

Flowerfield Capital Allocation Fonds

Performance (I-Tranche)*

2017	+6,8%
2018	-2,9%
2019	+23,7%
2020	+23,7%
2021	+34,5%
2022	-28,6%
2023	+14,5%
2024	+11,6%
2025	+0,1%
Seit Start	+98,3%

*für weitere Informationen über den Fonds siehe Factsheet vom 31.12.2025

Sehr geehrte Co-Investoren,

seit seiner Auflegung im November 2016 hat der Flowerfield Capital Allocation Fonds eine Gesamtrendite von +98,3% erzielt. Im Jahr 2025 lag die Rendite bei +0,1%. Folgende Entwicklungen haben das Börsenjahr und die Wertentwicklung unseres Fonds maßgeblich geprägt:

1. Konzentration der Performance

Das Jahr 2025 zeichnete sich erneut dadurch aus, dass die positive Börsenentwicklung von nur wenigen Aktien getragen wurde. So waren allein die zehn größten Titel im S&P 500 für 50% der Gesamtwertentwicklung des Index verantwortlich. Wir waren nur in vier dieser Unternehmen (Amazon, Alphabet, Meta Platforms und Microsoft) investiert. Eine derart hohe Marktkonzentration ist historisch ungewöhnlich. Insbesondere wurde der Index maßgeblich von der starken Entwicklung der Chip-Hersteller getrieben. Allein Nvidia und Broadcom trugen ca. 20% zur Performance des S&P 500 bei. Wir hielten bisher keine Chiphersteller in unserem Portfolio.

2. Wechselkursentwicklung Euro / US-Dollar

Seit Fondsaufgabe ist der Anteil US-amerikanischer Aktien in unserem Portfolio traditionell hoch gewichtet. Wenn sich der US-Dollar im Vergleich zum Euro schwach entwickelt – wie im vergangenen Jahr um ca. 13,5% – wirkt sich dies nachteilig auf die Rendite in Euro aus. So erzielte beispielsweise der S&P 500 in US-Dollar eine Rendite von ca. 17,9%, in Euro jedoch nur ca. 4,4%. Dementsprechend wiesen viele Aktien in unserem Portfolio in US-Dollar eine positive Performance auf, deren Gewinne jedoch durch den Währungskurs nahezu zunichtegemacht wurden.

Zur Wahrheit gehört jedoch auch, dass wir in anderen Jahren und Marktphasen von Währungseffekten profitiert haben. Über einen längeren Zeitraum betrachtet, gleichen sich diese Währungsgewinne und -verluste eher aus. Langfristig hat sich das Wechselkursverhältnis zwischen Euro und US-Dollar trotz zwischenzeitlicher Volatilität kaum verändert. Bei der Einführung des Euro betrug der erste Referenzkurs zum US-Dollar 1,1789; zum Jahresende 2025 lag er bei 1,1760. Die Abweichung über einen Zeitraum von 27 Jahren ist somit marginal, auch wenn die unterjährige Volatilität kurzfristig stark vorteilhaft oder – wie 2025 – nachteilig sein kann.

Weitere Entwicklungen im Jahr 2025 in unserem Fonds waren folgende:

- Portfolioanpassungen: Wir haben uns im Laufe des Jahres von acht Unternehmen getrennt, darunter insbesondere von sämtlichen IT-Consulting-Unternehmen. Eines dieser Unternehmen, die Datagroup, wurde im Rahmen einer Übernahme veräußert. Ein

anderes, die Magnum Ice Cream Company, haben wir verkauft, nachdem es zuvor durch ein Spin-off von Unilever in unser Portfolio gelangt war.

- Sektorengewichtung: Im Fonds waren die Sektoren Nicht-Basiskonsumgüter (25,4%), Gesundheitswesen (20,9%), Basiskonsumgüter (15,4%) und Kommunikationservices (15,2%) am stärksten gewichtet. Zusammen machten sie ca. 77% des Portfolios aus. Zum Jahresende 2025 umfasste der Fonds insgesamt 29 Positionen.
- Geographischer Fokus: Das Portfolio ist global ausgerichtet. Geografische Schwerpunkte bilden fast ausschließlich Unternehmen mit Sitz in den USA und Europa (98,5% des Portfolios).
- Turn-over: Die Umschlagshäufigkeit (bereinigt um Zu- und Abflüsse nach der CSSF-Methode) des Fonds lag im Jahr 2025 bei 25,6%.

Aufgrund der für uns negativen Euro/US-Dollar-Entwicklung im letzten Jahr möchte ich näher darauf eingehen, weshalb US-amerikanische Unternehmen in unserem Portfolio seit vielen Jahren relativ hoch gewichtet sind.

In erster Linie ist dies darauf zurückzuführen, dass der US-Aktienmarkt schlichtweg den wesentlichen Teil des globalen Finanzmarktes abbildet. Blickt man auf die 20 Unternehmen mit der weltweit höchsten Börsenkapitalisierung, stammen allein 15 davon aus den USA. Auch unter den globalen Top 100 stellen US-Werte dominante 63%. Zum Vergleich: Aus Deutschland schaffen es lediglich vier Unternehmen in diese Top 100, wobei SAP als wertvollster deutscher Konzern erst auf Position 71 folgt.

Ein wesentlicher Grund für die starke globale Position US-amerikanischer Unternehmen ist ein struktureller Vorteil: Der extrem große und gemeinsame Binnenmarkt mit Kanada. Dieser nordamerikanische Wirtschaftsraum weist ein Bruttoinlandsprodukt (BIP) auf, das ca. 40% höher ist als das der Europäischen Union und ca. 60% über dem von China liegt. Zudem ist dieser Markt im Gegensatz zur Europäischen Union in vielerlei Hinsicht wie Sprache, Gesetzgebung, Steuern etc. homogen. Das bedeutet, dass Unternehmen mit ihren Produkten wesentlich schneller expandieren können. Sie erobern in einem ersten Schritt ihren riesigen Heimatmarkt und erzielen dadurch frühzeitig wesentliche Skaleneffekte – sei es durch Kostenvorteile, eine effiziente Organisationsstruktur oder eine etablierte Distribution. So erreichen die Unternehmen eine kritische Größe und können aus dieser Position heraus einfacher global expandieren.

Neben dem strukturellen Binnenmarktvorteil profitieren US-Unternehmen von zwei weiteren entscheidenden Faktoren: Dem Zugang zu Kapital und einem starken Innovations-Ökosystem. Die USA verfügen über den tiefsten und liquidesten Kapitalmarkt der Welt. Während Europa traditionell stark über Bankkredite finanziert wird, ermöglicht das US-System mit seinem massiven Einsatz von Risikokapital (Venture Capital) eine deutlich schnellere und aggressivere Skalierung innovativer Geschäftsmodelle. Hinzu kommt die

technologische Vorreiterrolle. Die enge Vernetzung von Spitzenuniversitäten, globalem Talent und einer risikofreudigen Unternehmenskultur bringt überproportional viele Weltmarktführer in margenstarken Zukunftsbranchen hervor. Warren Buffett hat dies treffend zusammengefasst:

„Never bet against America“

In diesem Zusammenhang möchte ich hervorheben, dass viele US-Unternehmen in unserem Fonds ihre Umsätze und Gewinne zu großen Teilen international erzielen. Das heißt, das reine Börsenlisting oder der Unternehmenssitz sagen letztlich wenig darüber aus, in welchen Regionen die Umsätze und Gewinne tatsächlich generiert werden.

Anhand von Coca-Cola – aktuell nicht Bestandteil unseres Portfolios - lässt sich dies gut veranschaulichen. Das Unternehmen hat seinen Firmensitz in den USA und notiert in US-Dollar an der New York Stock Exchange (NYSE). Umsatz und Gewinn werden jedoch global erwirtschaftet. So entfielen im Geschäftsjahr 2025 nur ca. 38% des Umsatzes und ca. 37% des operativen Gewinns auf den US-amerikanischen Markt.

So ist die tatsächliche Abhängigkeit vom US-Dollar bei vielen Unternehmen deutlich geringer, als dies das reine Börsenlisting erahnen lässt. Wir achten deshalb bei der Titelauswahl und der Betrachtung des Gesamtportfolios weniger darauf, in welcher Währung die Unternehmen gelistet sind, sondern in welchen Regionen die Umsätze und Gewinne erzielt werden. Wir streben grundsätzlich ein Portfolio an, in dem die von uns ausgewählten Unternehmen global in vielen unterschiedlichen Wirtschaftsräumen erfolgreich sind.

Ein positiver Nebeneffekt ist, dass damit eine Währungsdiversifikation einhergeht. Für unsere Investoren, die ihre Immobilien, ihr berufliches Einkommen und damit ihren wirtschaftlichen Lebensmittelpunkt vor allem in Deutschland und dem Euroraum haben, bedeutet dies eine sinnvolle Diversifikation weg vom Euro (man erinnere sich an die Eurokrise 2010-2014).

Wie auch in den vorherigen Jahren möchte ich noch erwähnen, dass unser Team zusammen mit den engsten Familienangehörigen substanziell im Flowerfield Capital Allocation Fonds investiert ist, so dass Ihre und unsere Interessen gleichgerichtet sind.

Hamburg im März 2026

Philipp Blumenthal