

## 6. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. April bis 30. Juni 2015

7. Juli 2015

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI gewann im abgelaufenen Quartal 2,0 %. Seit Auflage betrug die Steigerung 14,1 % auf 11.414,68 €.

Im Vergleich zum Vorquartal haben wir unsere Positionen in den Flugzeug-Leasing-Unternehmen AerCap und Avolon nach weiteren Gesprächen mit dem Management und Industrievertretern in Amsterdam, London und New York weiter ausgebaut. Von unserer Beteiligung an der französischen Société d'Édition de Canal Plus trennten wir uns, nachdem deren Muttergesellschaft Vivendi wie von uns erwartet ein Übernahmeangebot verkündet hatte. Zuletzt veräußerten wir sämtliche Alstom-Aktien, da die europäischen Wettbewerbsbehörden weitere Bedenken zur geplanten Teilübernahme durch General Electric äußerten.

Auf der Anleihe Seite profitierten unsere Matterhorn-Anleihen von den im Rahmen der Refinanzierung der Gesellschaft ausgesprochenen Kündigungen. Wir bauten außerdem eine neue Position in vorrangig besicherten Unternehmensanleihen der irischen Eircom und der im Besitz von Liberty Global befindlichen Unitymedia auf, um von der weiteren Konsolidierung im Telekom-Markt zu profitieren. Unser Exposure zu Bankhybriden blieb weitestgehend unverändert; wir nutzten jedoch die zeitweise attraktiven Kurse, um bestehende Positionen in - relativ dazu - günstigere Papiere zu tauschen. Im Staatsanleihebereich haben wir Sinking-Anleihen der Republik Serbien mit Laufzeit bis 2024 wieder neu aufgenommen, nachdem der Emittent auf sein Kündigungsrecht verzichtet hatte.

Das Fondsvolumen setzt sich zum Stichtag folgendermaßen zusammen: Aktien 35,4 %, Anleihen 45,6 %, Derivate -0,1 %, Kasse 19,1 %.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	35,4 %	AerCap, Evonik, Sto, Regus
Anleihen	45,6 %	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	4,5 %	Heta Covered 16, Serbien Sinking 24
- Anleihen von Finanzinstituten	20,6 %	PBB und., Unicredit CASHES 50
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	20,5 %	Polish Television Holding 21, UPC Holding 23
Derivate	-0,1 %	
Kasse	19,1 %	

Stand: 30.06.2015; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Unser Investmentprozess fußt auf einer Bottom-Up-Analyse, das heißt, wir befassen uns mit der Identifizierung von Unterbewertungen und Werttreibern auf Einzeltitelebene. Im Portfoliokontext vermeiden wir es, zu große Abhängigkeiten von einzelnen volkswirtschaftlichen Faktoren aufkommen zu lassen.

„[...] *Worry top-down, but invest bottom-up*“ - Seth Klarman

Bei Investitionen in Anleihen kommt dieser Form des Risikomanagements in Zeiten zentralistisch geplanter Zinssätze eine besondere Bedeutung zu. Da das Zinsniveau maßgeblichen Einfluss auf die Kursentwicklung von Anleihen hat, müssen Investoren fürchten, dass auch die eleganteste Bottom-Up-These und deren Wertreiber vom sich ändernden Zinsniveau überlagert werden. Die niedrigen bis teilweise nicht mehr vorhandenen Kupons erhöhen die Duration von Anleiheinvestitionen und damit die Zinssensitivität. Zusätzlich könnte - auch aufgrund vorhandener Transaktions- und Verwaltungskosten institutioneller Investoren - ein gewisser Druck bestehen, in längere Laufzeiten zu investieren, um auf diese Weise eine höhere laufende Rendite zu erwirtschaften. Dass damit ebenfalls höhere Zinsänderungsrisiken einhergehen, wurde Investoren in den letzten Wochen wieder einmal vor Augen geführt: So fielen zehnjährige deutsche Staatsanleihen mit einem Kupon von 0,5 % im letzten Quartal um mehr als 6 %. Ein Desaster für klassischerweise wenig risikofreudige Staatsanleiheinvestoren. Wir sind bestrebt, Zinsänderungsrisiken, die außerhalb unseres Einfluss- und Kompetenzbereichs liegen, zu minimieren. In den letzten Wochen gelang uns dies im Wesentlichen durch drei Faktoren: Erstens weisen zahlreiche Papiere, wie beispielsweise die von uns gehaltenen CMS-Linker, durch ihre variable Verzinsung eine negative Zinssensitivität

auf, zweitens weist der Großteil unserer Anleihen eine kurze Restlaufzeit bis zur nächsten Fälligkeit oder bis zum Kündigungsdatum auf. Zudem profitiert jedes Anleiheinvestment von individuellen Werttreibern, die sich beispielsweise aus regulatorischen Aspekten oder den prospektrechtlichen Folgen von Kapitalmarkttransaktionen ergeben. Diese mindern die Zinssensitivität weiter ab.

Aktuell antizipieren wir beispielsweise mit zahlreichen Anleiheinvestitionen bevorstehende M&A- und IPO-Transaktionen. Die klassische M&A Arbitrage bei Aktien hat den Nachteil eines deutlich negativ asymmetrischen Chance-/Risiko-Profiles: Wird eine Transaktion erfolgreich abgeschlossen, resultiert daraus ein *kleiner* Gewinn, scheitert eine Übernahme, ist in der Regel ein *großer* Verlust zu verkräften. Wir fokussieren uns auf Anleihen von Übernahme- und IPO-Kandidaten, deren Prospektbedingungen von einer vorzeitigen Refinanzierung besonders profitieren oder die dem Übernahmeprozess gar im Wege stehen und somit mit einem Premium abgelöst werden müssten. Wir beobachten, dass diese prospektrechtlichen Aspekte in den Marktpreisen oft nicht ausreichend reflektiert werden. Die Identifizierung von möglichen Übernahme- oder IPO-Kandidaten im Zusammenhang mit einer detaillierten Prospektanalyse ermöglicht es daher, die positiven Effekte einer Kapitalmarkttransaktion auszunutzen, ohne den im Falle eines Scheiterns in der Regel deutlich negativen Effekten ausgesetzt zu sein. Wie wir in Gesprächen mit Investoren schon häufig dargelegt haben, hat unsere Scheu vor Zinsänderungsrisiken im Anleiheportfolio einen Nachteil: Sinken die Zinsen weiter, werden wir davon nicht oder nur unwesentlich profitieren. Dies ist allerdings ein „Risiko“, welches wir gerne eingehen.

## Aktien

Bereits im letzten Quartalsbericht haben wir die Hintergründe unserer Investition in **AerCap**, dem führenden Flugzeugleasinganbieter, dargestellt und sind dabei auch auf den vorherrschenden Aktienüberhang eingegangen. Die Übernahme des wesentlich größeren Mitbewerbers ILFC im Jahr 2014 bezahlte AerCap zum Teil mit eigenen Aktien. Dadurch stieg AIG, die ehemalige Mutter von ILFC, mit 46 % zum größten Einzelaktionär von AerCap auf. Im Rahmen der Übernahme wurde vereinbart, dass AIG bis zum ersten Quartal 2015 keine AerCap-Aktien veräußern darf („Lock-up-Periode“). Diese Auflage lief im April 2015 aus. Da die Beteiligung an AerCap keinen strategischen Ursprung hatte, war abzusehen, dass AIG diese veräußern würde. Im Juni wurde bekannt, dass AIG die Platzierung von zunächst 25,4 % der Aktien von AerCap beabsichtigt. Aufgrund einer hohen Nachfrage wurde das an Dritte zu veräußernde Volumen im Verkaufsprozess auf 36,2 % erhöht. Neben der aus unserer Sicht nach wie vor attraktiven Bewertung der Aktie wurde die Nachfrage von einer Aufstockung des Aktienrückkaufprogramms gestützt. Das AerCap-Management bewies mit dieser Transaktion einmal mehr ein besonderes Geschick, das vorhandene Kapital zu allokalieren: So konnte AerCap von AIG gehaltene Aktien im Wert von über 750 Mio. USD unter dem Platzierungspreis zurückkaufen, und AIG finanzierte den Rückkauf durch die Zeichnung einer nachrangigen Anleihe im Volumen von 500 Mio. USD gleich selbst mit. Da diese Nachrangianleihe von den Ratingagenturen als Eigenkapital angerechnet wird, verändert sich der Verschuldungsgrad von AerCap nur marginal. Wir halten diese Transaktion angesichts des Bewertungsniveaus für außerordentlich attraktiv. Nach der Transaktion hält AIG nur noch 5,4 % der Aktien von AerCap. Das Unternehmen verfügt nun über einen großen Streubesitz, eine verbesserte Liquidität und eine diversifizierte Aktionärsstruktur. Durch die hohe Nachfrage nach den Aktien sehen wir uns in unserer Einschätzung bestätigt und erwarten angesichts des Wegfalls des Aktienüberhangs eine Annäherung der Bewertung an ein faires Niveau.

Die regulatorischen Unsicherheiten der Übernahme von **Alstom** durch GE haben sich in den letzten Wochen weiter erhöht. Offenbar fordert die europäische Wettbewerbsbehörde umfangreiche Zugeständnisse. Es erscheint denkbar, dass Umfang und Konditionen der Transaktion in diesem Zusammenhang neu verhandelt werden. Wir veräußerten unsere noch verbliebenen Alstom-Aktien und schlossen die Investition mit einem Verlust im einstelligen Prozentbereich ab.

Unsere Investition in **bpost** ist über das letzte Jahr erfolgreich aufgegangen. Operativ entwickelte sich das Geschäft positiv: Der Rückgang des Briefvolumens konnte durch Wachstum im Paketsegment überkompensiert werden und wurde von einer beeindruckenden Kostendisziplin begleitet. Die Platzierung der übrigen durch CVC gehaltenen Aktien im Dezember 2013 materialisierte sich als Werttreiber. Nachdem sich die Aktie unserer fairen Bewertung nähert und nach dem CEO nun auch der CFO, Pierre Winand, die belgische Post verlässt, haben wir uns dazu entschlossen, die Position durch Veräußerungen und Veroptionierungen weiter zu verringern. Aus finanzieller Sicht trugen sowohl die Multiple-Ausweitung im Zuge des Wegfalls des Angebotsüberhangs (KGV stieg von 12x auf 18x) als auch eine Erhöhung der Gewinne (EPS stieg von 1,37 € auf 1,53 €) seit dem Frühjahr 2014 zur Performance bei.

Am 12. Mai verkündete Vivendi ein Übernahmeangebot für die noch ausstehenden Aktien der **Société d'Édition**

**de Canal Plus.** Wie im dritten Quartalsbericht aufgeführt, antizipierten wir im Juni 2014 eine Übernahme durch die Muttergesellschaft. Wir veräußerten unsere Canal Plus-Aktien knapp über dem Angebotspreis und realisierten inklusive Dividendenzahlungen einen Ertrag von 31 %. Die ursprünglichen Überlegungen zu unserer Investition in Canal Plus sind in unserem Blog-Beitrag<sup>1</sup> detailliert dargestellt. Unsere diversen Investitionen aus dem Umfeld des Vivendi Chairmans Vincent Bolloré, darunter der Verkauf von Vivendi Put-Optionen, unsere Polish Television Holding-Anleihen und die aufgeführten Canal Plus-Aktien veranschaulichen deutlich, dass Wechsel in der Eigentümer- und Anreizstruktur starke Werttreiber darstellen können. Derartige Werttreiber sind aus unserer Sicht insbesondere in fortgeschrittenen Stadien eines Börsenzyklus bedeutsam.

Im Juni schüttete **Sto** eine Sonderdividende aus. Wir erhielten darüber 18 % unseres ursprünglichen Investments zurück. Die Dividende reinvestierten wir teilweise wieder in das Unternehmen. Wir sehen die Rückführung des überschüssigen Kapitals als Zeichen, dass das neue Management neben der operativen Entwicklung sein Augenmerk nun auch verstärkt auf eine effizientere Kapitalallokation legt.

Wie bereits während unserer letzten Multimedia-Konferenz am 17. Juni erläutert, begannen wir bereits im ersten Quartal, eine Beteiligung an dem britischen Prüf- und Zertifizierungsunternehmen **Exova** aufzubauen. Das Unternehmen bietet laborbasierte und zerstörende Testverfahren an. Im Fokus der Dienstleistungen stehen unter anderem Tests hinsichtlich der Feuerfestigkeit bestimmter Materialien. Zu den wesentlichen Kundengruppen gehört neben der Luftfahrtindustrie auch die Ölindustrie. Insbesondere getrieben durch Regulierungsbestrebungen weisen Test- und Zertifizierungsdienstleistungen über verschiedene Sektoren hinweg ein strukturelles Wachstum auf. Die Markteintrittsbarrieren sind angesichts der Kosten dieser Dienstleistungen und der potentiellen Auswirkungen auf die Reputation der Kunden hoch. Die Anbieterseite zeichnet sich durch Konsolidierungsbestrebungen aus, da sich durch Übernahmen kleinerer Labore Synergiepotentiale ergeben. Exova wurde im April 2014 durch den Private Equity-Investor CD&R an die Börse gebracht. Unmittelbar nach dem Börsengang hielt CD&R noch 54 % des Unternehmens; mit weiteren Veräußerungen des Großaktionärs war nach Ablauf der Lock-up-Periode zu rechnen. Diese lief im Oktober 2014 und somit - angesichts des unruhigen Kapitalmarktumfelds - zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt aus. Aus unserer Sicht war Exova zu unserem Kaufzeitpunkt rund ein Drittel günstiger als vergleichbare Unternehmen. Wir gehen davon aus, dass die im Vergleich mit ähnlichen Unternehmen geringe Liquidität aufgrund des geringen Streubesitzes teilweise ursächlich für diesen Abschlag ist. Angesichts der Verkaufsabsicht des Großaktionärs erwarten wir mit der Platzierung weiterer Aktien durch CD&R eine Verbesserung der Liquidität und damit eine Aufholung des Bewertungsniveaus. Angesichts der Größe von Exova und der anhaltenden Konsolidierungsbestrebungen in der Industrie halten wir auch eine Übernahme für denkbar.

## **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 „Staats- und staatsgarantierte Anleihen“, „Anleihen 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.

### **Staats- und staatsgarantierte Anleihen**

Im abgelaufenen Quartal haben wir erneut eine Position in **Staatsanleihen Serbiens mit Laufzeit bis 2024** aufgebaut, nachdem das Land von seinem halbjährigen Kündigungsrecht keinen Gebrauch gemacht hatte. Über die prospektrechtlichen Besonderheiten dieser Anleihen hatten wir bereits im zweiten Quartalsbericht berichtet. Diese Anleihe ist ein passendes Beispiel dafür, wie Zinsänderungsrisiken im Portfolio reduziert werden können: Durch das halbjährliche Kündigungsrecht des Emittenten zu pari kann diese Anleihe nur marginal über 100 % steigen. Dadurch ergibt sich aufgrund des hohen Kupons von 6,75 % eine Rendite bis zur Endfälligkeit 2024 von 6,5 %. Der Anleihekurs wird dabei durch die Kündigungsmöglichkeit tief gehalten: Vergleichbare Anleihen des Landes notieren mit einer Rendite von rund 4,5 %. Ohne das Kündigungsrecht würde unsere 2024er Anleihe daher bei 109 % notieren. Auf Zinsänderungen reagieren das Papier daher deutlich später als gewöhnliche serbische Staatsanleihen. Zudem ist diese Anleihe als Sinking-Bond ausgestaltet: Der Emittent zahlt jedes Halbjahr rund 5,0 % des verbleibenden Nennwerts zurück, was die Duration und damit die Zinssensitivität des Papiers weiter reduziert.

<sup>1</sup><http://profitlich-schmidlin.de/fernsehanleihe-im-aktienkleid>

Bei der **Restrukturierung der Staatsschulden Grenadas** wurde eine Einigung zwischen der Regierung und den Gläubigern erzielt. Die vorgeschlagene Nennwertreduzierung und die Reduzierung des Kupons fallen deutlich geringer aus als zuvor befürchtet, wodurch wir nach der Implementierung der Restrukturierung mit einer Realisierung des fairen Wertes rechnen.

### **Anleihen von Finanzinstituten**

Wir haben unsere bereits bestehende Position in **Tier-1-Anleihen der Deutschen Pfandbriefbank** mit erster Kündigungsmöglichkeit im Jahr 2017 (vormals: Hypo Real Estate) deutlich ausgebaut, nachdem die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung als Eigentümerin den Börsengang der Bank angekündigt hatte. Obwohl die Deutsche Pfandbriefbank wieder profitabel ist, werden aktuell keine Kupons auf die Tier-1-Anleihe bezahlt, da die Bank im Einzelabschluss noch einen Bilanzverlust von mehr als 3 Milliarden Euro aufweist. Mit dem Börsengang plant das Institut nun die Rückzahlung der staatlichen stillen Einlage über eine Milliarde Euro. Dies wird dem Prospekt zufolge auch eine Pflicht zur Zahlung von Kupons auf die Tier-1-Anleihe auslösen. Des Weiteren hat die Bank in der Ankündigung zum Börsengang deutlich die Absicht kommuniziert, Dividenden auszuschütten. Dies ist ein starkes Indiz dafür, dass die Bank ihre Kapitalrücklagen verwenden wird, um den Bilanzverlust auszugleichen. Damit wäre eine notwendige Bedingung für die Wiederaufnahme der Kuponzahlungen erfüllt. Da die Anleihe im Juni 2017 die vollständige regulatorische Anrechenbarkeit verliert, rechnen wir mit einer Kündigung des Emittenten zu diesem Termin. Auf Basis dieser Annahme ergibt sich eine erwartete Rendite bis zur Kündigung von 9 % p.a. Vergleichbare Anleihen weisen dagegen eine Rendite bis zum ersten Kündigungsdatum von 3 bis 4 % p.a. auf.

Die stark gestiegenen langfristigen Zinsen haben positive Auswirkungen auf unseren **Korb an CMS-Linkern** (siehe 5. Quartalsbericht, sowie unsere Online-Multimedia-Konferenz vom 17. März), deren Kupons sich nach den zehnjährigen Euro-Swap-Sätzen richten. Die Kalkulationsgrundlage der Kupons ist im abgelaufenen Quartal von 0,55 % auf 1,15 % gestiegen. Erstaunlicherweise haben nicht alle CMS-Linker gleichermaßen auf die gestiegenen Zinsen reagiert, wodurch wir uns von einigen Titeln mit mehr als 10 % Kursgewinn trennen und in -relativ dazu - tiefer notierende Linker umschichten konnten. Derweil beobachten wir, dass Banken die niedrigen Kurse dieser Papiere zunehmend für Rückkäufe nutzen. So kam es im abgelaufenen Quartal unter anderem zu Tender-Angeboten der Commerzbank und der portugiesischen BCP.

Zur Auflage des Fonds investierten wir in Tier 1 Step-up-Anleihen der **Fürstenberg Capital International**, einer Funding-Gesellschaft der NordLB. Mit einem Kupon von 10,25 % ist diese Anleihe für die NordLB extrem teuer und verlor noch dazu ihre regulatorische Anrechenbarkeit in diesem Jahr. Die NordLB plante eigentlich, eine CoCo-Anleihe zur Ablösung des Fürstenberg Capital International zu emittieren, was aber im Zuge der Griechenlandkrise scheiterte. Dadurch wird die Anleihe noch ein Jahr länger ausstehen und wohl erst 2016 gekündigt. Aufgrund des hohen Kupons notiert die Anleihe weiter über pari. Die Rendite bis zum nächsten Kündigungstermin ist aus unserer Sicht nicht mehr attraktiv, weshalb wir uns Ende des Quartals vollständig von dem Titel trennten. Wir realisierten eine Rendite von 10,7 % p.a. und einen korrespondierenden Ertrag von 13,3 %.

Weiterhin nutzten wir das zeitweise freundliche Umfeld im abgelaufenen Quartal dazu, unsere Position in **Tier-1-Anleihen der Commerzbank**, emittiert durch die Zweckgesellschaft HT1 Funding GmbH, mit Gewinn zu veräußern und damit das Bankenexposure anzupassen.

### **Sondersituationen Unternehmensanleihen**

Nachdem der Verkauf des Schweizer Telekomunternehmens Orange CH/Matterhorn auch den Segen des Regulators erhalten hatte, verkündete das Unternehmen die Refinanzierung sämtlicher bestehenden Verbindlichkeiten, welche wir durch unsere Investition vor einigen Monaten bereits antizipiert hatten. Die von uns gehaltenen **Matterhorn PIK-Anleihen** wurden im April zu einem Kurs von 102 % zurückgezahlt, woraus sich eine Rendite von 9,2 % p.a. ergab. Daneben konnten wir risikofrei mit **Matterhorn-Senioranleihen** des Unternehmens binnen weniger Tage einen Ertrag von 1,7 % erzielen, da der Markt nicht korrekt einpreiste, dass diese Papiere vorzeitig nur mit einem sogenannten „make-whole“-Premium abgelöst werden können. Wir haben diesen Fall detaillierter in unserem Blog<sup>2</sup> dargestellt.

---

<sup>2</sup><http://profitlich-schmidlin.de/make-whole-auf-dem-matterhorn-risikoloser-ertrag-wenigen-tagen>

Im zweiten Quartal haben Vodafone und Liberty Global, die beiden größten Kabel-Anbieter Europas, offenbar Gespräche über eine mögliche Fusion oder Teilverkäufe geführt. Um von der anhaltenden Dynamik der Konsolidierung im europäischen Kabelnetz-Markt zu profitieren, haben wir Positionen in mehreren **Senior Secured-Anleihen der im Liberty Global-Besitz befindlichen Unitymedia** aufgebaut. Wir gehen davon aus, dass Vodafone besonders an diesen Vermögenswerten interessiert sein könnte. Da diese Anleihen aktuell mit Renditen zwischen 4,0 und 5,0 % notieren, vergleichbare Vodafone-Anleihen aber Renditen zwischen 0,5 und 1,5 % aufweisen, erwarten wir eine Kursreaktion im niedrigen zweistelligen Prozentbereich, sollte Vodafone sich mit Liberty Global verbünden oder dessen Tochter Unitymedia übernehmen. Gleichzeitig weisen diese Anleihen angesichts der kurzen Laufzeit bis zur nächsten Kündigungsmöglichkeit, der hohen Kupons und der werthaltigen Besicherungen aus unserer Sicht ein begrenztes Risiko auf.

Im zweiten Quartal trennten wir uns von unseren **Schahin II SPV-Anleihen** (siehe 3. Quartalsbericht). Die Zweckgesellschaft ist Betreiberin eines an die brasilianische Petrobras ausgecharterten Hochsee-Drilling-Schiffs. Unser Timing hätte kaum schlechter sein können: Kurz nach unserem Kauf sank der Ölpreis von 90 USD auf unter 50 USD je Barrel. Gleichzeitig geriet der Petrobras-Konzern in eine beispiellose Korruptionsaffäre, in deren Zuge auch die Verträge mit Schahin bis auf weiteres gekündigt wurden. Mit dem Verkauf realisierten wir einen Verlust in Höhe von 45 %. Ein derartiges Verlustpotential hatten wir angesichts der Besicherung der Anleihe nicht für möglich gehalten. Aufgrund der Gewichtung der Anleihe von unter 1 % des Portfolios sind wir mit einem blauen Auge davon gekommen.

Weiter bauten wir eine Position in **Senior Secured-Anleihen des irischen Telekom-Anbieters Eircom** auf. Die Anleihen weisen einen Kupon von 9,25 % und eine Laufzeit bis 2020 mit einer ersten Kündigungsmöglichkeit im Mai 2016 auf. Das Unternehmen befindet sich inzwischen auf einer gesunden finanziellen Basis und plant aktuell einen Börsengang. Die Anleihe weist aus prospektrechtlicher Sicht eine hohe Sicherheit auf, da sie hinsichtlich der Besicherung gleichrangig neben den existierenden Bankschulden steht und nach der gerade erfolgten Refinanzierung der Bankschulden aus zeitlicher Sicht sogar vorrangig ist. Wir rechnen im Fall eines Börsengangs mit einer partiellen vorzeitigen Rückzahlung und spätestens Mitte 2016 mit der vollständigen Rückzahlung dieser für das Unternehmen sehr teuren Anleihe. Bei einem geringen Emittenten- und Zinsänderungsrisiko errechnet sich für uns aus diesen Annahmen eine Renditeerwartung im mittleren einstelligen Prozentbereich.

Im April haben wir eine Position in **nachrangigen Anleihen der französischen Europcar** aufgebaut, um von den sich konkretisierenden IPO-Absichten des Unternehmens zu profitieren. Die Papiere weisen einen Kupon von 9,25 % und eine Laufzeit bis 2017 auf, sind aber jederzeit mit 30 Tagen Vorankündigungsfrist zu einem Kurs von 104,68 % vorzeitig kündbar, weshalb der Kurs auf diesem Niveau „gedeckt“ ist. Am 26. Juni 2015 ging Europcar erfolgreich an die Börse und emittierte zuvor eine Anleihe zur Ablösung der 9,25 % Nachranganleihe. Durch die Kündigung zum 3. Juli 2015 realisieren wir eine Rendite von annähernd 6 % p.a.

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.