

ProfitlichSchmidlin AG

25. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Januar 2020 bis 31. März 2020

2. April 2020

Liebe Investoren und Partner,

wir befinden uns in außergewöhnlichen Zeiten. Zuallererst hoffen wir, dass Sie und Ihre Familien gesund sind und bleiben werden.

Der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI fiel im ersten Quartal des Jahres 2020 um -19,0 %. Seit Auflage des Fonds am 27. Januar 2014 beträgt die Steigerung 5,9 %.

Hinter uns liegt der steilste Kurseinbruch an den Aktienmärkten der letzten Jahrzehnte. Wir nutzten die überwiegend undifferenzierten Kursverfälle, um Value-Aktienbeteiligungen umfangreich auf- und auszubauen. Finanziert wurden diese Käufe durch Verkäufe von Aktien Sondersituationen und Anleihen Sondersituationen, die sich weitestgehend stabil entwickelten, deren Renditeerwartung aber im aktuellen Umfeld relativ an Attraktivität einbüßte. Unser Value-Aktienportfolio besteht aus Unternehmen, die nach aktuellem Stand in überschaubarem Ausmaß von der gegenwärtigen Krise betroffen sein werden. Dank der niedrigen Verschuldung und hervorragenden Marktstellung sind unsere Beteiligungen antifragil und widerstandsfähig: Unabhängig davon, auf welchem Pfad der Ausbreitung der Pandemie wir uns befinden, wird das gegenwärtige Umfeld für keines unserer Unternehmen existenzbedrohend sein. Im Gegenteil: Wir erwarten, dass unsere Unternehmen in der Krise Marktanteile gewinnen und gestärkt hervorgehen werden.

Ende des Quartals waren 87,1 % in Aktien, 12,3 % in Anleihen, -0,8 % in Derivaten und 1,4 % in Kasse investiert.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	87,1 %	Scout24, Tucows
Anleihen	12,3 %	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	0,5 %	Chubut 2026
- Anleihen von Finanzinstituten	5,6 %	ING 2014/und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	6,2 %	RAG 2023
Derivate	-0,8 %	
Kasse	1,4 %	

Stand: 31.03.2020; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Es ist für uns bedauerlich, dass das zurückliegende Quartal für die Investoren des ProfitlichSchmidlin Fonds verlustträchtig war. Der DAX weist im ersten Quartal 2020 einen Rückgang um -25,0 % aus, der Fonds kommt im gleichen Zeitraum auf einen Rückgang von -19,0 %. Heruntergebrochen auf die Portfolioebausteine: Aktien Sondersituationen entwickelten sich stabil und damit wie erwartet. Mit Anleihen Sondersituationen verbuchten wir Verluste im oberen einstelligen Prozentbereich, was hauptsächlich auf Spread-Ausweitungen am Anleihemarkt zurückzuführen ist. Mit der Entwicklung dieser beiden Portfolioebausteine können wir zufrieden sein. Das Value-Aktienportfolio korrigierte dagegen in ähnlichem Ausmaß wie die Gesamtmärkte und damit stärker als wir dies erwartet hätten, da wir grundsätzlich in gering verschuldete und wenig konjunktursensible Unternehmen investieren. Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass wir an den Triebwerksherstellern MTU Aero Engines und Rolls Royce beteiligt sind, deren Geschäft stark unter der COVID-19-Krise leidet. Zum anderen haben in dieser Krise aber nahezu alle Aktien unabhängig von ihrer Qualität erhebliche Kursverluste in kürzester Zeit auszuweisen, es gab in keinem Segment des Aktienmarktes nennenswerten Schutz. Genau hier sehen wir die große Chance: Wir investieren in Unternehmen, die über hervorragende Bilanzen und Marktpositionen verfügen und deren Geschäftsmodelle nicht unmittelbar oder nur temporär von der COVID-19-Pandemie betroffen sein dürften. Sämtliche Portfoliotitel dürften gestärkt aus der Krise hervorgehen. Wir sehen bei vielen Qualitätstiteln inzwischen Bewertungen, die sich seit 5 bis 10 Jahren nicht mehr geboten haben.

Aus diesem Grund verkauften wir - rechtzeitig bevor sich die Kredit-Spreads ausweiteten - einige Anleihen und nahmen mit unserer großen Axel Springer Sondersituationsposition das Delisting-Angebot an. Mit den

freigewordenen Mitteln bauten wir die Aktienquote von 74,6 % auf 87,1 % aus, wobei sich der Anteil der Value-Aktien am Gesamtportfolio seit Jahresbeginn von 56,1 % auf 70,5 % erhöht hat; der Anteil von Aktien Sondersituationen reduzierte sich entsprechend. Wir nutzen die aktuellen Chancen in Form von niedrigen Bewertungen also konsequent und in großem Umfang. Daneben ist der Fonds in überwiegend kurzlaufenden Stillhaltergeschäften engagiert, die - sollten die Optionen nach Kursrückgängen alle ausgeübt werden - die Aktienquote um 3,8 Prozentpunkte erhöhen würden.

Nachfolgend stellen wir unsere Überlegungen zu den wichtigsten Value-Aktienpositionen im Fonds und deren antifragile Merkmale sowie deren Exponiertheit zur COVID-19-Pandemie in Kürze dar:

- **Scout24** betreibt das führende Immobilienportal in Deutschland. Das Unternehmen erzielt den Großteil seiner Erträge aus fixen monatlichen Beitragszahlungen der Makler. Das Geschäft dürfte von der COVID-19-Krise nur temporär betroffen sein. Durch den Verkauf des AutoScout24-Geschäfts für 2,9 Mrd. € im Dezember 2019 sind aktuell rund 40 % der Marktkapitalisierung durch Nettokasse gedeckt. Um die Nettokasse bereinigt notiert die Aktie mit einem deutlichen Abschlag zu vergleichbaren Unternehmen und ist historisch günstig. Scout24 setzt aktuell in großem Umfang Aktienrückkäufe um: in den nächsten zwölf Monaten erwarten wir Rückkäufe über mindestens 1,7 Mrd. €.
- **Tucows** bietet Domain Services, Mobilfunk sowie Glasfaserinternet in den USA an, Geschäftsbereiche die von der Pandemie nicht direkt betroffen sind. Das Unternehmen hat in den letzten Jahren opportunistisch rund die Hälfte der ausstehenden Aktien zurückgekauft, und wir gehen davon aus, dass Tucows die aktuell niedrige Bewertung dazu nutzt, weitere Rückkäufe durchzuführen. Das Unternehmen ist nur moderat verschuldet und verfügt über hohes Wachstumspotenzial durch den Glasfaserausbau in US-amerikanischen Kleinstädten.
- **Ferguson** ist der führende Distributor für professionellen Handwerkerbedarf in den USA. Das Angebot richtet sich hauptsächlich an den stabilen Markt für Renovierungen. Ferguson ist nur geringfügig verschuldet und führt Aktienrückkäufe durch. Auf Basis der aktuellen Analystenschätzungen wird die Aktie inzwischen mit dem 12-fachen des diesjährigen Gewinns bewertet, was rund der Hälfte der Bewertungsmultiplikatoren von anderen US-amerikanischen Distributoren entspricht. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass Ferguson noch in Großbritannien gelistet ist, inzwischen aber 95 % seines Gewinns in den USA erzielt. Das Unternehmen plant derzeit ein Listing in den USA was als Werttreiber fungieren könnte.
- **Brenntag** ist der führende Chemiedistributor weltweit. Das Kerngeschäft des Unternehmens wird durch den Rückgang der weltweiten Industrieproduktion betroffen sein, jedoch weist das Geschäftsmodell von Brenntag antifragile Merkmale auf: Das Unternehmen setzt bei rückläufigen Umsätzen durch einen hohen Lagerumschlag schnell sehr viel Working Capital frei, wodurch im Jahr 2009 beispielsweise ein starker Anstieg des freien Cashflows erzielt wurde. Das Unternehmen ist nur moderat verschuldet und könnte das aktuelle Umfeld zur weiteren Konsolidierung des zersplitterten Weltmarktes für Chemiedistribution nutzen. Die Aktie notiert etwa zum 11-fachen Gewinn, so tief wie in den letzten 10 Jahren nicht.
- **Alphabet** ist neben den Google-Suchmaschinenangeboten der weltweit drittgrößte Cloud-Anbieter und ist führend im Bereich selbstfahrende Automobile. Durch den Kursrückgang entspricht die Nettokasse inzwischen rund 20 % der Marktkapitalisierung und das Unternehmen führt aktuell Aktienrückkäufe durch. Während das Werbegeschäft des Unternehmens aufgrund der COVID-19-Krise beispielsweise durch geringere Nachfrage von Großkunden wie Booking.com negativ betroffen sein wird, dürften viele andere wichtige Angebote wie der Cloud-Bereich, G-Suite und YouTube von der aktuellen Krise profitieren. Bereinigt um die Nettokasseposition und auf Basis des diesjährigen Konsenses notiert die Aktie auf einem KGV von 16x, so tief wie in den letzten fünf Jahren nicht.
- **Berkshire Hathaway** wird in einigen Geschäftsbereichen einen direkten Einfluss durch die Pandemie spüren, andere wichtige Pfeiler des Konglomerats wie Berkshire Hathaway Energy oder die Autoversicherungssparte sollten dagegen nicht betroffen sein. Wir gehen davon aus, dass Warren Buffett in dieser Krise den substanziellen Barmittelbestand von aktuell 146 Mrd. USD wertschaffend für Rück- und Zukäufe nutzen wird und somit Berkshire Hathaway zu den langfristigen Gewinnern diese Krise zählen kann.
- **Talgo** ist einer der führenden Hersteller von Hochgeschwindigkeitszügen. Das Unternehmen erzielt rund die Hälfte des Umsatzes im hochmargigen und auf Jahrzehnte kontraktierten Wartungsgeschäft. Das Auftragsbuch für Neuauslieferungen ist für die nächsten vier Jahre ebenfalls durch Aufträge von

verschiedenen europäischen Staatsbahnen gut gefüllt. Talgo dürfte durch die aktuellen Stilllegungen und den damit einhergehenden niedrigeren Wartungserlösen nur temporär durch COVID-19 beeinflusst sein, die OEM-Auslieferungen werden weitestgehend wie geplant stattfinden. Das Unternehmen verfügt über eine Nettokasseposition und erwirbt aktuell bis zu 16,5 % der eigenen Aktien am Kapitalmarkt zurück. Die Aktie notiert inzwischen auf einem einstelligen Kurs-Gewinn-Verhältnis; eine Übernahme könnte als Werttreiber fungieren.

- **Naked Wines** betreibt eine Online-Crowdfunding-Plattform für Wein in den USA, Großbritannien und Australien. Wie auch andere eCommerce-Anbieter erfährt das schnell wachsende Unternehmen aktuell einen Auftragsschub durch die Pandemie; in Großbritannien musste Naked Wines gar Neukundenanfragen temporär aussetzen, da die Nachfrage die Kapazität übersteigt. Das Unternehmen verfügt nach dem letztjährigen Verkauf seiner Einzelhandelsaktivitäten über eine substanzielle Nettokasseposition.
- **Grenke** ist der führenden Anbieter von Small-Ticket-Leasing. Einige Kunden von Grenke, insbesondere aus dem Bereich der kleinen und mittelständischen Unternehmen, werden von der COVID-19-Krise betroffen sein; temporär höhere Schadensquoten könnten die Folge sein. Einen kompensierenden Effekt könnten die zahlreichen Hilfsmaßnahmen der europäischen Staaten für den Mittelstand darstellen. Aus unserer Sicht verfügt Grenke über ein herausragendes Management und eine sehr agile Kultur - beste Eigenschaften um gestärkt aus der Krise hervorzugehen. Da das Unternehmen seine Leasingangebote fristenkongruent finanziert, besteht im Gegensatz zu vielen anderen Finanzdienstleistern kein direktes Refinanzierungsrisiko. Die Aktie notiert auf Konsensbasis inzwischen auf einem Niveau, welches wir seit der Finanzkrise nicht mehr gesehen haben.
- **Microsoft** kann als eines der Qualitätsunternehmen betrachtet werden, dessen Marktbewertung deutlich korrigiert hat, obwohl viele Geschäftsbereiche nicht oder sogar positiv von der COVID-19-Krise betroffen sein werden. Microsoft Teams und das Azure-Cloudangebot beispielsweise verzeichnen aufgrund der aktuellen Situation einen Nachfrage- und Adaptionsschub. Das Unternehmen verfügt über eine Nettokasseposition und führt Aktienrückkäufe durch. Wir nutzten die Korrektur, um eine erste Position an diesem hervorragend geführten Wachstumsunternehmen aufzubauen.

Wie an der obigen Aufstellung zu erkennen, nahmen wir innerhalb des Value-Aktienportfolios Umschichtungen vor: Rolls Royce und MTU Aero Engines befinden sich nicht mehr unter den zehn größten Beteiligungen. Der weltweite Flugverkehr ist derzeit nahezu zum Erliegen gekommen. Damit ist das *größte vorstellbare* „Tail-Risiko“ für diese Unternehmen eingetreten, ein Ereignis, das in dieser Form seltener als alle 100 Jahre eintritt. Wir haben die Positionsgrößen reduziert, da aktuell nicht absehbar ist, bis wann die weltweiten Flugzeugflotten wieder fliegen werden. Beide Unternehmen sind solide finanziert, werden von einem großartigen Management geführt und dürften aus dieser Krise unbeschadet hervorgehen. Wir sehen aber aktuell bei weniger betroffenen Unternehmen ähnlich ertragreiche Chancen. Wir hoffen, dass - sobald das Ausmaß der gegenwärtigen Krise auf die Luftfahrt besser einzuschätzen ist - die Titel wieder eine wichtige Rolle im Aktienportfolio spielen werden. Außerdem veräußerten wir unsere Beteiligung an AB InBev vollständig. Das Unternehmen wird aufgrund seines großen Geschäfts in China und der weltweit daniederliegenden Gastronomie vorübergehend stark von der Pandemie betroffen sein. Vor diesem Hintergrund erschien uns die Beteiligung, auch angesichts der Verschuldung, am wenigsten *antifragil*. Daneben büßte die Bewertung - relativ gesehen zu anderen Opportunitäten - an Attraktivität ein.

Durch das Portfolio an Sondersituationen aus dem Aktien- und Anleihebereich verfügen wir weiterhin über Liquiditätspolster. Zwar bietet auch der Anleihemarkt aktuell Opportunitäten, jedoch ist die Liquidität an den Anleihemärkten nahezu zum Erliegen gekommen, wodurch wir nur vereinzelt geringer rentierliche Anleihen in attraktivere Anleihen umschichteten.

Den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie werden sich unsere Beteiligungen angesichts der weltweit verlangsamten Wirtschaftsaktivität nicht entziehen können. Die meisten Unternehmen werden - kalkulierbare - Gewinnrückgänge auszuweisen haben. Wichtig ist aber: Unsere Unternehmen werden diese Krise überstehen und gestärkt aus ihr hervorgehen. Zahlreiche unserer Beteiligungen können dank einer niedrigen Verschuldung aktuell Aktienrückkäufe durchführen, das Umfeld für attraktive Übernahmen nutzen, oder organische Wachstumschancen realisieren. Durch die sauberen Bilanzen sollte die Krise selbst bei einer länger andauernden reduzierten Wirtschaftsleistung keine Existenzbedrohung darstellen. Dennoch fragen auch wir uns, wie lange diese Krise anhalten wird und wie stark sie sich noch verschärfen könnte.

Wir sind keine Epidemiologen, möchten nachfolgend aber dennoch unsere Sicht auf die aktuelle Lage teilen und erläutern auf welche Aspekte es aus unserer Sicht nun ankommt:

Was wissen wir? - Sehr wenig. Die Informationslage mit belastbaren Daten ist dürftig, und es gibt zahlreiche offene Fragen zur Ausbreitung und zum Krankheitsverlauf. Im Vergleich zur jährlich auftretenden Grippe ist COVID-19 aus zwei Gründen potenziell besonders gefährlich: Zum einen handelt es sich um eine hochansteckende Atemwegserkrankung und zum anderen scheint die Todesrate deutlich über der einer gewöhnlichen Grippe zu liegen. **Wann wissen wir mehr?** - Vermutlich bereits in wenigen Wochen. Die Ausbreitung des Virus folgt einer Exponentialfunktion und derartige Entwicklungen können nicht ewig währen. In China und Südkorea konnten binnen weniger Wochen erfolgreiche Maßnahmen umgesetzt werden, um die Lage zu stabilisieren. Wir hören aus zahlreichen Unternehmensgesprächen, dass sich Industrieproduktion und Verkehr in diesen Regionen langsam wieder normalisieren. Die größte Unsicherheit besteht aktuell in der Entwicklung der Lage in den USA und vielen Emerging Markets. Insbesondere im Verlauf der Pandemie in den USA liegt ein großes Risiko für die Weltwirtschaft. Daneben ist ein erneutes Aufflammen von Infektionen - beispielsweise in China oder im nächsten Winter - nicht auszuschließen. Entscheidend ist aber, dass wir darauf wesentlich besser vorbereitet sein werden. **Wie groß sind die unmittelbaren Auswirkungen?** - Zeitweise sehr groß. Das Fluggastaufkommen am Frankfurter Flughafen ist um mehr als 80 % rückläufig. Restaurantreservierungen in Nordamerika über Plattformen wie OpenTable sind aktuell um etwa 100 % rückläufig. **Wie groß sind die mittelbaren Auswirkungen?** - Potenziell groß, aber Gegenmaßnahmen könnten rechtzeitig wirken. In einigen Industrien herrscht vollkommener Stillstand mit entsprechend umfangreichen Zweitrundeneffekten: Verdienstaufschläge und Entlassungen von Mitarbeitern bedeuten einen Rückgang der Kaufkraft und damit des Konsums. Pacht- und Kreditausfälle könnten die Krise angesichts hoch gehebelter Bilanzen von Immobilieninvestoren und Banken weiter verschärfen. Allerdings stellten sowohl die EZB als auch die FED eine umfangreiche Lockerung der Geldpolitik in Aussicht. Außerdem sind die Banken in Europa und den USA erheblich besser kapitalisiert als während der Finanzkrise. In den USA gibt es daneben ein zwei Billionen USD umfassendes Programm zur Belebung der Wirtschaft. In Deutschland wird es ähnliche Maßnahmen mit einem Umfang von 750 Milliarden EUR geben. Es scheint, als ob die Staaten rechtzeitig umfangreiche Initiativen angestoßen haben, um die Auswirkungen abzumildern, die Anzahl der Insolvenzen zu begrenzen und die Wiederbelebung der Wirtschaft anzuregen. Anders als 2008/09 müssen wir derzeit wohl keine Liquiditäts- und Bankenkrise fürchten.

Auch wenn die Vorstellung angesichts der gegenwärtigen Einschränkungen unseres täglichen Lebens und unserer Mobilität schwerfallen mag: Könnten wir heute das Geschehen 12 oder 24 Monate vorspulen, dann wird die Welt in weiten Teilen wieder so aussehen, wie wir sie aus der Zeit vor dem Ausbruch des Virus im Dezember 2019 kennen. *Diese Erkenntnis ist für die aktuelle Asset Allokation die bedeutendste.*

Ganz herzlich möchten wir uns bei den Investoren bedanken, die uns in den letzten Wochen nochmals ihr Vertrauen ausgesprochen haben und Positionen in Fondsanteilen auf- oder ausgebaut haben. Die gegenwärtige Situation wird Staatsschulden weiter erhöhen. In Europa, mehr noch als in den USA, sind dauerhaft niedrige Zinsen nicht abzuwenden. Dies dürfte erneut die Position von Haltern von Sachwerten, insbesondere Aktien, stärken. Keine andere Vermögensklasse kommt aktuell auf vergleichbare erwartete Renditen. Das Bewertungsumfeld ist in vielen Teilen des Aktienmarktes so günstig wie seit 2010 nicht mehr und die Chancen stehen gut, dass langfristige orientierte Investoren für ihren Mut belohnt werden.

Vielen Dank für Euer Vertrauen,

Marc Profitlich

Nicolas Schmidlin

Kontakt

Vorstand:

Marc Profitlich

Nicolas Schmidlin

E-Mail:

mp@profitlich-schmidlin.de

ns@profitlich-schmidlin.de

ProfitlichSchmidlin AG

Waidmarkt 11

50676 Köln

ProfitlichSchmidlin AG

Disclaimer

Sämtliche in diesem Dokument genannten Renditeangaben beziehen sich auf die institutionelle Anteilsklasse („Anteilsklasse I“) des ProfitlichSchmidlin Fonds UI.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation („KI“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), die „KI“ richtet sich an ausschließlich an professionelle Kunden im Sinne des § 67 WpHG (natürliche und juristische Personen) mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland und wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt.

Diese „KI“ kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen und begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Auch wurde Sie nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Die individuellen Verhältnisse des Empfängers (u.a. die wirtschaftliche und finanzielle Situation) wurden im Rahmen der Erstellung der „KI“ nicht berücksichtigt.

Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente/Anlagestrategie/Finanzdienstleistung beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken - z.B. Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko - und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater und nach Konsultation aller zur Verfügung stehenden Informationsquellen treffen. Zur weiteren Information finden Sie die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt kostenlos bei der zuständigen Verwahrstelle oder bei Universal-Investment, Theodor-Heuss-Allee 70, 60486 Frankfurt am Main, Tel. 069-71043-0, oder unter www.universal-investment.com.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „KI“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder, eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die vorliegende „KI“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 30.06.2019

Herausgeber: ProfitlichSchmidlin AG - Waidmarkt 11, 50676 Köln - handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. Die BN & Partners Capital AG besitzt für die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.