

## 3. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Juli bis 30. September 2014

8. Oktober 2014

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI verlor im zurückliegenden dritten Quartal 2,3 %. Seit Auflage am 27. Januar 2014 betrug die Steigerung 3,9 % auf 10.390,28 €.

Im Aktienbereich trennten wir uns nach einer Angebotserhöhung durch KKR von unserer WMF-Position und bauten eine neue Position in Aktien des französischen Zug-Herstellers Alstom auf. Durch den erfolgreichen Konsolidierungsprozess bei Vivendi veranlasst, schrieben wir Put-Optionen auf die Aktie und bauten eine Position in der gelisteten Vivendi Tochter Societe d'Edition de Canal+ auf. Im Anleihebereich nutzten wir die Marktkorrektur Anfang August, um einige unsere Positionen zu attraktiven Renditen auszubauen. Gleichzeitig gingen wir größere neue Investments in zweitrangig besicherten Anleihen der Emma Delta Finance und in einer Umtauschanleihe der Gabriel Finance ein.

Die spürbar höhere Volatilität, nicht nur am Aktienmarkt sondern insbesondere auch am Markt für hochverzinsliche Anleihen, haben wir in den vergangenen Wochen genutzt um zahlreiche Anleihenpositionen aufzustocken und vereinzelt neue Positionen aufzubauen. Über unsere drei Anleihenbereiche diversifiziert sind wir nun mit über 50 % in Anleihen investiert. Wir gehen davon aus mit diesem Portfolioteil in den nächsten Quartalen eine attraktive Grundrendite erwirtschaften zu können.

Das Fondsvolumen setzt sich zum Stichtag folgendermaßen zusammen: Aktien 36,3 %, Anleihen 50,4 %, Derivate 0,1 % (netto; brutto: 0,3%), Kasse 13,2 %.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	36,3 %	Alstom, bpost, Evonik, Regus
Anleihen	50,4 %	
- Staatsanleihen Restrukturierungen	10,6 %	Hellenic Railways 17, Hypo Group Alpe Adria 15/16, Neuquen 21
- Hybridkapital von Finanzinstituten	15,0 %	Lloyds Und., SRLEV Und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	24,8 %	Emma Delta 17, Gabriel Finance 16, Norcell 17
Derivate	0,1 %	Piraeus Bank Warrant 18, Vivendi Short Put
Kasse	13,2 %	

Stand: 30.09.2014; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Während sich der Großteil der von uns gehaltenen Aktien im dritten Quartal positiv oder unverändert entwickelte, wurde der Anteilspreis durch den sehr deutlichen Kursrückgang der Delticom-Aktie belastet; diese Entwicklung und unsere Einschätzung waren auch ein wesentliches Thema unserer zweiten Multimedia-Konferenz am 10. September 2014. Wie im ersten Quartalsbericht ausführlich dargelegt, erwarben wir Delticom unter anderem vor dem Hintergrund der Wachstumsaussichten, die sich aus der Übernahme von Tirendo ergeben sollten, und sahen uns in der Investmentthese nach einem Umsatzwachstum von mehr als 100 % im ersten Quartal bei Tirendo bestätigt. Im zweiten Quartal berichtete das Unternehmen nun überraschend einen Umsatzrückgang von mehr als 30 %. Diese Entwicklung hatten der Kapitalmarkt und auch wir nicht erwartet, die Aktie verlor deutlich. Die ursprüngliche Investmentthese wird durch diese Entwicklung in *Teilen* in Frage gestellt. Gleichwohl sehen wir den Kurssturz als übertrieben an, da wir nach einem Gespräch mit dem Management von einer schnellen und kostengünstigen Integration von Tirendo ausgehen. Der Großteil der Mitarbeiter ist mit vergleichsweise flexiblen Verträgen angestellt und auch beim Marketingbudget rechnen wir damit, dass eine zeitliche Streckung der laufenden Verträge darstellbar ist. Dadurch kann Tirendo seine Break-Even-Schwelle früher erreichen als ursprünglich erwartet. Die Profitabilität von Kern-Delticom ist *unverändert* und nicht von der Entwicklung des Tochterunternehmens betroffen. Der aktuelle Kurs impliziert eine dauerhafte Belastung der Profitabilität von Delticom durch Tirendo - aus unserer Sicht zu Unrecht.

## Aktien

An **Patrizia Immobilien** sind wir bereits seit Februar dieses Jahres beteiligt. Das Unternehmen befindet sich seit mehreren Jahren im Wandel von einem Bestandhalter, insbesondere von Wohnimmobilien in Deutschland, zu einem Dienstleister für die Immobilienwirtschaft. Das inhabergeführte Unternehmen hat bereits vor einiger Zeit begonnen, den eigenen Immobilienbestand zu veräußern. Mit den frei werdenden Mitteln beteiligt sich das Unternehmen als Co-Investor an Immobilienportfolios, für die Patrizia als Partner - mit gleichgerichteten Interessen - verschiedene Dienstleistungen übernimmt. In diesem Bereich weist das Unternehmen eine hohe Wertschöpfungstiefe auf und verwaltet und entwickelt beispielsweise Immobilienportfolios für große institutionelle Investoren, wie etwa Pensionskassen. Immobilienunternehmen werden von den Kapitalmarktteilnehmern üblicherweise mit einer Schätzung der Nettovermögenswerte, insbesondere des Immobilienbestands, bewertet. Da das Geschäft mit Bestandsimmobilien bei Patrizia bis 2016 abgewickelt sein wird, erscheint dieser Bewertungsansatz allein nicht mehr sinnvoll. Zum Kaufzeitpunkt schätzten wir den Nettowert des Immobilienbestands auf 5,76 € je Aktie, welcher den Wert des Unternehmens in einem steigenden Immobilienmarkt nach unten begrenzen sollte; bei einem Kaufkurs von 7,42 € ergab sich darüber hinaus eine attraktive Bewertung des im Aufbau befindlichen Dienstleistungsgeschäfts.

Eine neue Beteiligung stellt der Business Center Betreiber **Regus plc** dar. Dessen Kundenkreis, dem sowohl junge Start-Ups als auch Weltkonzerne angehören, profitiert von einem Höchstmaß an Flexibilität bei der Auswahl der Arbeitsplatzlösung und kann zudem gemeinschaftlich auf verschiedene zusätzliche Angebote zurückgreifen. Die ProfitlichSchmidlin AG ist seit einiger Zeit Kunde, und wir sind von den Dienstleistungen des Unternehmens gänzlich überzeugt. Zwei Faktoren machen das Eigentümer geführte Unternehmen auch als Investment interessant: Erstens weist Regus zwar einen gewissen operativen Hebel auf, dieser wurde jedoch in den letzten Jahren durch eine Neugliederung der Mehrzahl der über 2.000 Center in unabhängige Gesellschaften substantiell reduziert. Zweitens ergibt sich durch die aggressive Expansion des Unternehmens mit Wachstumsraten von derzeit über 20 % eine Verzerrung der tatsächlichen Ertragskraft des Unternehmens. Junge Center weisen eine geringere Auslastung und dadurch einen geringen Umsatz und einen negativen Ertrag auf. Im Jahr 2013 wies Regus ein EBITDA von 188 Mio. GBP aus. Wir gehen davon aus, dass die bereits im Jahr 2013 eröffneten Center in zwei bis drei Jahren über 400 Mio. GBP EBITDA erzeugen können. Die in diesem Jahr neu eröffneten Center und das sich daraus ergebende Wachstumspotenzial sind in dieser Rechnung noch nicht berücksichtigt. Auf die Entscheidung des Managements das Wachstum zu beschleunigen reagierte der Kapitalmarkt zuletzt verstört - aus unserer Sicht zu unrecht.

Durch den Verkauf der Fernsehaktivitäten an **Vivendi** stieg die Investment Holding Bolloré im Jahr 2011 zum Großaktionär an dem französischen Medien- und Telekommunikationskonglomerat auf. Während der als „härtester Investor Frankreichs“ bekannte Geschäftsführer der Holding, Vincent Bolloré, seinen Unmut über die Führung von Vivendi zum Ausdruck brachte, erhöhte der Unternehmer seine Beteiligung an Vivendi auf 5,0 %. Ende des Jahres 2013 übernahm Bolloré schließlich die Unternehmensführung von Vivendi. Seitdem befindet sich Vivendi in einem beispiellosen Konsolidierungsprozess: Bei einer Marktkapitalisierung von etwa 25 Mrd. € wurden, unter anderem durch den Verkauf des Kabelnetzbetreibers SFR und die Veräußerung des brasilianischen Telekommunikationsunternehmens GVT, in wenigen Monaten Unternehmenswerte in Höhe von mehr als 21 Mrd. € veräußert. Nach Abschluss der Transaktionen wird Vivendi seine Aktivitäten im Wesentlichen auf die französische Fernsehgruppe Canal Plus und das Geschäft mit Musikinhalten von Vivendi Universal Music konzentrieren. Die Volatilität der Vivendi Aktie war im Rahmen der verschiedenen Transaktionen vergleichsweise hoch. Betrachtet man die Erlöse aus den Verkäufen als liquiditätsnahe Vermögenswerte, so weist die Aktie bei einem Kurs von 19 € eine Nettoliquidität von über 11 € je Aktie auf. Durch die hohe Liquidität ist das fundamentale Risiko des Unternehmens begrenzt; die implizite Volatilität spiegelte dies jedoch nicht wider. Gemessen am erwarteten EBITDA der beiden verbleibenden Geschäftsfelder in Höhe von schätzungsweise 1,6 Mrd. € erscheint das operative Geschäft von Vivendi mit 5,5 - 6,5 x nicht teuer. Wir nutzten diese Situation im Juli und schrieben Verkaufsoptionen auf die Aktie von Vivendi. Die Gewinne aus dieser Transaktion haben wir bereits teilweise realisiert.

In diesem Zusammenhang befassten wir uns auch mit einer weiteren interessanten Möglichkeit, von dem Konsolidierungsprozess zu profitieren: Während Canal Plus eine vollständige Tochter von Vivendi ist, besitzt das Unternehmen aus rechtlichen Gründen nur 49 % an der **Societe d'Edition de Canal+** (SECP). Bis vor einigen Jahren war es Medienunternehmen in Frankreich verboten, die Mehrheit an Fernsehsendern mit einem Marktanteil von mehr als 2,5 % zu halten. Um dieses Verbot zu umgehen, wurde im Jahr 2000 die SECP als Hülle aufgesetzt, welche die Abonnenten des Pay-TV-Senders führt. Gleichzeitig übernimmt Canal Plus

die Vermarktung und Ausstrahlung des Programms und entschädigt SECP nach einer vertraglich festgelegten Formel mit einem garantierten operativen Gewinn, welcher jährlich um 2,5 % ansteigt. Die Aktie verfügt daher eher über Anleihe- als Aktiencharakteristika. Inzwischen wurde das französische Recht, das vormals diese Struktur notwendig machte, geändert. Aus diesem Grund halten wir eine Übernahme der Minderheitsanteile durch Vivendi angesichts der Neufokussierung auf das Geschäft mit Medieninhalten für denkbar, insbesondere da SECP für seine Muttergesellschaft durch den jährlich steigenden Garantiegewinn immer teurer wird. In Anbetracht der attraktiven Dividendenrendite in Höhe von rund 4,2 % und einer Nettokasseposition von fast 20 % der Marktkapitalisierung können wir in Ruhe abwarten, ob und wann Vincent Bolloré auch Canal Plus bei seinen Restrukturierungsbemühungen berücksichtigen wird.

Wie bereits im letzten Quartalsbericht angekündigt, hat KKR als Mehrheitseigentümer der **Württembergischen Metallwarenfabrik (WMF)** ein Übernahmeangebot vorgelegt, welches wir nach einer Erhöhung des Angebotspreises auf von 53 € auf 58 € angenommen haben. WMF stellt mit einem positiven Wertbeitrag von 1,6 % damit das bisher erfolgreichste Investment auf Fondsebene dar.

## Anleihen

Unsere Anleiheinvestitionen folgen einer detaillierten Prospektanalyse und konzentrieren sich darauf, komplexe Sondersituationen in verschiedenen Bereichen aufzudecken. Unsere Ideen lassen sich dabei in die Bestandteile „Staatsanleihen Restrukturierungen“, „Hybridkapital von Finanzinstituten“, sowie „Sondersituationen Unternehmensanleihen“ unterteilen. Unsere Anleiheinvestments stellen zumeist keine risikoarme Zugabe zur Aktienkomponente des Portfolios dar und sind auch nicht als Kasse-Ersatz gedacht, sondern folgen einem aktiven und renditeorientierten Ansatz. Grundsätzlich sind viele unserer Investitionen von einem langfristigen Charakter geprägt. Gerade im Anleihebereich nehmen wir aber auch kurzfristig auftretende Sondersituationen wahr, die mitunter binnen weniger Monate abgeschlossen werden können.

### Staatsanleihen Restrukturierungen

Im Bereich der Staatsanleihen haben wir unser Engagement bei Griechenland Holdout-Anleihen durch den Zukauf von **2017 fälligen Anleihen der staatlich kontrollierten Hellenic Railways** ergänzt. Die Anleihebedingungen selbst sowie die zugrundeliegende Garantie des griechischen Staates sind nach englischem Recht aufgelegt, wodurch Investoren vor einer unilateralen Änderung der Bedingungen durch den Emittenten geschützt sind. Verglichen mit konventionellen griechischen Staatsanleihen erzielen wir mit dieser objektiv betrachtet *risikoärmeren* Anleihe eine höhere Rendite bei gleicher Laufzeit. Eine jüngst emittierte 2017 fällige griechische Staatsanleihe - mit einigen prospektrechtlichen Bedenklichkeiten - bringt aktuell 3,37 % p.a., die hier thematisierte Anleihe mit ähnlicher Laufzeit weist aktuell eine Rendite in Höhe von 4,75 % pro Jahr auf.

Wir haben zudem eine kleine Position in bereits im Default befindlichen Staatsanleihen des Karibikstaates **Grenada** aufgebaut. Das Land wurde in den letzten Jahren mehrfach von verheerenden Wirbelstürmen und den Auswirkungen der weltweiten Finanzkrise getroffen und sah sich 2013 gezwungen, die Zinszahlungen auf seine Verbindlichkeiten einzustellen. Seit Frühjahr 2014 werden nun konstruktive Verhandlungen zwischen der Regierung und den Gläubigern geführt, um den Verschuldungsgrad des Landes auf ein angemessenes Niveau zu reduzieren und mit Hilfe von Reformen und der Unterstützung des IWF Wachstum zu erzeugen. In diesem Fall haben wir die Anleihen im tiefen 30 %-Bereich erworben mit der Absicht, an einem vertretbaren Nominalwertverzicht und einer Verlängerung der Laufzeiten teilzunehmen. Auf dem aktuellen Niveau kann dies sowohl für das Land, als auch seine Gläubiger eine Win-Win-Situation darstellen, da das Land hauptsächlich durch exogene Faktoren in die Zahlungsunfähigkeit geraten ist und die restrukturierten Anleihen einen höheren Wert aufweisen könnten. Der aktuell tiefe Kurs der Anleihen impliziert einen sehr hohen Haircut und ist auch auf die unsichere Zeitkomponente zurückzuführen. Zudem können viele Marktteilnehmer keine „D“ gerateten Anleihen halten oder investieren in diese aus ästhetischen Gründen nicht. Die zeitliche Ungewissheit und ein „D“-Rating nehmen wir bei dem zu erwartenden Ertrag gerne in Kauf; bei der Höhe des Haircuts sehen wir aktuell ein Worst-Case-Szenario eingepreist, welches kaum konsensfähig ist. Die jüngste Restrukturierung in Belize hat für die Gläubiger ein sehr positives Beispiel gesetzt. Mit den Beratern der Gläubiger vor Ort stehen wir in regelmäßigem Austausch.

Bei der **Hypo Group Alpe Adria (HGAA)** kam es in den letzten drei Monaten zu zwei interessanten Entwicklungen: Der für den zweifelhaften Schuldenschnitt verantwortliche Finanzminister Spindelegger ist

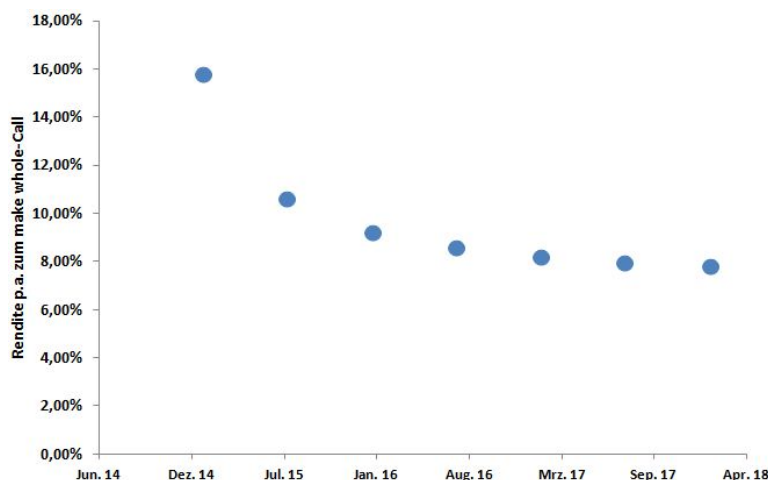
aus „partiinternen Gründen“ im August zurückgetreten. Sein Nachfolger Hans Jörg Schelling gilt als eher wirtschaftsnah und hatte in der Vergangenheit die Entscheidung Spindeleggers im Umgang mit der HGAA kritisiert. Wie sich außerdem herausstellte, hält die Weltbank einen substanziellen Anteil des Nachrangkapitals der Bank - jene Anleihen, welche durch ein neues Gesetz wertlos geworden waren. Die Weltbank zählt zum sogenannten „official sector“. Diese Gläubiger, zu denen auch die EZB und der IWF zählen, verfügen über eine Sonderstellung und sind nach internationalen Vereinbarungen nicht von Schuldenrestrukturierungen betroffen. Da jedoch der Pari-passu-Klausel zufolge nur alle und nicht bloß einzelne Nachranggläubiger enteignet werden können, stellt dies eine besondere Wendung dar, welche das umstrittene Gesetz noch vor den angekündigten Verfassungsklagen zu Fall bringen könnte. Mit der Äußerung *Man sei überrascht, dass die Weltbank Nachränge der HGAA hält* bewies der nun ehemalige Finanzminister Spindelegger einmal mehr, wie dilettantisch sich das Land in der Angelegenheit verhält.

Die volatile Marktpreisentwicklung, insbesondere in den letzten Wochen, zeigt die aus Sicht einiger Kapitalmarktteilnehmer nach wie vor existierende Unsicherheit hinsichtlich der Abwicklung des Instituts auf. Einigen Presse- und Analystenberichten zufolge ist die vorzeitige Umsetzung des Banken Bail-In Gesetzes in Österreich ursächlich für die zuletzt fallenden Kurse. Dabei findet das Gesetz jedoch ausdrücklich keine Anwendung auf besicherte und garantierte Anleihen wie die von uns gehaltenen Senioranleihen. Wir halten weiterhin keine von dem Enteignungsgesetz betroffenen Nachranganleihen der HGAA. Unsere verbleibende Position weist zurzeit einen Verlust auf, welcher auch nicht durch die bereits im zweiten Quartal realisierten Gewinne aus der staatsgarantierten HGAA-Anleihe mit einer Laufzeit bis 2022 ausgeglichen wird. Wir erwarten erst mit nahender Fälligkeit eine Annäherung der Kurse an Pari.

### Hybridkapital von Finanzinstituten

Durch das aus unserer Sicht hohe Preisniveau bei vielen Hybridanleihen aus dem Bank- und Versicherungssektor sind wir in diesem Bereich zurzeit nur gering und vornehmlich in Sondersituationen investiert. Weiterhin erwarten wir durch die im Oktober anstehende Veröffentlichung des EZB-Stresstests eine erhöhte Volatilität in diesem Anleihesegment - dies könnte eine Chance darstellen. Aktuell machen Bankhybride 6,5 % des Portfolios aus, der verbleibende Anteil von Hybridkapital entfällt auf Versicherungsnachträge wobei die im ersten Quartalsbericht vorgestellte SRLEV den größten Anteil ausmacht.

Vor dem Schottland-Memorandum bauten wir eine größere Position in einer **Tier 1 Anleihe der britischen Lloyds Banking Group** auf. Diese Anleihe wurde 2009 während der Finanzkrise mit einem Kupon von 13 % emittiert und ist regulär erstmals 2029 kündbar. Die Anleihe ist aus zwei Gründen interessant: Zum einen sind im Kurs zwei aufgeschobene und noch nicht bezahlte Kupons aus den Jahren 2010 und 2011 enthalten. Zum anderen verliert die Anleihe aufgrund ihrer Prospektausgestaltungen jedes Jahr 10 % an regulatorischer Anrechenbarkeit, was den Titel aus Sicht des Emittenten nicht nur extrem teuer, sondern auch immer überflüssiger macht. Die wegfallende Anrechenbarkeit ermöglicht es dem Emittenten jedoch, über eine sogenannte „make whole“-Kündigung die Anleihe frühzeitig abzulösen. Durch die Kündigungsmöglichkeit steigt das Papier nicht über den möglichen Kündigungspreis, welcher von der Rendite 2028 fälliger britischer Staatsanleihen abhängt. Bei vorzeitiger Ablösung ergibt sich auf unseren Kaufkurs die folgende Rendite in Abhängigkeit vom Kündigungszeitpunkt:

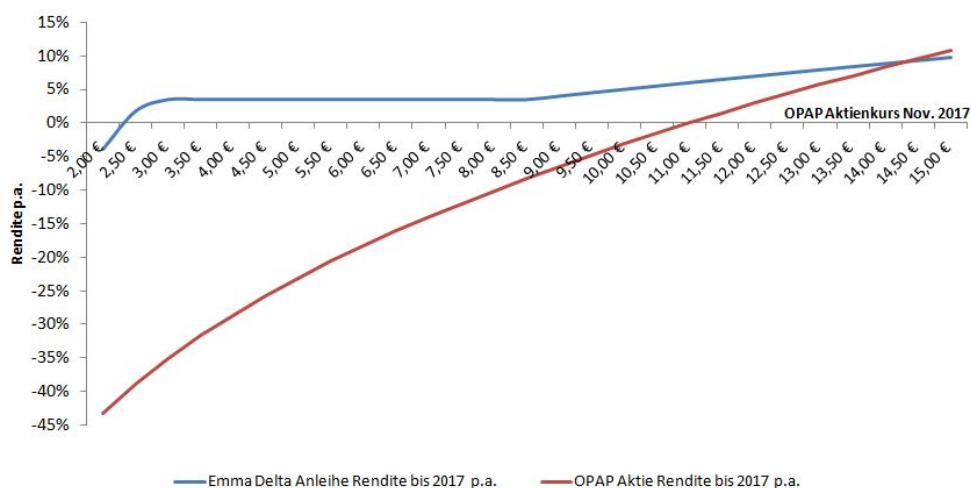


Aus dem Prospekt ergibt sich, dass die Bank bis zur Rückzahlung Zeit hat, die zwei aufgeschobenen Kupons zu begleichen. Es gibt jedoch Grund zu der Annahme, dass diese bereits mit der Wiederaufnahme der Dividendenzahlung Ende 2014 beglichen werden; dies könnte einen zusätzlichen Werttreiber darstellen und ist nicht in obiger Grafik reflektiert.

### Sondersituationen Unternehmensanleihen

Im Bereich der Unternehmensanleihen haben wir eine Position in **zweitrangig besicherte Anleihen der griechischen Beteiligungsgesellschaft Emma Delta** aufgebaut. In unserem letzten Bericht hatten wir bereits das erstrangig besicherte Schwesterpapier vorgestellt. Die zweitrangig besicherte Anleihe ist ebenfalls mit den vom Emittenten gehaltenen OPAP-Aktien besichert, weist dazu aber einen 12 % Kupon sowie eine Beteiligung an der Wertsteigerung der Aktie auf. Steht die Aktie zur Fälligkeit über 8,50 €, so erhalten die Anleihehalter ein mit der Aktie ansteigendes Premium auf den Nominalwert ausgezahlt - das Auszahlungsprofil ähnelt damit stark dem einer Kaufoption.

Dies führt zu folgendem Zahlungsprofil (blau) bis zur Fälligkeit im Oktober 2017, in Abhängigkeit von dem dann vorherrschenden Aktienkurs:

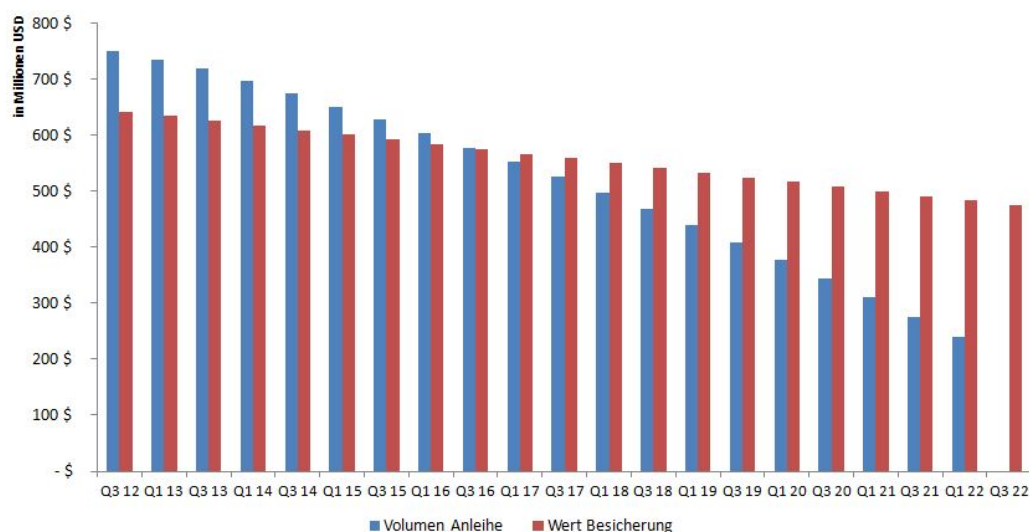


Da die Rendite dieses Investments maßgeblich von der Entwicklung der OPAP-Aktie (rot) abhängt, lohnt sich außerdem ein Vergleich der beiden Investitionsmöglichkeiten. Die Grafik zeigt die Rendite pro Jahr bei heutiger Direktinvestition in die Aktie und die Emma Delta-Anleihe bei jeweiliger Haltedauer bis November 2017. In dem aufgeführten Wertebereich verhält sich die Anleihe-Investition nahezu streng dominant zur Aktie und stellt somit eine attraktive Möglichkeit einer indirekten Investition in OPAP dar. Die Attraktivität der Anleihe wird zudem durch die Möglichkeit einer „make whole“-Kündigung durch den Emittenten erhöht. Hierbei bezahlt der Emittent alle bis zur Fälligkeit anstehenden Kupons mit der Bundrendite abgezinst sofort aus und begleicht auch die eingebettete Kaufoption auf die OPAP-Aktie. Würde der Emittent bereits heute diese Möglichkeit der vorzeitigen Refinanzierung nutzen, so müsste die aktuell bei 128 % notierende Anleihe zu mehr als 155 % abgelöst werden. Wir halten eine vorzeitige Ablösung innerhalb der nächsten 18 Monate angesichts der sehr guten operativen Entwicklung von OPAP für nicht ausgeschlossen. Zum Kaufkurs ohne frühzeitige Ablösung ergibt sich eine Rendite von 7,5 % p.a. bis zur Endfälligkeit.

Neben der Evonik-Aktie halten wir seit einiger Zeit eine Umtauschanleihe der **Gabriel Finance**. Dabei handelt es sich um eine Zweckgesellschaft, die vom Evonik-Großaktionär CVC Capital Partners aufgesetzt wurde. Die Umtauschanleihe ist mit Evonik-Aktien besichert, welche bis zu einem Aktienkurs von 17,70 € ausreichen, um die Anleihe vollständig zu bedienen - unter diesem Kurs läuft die implizite Verkaufsoption, welche Investoren durch die Besicherung schreiben, ins Geld und es verbleibt lediglich ein Anspruch auf die Besicherung. Der Kupon der Anleihe liegt bei 2,0 %, die Fälligkeit ist im November 2016, und Investoren haben ab einem Kurs von mehr als 35,43 € je Evonik-Aktie die Möglichkeit, in die Aktie zu wandeln. Im August beobachteten wir,

dass sich der Preis der Anleihe von der Aktie abgekoppelt hatte und bis auf unter 97 % fiel, obwohl die Aktie in diesem Zeitraum unverändert war. Die Unterbewertung lässt sich durch folgende Rechnung verdeutlichen: Eine Absicherung der Evonik-Aktie über eine Verkaufsoption ab einem Kurs von 17,70 € müsste eigentlich so teuer sein, dass die Rendite der Anleihe nach den Kosten der Absicherung unter Null liegt; schließlich ist die Umtauschanleihe risikolos, wenn das Risiko eines Aktienkurses unter 17,70 € durch die Verkaufsoptionen abgesichert ist. Trotzdem wies die Anleihe nach einer möglichen Absicherung immer noch eine Rendite von zeitweise 1,4 % bis zur Fälligkeit auf. Die eingebettete Kaufoption ab 35,43 € erhielten Investoren also geschenkt. Wir erhöhten unserer Position in Gabriel Finance auf gut 3 %. Als Festgeldersatz mit zusätzlichem Potenzial aus dem Wandlungsrecht haben wir einen Teil der Position durch Verkaufsoptionen abgesichert. Da wir die Evonik-Aktie, wie im ersten Quartalsbericht dargelegt, ebenfalls für zu günstig halten, stellt diese Anleihe eine defensive Möglichkeit dar, von der Entwicklung der Aktie zu profitieren.

**Schahin II SPV** ist eine Zweckgesellschaft, deren Vermögenswerte hauptsächlich aus einem brasilianischen Hochsee-Drilling-Schiff besteht, welches über einen zehnjährigen Chartervertrag mit dem brasilianischen Ölmulti Petrobras verfügt. Die operativen Kosten des Schiffs sowie die quartalsweisen Zinszahlungen werden aus den Einnahmen des Chartervertrages gedeckt. Besonders attraktiv wird die Anleihe durch die ebenfalls quartalsweise Teilrückzahlung des Nominals. Dies führt zu drei Effekten: Zum einen liegt die zeitgewichtete Laufzeit der Anleihe durch die Teilrückzahlungen nicht bei 2022, sondern aktuell bei 2020. Zum anderen verringert sich die Zinssensitivität, da die quartalsweisen Rückzahlungen stets zu einem Kurs von 100 % stattfinden, auch wenn die Anleihe darunter notiert. Von diesem Sink-to-Par-Effekt konnten wir bei unserem Kauf unter Pari ebenfalls profitieren. Zusätzlich steigt die Überbesicherung der Anleihe durch das Schiff mit der Zeit an, da den Sicherheiten eine stetig abnehmende Verbindlichkeit gegenübersteht. Die folgende Grafik zeigt das ausstehende Anleihevolumen (blau) und den Gegenwert des Schiffs (rot) über die Zeit. Dabei haben wir für die Werthaltigkeit der Besicherung bereits konservative Annahmen angesetzt, die gut 50% unter dem Wert des letzten Gutachtens liegen.



Das Schiff wird als Sicherheit erst dann relevant, wenn die staatlich kontrollierte Petrobras ihren Verpflichtungen aus dem Chartervertrag nicht mehr nachkommen kann.

## Derivate

Die Hintergründe unserer Beteiligung an Alstom hatten wir im Juli in diesem [Blog-Beitrag](#) detailliert dargelegt. Aus diesem Grund verzichteten wir in diesem Quartalsbericht auf weitere Details. Neben der Direktinvestition in das Unternehmen schrieben wir auch Verkaufsoptionen auf die Alstom-Aktie. Unsere Absicht war es, die im Rahmen der GE-Übernahme erhöhte implizite Volatilität der Aktie auszunutzen; das fundamentale Risiko des Unternehmens hat sich schließlich durch die Übernahme und den Zufluss an Barmitteln und liquiditätsnahen Vermögenswerten reduziert. Seit unserer Investition hat sich die implizite Volatilität der Option bereits von 23,5 % auf 17,2 % verringert; damit konnten wir von dem durch die Übernahme verringerten fundamentalen

Risiko des Unternehmens profitieren, welches zum Verkaufszeitpunkt noch nicht ausreichend in den Marktpreisen der Derivate reflektiert war. Unsere Verkaufsoptionen sind alle durch die Kasse-Position mehrfach gedeckt und betragen brutto zurzeit 0,2 % des Fondsvolumens.

Wir hoffen, mit unseren Quartalsberichten die Überlegungen hinter unseren bedeutendsten Investitionen verständlich darlegen zu können. Jede Portfolio-Position verfügt über eine zugrundeliegende These, also einen Werttreiber oder eine Sondersituation, aufgrund derer wir uns für die jeweilige Investition entschieden haben. Im Portfolio-Kontext versuchen wir darauf zu achten, dass diese Thesen eine nicht zu hohe Korrelation untereinander aufweisen (vgl. unsere breite Unterteilung im Anleihe Bereich) und dass auch die Abhängigkeit von bestimmten politischen oder volkswirtschaftlichen Risiken insgesamt nicht zu hoch ist. Wir halten es also mit Mark Twain:

*„It ain't what you don't know that gets you into trouble.  
It's what you know for sure that just ain't so.“*

Bitte beachtet, dass einzelne Quartalsberichte nie ein vollständiges und auch nicht unbedingt ein ausgewogenes Bild unsere Allokation wiedergeben. Daher ist es für das Verständnis unseres Konzepts und die Evaluierung unserer Leistung hilfreich alle Quartalsberichte und ergänzende Informationen, wie etwa aus den Factsheets, zu lesen.

**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

Die Anlageberatung nach § 1 Abs. 1a Nr. 1 a KWG, die Anlagevermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG und die Abschlussvermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 2 KWG erfolgen im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des dafür verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt, nach § 2 Abs. 10 KWG. BN & Partners Capital AG besitzt für die vorgenannten Finanzdienstleistungen eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäß § 32 KWG.

Die Information richtet sich ausschließlich an Empfänger, denen die bereitgestellten Informationen rechtmäßig zugeleitet werden dürfen. Sie richten sich nicht an Personen in Ländern, die die Nutzung der Informationen untersagen. Sofern und soweit Personen aufgrund ihrer Nationalität, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen Nutzungsbeschränkungen unterliegen, dürfen sie die Information nicht nutzen. Bitte informieren Sie sich vorab über bestehende Nutzungsbeschränkungen und halten diese ein.

Die bereitgestellten Inhalte dienen lediglich der allgemeinen Information und stellen keine Beratung oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Sie sollen Ihre selbständige Entscheidung erleichtern, können aber nicht die individuelle Beratung ersetzen. Dieses Dokument stellt außerdem keine Kauf- oder Verkaufsempfehlung der thematisierten Wertpapiere dar.

Bevor Sie von den Inhalten Gebrauch machen, sollten Sie eingehend prüfen, ob die Informationen für Ihre Zwecke geeignet und mit Ihren individuellen Zielen vereinbar sind.

Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind die Verkaufsunterlagen zu den Sondervermögen. Verkaufsunterlagen zu allen Sondervermögen der Universal-Investment sind kostenlos bei der zuständigen Depotbank oder bei Universal-Investment unter [www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de) erhältlich.

Wertentwicklungen nach BVI-Methode, d.h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags. Gebühren, Transaktionskosten, Provisionen und Steuern sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung der Anlage.

Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen des Erwerbers ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein.