



## Wenn der Markt Narrative statt Realität bewertet



Leonardo De Fezza  
Senior Portfolio Manager,  
DIVAS Asset Management AG

### Alpha Durch Elimination

Alpha entsteht durch konsequenten Ausschluss. Wir eliminieren Fehler, statt Geschichten nachzulaufen. Das Anlageuniversum wird konsequent reduziert. Entscheidend ist, zwischen Unternehmen zu unterscheiden, die Kapital binden, und solchen, die es über Zeit vermehren.

Massgeblich ist nicht die Profitabilität allein, sondern die Qualität der Kapitalallokation. Ein Geschäftsmodell, das strukturell keine Renditen oberhalb der Kapitalkosten erwarten lässt oder dessen Wettbewerbsvorteil erodiert, ist kein Investment. Unabhängig davon, wie überzeugend die jeweilige Geschichte am Markt gerade ist.

Was übrig bleibt, ist ein überschaubares Universum. Dort beginnt die eigentliche Arbeit: Wo entsteht Cashflow wirklich? Was geschieht mit jedem zusätzlich investierten Euro? Wie verhält sich die Preismacht, wenn das wirtschaftliche Umfeld schwieriger wird? Entscheidend ist, wo der Abstand zwischen Preis und fairem Wert am größten ist.

### Eine seltene Konstellation im globalen Markt

**Die Softwareanomalie.** Aktuell sehen wir eine seltene Fehlbewertung. Der Markt preist ein Szenario ein, in dem AI etablierte

Softwareunternehmen strukturell an Relevanz verlieren lässt.

**Das Marktnarrativ.** Der Konsens preist das langsame Aussterben etablierter Software-Ökosysteme durch AI ein. Bewertungsniveaus, die Free Cashflow Renditen von bis zu 10 Prozent implizieren, unterstellen, dass die strukturelle Marktrelevanz dieser Geschäftsmodelle weitgehend verschwindet.

**Unsere Antithese.** Wer die Schnittstelle zum Kunden und die zugrunde liegenden Daten kontrolliert, für den ist AI kein Substitut, sondern ein Hebel innerhalb bestehender Strukturen. AI wirkt nicht von außen, sondern innerhalb dieser Ökosysteme und erhöht deren Effizienz und Relevanz.

Besonders bemerkenswert ist, dass wir diese Value-Opportunität derzeit gleichzeitig in Europa und in den USA sehen. Noch vor zwei Jahren wäre es kaum vorstellbar gewesen, marktführende Softwareunternehmen, die damals mit dem 40- bis 60-fachen ihrer Gewinne bewertet wurden, überhaupt im Kontext von Value zu diskutieren. Heute werden Software-Marktführer mit Bewertungsniveaus bis um das 10-fache ihrer Gewinne gehandelt, bei gleichzeitig führenden Margen im Sektor, weiterhin zweistelligen Wachstumsraten und operativen Verbesserungen durch AI.

Wir sehen bei Unternehmen wie dem europäischen Wolters Kluwer oder den amerikanischen Adobe, Salesforce oder Intuit weiterhin strukturelles Wachstum, stabile Margen und eine Cashflow-Qualität, die im aktuellen Preis nicht reflektiert ist. Wiederkehrende Umsätze, zweistellige Wachstumsraten und Margen von teils über 40 Prozent

stehen Bewertungsniveaus gegenüber, die faktisch Stagnation implizieren. Diese Unternehmen verfügen über strukturelle Burggräben: hohe Wechselkosten, proprietäre Daten und eine tiefe Integration in kritische Geschäftsprozesse, die durch AI eher gefestigt als eingerissen werden.

Warum die Disruption ein Trugbild ist. Die Vorstellung, dass Unternehmen ihre bestehende Softwarelandschaft durch interne Lösungen ersetzen, unterschätzt die Realität. Die Wechselkosten sind hoch. Die operativen Risiken sind erheblich. Software ist selten ein wesentlicher Kostenblock, aber fast immer kritische Infrastruktur. Professionelle Anbieter verteilen die Kosten für regulatorische Anpassungen auf tausende Kunden. Ein Aufwand, den interne Lösungen bei vollem Haftungsrisiko allein tragen müssten.

Auch potenzieller Preisdruck greift nur begrenzt, da viele Anbieter ihre Inputkosten durch AI deutlich senken können und damit zusätzlichen Spielraum in der Preisgestaltung gewinnen.

Wir sehen daher keine strukturelle Disruption, sondern eine Stabilisierung und in vielen Fällen eine höhere ökonomische Qualität.

### Was der Markt übersieht.

Gleichzeitig beobachten wir bei vielen dieser Unternehmen eine Kombination, die in dieser Form selten ist. Hohe Liquiditätsbestände, laufende Aktienrückkäufe und Free Cashflow Renditen von bis zu 10 Prozent treffen auf Rekordquartale und eine steigende Nachfrage, getrieben durch die Integration von AI in bestehende Anwendungen.



### **Der Blick für die entscheidenden Details**

Ein Teil dieser Erkenntnisse lässt sich aus den Zahlen ableiten. Der entscheidende Teil entsteht im Detail der Wertschöpfung. Der Markt preist aktuell eine Erosion der Preismacht und des Wachstums durch AI ein.

Nehmen wir europäische Informationsdienstleister wie Wolters Kluwer: Der Markt sieht Wachstum und Margen unter Druck. Entscheidend ist, wie dieses Wachstum entsteht, wie stabil es ist und wie tief die Produkte in operative Prozesse integriert sind.

Die relevante Frage ist nicht, ob AI dort eingesetzt wird, sondern ob sie die bestehende Stellung schwächt oder verstärkt. In vielen Fällen sehen wir Letzteres. Genau dort liegt die Diskrepanz zwischen Preis und Wert.

### **Fair Value und Asymmetrie**

Aus dieser Diskrepanz ergibt sich für uns eine klare Konsequenz: Die aktuellen Bewertungen implizieren ein Szenario, das fundamental nicht haltbar ist. Daraus entsteht eine ausgeprägte Asymmetrie zwischen begrenztem Downside und erheblichem Upside bei jeder Bestätigung der operativen Realität. In einzelnen Fällen sehen wir durch Fehlbewertungen, laufende Shareholder Value Generierung, Wachstum und potenzielles Repricing ein Upside zum inneren Wert von bis zu 100 Prozent.

Nehmen wir Adobe: 12 Prozent Umsatzwachstum im jüngsten Quartal, EBITDA-Margen von rund 40 Prozent und Free Cashflow Renditen von über 10 Prozent. Ein Geschäftsmodell mit wiederkehrenden Umsätzen und

langfristigen Kundenbeziehungen, das selbst AI als größte Chance seit Firmengründung sieht und als strukturellen Wachstumstreiber integriert.

Wir investieren nur, wenn diese Asymmetrie klar erkennbar ist. Wenn der Markt eine Aktie deutlich unter dem inneren Wert preist und die Realität Stabilität und Wachstum liefert. Ihn konsequent umzusetzen, wenn der Markt eine andere Geschichte erzählt, ist der eigentliche Unterschied.

### **Der Rest ist Disziplin.**



**Currency Risk – Non-Base Currency Share Class:** Non-based currency share classes may or may not be hedged to the base currency of the Fund. Changes in exchange rates will have an impact on the value of shares in the Fund which are not denominated in the base currency. Where hedging strategies are employed, they may not be fully effective.

**Equity:** Investments in equities may be subject to significant fluctuations in value.

**Capital at risk:** All financial investments involve an element of risk. Therefore, the value of the investment and the income thereof will vary, and the initial investment amount cannot be guaranteed.

### Important legal information

This material is communicated by DIVAS Asset Management AG. This material is only to be communicated to institutional clients, investment professionals or market counterparties (e.g., banks). It has been solely prepared for informational and marketing purposes and does not constitute or form part of, and should not be construed as, an offer, invitation or inducement to purchase or subscribe for any securities or services. No part of this material, nor the fact of its distribution, should form the basis of, or be relied on in connection with, any contract or commitment of investment decision whatsoever. The information contained herein is preliminary, limited in nature and subject to completion and amendment. No representations or warranty, either express or implied, is given or made by any person in relation to the fairness, accuracy, completeness or reliability of the information or any opinions contained herein and no reliance whatsoever should be placed on such information or opinions.

There is no guarantee of trading performance and past performance is not necessarily a guide to future results. In particular the results and graphs above may contain hypothetical performance results. Hypothetical performance results are based on various assumptions and may have many inherent limitations, some of which are described below. No representation is being made that any account will or is likely to achieve profits or losses similar to those shown; in fact, there are frequently sharp differences between hypothetical performance results and the actual results subsequently achieved by any particular trading program. One of the limitations of hypothetical performance results is that they are generally prepared with the benefit of hindsight. In addition, hypothetical trading does not involve financial risk, and no hypothetical trading record can completely account for the impact of financial risk of actual trading. For example, the ability to withstand losses or to adhere to a particular trading program in spite of trading losses are material points which can also adversely affect actual trading results. There are numerous other factors related to the markets in general or to the implementation of any specific trading program which cannot be fully accounted for in the preparation of hypothetical performance results and all of which can adversely affect trading results. Hypothetical performance results are shown for illustrative purposes only and are not to be relied upon for making investment decisions. Clients must base their decisions on their own understanding of the strategy, the service or product and market views.

DIVAS Asset Management AG may act as a hedging advisor. Any hedging activities carry substantial risks. Hedging can involve short-selling of asset classes with unlimited downside risks in certain cases. Prospective clients hedging their portfolio might miss significant upside in the assets they hedge. Furthermore, there is always a bias between the assets being hedged, and the results of the hedging strategy (it is not possible to obtain a continuous hedge with a fix correlation of -1 over time). This bias typically increases in situation of market dislocations, as the assets being hedged are typically less liquid than the instruments used for the purpose of hedging these, and the losses of the assets being hedged become higher than the gains of the hedging strategy on the back of an increase in the liquidity premium.

This material is confidential and intended solely for the information of the person to whom it has been delivered and may not be distributed in any jurisdiction where such distribution would constitute a violation of applicable law or regulations. DIVAS Asset Management AG specifically prohibits the redistribution, reproduction or transmittal in whole or in part, to third parties.

If you are a US citizen or resident, or represent a trust which is subject to taxation under US Internal Revenue Service requirements, or represent a partnership or corporation organized under the laws of the United States of America or any state, territory or possession thereof ("US Persons") you are prohibited by law from buying investments other than those authorized for sale by the SEC. This document shall not be distributed to restricted Persons.

This material is prepared by DIVAS Asset Management AG, or an affiliate thereof, for informational and marketing purposes. No representation or warranty is made that any indicative performance or return indicated will be achieved in the future. This material has been prepared by DIVAS Asset Management AG, none of the management company, the registrar and transfer agent, the central administration or the custodian of the Fund has independently verified any information contained herein and no party makes any representation or warranty as to the accuracy, completeness, or reliability of such information.

**DIVAS Asset Management AG, 2026**