

4. Quartalsbericht und Jahresbericht

für den Zeitraum vom 1. Oktober bis 31. Dezember 2014

31. Januar 2015

Liebe Investoren und Partner,

in den ersten vollen zwölf Monaten seit Auflage konnte der ProfitlichSchmidlin Fonds UI eine Rendite von 7,5 % erzielen, wodurch sich der Anteilspreis auf 10.754,77 € erhöhte. Der Fonds konnte das Jahr 2014 mit einem Gewinn von 1,6 % im vierten Quartal abschließen. Zwischen der Auflage am 27.01.2014 und dem Ende des vierten Quartals betrug der Wertzuwachs somit 5,5 %.

In den letzten drei Monaten war der Oktober von vergleichsweise vielen Transaktionen geprägt. In einem volatilen Umfeld, in welchem auch der ProfitlichSchmidlin Fonds zwischenzeitlich Kursverluste hinnehmen musste, erhöhten wir die Aktienquote von 36,2 % auf 41,6 %. Dies geschah überwiegend durch Nachkäufe existierender Fondspositionen. Insbesondere unsere Beteiligung an der spanischen Logista bauten wir in dieser Zeit aus. Zum Jahresende nutzten wir die starken Kursgewinne bei Patrizia und verkleinerten unsere Position. Im Anleihebereich gab es vor Jahresende zahlreiche Fälligkeiten und vorzeitige Rückzahlungen. Im Gegenzug vergrößerten wir unsere Investitionen in Tier 1 Anleihen der Lloyds Banking Group und in Lower Tier 2 Anleihen der Depfa plc.

Das Fondsvolumen setzt sich zum Stichtag folgendermaßen zusammen: Aktien 42,1 %, Anleihen 45,8 %, Derivate 0,1 %, Kasse 12,0 %.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	42,1%	Alstom, bpost, Logista, Regus
Anleihen	45,8%	
- Staatsanleihen Restrukturierungen	7,5%	Hypo Group Alpe Adria 15/16, Hellenic Railway 17
- Hybridkapital von Finanzinstituten	16,4%	SRLEV Und., Lloyds Und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	21,8%	Gabriel Finance 16, Emma Delta 17
Derivate	0,1%	
Kasse	12,0%	

Stand: 31.12.2014; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Jahresrückblick 2014 - Performancebeiträge

Der ProfitlichSchmidlin Fonds wurde Ende Januar 2014 aufgelegt. Das Jahr 2014 stellt somit ein Rumpfgeschäftsjahr dar und die ausgewiesene Performance wurde in den verbleibenden elf Monaten des Jahres erzielt. Bis zum 31.12.2014 weist der Fonds einen Wertzuwachs von 5,5 % auf. In den ersten vollen zwölf Monaten (27.01.2014 bis 26.01.2015) wurde eine Rendite von 7,5 % erzielt.

Bei den nachfolgenden Angaben zur Wertentwicklung einzelner Positionen ist zu beachten, dass die Performanceangaben stark vom gewählten Stichtag abhängen. Die Kursveränderungen im Oktober haben uns daran erinnert, dass Liquiditäts- und Preisrisiken zu Verwerfungen führen können. Die zügige Erholung vieler Portfoliopositionen - der Oktober wurde trotz eines zwischenzeitlichen Minus von 3,5 % im Plus abgeschlossen - deutet darauf hin, dass die Wertveränderungen bei vielen Aktien und Anleihen mit Preisrisiken, nicht aber unbedingt mit Wertisiken zu begründen waren. Es wird deutlich, dass die Wahl des Stichtags bei einem kurzen Betrachtungszeitraum einer gewissen Willkür unterliegt. Die folgende Auswertung bezieht sich auf die ersten elf Monate bis zum 31.12.2014.

Mit der Entwicklung unserer Aktien Beteiligungen können wir sehr zufrieden sein - die positive Entwicklung im Aktienbereich wurde in der Breite von zahlreichen Beteiligungen getragen. Bis auf unsere Beteiligung an Delticom weist keine Position einen nennenswerten Verlust auf. Im Folgenden führen wir die Beteiligungen

mit dem höchsten Wertbeitrag auf. Unsere größte Beteiligung, die belgische bpost, steht mit 198 bp¹ für den höchsten Wertbeitrag zur Steigerung des Fondsvermögens. Den mit + 65,3 % prozentual höchsten Kursanstieg weisen die Aktien von Patrizia Immobilien auf. Der Wertbeitrag zur Fondsperformance von Patrizia beträgt zum Stichtag 129 bp. Ein Beitrag von 162 bp bzw. 63 bp entfällt auf WMF Vz Aktien bzw. Aktien von Solvtrans. Beide Unternehmen konnten davon profitieren, dass sich die Werttreiber im Wesentlichen bereits in der ersten Jahreshälfte in Form von Übernahmen materialisierten. Beide Beteiligungen wurden noch im letzten Jahr verkauft. Obwohl wir erst Ende September begannen, eine Beteiligung am Tabak-Logistikunternehmen Logista aufzubauen, gehört die Aktie zum Jahresende bereits zu den besten fünf Investitionen aus dem Aktienbereich. Der Wertbeitrag der Position beträgt zum Jahresabschluss 72 bp. Rückblickend müssen wir uns eingestehen, dass der Zeitpunkt unserer Beteiligung an Delticom schlecht gewählt war. Das Investment hat zum Jahresende einen Verlustbeitrag in Höhe von 146 bp aufzuweisen.

Im Gegensatz zu der Entwicklung unserer Aktien Beteiligungen können wir mit der Entwicklung einiger Positionen im Anleihebereich nicht durchweg zufrieden sein. Insbesondere unsere Investments in Österreich, in der zweiten Jahreshälfte auch in Griechenland, belasteten die im Allgemeinen positive Entwicklung. Positiv sticht insbesondere unsere Investition in Anleihen der niederländischen SRLEV Versicherung hervor. Hier betrug der Performancebeitrag 79 bp. Daneben gibt es eine große Anzahl Anleihen, die einen positiven Beitrag zur Wertentwicklung lieferten. Durch die tendenziell breite Diversifikation im Anleihebereich ist der absolute Beitrag der einzelnen Investitionen zur Fondsperformance jedoch in der Regel klein, weshalb eine Auflistung der Einzeltitel an dieser Stelle nicht sinnvoll erscheint. Zu den weiteren erfolgreichen Investitionen zählen Tier 1 Anleihen der NordLB, der Lloyds Banking Group und die Papiere der HT1 Funding. Aus dem Bereich der Unternehmensanleihen haben die Senior Secured-Anleihen der mexikanischen Axtel den größten Wertbeitrag geliefert. Negativ entwickelten sich im Anleihebereich insbesondere Investitionen in Österreich. So belastete unser Engagement in der Hypo Group Alpe Adria die Rendite insgesamt mit einem negativen Wertbeitrag von 67 bp. Vor dem Hintergrund der Russlandkrise mussten wir auch auf unsere Position in Tier 1 Anleihen der österreichischen Raiffeisen Zentral Bank Verluste hinnehmen, welche die Fondsentwicklung negativ mit 17 bp belasteten. Die in der ersten Jahreshälfte realisierten Gewinne mit griechischen Staatsanleihen wurden zum Jahresende aufgezehrt. Staats- und staatsgarantierte griechische Anleihen trugen damit im Gesamtjahr leicht negativ zur Performance bei. Der Derivate-Bereich spielte im abgeschlossenen Jahr eine untergeordnete Rolle und lieferte einen positiven Wertbeitrag. Der Währungsbeitrag zur Entwicklung des Fondsvermögens war im abgelaufenen Jahr positiv.

Aktien

Die Nachrichtenlage bei **Alstom** war im letzten Quartal gemischt. Im November wurde bekannt, dass Alstom die liquiden Mittel aus dem Verkauf von Vermögenswerten an General Electric in Aktienrückkäufe investieren wird. Das angestrebte Rückkaufvolumen liegt dabei mit 3-4 Mrd. € deutlich über unseren und den Erwartungen des Kapitalmarktes. Im Dezember einigte sich Alstom mit dem amerikanischen Justizministerium auf eine Strafzahlung in Höhe von 772 Mio. \$ im Rahmen einer Bestechungsaffäre. Anders als ursprünglich verkündet, geht die Haftbarkeit aus diesem Vergehen durch die Transaktion mit GE nicht auf die Amerikaner über. Der finanzielle Schaden dieser Strafzahlung wird jedoch durch zusätzliche Lizenzzahlungen und eine vorteilhaftere steuerliche Gestaltung der Transaktion weitestgehend ausgeglichen. Wir erwarten, dass die Alstom-Aktie von dem für Mitte des Jahres geplanten Aktienrückkaufprogramm profitieren wird.

Unsere Beteiligung an **bpost** entwickelte sich im abgelaufenen Jahr erfreulich. Bis zum Ende des dritten Quartals konnte das Unternehmen trotz rückläufigem Briefvolumen den Umsatz leicht steigern und beim operativen Gewinn eine Steigerung von 8 % erzielen. Dies ist auch dem Paketgeschäft zu verdanken, welches sich mit einem organischen Umsatzplus von 21,8 % positiv entwickelte. Neben dem Kursanstieg konnten wir seit unserem Kauf 1,24 € Dividende je Aktie vereinnahmen. Aus unserer Sicht reflektierte die Bewertung zum Jahresende den fairen Wert des Unternehmens noch nicht ausreichend. Zum Jahreschlusskurs ergibt sich für 2015 eine erwartete Dividendenrendite von 6,2 %, zudem verfügt bpost über eine Nettokasse von mehr als 15 % der Marktkapitalisierung. Dies lässt nach wie vor Spekulationen über eine Sonderausschüttung zu. Eine solche Ausschüttung wäre im Sinne einer effizienten Kapitalallokation betriebswirtschaftlich sinnvoll.

¹Dieser Betrag entspricht dem Wertbeitrag des Einzeltitels zur Gesamtperformance des Fonds. Werden alle einzelnen Wertbeiträge summiert und die laufenden Kosten des Fonds abgezogen, so ergibt sich die Gesamrendite im aufgeführten Zeitraum. Quelle: Universal Investment.

Darüber hinaus betrachten wir eine Sonderausschüttung als Zwischenschritt zur vollständigen Privatisierung des immer noch hälftig im Staatsbesitz befindlichen Unternehmens.

Seit Ende September haben wir mit Aktien der Cia de Distribucion Integral Logista S.A., kurz **Logista**, eine neue größere Beteiligung im Portfolio. Logista wurde im Juli von Imperial Tobacco im Rahmen eines Börsengangs in Madrid gelistet und befindet sich nach erfolgter Platzierung noch zu 70 % im Besitz von Imperial Tobacco. Das Unternehmen fungiert als Händler und Logistiker zwischen allen bedeutenden Tabakkonzernen und den Tabakverkäufern in Spanien, Portugal, Italien und Frankreich. Aus zwei Gründen weist das Geschäft bedeutende Markteintrittsbarrieren auf: Erstens ist Logista durch den Vertrieb von Zigaretten an die Einzelhändler verantwortlich für den Einzug und die Abfuhr der Tabaksteuern und die Legitimität der Tabakprodukte. Aus regulatorischer Sicht ist Logista somit an einem kritischen Punkt der Lieferkette tätig. Zweitens versorgt Logista mehrere hunderttausend Verkaufsstellen mit Zigaretten. Durch die hohe Anzahl an Verkaufspunkten entsteht ein Netzwerkeffekt, der kleineren Wettbewerbern den Markteintritt erschwert. Beide Faktoren tragen dazu bei, dass Logista in den Kernmärkten einen Marktanteil von deutlich über 90 % aufweist. Das durch politische Eingriffe gezielt herbeigeführte rückläufige Tabakvolumen konnte von der Industrie in der Vergangenheit durch Preiserhöhungen ausgeglichen werden. Die Verträge mit den Erzeugern der Tabakwaren sind so ausgestaltet, dass in den nächsten Jahren nicht mit rückläufigen Umsätzen für Logista zu rechnen ist. Neben dem klassischen Tabakgeschäft expandiert Logista erfolgreich im Bereich der Pharma-Logistik. Als wir das Unternehmen im Oktober 2014 in Madrid besuchten, waren wir seit dem Börsengang der erste Investor, der sich vor Ort ein Bild von dem Unternehmen machte. Das Unternehmen ist schuldenfrei und weist eine Nettokasseposition auf. Die geringe Kapitalintensität ermöglicht eine hohe Ausschüttungsquote von 90 %. Zu unserem durchschnittlichen Kaufkurs ergibt sich für 2015 eine Dividendenrendite von 6,3 %. Für die nächsten Jahre rechnen wir mit weiter steigenden Dividenden. Wir erwarten, dass Imperial Tobacco seine Beteiligung in Kürze auf 50 % reduziert und damit den Streubesitz nennenswert erhöht.

Wie bereits dargestellt, entwickelte sich die Bewertung von **Patrizia Immobilien** im abgelaufenen Jahr sehr erfreulich: Seit unserem Kauf stieg die Aktie um 65 %. Mit dieser Entwicklung hat sich die Aktie zügig unserer fairen Bewertung angenähert und wir haben bereits im Dezember damit begonnen, die Beteiligung zu reduzieren. Durch die Wandlung des Unternehmens zu einem Immobiliendienstleister ist die Sichtbarkeit der zukünftigen Ertragskraft stark eingeschränkt. Dies lässt es angesichts der nun vorliegenden Bewertung leider nicht zu, an dem Investment festzuhalten. Im Verlaufe des Januars haben wir die Beteiligung vollständig verkauft. Es ist denkbar, dass Patrizia mehr wert ist als es gegenwärtig im Aktienkurs reflektiert wird. Aufgrund der geringen Visibilität fällt es uns jedoch schwer, anhand der uns zur Verfügung stehenden Informationen und mit kaufmännischer Vorsicht eine höhere Bewertung zu rechtfertigen.

Anfang Januar haben wir auf unserer Website einen Blogbeitrag zu **Regus** veröffentlicht. Der Blogeintrag stellt das Unternehmen detaillierter vor und geht auszugsweise auf unsere Überlegungen und den dahinterstehenden Analyseprozess ein.

Der Ölpreisverfall wird für viele Unternehmen weitreichende Folgen haben. Zunächst kommen Ölförderer, deren Gewinn direkt von den Ölpreisen abhängig ist, oder Fluggesellschaften, deren Ertrag kurzfristig von geringen Kerosinkosten begünstigt wird, in Betracht. Als noch wichtiger könnten sich aber die mittelbaren Implikationen der Ölpreisveränderungen erweisen:

„Most people easily grasp the immediate impact of developments, but few understand the 'second-order' consequences . . . as well as the third and fourth.“ - Howard Marks, The Lessons of Oil.

Implikationen zweiter oder dritter Ordnung könnten folgende Fragestellungen beinhalten: Welche Banken haben in größerem Ausmaß Kredite an Unternehmen aus der Ölindustrie vergeben und wären somit von möglichen Insolvenzen besonders betroffen? Wie könnte sich das Investitions- oder Konsumverhalten durch den geringeren Ölpreis ändern? Wird die Entwicklung Auswirkungen auf den Erfolg der Elektromobilität haben? Werden beispielsweise Fluggesellschaften die Ausmusterung alter und somit ineffizienter Flugzeuge nun hinauszögern? Zahlreiche Implikationen könnten sich erst in den nächsten Monaten oder Jahren offenbaren. Wir haben im Dezember die Gelegenheit genutzt und uns in Norwegen mit zahlreichen Unternehmen aus dem Öl- und Ölservice-Sektor getroffen. Auch wenn die Unternehmen in unserem Portfolio unserer Einschätzung zufolge überwiegend nur in geringem Ausmaß betroffen sein werden, so könnten sich in diesem Bereich in den nächsten Quartalen neue interessante Situationen ergeben.

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.

Staatsanleihen Restrukturierungen

In **Griechenland** halten wir aktuell sowohl **Holdout-Anleihen** des Staates nach japanischem Recht als auch **staatsgarantierte Anleihen** der griechischen Eisenbahn und der Metro von Athen, denen eine Garantie nach englischem Recht zu Grunde liegt. Sämtliche Anleihen haben aufgrund ihrer rechtlichen Besonderheiten den griechischen Schuldenschnitt 2012 unbeschadet überstanden und werden nach wie vor bedient. Aufgrund der gescheiterten vorzeitigen griechischen Präsidentschaftswahlen Ende Dezember 2014 und den anschließenden Neuwahlen gaben sämtliche hellenischen Staatsanleihen in den letzten Wochen nach. Wir gehen nach dem Sieg der linksradikalen Syriza-Partei nicht von einem erneuten Restrukturierungsversuch der von uns gehaltenen Holdout-Anleihen aus. Zum einen wurde dies bereits 2012 versucht und scheiterte an den legalen Besonderheiten dieser Anleihen; zum anderen machen die vom offiziellen Sektor (EZB, EFSF, IWF) gehaltenen Forderungen inzwischen mehr als 75 % der griechischen Staatsschulden aus. Nach dem Private Sector Involvement „PSI“ getauften Schuldenschnitt von 2012 könnte es nun zum überfälligen „OSI“ kommen, dem Official Sector Involvement. Unserer Ansicht nach könnte sich eine solche Restrukturierung letztendlich positiv für die griechischen Holdout-Anleihen erweisen. In den Marktpreisen wird sich dies aber vermutlich frühestens nach der Koalitionsbildung und spätestens mit annähernder Fälligkeit reflektieren.

Wie dargelegt, weisen die vom Land Kärnten garantierten Senioranleihen der **Heta Asset Resolution** (vormals: Hypo Group Alpe Adria) im Jahr 2014 Verluste auf. Dies ist insbesondere mit Spekulationen um eine Insolvenz der Abwicklungsgesellschaft Heta zu begründen. Nachdem die Halter von Nachranganleihen der Hypo Group Alpe Adria im Verlauf des Jahres 2014 durch Gesetzesbeschluss enteignet wurden, hatte das Finanzministerium öffentlich schriftlich versichert, dass keine weiteren solcher Maßnahmen hinsichtlich der garantierten Senioranleihen zu befürchten sind. Inzwischen diskutiert die Politik jedoch wieder offen eine Insolvenz der Abwicklungsgesellschaft, obwohl eine solche unweigerlich die Insolvenz des Landes Kärnten als Garantiegeber zur Folge hätte. Die Wankelmütigkeit der österreichischen Politik, welche in einem Bericht der Untersuchungskommission zuletzt als „amateurhaft“ bezeichnet wurde, ist für uns als Investoren frustrierend. Im Dezember trafen wir in Wien die österreichische Finanzmarktaufsicht und die Nationalbank. Auch dort nahmen wir eine erstaunlich offen geäußerte Ablehnung hinsichtlich des Vorgehens der politischen Führung in der Causa HGAA wahr. Es wird mehr und mehr offenbar, dass nicht finanzielle oder rechtliche Faktoren die Entscheidungsfindung leiten sondern Parteipolitik. Zwar ist die rechtliche Sicherheit der Anleihen durch mehrere legale Merkmale gegeben, allerdings könnte eine Durchsetzung dieser Ansprüche im Ernstfall teuer und langwierig werden. Wir haben uns entschlossen, unsere Investition zu reduzieren und uns auf kurzfristige Fälligkeiten zu konzentrieren. Die Restlaufzeit der von uns gehaltenen Heta Senioranleihen liegt bei deutlich unter einem Jahr.

Bei Staatsanleihen aus drei verschiedenen Ländern materialisierte sich unsere Analyse im vierten Quartal: Ende Oktober wurden unsere **Jamaika-Anleihen** nach deutschem Recht fristgerecht zurückbezahlt, des Weiteren trennten wir uns von unserer **Serbien-Anleihe** nach New Yorker Recht mit einem Gewinn. Wir konnten zudem durch den Kauf **britischer Krieganleihen** mit fixem Kupon und unendlicher Laufzeit im November innerhalb weniger Wochen einen Ertrag von rund 10 % erzielen. Wir antizipierten dabei, dass für die britische Regierung aufgrund der stark gefallen Zinsen eine Kündigung ökonomisch sinnvoll geworden war. Wir erwarben die Anleihen deutlich unter Pari. Wenige Wochen später bestätigte sich unsere These, als das britische Schatzamt die Kündigung der Anleihen zum Nennwert verkündete.

Wie in früheren Quartalsberichten bereits aufgeführt, sind wir in einer durch **Öl-Lizenzzahlungen ab-**

gesicherten Anleihe der argentinischen Provinz Neuquén engagiert. Im Gegensatz zu Anleihen des argentinischen Staates wird diese Anleihe weiterhin bedient und ist von den Gerichtsprozessen in New York nicht negativ betroffen. Nach Auslauf der RUFO-Klausel, einer rechtlichen Besonderheit, welche bisher maßgeblich dafür verantwortlich gemacht wird, dass es zu keiner Einigung zwischen den klagenden Hedgefonds und dem Land selbst gekommen ist, erscheint nun im Verlauf des Jahres 2015 eine Einigung im argentinischen Schuldenstreit möglich. Dies könnte auch bei den von uns gehaltenen Anleihen für Kursgewinne sorgen.

Das Jahr 2015 verspricht auf der Seite der Staatsanleihen-Restrukturierungen interessant zu werden. Die Kombination aus Ölpreistrückgang und einem erstarkten US-Dollar setzt zahlreiche in Fremdwährungen verschuldete Staaten in den Emerging Markets unter Druck. Dies betrifft besonders Venezuela, aber auch Staaten wie Brasilien, Kolumbien sowie Russland und Armenien. Wir haben bereits Vorarbeit geleistet, um unter den Anleihen betroffener Staaten die rechtlich vorteilhaft ausgestatteten Titel zu identifizieren und verfolgen nun gespannt die weitere Entwicklung.

Hybridkapital von Finanzinstituten

Im vierten Quartal war der Hybridkapital-Sektor insbesondere durch den EZB/EBA-Stresstest geprägt. Wir nutzten die aus unserer Sicht attraktiven Bewertungen bei ausgewählten Emittenten vor dem Stresstest, um unsere Investitionen im Bereich Bankhybridkapital zu erhöhen. Wir hatten zudem die Russland- und Ukrainekrise zum Anlass genommen, uns mit den führenden Banken Österreichs und deren Treasury-Abteilungen in Wien zu treffen, um zum einen deren Engagement in den genannten Krisenregionen und Osteuropa zu erörtern, aber auch, um deren Kündigungs- und Bedienungsverhalten bei Nachrangkapital im Zuge von Basel 3 besser durchdringen zu können. Wir sehen insbesondere im Bereich tief notierender Hybridanleihen europaweit Chancen und werden unsere Analyse und Einzeltitelauswahl in einer Multimedia-Konferenz am 17. März näher erläutern. Um für ausreichend Liquidität im Fondsportfolio zu sorgen und um die attraktiven Kaufgelegenheiten bei vielen Anleihen im Verlauf des Oktobers auszunutzen, realisierten wir die Gewinne unserer Tier 1 Papiere der Royal Bank of Scotland.

Wir haben eine Position in sogenannten **CASHES der Unicredit** aufgebaut. Diese „Convertible and Subordinated Hybrid Equity-Linked Securities“ können vereinfacht als nachrangige Umtauschanleihen bezeichnet werden. Die Anleihe wurde im Februar 2009 im Rahmen einer Kapitalerhöhung der Bank begeben. Die Fälligkeit ist im Jahr 2050 und der Kupon über 3M Euribor +450 bp ist von Bilanzgewinn und Dividendenzahlung der Unicredit abhängig. Der Wandlungspreis liegt deutlich über dem aktuellen Kurs der Unicredit-Aktie; der Zeitwert der eingebetteten Option ist damit sehr gering. Im Jahr 2014 wurden die Kuponzahlungen ausgesetzt, da die Unicredit im Geschäftsjahr 2013 keinen Gewinn ausweisen konnte. Weshalb ist diese außergewöhnliche Anleihe dennoch interessant? Für das nun abgeschlossene Geschäftsjahr 2014 lassen die Quartalszahlen einen positiven Bilanzgewinn erwarten und auch für eine Dividendenzahlung wurden bereits regulatorisch notwendige Abgrenzungen vorgenommen. Dies sollte zu einer Wiederaufnahme der Kuponzahlungen führen. Die gegenwärtigen Marktpreise scheinen eine Ausschüttung noch nicht vorwegzunehmen. Die Gegenüberstellung mit verwandten Anleihen stützt unsere Einschätzung zur Bewertung: Weitestgehend vergleichbare Anleihen der belgischen Ageas weisen derzeit eine laufende Verzinsung von 2,2 % und 2,7 % auf, während die Unicredit CASHES nach Kuponaufnahme aktuell mit einer laufenden Rendite von 7,5 % gehandelt werden. Eine Besonderheit der Anleihe ist, dass bei Unterschreiten gewisser Gesamtkapitalquoten der Unicredit sofort eine Wandlung in die zugrundeliegenden Aktien vorgenommen wird. Die Gefahr einer solchen Wandlung erachten wir allerdings als gering. Zum einen profitiert die Anleihe von den jüngsten Emissionen tief nachrangiger CoCo-Anleihen der Unicredit, die vorrangig zu den CASHES in Eigenkapital gewandelt werden müssten. Zum anderen würde die Bank nach unseren Berechnungen erst ab einem, aus unserer Sicht unwahrscheinlich hohen, Verlust von mehr als 26 Mrd. € die maßgeblichen Kapitalquoten unterschreiten.

Die in Schieflage geratene portugiesische Banco Espírito Santo Gruppe wurde dieses Jahr nach ihrer Rettung durch den portugiesischen Staat in eine Bad Bank und eine Good Bank aufgespalten. Letztere, befreit von sämtlichen Altlasten, hört nun auf den passenden Namen **Novo Banco** und befindet sich aktuell im Besitz der portugiesischen Zentralbank. Auflagen der EU-Kommission zufolge muss die Bank reprivatisiert werden. Nach der erfolgreichen formalen Trennung von Bad Bank und Good Bank haben wir unsere Position in den 2035 fälligen Senioranleihen deutlich aufgestockt. Die Anleihe weist eine komplexe Kuponformel auf:

Abhängig von den vorherrschenden Euro-Swapsätzen kann dieser minimal 3 % und maximal 10 % betragen. Unter den möglichen Bietern für das Institut ist auch die Grupo Santander. Der spanische Branchenprimus hat eine 2028 fällige Senioranleihe mit einer Restrendite von 1,8 % p.a. ausstehen. Die 2035 fällige Senioranleihe der Novo Banco weist dagegen, abhängig vom zukünftigen Zinsniveau, aktuell eine Rendite von mindestens 4 % p.a. auf. Wir erwarten mit Abschluss des Veräußerungsprozesses eine Einengung des Renditeunterschieds und einen Anstieg der Preise.

Neben dieser neuen Position haben wir unsere mit 13 % verzinsliche **Lloyds Tier 1 Anleihe** weiter aufgestockt. Wie in unserem letzten Quartalsbericht dargelegt, ist der Kündigungspreis des Lloyds-Papiers abhängig von der Rendite britischer Staatsanleihen. Durch das rückläufige Zinsniveau in Großbritannien hat sich der faire Wert der von uns gehaltenen Anleihe weiter erhöht. Mitte Dezember verkündete die deutsche Abwicklungsgesellschaft FMS Wertmanagement den Abschluss der Übernahme der irischen Depfa plc, einer ehemaligen Tochter der Hypo Real Estate. Damit befindet sich nun auch eine durch die **Depfa emittierte Lower Tier 2 Anleihe** mit Restlaufzeit bis Dezember 2015 im Besitz der staatlichen Abwicklungsgesellschaft. Dies hat aus unserer Sicht letzte Residualrisiken beseitigt. Wir erhöhten unsere Investition.

Sondersituationen Unternehmensanleihen

Zahlreiche Spekulationen auf vorzeitige Kündigungen im Bereich der Unternehmensanleihen konnten im vierten Quartal 2014 erfolgreich abgeschlossen werden. So zahlten die spanische **Nara Cable** nach der Übernahme durch Vodafone und die belgische **Ontex** nach dem erfolgreichen IPO im vierten Quartal ihre ausstehenden Anleihen vorzeitig zurück. Negativ entwickelte sich unsere Anleihe der brasilianischen **Schahin SPV**, die durch die fallenden Ölpreise und den ausufernden Petrobras-Skandal belastet wird. Unsere Position in erst-rangigen Anleihen der griechischen **Emma Delta Finance** haben wir im vierten Quartal mit einem Gewinn veräußert und dafür unsere bestehende Position in den zweitrangig besicherten Anleihen der Gesellschaft aufgestockt.

Mit einer **Pay-in-Kind-Anleihe der Polish Television Holding (PTH)** mit Endfälligkeit im Jahr 2021 haben wir eine neue Position aufgebaut. Die PTH ist eine Holdinggesellschaft von Vivendi und einem polnischen Partner, über die eine Mehrheitsbeteiligung an dem börsennotierten Fernsehbetreiber TVN gehalten wird. Die PIK-Anleihe ist durch Aktien an TVN besichert und die Kuponzahlungen werden hauptsächlich aus den von TVN gezahlten Dividenden geleistet. Wie in früheren Quartalsberichten dargelegt, befindet sich Vivendi in einer umfangreichen Restrukturierung und hat zuletzt mehrere nicht zum Kerngeschäft gehörende Töchter verkauft. Auch die Beteiligung an TVN soll nun veräußert werden. Dem Vernehmen nach bieten acht strategische Käufer und Investmentgesellschaften für den von Vivendi über die Polish Television Holding gehaltenen Anteil an TVN. Unserer Lesart des Prospektes zufolge würde ein Verkauf eine vorzeitige Kündigung der Anleihe zu einem signifikanten Premium zum aktuellen Marktpreis wahrscheinlich machen. Bis zur antizipierten Transaktion vereinnahmen wir den Kupon in Höhe von 11 %, der für eine attraktive laufende Verzinsung sorgt.

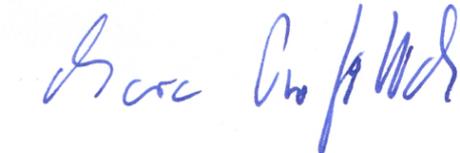
Letztlich haben wir Pay-in-Kind-Anleihen der in Private Equity-Besitz befindlichen Schweizer Telekomanbieter **Sunrise** und **Orange** aufgebaut. Beide PIK-Anleihen wurden begeben, um den Eigentümern eine frühzeitige Sonderausschüttung zu ermöglichen, und sind nun mit den Eigentumsrechten an den beiden solide wirtschaftenden Mobilfunkunternehmen besichert. Die Private Equity-Eigentümer CVC (Sunrise) und APAX (Orange) sind offenkundig an einem Ausstieg interessiert. Eine solche Transaktion hat in der Regel auch eine Refinanzierung der PIK-Anleihen zur Folge - diesen Schritt antizipierten wir durch unsere Investition. Im Falle von APAX ist dies bereits Ende Januar erfolgt: Orange wird für 2,3 Mrd. € an den französischen Unternehmer Xavier Niel veräußert. Mitte Januar 2015 hat auch CVC den Börsengang von Sunrise sowie die Kündigung der entsprechenden PIK-Anleihe angekündigt.

Derivate

Die von uns in den letzten Monaten geschriebenen Verkaufsoptionen auf Alstom- und Vivendi-Aktien wurden Ende des Jahres mit Gewinnen zurückgekauft, so dass diese Positionen zum Stichtag geschlossen waren. Bei den Investitionen profitierten wir jeweils von einer Verringerung des Zeitwerts, welcher durch eine rückläufige

Volatilität verstärkt wurde. Dazu trugen steigende Kurse der Basiswerte zum Erfolg der Investments bei.

Am 03. Februar um 10:30 Uhr werden wir eine erste Multimedia-Konferenz im Jahr 2015 veranstalten. Gegenstand soll der Jahresrückblick 2014 sein. Wir werden die Wertentwicklung des ProfitlichSchmidlin Fonds UI aufschlüsseln und ein Resümee ziehen. Die Veranstaltung wird ca. 25 Minuten dauern. Wie immer stehen wir im Anschluss für Fragen zur Verfügung. Die Anmeldung kann bereits heute unter dem folgenden Link erfolgen: www.anmelden.org/psag_03_02_2015



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 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.