Lizenzen in Verbindung mit langfristiger Wartung, was auf kapitalintensive Kunden zurückzuführen ist, die es gewohnt sind, Systeme zu besitzen und innerhalb von Kapitalbudgetierungsrahmen zu arbeiten.

Die Auswirkungen auf KI sind ähnlich: Es ist ein Fehler, von einem einzigen, schnellen Endzustand auszugehen. Die nachhaltigsten Gewinner sind in der Regel diejenigen, die den Kunden dort abholen, wo sie stehen, und Produkte und Liefermodelle modernisieren, ohne einheitliche Veränderungen zu erzwingen. In einer stark dezentralisierten Gruppe wie CSI sind Autonomie und der Austausch von Best Practices zentrale Grundsätze, und die Führung hat vor einer stärkeren Zentralisierung gewarnt. In diesem Zusammenhang dürfte eine pragmatische Fast-Follower-Haltung – die während des KI-Seminars im September bekräftigt wurde – in Kombination mit einem weitgehend kundenfinanzierten Ansatz für die Einführung von KI besser geeignet sein als ein top-down-Ansatz, der „überall KI an erster Stelle“ fordert.

Risiken und Chancen abwägen

„Die Vorstellung, dass es Geschäftsanwendungen gibt – das ist wahrscheinlich der Punkt, an dem sie alle in der Ära der Agenten zusammenbrechen werden. Denn wenn man darüber nachdenkt, handelt es sich im Wesentlichen um CRUD-Datenbanken mit einer Reihe von Geschäftslogiken. Die Geschäftslogik geht vollständig auf diese Agenten über.“ – Satya Nadella (BG2 mit Bill Gurley & Brad Gerstner)

„Derzeit befinden wir uns in einer Phase der agentenbasierten KI, in der der industrielle Softwarekomplex des 20. Jahrhunderts integriert und in einigen Fällen drastisch reduziert wird, was die Anzahl der Anwendungen angeht, und auf die ServiceNow-Plattform verlagert wird.“ – Bill McDermott (CEO von ServiceNow, ehemaliger CEO von SAP)

Angesichts der Geschichte der Technologiewellen – und ihrer Lehren in Sachen Bescheidenheit und Auswirkungen zweiter Ordnung – ist es schwierig, die Nettoauswirkungen der KI auf die mehr als 1.400 Unternehmen von CSI in über fünf Betriebsgruppen und rund 100 Branchen genau zu bestimmen.

Wenn jedoch Technologieführer und Kommentatoren die Disruption durch KI in der Softwarebranche – einem äußerst heterogenen Bereich – mit absoluter Sicherheit beschreiben, lohnt es sich zu fragen, was sie damit in der Praxis meinen. Sprechen sie von horizontaler Software, engen Punktlösungen, verbraucherorientiertem SaaS oder tief integrierten Systemen, die in das „ausfallsichere“ Backoffice eines regulierten Unternehmens eingebettet sind? Die Anwendung von KI-Trends aus dem Verbraucherbereich ohne Anpassung an den Kontext ist irreführend, da Softwaremärkte ein breites Spektrum abdecken. Ein sinnvollerer Ansatz besteht darin, die Anreize hinter einer bestimmten Behauptung gegen die realen Einschränkungen des jeweiligen Problems abzuwägen.

Eine nützliche Methode, um zu beurteilen, wo KI die größten Auswirkungen haben könnte – sowohl als Risiko als auch als Chance –, besteht darin, ein Unternehmen anhand von vier zentralen operativen und strukturellen Faktoren zu bewerten, die als Rahmen für die Diskussion dienen.



Market & Operational Factors	VMS Opportunity	VMS Upside (VMS + AI)	Generic Agentic AI
Switching cost (customizations & integrations)	High	High	Low
Market Opportunity & Business Impact	Low	High	High
Repetitive tasks	Low	High	High
Data accessibility	Low	High	High

Wechselkosten

Wechselkosten spiegeln die kollektiven Nachteile eines Wechsels wider, die durch den Grad der erforderlichen Anpassung und Integration bestimmt werden. Märkte mit stark integrierten Lösungen in regulierten Umgebungen, höherer Komplexität oder „ausfallsicherer“ betrieblichen Anforderungen weisen in der Regel höhere Wechselkosten und damit höhere Barrieren für Disruptionen auf. Auch die Trägheit der Kunden spielt eine Rolle, darunter die Frage, ob sie preislich zu stark unter Druck gesetzt wurden und daher eher zu einem Wechsel bereit sind. Im Gegensatz dazu sind einfache Punktlösungen mit geringen Integrationsanforderungen – und Kunden, die aufgrund von Unzufriedenheit aktiv nach Alternativen suchen – für neue Marktteilnehmer leichter zu erschließen.

Marktchancen und konkrete Auswirkungen auf das Geschäft

Die Höhe des Gewinns ist für potenzielle Disruptoren von Bedeutung. Wenn ein Markt große Kosteneinsparungen oder deutliche Leistungssteigerungen bietet – beispielsweise eine Reduzierung der Callcenter-Mitarbeiter um 50 % statt um 10 % –, steigt der Anreiz für neue Marktteilnehmer stark an, ebenso wie das Disruptionsrisiko für etablierte Unternehmen. Um dieses Risiko einschätzen zu können, muss man die Geschäftslogik und die wirtschaftlichen Anreize auf beiden Seiten verstehen.

Hier kommt es häufig zu einer Diskrepanz zwischen Investoren und Unternehmen. Risikokapital erfordert in der Regel sehr große adressierbare Märkte, um eine Finanzierung zu rechtfertigen, was dazu führt, dass Kapital eher in breite horizontale Tools (z. B. CRM) fließt als in kleinere Nischen, die möglicherweise nur wenige rentable Akteure im Bereich von 10 bis 50 Millionen Dollar unterstützen. In diesem Zusammenhang stellen viele kleine, profitable vertikale Nischen ein „Small Prize“-Problem dar: Selbst wenn es sich um verteidigungsfähige und attraktive Unternehmen handelt, sind sie selten groß genug, um für finanzstarke KI-Marktteilnehmer interessant zu sein.

Wiederkehrende Aufgaben

Workflows, die sich stark wiederholen oder operativ alltäglich sind, werden zunehmend seltener manuell ausgeführt. KI ermöglicht eine schnelle, skalierbare und kostengünstige Automatisierung, und Märkte, die auf solchen Aufgaben basieren, werden einen schnelleren Wandel durchlaufen.

Datenzugänglichkeit

Obwohl durch Tools, die die Datenextraktion, -normalisierung und -integration verbessern, große Fortschritte erzielt werden, hängt die Effektivität der KI heute noch weitgehend vom Zugang zu sauberen,

strukturierten und vollständigen Datensätzen ab. Branchen mit hoher Datenverfügbarkeit sind daher für eine sinnvolle KI-Automatisierung oder -Erweiterung viel besser geeignet.

Wir glauben, dass diese Faktoren einen praktischen Rahmen für die Bewertung von KI-bezogenen Risiken und Chancen in verschiedenen Unternehmen bieten. Das attraktivste „VMS-Potenzial“ ergibt sich dort, wo alle vier Elemente zusammenkommen:

- hohe Wechselkosten,
- erhebliche und greifbare Auswirkungen auf das Geschäft,
- hohe Wiederholungsrate von Aufgaben und
- hohe Datenzugänglichkeit.

In solchen Umgebungen sind etablierte Unternehmen und integrierte Anbieter oft am besten positioniert, um KI einzuführen und zu skalieren, sodass Upselling und Wertsteigerung wahrscheinlicher sind als Verdrängung.

Risiken und Chancen: Constellation Software Family

Jede CSI-Betriebsgruppe (und ihre Untergruppen) deckt eine Vielzahl von Branchen ab, und aufgrund von Abwerbevorschriften sind die Unternehmen nicht streng nach Branchen organisiert oder konsolidiert. So umfasst Vela beispielsweise eine Untergruppe namens Juniper, die sich in erster Linie auf Reisen konzentriert, obwohl Jonas auch eine beträchtliche Anzahl von reisebezogenen Unternehmen besitzt. Daher lässt sich das Störungsrisiko am besten anhand des Kundentyps, der Systemkritikalität und der Integrationsintensität beurteilen und nicht allein anhand der vertikalen Kennzeichnung. Wir definieren daher die Risiken und Chancen im Zusammenhang mit KI anhand eines Spektrums, das durch den Kundentyp, die Integrationsintensität und die Wechselkosten bestimmt wird, ergänzt durch Szenario-Überlegungen für Unternehmen, die möglicherweise stärker exponiert sind.

An einem Ende des Spektrums befinden sich tief eingebettete, missionskritische Systeme, die große Unternehmen oder Kunden aus dem öffentlichen Sektor bedienen – wie administrative Gesundheitssysteme, Versorgungsunternehmen, öffentlicher Nahverkehr und Kernbankgeschäfte –, die in regulierten, „ausfallsicheren“ Umgebungen betrieben werden. Diese Märkte zeichnen sich durch komplexe Implementierungen, tiefe Integration und hohe Wechselkosten aus, die sowohl das Tempo als auch den Umfang der KI-getriebenen Disruption erheblich einschränken.

Wie aus dem Rahmenkonzept in der Grafik auf Seite 18 hervorgeht, lautet die zentrale Frage in diesen Bereichen nicht, ob KI eingeführt wird, sondern wer in der Lage ist, sie effektiv einzusetzen. Zwar sind viele zugrunde liegende Arbeitsabläufe repetitiv und wirtschaftlich sinnvoll, doch begünstigen praktische Einschränkungen in Bezug auf Datenzugriff, Regulierung und Rechenschaftspflicht etablierte Unternehmen, die bereits in die Kernarbeitsabläufe ihrer Kunden eingebunden sind. Hier wird KI eher zu Upselling und Wertsteigerung für vertrauenswürdige Anbieter führen, als dass sie diese durch KI-native Marktteilnehmer vollständig verdrängen wird.

Am anderen Ende des Spektrums befinden sich eher verbraucherorientierte oder auf KMU ausgerichtete Märkte, die auf Punktlösungen mit geringeren Wechselkosten basieren, darunter digitales Marketing, Reisen, Fitness- und Clubmanagement, Immobilienplattformen und ausgewählte klinische Punktlösungen im Gesundheitswesen. Kunden in diesen Märkten legen Wert auf Geschwindigkeit, Komfort und Preis und sind im Allgemeinen eher bereit, den Anbieter zu wechseln. Geringere Integrationsanforderungen, kürzere Verkaufszyklen und weniger strukturelle Einschränkungen machen diese Segmente anfälliger für Disruptionen.

Lösungen, die zu klein, zu punktuell oder nicht wirklich geschäftskritisch sind, fallen überwiegend nicht in den Kernbereich von CSI und machen nur einen begrenzten Teil des Portfolios aus, sofern sie überhaupt vorhanden sind. In den Bereichen, in denen CSI tätig ist, sind seine Geschäfte in der Regel als integrierte Systeme und nicht als isolierte Anwendungen strukturiert, die aus mehrschichtigen Backend-Komponenten, Kernprozessen und Integrationen bestehen. Constellation besitzt in der Regel den Backend-Kern und erweitert die Funktionalität schrittweise durch Anpassungen, was die Einnahmen aus professionellen Dienstleistungen unterstützt und den Wallet Share im Laufe der Zeit erhöht.

Zwar besitzt CSI einige Unternehmen, die eher auf Verbraucher oder kleine und mittlere Unternehmen ausgerichtet sind und sich eher am Ende des Spektrums mit höherer Disruptionsgefahr befinden, doch dominieren in seinem Portfolio Unternehmen, die in Märkten mit geringerem Disruptionsrisiko tätig sind.

Diese integrierte Struktur erklärt auch, warum gängige Softwarebezeichnungen – wie Kernsysteme im Gegensatz zu Middleware – einer sorgfältigen Interpretation bedürfen. Für sich genommen können diese Unterscheidungen irreführend sein. In stark regulierten, komplexen oder „ausfallsicheren“ Betriebsumgebungen, insbesondere im Backoffice-Bereich, kann Software, die in einem anderen Kontext als Middleware eingestuft werden könnte, tief verankert, betriebskritisch und extrem schwer zu ersetzen sein. In solchen Umgebungen überwiegt das Risiko von Störungen, Ausfallzeiten oder unbeabsichtigten Folgen oft die wahrgenommenen Vorteile einer Veränderung, was zu einer Bindung und Verteidigungsfähigkeit führt, die mit der von sogenannten Kernsystemen vergleichbar ist oder diese in einigen Fällen sogar übertrifft.

Dieses Profil wird durch die europäischen Aktivitäten von CSI, insbesondere Topicus.com – vor allem Topicus und TSS Public – weiter verstärkt, die den öffentlichen Sektor und andere institutionelle Endmärkte in den Bereichen Finanzen, Bildung, Gesundheitswesen und Sozialdienste mit tief verankerter, geschäftskritischer vertikaler Software bedienen. Im Gegensatz dazu sind vertikale Märkte wie das digitale Marketing aufgrund geringerer Wechselkosten und einer höheren Verbreitung von Punktlösungen strukturell stärker von Disruptionen betroffen, während sich der Immobilienmarkt – trotz seiner branchenspezifischen Nuancen – oft eher wie ein horizontaler Markt verhält und daher stark von AI-nativen Marktteilnehmern ins Visier genommen wird. Im Gesundheitswesen sehen wir ein größeres Disruptionsrisiko bei ausgewählten klinischen Punktlösungen, insbesondere in der Diagnostik, als bei administrativen und workfloworientierten Anwendungen.

Alternative Szenarien: Fast Follower oder Milk-Out

Betrachtet man das Portfolio von CSI – insbesondere den eher verbraucherorientierten, horizontalen Bereich der Punktlösungen –, so zeichnen sich zwei Wege ab.

Eine Möglichkeit besteht darin, eine Fast-Follow-Strategie zu verfolgen. Dabei geht es darum, überschaubare technische Schulden zu akzeptieren, starke Talente zu halten und schnell zu modernisieren. Das Ziel ist es, effektiv zu folgen und die Wettbewerbsfähigkeit des Produkts zu erhalten. Die andere Möglichkeit ist das „Ausmelken“, eine Strategie, die CSI in der Vergangenheit gut umgesetzt hat. Wenn die technischen Schulden hoch und/oder die Talente begrenzt sind, ist selbst ein Fast-Follow-Ansatz möglicherweise nicht die beste Strategie. In solchen Fällen können die Margen (und der Cashflow) durch ein bewährtes Vorgehen mit Preiserhöhungen, reduzierter Forschung und Entwicklung und anderen Hebeln gesteigert werden. Das Geschäft mag im Laufe der Zeit zurückgehen, aber oft viel langsamer als die meisten Menschen erwarten, während es dennoch die gewünschten IRRs wie ursprünglich prognostiziert liefert.

Lumine Group: Fünf-Neuner-Zuverlässigkeit in der „Can't-Fail-Zone“

Lumine konzentriert sich auf einen großen hybriden Sektor, der Telekommunikation und Medien umfasst, und tendiert dazu, größere Transaktionen zu verfolgen, darunter komplexe Unternehmensausgliederungen, bei denen ein bewährtes Integrationskonzept von entscheidender Bedeutung ist. Etwa die Hälfte seiner Transaktionen, sowohl prozentual als auch quantitativ, besteht aus großen Unternehmensausgliederungen, bei denen es stark darauf ankommt, ein vertrauenswürdiger Verwalter von unternehmenskritischen Vermögenswerten zu sein, um als bevorzugter Käufer zu gelten und letztendlich erfolgreich zu sein. Da Lumine größere Akquisitionen verfolgt, bedient es größere Kunden und ist stärker konzentriert.

Bei einem von CSI im September veranstalteten KI-Seminar fiel uns eine Bemerkung von Mark Leonard besonders auf. In Bezug auf Software für vertikale Märkte stellte er fest:

„Vertikale Marktssoftware ist das Ergebnis eines Dialogs zwischen Anbieter und Kunde, der seit Jahrzehnten regelmäßig stattfindet. Diese Arbeitspraktiken werden zu Algorithmen, Software, Daten und Berichten verdichtet, die einen umfassenden Einblick in das Geschäft geben. Die Möglichkeit, diese Daten dank KI auf neue Weise zu untersuchen, schafft neue Chancen für Modifikationen, Änderungen und Vorschläge für neue Ansätze. Ja, ich bin zuversichtlich, dass diese einzigartigen und proprietären Informationen von großem Wert sein werden.“

Im Gegensatz zu den Verbrauchermärkten, wo die Akzeptanz schnell ist und die Wechselkosten gering sind, ist Lumine in einer eigenen VMS-Kategorie tätig, die große Unternehmen in den Bereichen Telekommunikation und Medien bedient. Diese Kunden sind sehr technisch versiert, stark integriert und äußerst risikoscheu. Sie betreiben Systeme, bei denen Verfügbarkeit und Genauigkeit weitaus wichtiger sind als Neuheit. Ihre Software befindet sich tief im Backoffice, in der „ausfallsicheren“ Zone, die durch hohe Komplexität, strenge Compliance-Anforderungen und rigorose Audit-Standards gekennzeichnet ist. Selbst die Zulassung als Anbieter kann bis zu drei Jahre dauern, da Kunden aufgrund von Datensicherheits- und Regulierungsrisiken bei der Aufnahme neuer Anbieter vorsichtig sind. Daher ist es in diesem Markt strukturell schwierig, neue Kunden zu gewinnen.

Viele der Angebote von Lumine fallen unter das, was Insider als „Carrier-Grade“-Standards bezeichnen – Systeme, die für extrem hohe Verfügbarkeit ausgelegt sind. In der Telekommunikation sind Carrier-Grade-Systeme in der Regel so konzipiert, dass sie eine Verfügbarkeit von 99,999 % erreichen oder übertreffen, was allgemein als „Fünf-Neuner-Verfügbarkeit“ bekannt ist. Dies entspricht einer zulässigen Ausfallzeit von etwa fünf Minuten pro Jahr – ein Ziel, das die Erwartungen an missionskritische Netzwerkfunktionen widerspiegelt.

Ähnliche Zuverlässigkeitserwartungen bestehen in anderen kritischen Infrastrukturumgebungen, wie Verteidigung, Energie und Versorgung sowie wichtigen Finanzdienstleistungssystemen, wo Ausfälle weitreichende betriebliche oder sicherheitstechnische Folgen haben können.

Für Lumine und sein umfangreiches Portfolio an Telekommunikations- und Medienressourcen ist diese Zuverlässigkeit nur eine Seite der Medaille. Was die Sicherheit angeht, müssen sie strenge gesetzliche Anforderungen erfüllen und sich kontinuierlichen Compliance-Audits unterziehen. In der Praxis bedeutet dies, dass es für einen neuen Anbieter äußerst schwierig ist, in diesen „ausfallsicheren“ Umgebungen einen Platz zu ergattern – und wenn man einmal dabei ist, bleibt man in der Regel auch dabei, es sei denn, man begeht einen schwerwiegenden Fehler.

Um relevant zu bleiben, ist jedoch ein ständiger Dialog mit den Kunden und ein klares Verständnis ihrer sich wandelnden Bedürfnisse erforderlich. Dies wirft eine wichtige strategische Frage auf: Wer ist in einem solchen Umfeld der vertrauenswürdige Partner für die Implementierung und den Verkauf von KI-bezogenen Tools? Ein neues Start-up? Das Telekommunikationsunternehmen selbst? Oder der Anbieter, der sich über ein Jahrzehnt lang Vertrauen erarbeitet hat? Um auf Mark Leonards Zitat über VMS als „Destillat einer Unterhaltung“ zwischen Anbieter und Kunde zurückzukommen: Wir glauben, dass KI für die CSI-Unternehmensgruppe – einschließlich Lumine – einen großen Nettovorteil darstellt, da sie ihnen ermöglicht, ihre Kundenbeziehungen noch weiter zu vertiefen.

Diese Fragen erstrecken sich auch auf den Business Case selbst – einschließlich der Marktgröße (insbesondere beim Vergleich horizontaler mit vertikalen Märkten) und der konkreten Ergebnisse, die ein Herausforderer erzielen möchte. Es besteht ein wesentlicher Unterschied zwischen einer Senkung der Betriebskosten um 10 % und einer glaubwürdigen Reduzierung der Mitarbeiterzahl im Callcenter um 50 %. In vielen Fällen muss man sich fragen, warum ein Kunde nicht einfach die bestehende Beziehung zu einem vertrauenswürdigen etablierten Anbieter vertiefen sollte. Oft ist es für den Kunden die einfachste und rationalste Entscheidung, ein Upselling anzustreben, anstatt eine unbewährte Alternative zu wählen.

Röko AB – Ein Compounder, der auf Langfristigkeit ausgelegt ist

Einige Unternehmen sind auf das nächste Quartal ausgerichtet. Andere sind auf die nächste Generation ausgerichtet. Wir glauben, dass Röko, ein schwedischer Käufer von Nischenunternehmen, eindeutig zur zweiten Kategorie gehört. Röko wurde 2019 von Fredrik Karlsson gegründet, dem Architekten hinter einem der erfolgreichsten Compounder Schwedens, Lifco. Mit 31 profitablen, von Unternehmern geführten Unternehmen in ganz Europa baut Röko etwas auf, das zu einem der nächsten nordischen Champions werden könnte.

Wir sind seit dem Börsengang langjährige Aktionäre von Lifco und haben aufmerksam verfolgt, wie Karlsson durch ein diszipliniertes, dezentrales und unbürokratisches Modell einen außergewöhnlichen Shareholder Value erzielt hat. Ebenso haben wir die Entwicklung von Röko als Privatunternehmen seit seiner Gründung im Jahr 2019 aufmerksam verfolgt. Als das Unternehmen im März 2025 einen Börsengang ankündigte, sahen wir darin eine lang erwartete Gelegenheit, erneut gemeinsam mit ihm zu investieren.

In den letzten zehn Jahren haben wir unzählige Stunden damit verbracht, uns mit akquisitionsgetriebenen Compoundern zu beschäftigen und diese zu analysieren. Auf diesem Weg sind wir auf viele neu gegründete – und schließlich börsennotierte – Unternehmen gestoßen, die auf dem Papier überzeugend aussahen, aber letztendlich in der Praxis nicht überzeugen konnten. Ob aufgrund eines nicht nachhaltigen Akquisitions Tempos, übermäßiger Verschuldung, schlechter Kapitalallokation, begrenzter operativer Expertise oder einfach nur schwacher Führung – das Ergebnis war oft enttäuschend. Röko hebt sich unserer Meinung nach davon ab. Obwohl das Unternehmen selbst erst seit sechs Jahren besteht, verfügt sein Managementteam über fundierte Erfahrung in operativer Exzellenz und eine nachgewiesene Erfolgsbilanz bei der Schaffung von Shareholder Value. Das Unternehmen verfügt über eine einzigartige Kombination aus erfahrenen Managern und jüngeren, leistungsstarken Mitarbeitern, die nur wenige andere neu gegründete Compounder vorweisen können. Die Nachfolgeplanung ist seit der Gründung des Unternehmens im Jahr 2019 mit Johan Bladh als stellvertretendem CEO festgelegt.

Freundschaft und Geschäft

Fredrik Karlsson und sein Mitbegründer Tomas Billing verbindet eine langjährige persönliche Freundschaft. Sie lernten sich während ihrer Ausbildung zum Militärdolmetscher für Russisch kennen und studierten später gemeinsam an der Stockholm School of Economics. Karlsson hat einen Abschluss in Wirtschaftswissenschaften von der Stockholm School of Economics und einen Abschluss in Technischer Physik vom Royal Institute of Technology.

Die geschäftliche Zusammenarbeit zwischen Karlsson und Billing begann 2015, als sie gemeinsam in Hjertmans investierten. Hjertmans ist ein schwedischer Distributor für Schiffsausrüstung, an dem sie nach wie vor gemeinsam beteiligt sind. Als Billing 2018 als Präsident von Nordstjernan zurücktrat, wandte er sich mit der Idee einer gemeinsamen Unternehmensgründung an Karlsson. Ursprünglich hatte Karlsson nicht die Absicht, Lifco zu verlassen. Eine Auseinandersetzung über die Vergütung mit dem Mehrheitseigentümer von Lifco, Carl Bennet, Anfang 2019 führte jedoch dazu, dass Fredrik Karlsson seine Meinung änderte. Im selben Jahr wurde Röko gegründet.

Auf Wachstum ausgelegt

Das Modell von Röko ist einfach, aber wirkungsvoll: Es geht darum, hochwertige, kapitalarme Unternehmen mit starkem Cashflow zu erwerben und langfristig zu halten. Das Unternehmen konzentriert sich auf Nischenunternehmen mit einer EBITA-Marge von über 15 %, einer stabilen historischen Gewinnentwicklung, einer geringen Kundenkonzentration und einer begrenzten Kapitalintensität. Karlsson selbst sagt dazu: „Die Zahlen sprechen für sich. Ein konstantes Gewinnwachstum über einen längeren Zeitraum ist ein Zeichen für echte Qualität.“

Karlsson verbrachte mehr als zwei Jahrzehnte damit, Lifco von einem leistungsschwachen Dentalvertriebsunternehmen zu einem erstklassigen, akquisitionsorientierten Compounder aufzubauen. Eine Lektion, die er aus dieser Reise mitgenommen hat: Schaffen Sie keine selbst auferlegten Beschränkungen in Ihrem Geschäftsmodell. Bei Lifco gelang es dem Dentalvertriebsgeschäft – einem spezialisierten vertikalen Markt – zwischen 2014 und 2024 „nur“, seinen Gewinn zu verdoppeln. Im Gegensatz dazu verzeichnete der Geschäftsbereich „System Solutions“ des Unternehmens, der flexibler und branchenunabhängig war, im gleichen Zeitraum ein fünfzehnfaches Gewinnwachstum. Diese frühe Erkenntnis legte einen Teil des Grundsteins für Röko: den Aufbau

einen Compounder aufzubauen, der branchen-, länder- und geschäftsmodellübergreifend investieren kann, solange die Qualität des Unternehmens und des Managements stimmt.

Im Gegensatz zu Akquisiteuren, die sich auf einzelne Branchen konzentrieren, betrachtet Röko ein breites Spektrum von Branchen – von Medizintechnik bis hin zu Premium-Bekleidung, von Craft Beer bis hin zum industriellen Vertrieb. Dieser Ansatz bietet Flexibilität und ermöglicht es Röko, aus einem viel breiteren Universum von Unternehmen auszuwählen, ohne die Einschränkungen von Unternehmen mit nur einem Geschäftsbereich, die aufgrund von Altlasten Vermögenswerte kaufen müssen. Die Welt ist Rökos Markt, und wie Warren Buffett es in Berkshire Hathaways Jahresbrief 2014 formuliert: „Wenn die Konglomeratsstruktur umsichtig eingesetzt wird, ist sie eine ideale Struktur zur Maximierung des langfristigen Kapitalwachstums.“ Wir glauben, dass Röko diesem Ansatz ähnelt.

Dieser breite Trichter hat noch einen weiteren Vorteil: Optionalität. Durch die Betrachtung verschiedener Branchen und Regionen vermeidet Röko überhöhte Preise in boomenden Sektoren und verfügt über einen viel größeren Pool potenzieller Ziele. Wie Karlsson sagt: „Wenn man in einem Sektor feststeckt, ist man irgendwann gezwungen, schlechte Unternehmen zu kaufen – nur um beschäftigt zu bleiben.“ Röko vermeidet diese Falle bewusst.

Ein gemeinsames Merkmal von akquisitionsorientierten Compoundern, die wie Röko erfolgreich mit einem breiten Mandat operieren, ist, dass sie nicht nur hochwertige Unternehmen erwerben, sondern auch hochwertige, leistungsorientierte Managementteams finden. Dahinter steht die Idee, dass sich Gleichgesinnte – oder in diesem Fall auch Unternehmen – naturgemäß zueinander hingezogen fühlen. Angesichts der hohen Leistungserwartungen von Röko in Verbindung mit der dreißigjährigen Erfahrung von Fredrik Karlsson erweist sich dies als wertvoll, um den Kauf „durchschnittlicher“ Unternehmen zu vermeiden. Ebenso werden „durchschnittliche“ Unternehmer, die nicht bereit sind, sich auf die Kultur von Röko einzulassen, in der Regel nicht an Röko verkaufen wollen – und letztendlich den Prozess nicht durchlaufen. Dies fördert eine selbstselektive, meritokratische Kultur, die Röko von anderen unterscheidet.

Röko unterscheidet sich auch von anderen akquisitionsorientierten Compoundern, da es sowohl Business-to-Business- (B2B) als auch Business-to-Consumer- (B2C) Unternehmen erwirbt. Röko betrachtet sein Engagement im B2C-Bereich als Vorteil, da es im Vergleich zu B2B-Unternehmen für Vielfalt und eine Exposition gegenüber verschiedenen Konjunkturzyklen sorgt. Bis heute hat das Unternehmen in über 30 Unternehmen investiert, darunter

- Rocket Medical – ein in Großbritannien ansässiger Medizintechnikhersteller von Einweg-Chirurgieprodukten
- Oppigårds Bryggeri – eine der bekanntesten Craft-Brauereien Schwedens
- Ekstralys – ein führender nordischer Anbieter von Fahrzeugbeleuchtung und Zubehör
- Addedo – ein auf Finanzdienstleistungen spezialisiertes Software- und Beratungsunternehmen

Neben der Bewertung der individuellen Qualitäten jedes einzelnen Unternehmens halten wir es für wichtig, auch die leistungsstarken Manager von Röko zu bewerten, die ein erhebliches Eigeninteresse haben, da Röko den Verkäufern in der Regel erlaubt, eine Minderheitsbeteiligung von 20 bis 30 % zu behalten.

Eine Kultur des Vertrauens, nicht der Kontrolle

Röko ist nicht nur eine Ansammlung von Unternehmen. Es ist eine Philosophie der Dezentralisierung, Autonomie und des gegenseitigen Vertrauens, die in der Art und Weise verwurzelt ist, wie Fredrik Karlsson Lifco aufgebaut hat.

Jedes Unternehmen im Röko-Portfolio behält seine vollständige operative Unabhängigkeit. Es gibt keine zentralen ERP-Systeme, keine konzernweiten Personalrichtlinien und keine Top-down-Synergieprogramme. Röko stellt lediglich strenge finanzielle Anforderungen, darunter eine monatliche Excel-Tabelle mit Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Cashflow sowie die Übertragung überschüssiger Liquidität an die Röko-Kasse. Darüber hinaus hält sich die Röko-Zentrale (ein schlankes Team von nur acht Mitarbeitern) zurück, reagiert jedoch schnell, wenn die Leistung abweicht.

Bei diesem minimalistischen Ansatz geht es nicht um Ideologie, sondern um Leistung. Röko glaubt, dass großartige Menschen großartige Unternehmen aufbauen. Indem Röko die Verantwortung bei den Gründern und Managern belässt, bewahrt es deren

Unternehmerische Energie. Die Anreize sind durch die Eigentumsverhältnisse abgestimmt, da in fast jedem Geschäft der CEO oder Gründer nach der Übernahme 20 bis 30 % des Unternehmens behält. Karlsson ist davon besessen, die richtigen Gründer, Betreiber und Manager zu finden – und sie dann einfach machen zu lassen. Mit seinen Worten: „Wenn sie ihre Arbeit lieben, bleiben sie. Und wenn sie bleiben, wächst das Unternehmen weiter.“

Diese kulturelle Sichtweise ist auch entscheidend dafür, wie Röko mit Nachfolgeregelungen umgeht. Wenn ein Gründer in den Ruhestand gehen möchte, befördert Röko oft interne Mitarbeiter. Ist dies nicht möglich, wird eine sorgfältige Suche durchgeführt. Eines ist jedoch klar: Branchenkenntnisse sind hilfreich, aber die Fähigkeit, zu führen und Vertrauen aufzubauen, ist unverzichtbar. Die gründerfreundliche Kultur von Röko sorgt dafür, dass die meisten Führungskräfte auch lange nach der Unterzeichnung des Vertrags bleiben.

Während traditionelle Private-Equity-Modelle oft neue Managementteams und dreijährige Sanierungspläne mit sich bringen, bietet Röko etwas anderes: ein dauerhaftes Zuhause, langfristiges Kapital und einen vertrauenswürdigen Partner. Das macht das Unternehmen zu einem bevorzugten Käufer in Wettbewerbsprozessen.

Die Zahlen sprechen für sich

Seit seiner Gründung hat Röko mehr als 30 Akquisitionen in ganz Europa durchgeführt. Röko erzielt einen Umsatz von 6,4 Mrd. SEK 6,4 Milliarden SEK Umsatz und 1,3 Milliarden SEK EBITA bei einer Marge von 20 %. Dies spiegelt nicht nur die starke zugrunde liegende Performance wider, sondern auch operative Verbesserungen, die durch eine abgestimmte und motivierte Führung auf Portfolioebene vorangetrieben werden.

Röko zahlt in der Regel maximal das 8-fache des EBITA für neue Unternehmen und konzentriert sich auf operative Unternehmen mit minimalen bis keinen Investitionsausgaben. Die Kapitalrendite der meisten Portfoliounternehmen liegt bei über 100 %, was bedeutet, dass organisches Wachstum hochprofitabel ist. Der ROCE von Röko steigt zudem von Jahr zu Jahr weiter an, da das Unternehmen reift und die Unternehmen in seinem Besitz beginnen, organisch zum Gewinn beizutragen.

Wichtig ist, dass Röko keine Transaktionen mit hoher Fremdkapitalquote tätigt. Schulden werden umsichtig eingesetzt und bleiben deutlich unter dem 3-fachen EBITDA. Dadurch verfügt das Unternehmen über ausreichende Kapazitäten, um zukünftige Akquisitionen aus dem internen Cashflow zu finanzieren.

Die Bewertung und Optik von Röko

Da das Unternehmen branchenunabhängig ist und somit die Möglichkeit hat, einen Großteil seines Cashflows über viele Jahrzehnte hinweg für hohe Renditen einzusetzen, glauben wir, dass Röko ein sehr langes Wachstumspotenzial hat. Auch wenn die Zukunft kurzfristig ungewiss sein mag, verfügt Röko über alle Voraussetzungen, um seine Gewinne über viele Jahre hinweg mit zweistelligen Raten zu steigern. Auch wenn das Unternehmen angesichts der aktuellen Gewinne kurzfristig nicht günstig erscheint, erwarten wir, dass die Aktie in Zukunft starke Renditen erzielen wird, da sich die Gewinne und der freie Cashflow pro Aktie über einen langen Zeitraum hinweg weiter erhöhen werden.

Was uns an Röko gefällt

Aus Investorensehnsicht zeichnet sich Röko unserer Meinung nach durch einige wichtige Faktoren aus:

- Erfahrenes Gründerteam mit einer außergewöhnlichen Erfolgsbilanz und hoher persönlicher Eigenverantwortung
- Ein Modell, das dauerhaftes Kapital mit unternehmerischer Autonomie verbindet
- Rökos Präferenz für Qualität vor Quantität.
- Disziplinierter Kapitaleinsatz in profitablen, Cashflow generierenden Unternehmen
- Branchenunabhängige Flexibilität, die eine intelligente Kapitalallokation und nachhaltiges Wachstum ermöglicht
- Eine dezentrale Kultur, die Leistung und Meritokratie fördert

In vielerlei Hinsicht erinnert Röko an Berkshire Hathaway – allerdings für kleine private europäische Unternehmen. Das Ziel ist klar: eine hochwertige, sich selbst verstärkende Maschine aufzubauen, die Generationen überdauert. Mit einer langen Startbahn vor sich, einem bewährten Spielbuch und Gründern, die nach wie vor hungrig darauf sind, Shareholder Value zu schaffen, glauben wir, dass Röko gerade erst am Anfang seiner Reise steht.

The Compounders – Von kleinen Akquisitionen zu riesigen Renditen für Aktionäre

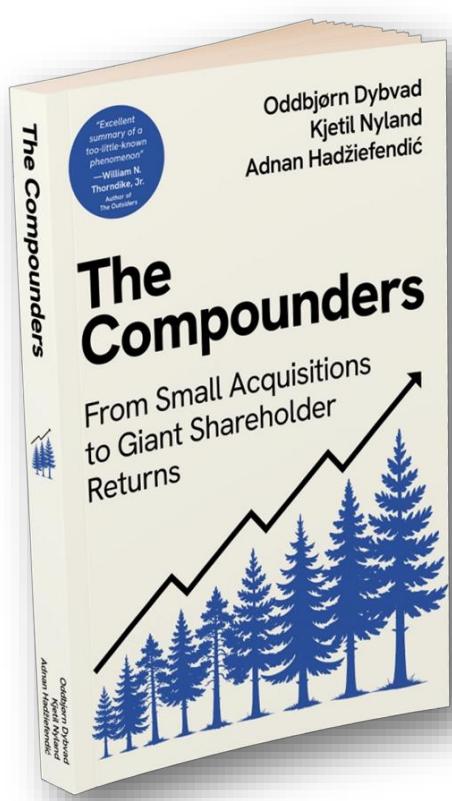
Im September veröffentlichte das Team „The Compounders – Von kleinen Akquisitionen zu riesigen Aktionärsrenditen Returns“ (Die Compounder – Von kleinen Akquisitionen zu riesigen Renditen für Aktionäre).

Bei der Erstellung des Buches war es unser Ziel, Einblicke und Mehrwert für Betreiber und Investoren zu schaffen, wobei wir uns auf akquisitionsgetriebene Compounder, vor allem in den nordischen Ländern, konzentrierten. Wir sind überwältigt von der Resonanz, die das Buch bei einem viel breiteren Publikum gefunden hat. Das Feedback aus allen Bereichen der Finanzwelt, darunter Private-Equity-Unternehmen, Risikokapitalgeber, Aktienresearch, Wissenschaft und private Investoren weltweit, hat alle Erwartungen übertroffen. Wir möchten uns bei allen für das positive Feedback bedanken.

The Compounders erzählt die unbekannten Geschichten von neun außergewöhnlichen Unternehmen, die still und leise die Regeln für Fusionen und Übernahmen neu geschrieben haben. Mit disziplinierter Kapitalallokation, leistungsstarken dezentralen Kulturen und einer langfristigen Ausrichtung haben diese Unternehmen bescheidene Gewinne und kleine Akquisitionen in generationenübergreifenden Wohlstand verwandelt und Renditen erzielt, die mit den größten Legenden der Investmentbranche konkurrieren können. Basierend auf fast zwei Jahrzehnten Forschung und praktischer Anlageerfahrung zeigt „The Compounders“, wie diese Unternehmen denken, agieren, akquirieren und über lange Zeit bestehen.

Von der 375-fachen Rendite von Constellation Software und der 1.100-fachen Rendite von Heico unter der Eigentümerschaft der Familie Mendelson bis hin zu Bergman & Beving (und seinen Spin-offs) aus Schweden mit einer Rendite von über 7.500-fach – „The Compounders“ enthüllt eine tiefgreifende Wahrheit: Wenn man die richtige Organisationsstruktur aufbaut und den Kurs hält, wird die Zeit zu Ihrer größten Superkraft.

Weitere Informationen zu diesem Buch finden Sie hier: [Link](#)



„Ausgezeichnete Zusammenfassung eines zu wenig bekannten Phänomens.“

William N. Thorndike, Jr.
Autor von „The Outsiders“

„Alles, was Sie wissen müssen, um erfolgreich in diese überzeugenden Geschäftsmodelle zu investieren.“ **Christopher Mayer**
Autor von „100 Bidders“

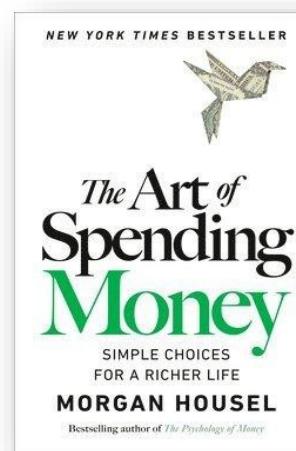
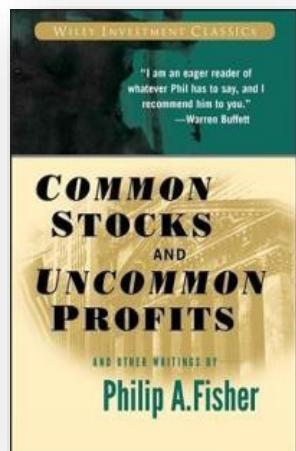
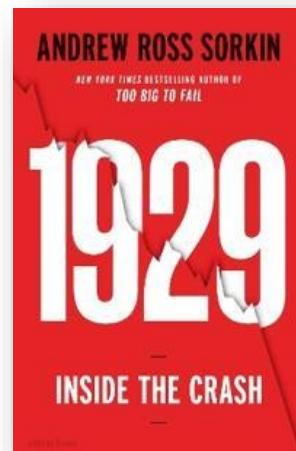
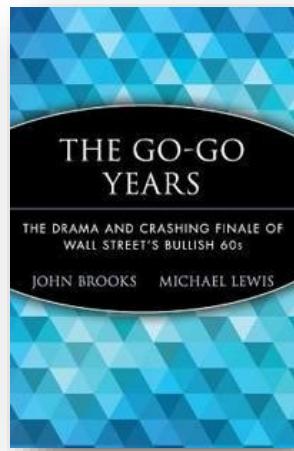
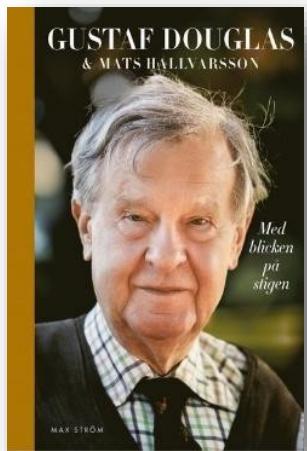
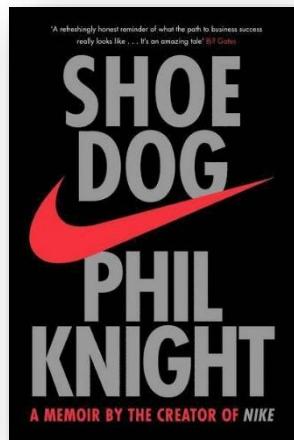
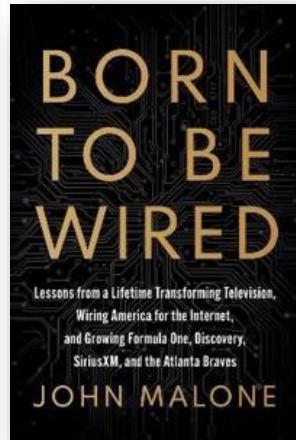
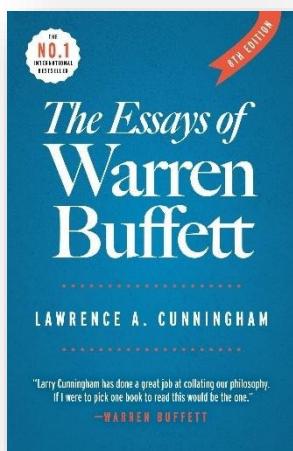
„Für alle, die verstehen möchten, wie disziplinierte Kapitalallokation und dezentrale Entscheidungsfindung nachhaltigen Wert schaffen können ...“

Lawrence Cunningham
Direktor, John L. Weinberg Center for Corporate Governance, University of Delaware; Herausgeber und Verleger, The Essays of Warren Buffett

„Äußerst lohnenswert und aufschlussreich ... vertieft Ihr Verständnis dafür, was die Wertschöpfung in Unternehmen im Laufe der Zeit wirklich antreibt.“

Adam Gerge
Privater Investor und Mitbegründer der Fondsverwaltungsgesellschaft Didner & Gerge

Auswahl von Büchern, die wir dieses Jahr gelesen und wieder gelesen haben



Podcast und andere Ressourcen

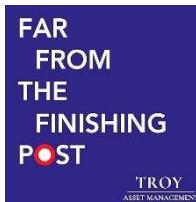
In der ersten Hälfte des Jahres 2025 nahmen wir an „Nordnetpodden“ teil, einem norwegischen Podcast zum Thema Investitionen. Wir gaben Einblicke in die Strategie von REQ. Nur auf Norwegisch verfügbar. [Link](#)



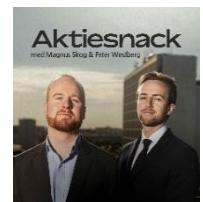
In der zweiten Hälfte des Jahres 2025 nahm das Team am Podcast „Investing by the Books“ teil. In diesem Podcast beschäftigen wir uns eingehend mit unserem Buch „The Compounders“. Den Podcast finden Sie hier: [Link](#)



Weitere Einblicke in unsere Strategie geben wir in einem weiteren Podcast von Troy Asset Management („Far from the finishing post“). Den Podcast finden Sie hier: [Link](#)



Das Team nahm an dem schwedischen Podcast „Aktiesnack“ (nur auf Schwedisch) teil, in dem wir über akquisitionsgetriebene Compounder aus nordischer Perspektive sprechen: [Link](#)



Unsere Forschungspräsentation „A Deep Dive into Shareholder Value Creation by Acquisition-driven Compounds“ finden Sie hier: [Link](#)



Haftungsausschluss

Diese Präsentation (die „Präsentation“) wurde von REQ Capital AS (der „Manager“) erstellt und enthält Informationen zu den Strategien der irischen OGAW-Fonds REQ Global Compounders und REQ Nordic Compounders (zusammen die „Fonds“). Der Manager führt in seiner Eigenschaft als Wertpapierfirma die Portfolioverwaltung der Fonds auf delegierter Basis durch, wobei Waystone Management Company (IE) Limited die OGAW-Verwaltungsgesellschaft der Fonds ist. Weitere Informationen und Zugang zu den relevanten Fondsdocumenten finden Sie auf der Website des Managers.

Diese Informationen dienen ausschließlich allgemeinen Informationszwecken und stellen weder eine Aufforderung noch ein Angebot zur Teilnahme an einer Anlage dar. Diese Informationen stellen weder eine Anlageberatung, Empfehlung oder unabhängige Analyse dar noch erheben sie den Anspruch darauf. Folglich wurden sie nicht in Übereinstimmung mit den für solche Veröffentlichungen geltenden Regeln und Vorschriften, einschließlich, aber nicht beschränkt auf Prospektanforderungen, erstellt. Diese Informationen sind nicht vollständig und erheben auch keinen Anspruch darauf. Die Informationen sind streng vertraulich und dürfen nicht kopiert oder an andere Personen als die adressierten Empfänger weitergegeben werden. Die vollständigen Angebotsunterlagen für die Fonds sollten sorgfältig gelesen werden, und potenzielle Anleger sollten unabhängige Anlageberatung sowie Steuer- und sonstige Rechtsberatung einholen, bevor sie eine Anlage tätigen. Es kann keine Gewähr dafür übernommen werden, dass die angegebenen Anlageziele erreicht werden, und der Wert von Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

Eine Anlage in die Fonds ist ausschließlich für Anleger bestimmt, die gemäß den geltenden Gesetzen in ihrem jeweiligen Heimatland zur Anlage in die Fonds berechtigt sind. Die Fonds sind für Personen oder Organisationen, die diese Voraussetzungen nicht erfüllen, ungeeignet und nicht verfügbar. Eine Anlage in die Fonds ist nur für Anleger bestimmt, die die Anlagestrategien der Fonds verstehen, die mit einer solchen Anlage verbundenen Risiken akzeptieren können und keinen *unmittelbaren* Liquiditätsbedarf in Bezug auf ihre Anlage haben. Anlagen können strengen Beschränkungen hinsichtlich der Rücknahme und Übertragbarkeit unterliegen. Es wird keinen Sekundär- oder öffentlichen Markt geben. Die vorstehende Liste der Risikofaktoren ist nicht vollständig. Wenn Sie sich nicht sicher sind, ob Sie die Voraussetzungen erfüllen, wenden Sie sich bitte an den Manager oder einen professionellen Berater.

Der Manager übernimmt keine Gewähr dafür, dass die in dieser Präsentation enthaltenen Informationen für die Verwendung in anderen Ländern als Norwegen geeignet oder verfügbar sind. Personen, die diese Informationen erhalten, sind verpflichtet, zu prüfen, ob in ihrem Rechtsgebiet Beschränkungen bestehen, und gegebenenfalls diese Beschränkungen einzuhalten. Der Manager übernimmt keine Verantwortung für die Nichteinhaltung solcher Beschränkungen. Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an den Manager oder einen professionellen Berater.

Diese Präsentation kann bestimmte Meinungen, zukunftsgerichtete Aussagen, Prognosen und/oder Überzeugungen enthalten. Diese Meinungen, zukunftsgerichteten Aussagen, Prognosen und/oder Überzeugungen spiegeln die subjektiven Überzeugungen und Meinungen des Managers wider, und es wird keine Gewähr dafür übernommen, dass diese Meinungen, zukunftsgerichteten Aussagen, Prognosen und/oder Überzeugungen zutreffend sind.

Die Fonds unterliegen der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor („SFDR“). Waystone Management Company (IE) Limited und der Manager gehen davon aus, dass die in Artikel 8 der SFDR festgelegten Berichtspflichten für die Fonds gelten. Dementsprechend erfolgt die Berichterstattung in Übereinstimmung mit diesen Vorschriften. Bitte beachten Sie, dass Änderungen des SFDR-Regimes und der damit verbundenen Vorschriften zu einer anderen Klassifizierung für die Berichterstattung gemäß SFDR führen können.

Der Manager, seine Direktoren, Mitarbeiter und Berater übernehmen keinerlei Haftung (sei es aufgrund von Verträgen, unerlaubten Handlungen, Fahrlässigkeit oder anderweitig) für Fehler, Auslassungen oder ähnliche Falschdarstellungen in diesen allgemeinen Informationen oder für Verluste oder Schäden (sei es direkt, indirekt, als Folge oder anderweitig), die dem Empfänger dieser Informationen oder einer anderen Person entstehen.

