

## 7. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Juli bis 30. September 2015

9. Oktober 2015

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI fiel im abgelaufenen Quartal um 1,7 %, seit Auflage des Fonds am 27. Januar 2014 betrug die Steigerung 12,2 % auf 11.219,95 €.

Nach dem Übernahmeangebot für unsere Avolon-Aktien durch die chinesische Bohai Leasing veräußerten wir unsere gesamte Beteiligung vollständig. Im Gegenzug erhöhten wir unsere Beteiligung an deren Mitbewerber AerCap leicht. Außerdem erwarben wir Aktien am britischen Triebwerkshersteller Rolls-Royce.

Auf der Anleihe Seite bauten wir unsere Position in Tier-1-Anleihen der Deutschen Pfandbriefbank weiter aus. Die Anleihen der Polish Television Holding wurden wie erwartet nach der Zahlung einer Vorfälligkeitsentschädigung zurückgezahlt.

Wir sind im letzten Quartal nur wenige neue Investitionen eingegangen, arbeiten aber zurzeit an mehreren potentiell attraktiven Investitionsgelegenheiten aus dem Bereich Aktien. Das gesunkene Bewertungsniveau stellt bei einigen Unternehmen wieder eine attraktive Kaufgelegenheit dar. Ohne eine ausreichende Liquiditätsposition in Zeiten höherer Bewertungen ist diese Handlungsfähigkeit in Zeiten fallender Kurse und steigender Volatilität aber nicht gegeben. Wir folgen deshalb dem Motto:

„An investor who has courage but lacks cash is as powerless as one who has cash but no courage“  
- Jason Zweig

Das Fondsvolumen setzt sich zum Stichtag folgendermaßen zusammen: Aktien 35,3 %, Anleihen 37,8 %, Derivate -0,1 % und Kasse 26,9 %.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	35,3 %	AerCap, Regus, Rolls Royce
Anleihen	37,8 %	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	3,9 %	Heta Covered 16, Serbien Sinking 24
- Anleihen von Finanzinstituten	20,1 %	Deutsche Pfandbriefbank und., Deutsche Postbank und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	13,8 %	Tank & Rast 20, UPC Holding 23
Derivate	-0,1 %	
Kasse	26,9 %	

Stand: 30.09.2015; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

In den letzten Monaten kehrte die Volatilität an die Märkte zurück. Der deutsche Leitindex Dax verlor von seinem Allzeithoch im April 2015 mehr als 23,8 %. Geprägt von Sorgen um eine Abschwächung in China, ein Überangebot an Rohöl und Spekulationen um den Zeitpunkt einer ersten Zinserhöhung in den USA erfuhren auch die Währungs- und Rohstoffmärkte eine deutliche Zunahme der Volatilität. Nach einigen ruhigeren Jahren scheint auch die Korrelation zwischen den einzelnen Anlageklassen an den Kapitalmärkten wieder zuzunehmen. Der ProfitlichSchmidlin Fonds weist seit Auflage eine Volatilität von 6,2 % auf. Dieses Niveau ist unter anderem Resultat einer sorgfältigen Auswahl von Wertpapieren mit *fundamental* unabhängigen Werttreibern und Sondersituationen. Unser Analyse- und Investitionsprozess schützt uns aber nicht vor Marktverwerfungen, denn wir sichern das Portfolio nicht ab und betreiben auch kein Markttiming. Wir möchten darauf hinweisen, dass das derzeitige Volatilitätsniveau des Fonds nicht für die Ewigkeit ist. Einerseits erhöht ein Anstieg der Korrelation der Anlageklassen die Volatilität eines jeden Portfolios, andererseits stellen heftige Schwankungen für uns vor allem eine Gelegenheit dar, Unterbewertungen auszunutzen. Als Resultat daraus könnte sich die Gewichtung der Anlageklassen verschieben.

Unser Ziel ist es, unterbewertete Wertpapiere zu identifizieren, die einen Werttreiber aufweisen, der zur Auflösung der Fehlbewertung führen könnte. In unserem ersten Quartalsbericht schrieben wir dazu folgendes:

„Wenn der Anstieg [einer Position] nicht aus den Gründen erfolgt ist, die aus unserer Sicht für den Kauf des Wertpapiers ausschlaggebend waren, dann hatten wir schlicht Glück - oder schlimmer noch - wir haben möglicherweise relevante Faktoren nicht berücksichtigt und Fehler gemacht.“

Kurz nach Auflage des Fonds kauften wir im Februar 2014 Aktien der französischen FFP zwischen 42 und 46 € und veräußerten die Position wieder zu Kursen zwischen 74 und 79 € je Aktie im Juni und Juli 2015; die Beteiligung blieb bisher angesichts ihrer Größe ohne Erwähnung. Ein Ertrag von mehr als 70 % in eineinhalb Jahren - ein Erfolg, müsste man meinen. Aus unserer Sicht war diese Entwicklung allerdings eher Zufall als Können zu verdanken. Unsere These war simpel: FFP ist die börsennotierte Familienholding der Familie Peugeot. Neben der Beteiligung am Automobilkonzern hält die FFP zahlreiche weitere Aktienpakete französischer Unternehmen und Private Equity-Beteiligungen. Bei unserem Einstieg waren diese Beteiligungen insgesamt 78 € je FFP-Aktie wert, die FFP-Aktie notierte damit mit einem Abschlag von rund 45 % zum Nettovermögen der Gesellschaft. Bei unserer Überlegung spielte ebenfalls eine Rolle, dass der Anteil der Peugeot-Beteiligung am Gesamtwert von FFP von 80 % im Jahr 2006 auf unter 50 % gefallen war. Dies bedeutete, dass die Vermögenswerte von FFP breiter diversifiziert waren und die Abhängigkeit vom chronisch unrentablen Autobauer abgenommen hatte. Wir gingen davon aus, dass sich die Wiederaufnahme der Dividendenzahlungen, möglicherweise in Verbindung mit Aktienrückkäufen, als Werttreiber für die Bewertung des Unternehmens erweisen würde und sich der Abschlag zum Nettovermögen dadurch einengen würde. Die tatsächliche Entwicklung war anders: Die Dividendenzahlungen wurden zwar wieder aufgenommen, aber Aktienrückkäufe - die bei Kursen weit unter dem NAV höchst sinnvoll wären - wurden nur in sehr geringem Umfang umgesetzt. Zwar stieg die FFP-Aktie zwischen unserem Kauf und Verkauf um mehr als 70 %, dies war allerdings nicht durch die von uns erwarteten Werttreiber, sondern vielmehr durch die fantastische (und von uns so nicht antizipierte) Performance der Peugeot-Aktie im gleichen Zeitraum bedingt, die sich mehr als verdoppelt hatte. Tatsächlich hatte sich der Abschlag auf das Nettovermögen zum Zeitpunkt unseres Verkaufs sogar leicht *ausgeweitet*, dabei waren wir von einer Einengung ausgegangen. FFP wurde also aus fundamentaler Sicht sogar *günstiger*. Nachdem die Ausschüttungspolitik anders als erwartet nicht geändert wurde und es keine Anzeichen (mehr) gab, dass dies in absehbarer Zeit geschehen würde, verkauften wir die Beteiligung. Unser Werttreiber hatte sich nicht materialisiert, der Gewinn war somit eher Glück als Lohn.

## Aktien

Im September hat sich **Avolon** mit der chinesischen Bohai Leasing auf eine Übernahme zu 31 \$ je Aktie geeinigt. Damit materialisierte sich bereits die vierte Übernahme einer Aktienbeteiligung des ProfitlichSchmidlin Fonds seit Fondsaufgabe. Noch im fünften Quartalsbericht hatten wir dargelegt, weshalb der Markt für Flugzeugleasingunternehmen möglicherweise vor einer Konsolidierung steht. Nach dieser Nachricht verkauften wir die Beteiligung knapp unter dem Angebotspreis. Ursprünglich begannen wir im Februar 2015, Avolon in das Fondsdepot zu kaufen. Auf unsere ersten Käufe konnte eine Kurssteigerung von 56 % realisiert werden. Durch die Übernahme sehen wir uns auch in unseren Überlegungen zu AerCap bestätigt. Ansätze unserer Analyse zu dem Unternehmen hatten wir im August detailliert in einem Blogbeitrag<sup>1</sup> dargelegt.

**Regus**, seit Jahresanfang unsere größte Beteiligung, konnte mit den vorgelegten Halbjahreszahlen an die hervorragende fundamentale Entwicklung der Vorjahre nahtlos anknüpfen. Erstens gelingt es dem Unternehmen weiterhin, den Umsatz schneller zu steigern als die Gemeinkosten - im ersten Halbjahr verringerten sich die Gemeinkosten um 3 %, während der Umsatz um 16 % anstieg. Wir betrachten dies als einen Beleg für Fixkostendegression und diszipliniertes Kostenmanagement. Zweitens reduziert sich die Kapitalintensität der Expansion. Regus hat in den letzten Jahren verschiedene Modelle entwickelt, um die Kosten pro neuem Standort zu reduzieren. Dazu gehören unter anderem variable Leasingverträge und Standorte, die von Regus quasi als Franchise betrieben werden. Drittens hat das Unternehmen eine neue Berichterstattung eingeführt, welche die Ertragskraft der einzelnen Kohorten offenlegt. Dadurch ist es nun besser möglich, die Profitabilitätsentwicklung der neueröffneten Standorte aus den letzten Jahren zu verfolgen. So liegt die Bruttomarge vor Abschreibungen der im laufenden Jahr eröffneten Standorte mit -6,3 % noch im negativen Bereich. Die im Jahr 2014 eröffneten Standorte weisen aber bereits eine Marge von 10,0 % auf und haben sich damit im ersten Halbjahr 2015 deutlich verbessert. Wir haben keinen Grund, daran zu zweifeln, dass die Neueröffnungen der letzten Jahre zu der Profitabilität der älteren Standorte in Höhe von etwa 34 % aufschließen werden.

---

<sup>1</sup><http://profitlich-schmidlin.de/avolon-ueber-den-wolken/>

Im abgelaufenen Quartal haben wir eine Position in Aktien der britischen **Rolls-Royce** aufgebaut. Das Unternehmen bildet gemeinsam mit General Electric ein Duopol im Triebwerksmarkt für Langstreckenflugzeuge. Die Attraktivität des Geschäftsmodells zeichnet sich im Wesentlichen durch folgende Faktoren aus: Die Markteintrittsbarrieren sind durch aufwendige Zertifizierungsprozesse hoch. Die Hersteller sichern sich durch den Verkauf der Triebwerke über die Lebensdauer hochrentable und gut prognostizierbare Erträge aus dem Wartungsgeschäft. Aktuell befindet sich Rolls-Royce in einer Übergangsphase. Das Unternehmen hatte in den letzten Dekaden unter anderem sehr erfolgreich Triebwerke für den Airbus 330 (Trent 700) und die Boeing 747 (RB211) entwickelt, die nun durch Nachfolgemodelle, wie Trent 1000 (für die Boeing 787) und Trent XWB (für den Airbus 350), ersetzt werden. Dies hat in den letzten Jahren erhebliche Entwicklungskosten mit entsprechenden Mittelabflüssen ausgelöst und die Profitabilität belastet. Gleichzeitig reduzieren die nun stark ansteigenden Auslieferungen temporär den Gewinn, da gerade zu Beginn neuer Modellreihen die Triebwerke oft mit einem Verlust verkauft werden. Das wahre Potential steckt in den jahrzehntelangen Wartungsverträgen. Die oft von Quartalsergebnis zu Quartalsergebnis orientierten Analysten tun sich mit solchen Geschäftsmodellen schwer: Zwar gibt es kaum Zweifel an der Fähigkeit des Unternehmens, zum Ende des Jahrzehnts hohe freie Zahlungsströme aus dem Wartungsgeschäft zu realisieren, doch bis dahin wird die Gewinnentwicklung von teuren Produkteinführungen belastet.

Etwas Kritik muss sich das Unternehmen jedoch gefallen lassen, da sowohl die verwendeten Bilanzierungsmethoden wie auch die bisherige Kommunikation mit den Investoren nur mühsam nachvollziehbar sind. Eine Kostprobe: Je nachdem, ob ein Triebwerk zuerst an Airbus/Boeing („unlinked“) oder direkt an die Airline („linked“) geliefert wird, bilanziert Rolls-Royce die Transaktion unterschiedlich. Im „linked“-Fall erlaubt das Bilanzregelwerk, den Verlust aus dem Verkauf des Triebwerks mit den erwarteten Gewinnen aus den Wartungsverträgen zu verrechnen, es wird zum Zeitpunkt des Verkaufs also mehr - und während der Wartung in zukünftigen Perioden weniger - Gewinn verbucht. Dies glättet den Gewinn über die Zeit. Verkauft Rolls-Royce das Triebwerk jedoch an Airbus/Boeing, also auf „unlinked“-Basis, so wird lediglich der Verlust aus dem Verkauf des Triebwerks ausgeglichen, aber kein zusätzlicher Gewinn „vorzeitig“ verbucht. Es handelt sich um rein buchhalterische Effekte, die das im Wartungsgeschäft liegende Potential nicht berühren.

Diese Details stifteten Verunsicherung unter den Marktteilnehmern, nachdem Rolls-Royce Anfang Juli eine Gewinnwarnung veröffentlicht hatte: Im Hinblick auf die ersten Auslieferungen des A330neo im Jahr 2017 gingen die Bestellungen für die aktuelle Version des A330 bei Airbus deutlich zurück. Diese Flugzeuge werden hauptsächlich mit den sehr erfolgreichen Trent-700-Triebwerken von Rolls-Royce ausgestattet, für welche die „linked“-Methode Anwendung findet. Aus diesem Grund verursachen die Bestellrückgänge erhebliche Gewinneinbußen, da bei diesen Verträgen wie oben dargelegt ein nennenswerter Teil des über die Laufzeit zu erwartenden Gewinns am Tag der Auslieferung verbucht wird. Die zukünftigen Zahlungsströme des Unternehmens sind von dieser Gewinnwarnung aber kaum berührt. Die Mitteilung war also im wahrsten Sinne des Wortes eine reine *Gewinnwarnung*, der relevante Cashflow wird durch den Rückgang an Trent-700-Auslieferungen in einem erheblich geringeren Umfang belastet. Wir nutzten diese abermalige Konfusion, um unsere Position während des darauf folgenden Abverkaufs aufzubauen.

Langfristig sollten die zukünftigen Zahlungsströme und Gewinne kongruieren und die Kapitalmarktteilnehmer daher den Wert des Unternehmens erkennen. An anderer Stelle ist mehr Aktivität seitens der Unternehmensführung gefragt: So hatte das Vorgängermanagement das Produktportfolio um Antriebssysteme für die Schifffahrt und Energietechnik erweitert. Aus unserer Sicht sollte sich Rolls-Royce auf den Unternehmensteil fokussieren, der die höchsten Kapitalrenditen erwirtschaftet. Dies ist im zivilen Triebwerksgeschäft der Fall. Durch den neuen CEO Warren East könnte hier der Wandel angestoßen werden. In letzter Zeit haben sich Veränderungen in der Aktionärsstruktur ergeben, die genau dies vermuten lassen.

Nach langem Hin und Her in den letzten Monaten haben sich die Troika und Griechenland auf ein neues Hilfspaket geeinigt, welches als Bedingung insbesondere die Privatisierung zahlreicher Staatsunternehmen vorsieht. Im Fall des Verkaufs der staatlichen Beteiligung an **Thessaloniki Port** müssen verbindliche Angebote nun bis Februar 2016 abgegeben werden. Das Unternehmen entwickelt sich derweil trotz der herben Turbulenzen in Griechenland positiv, so stiegen Umsatz und Gewinn auch im ersten Halbjahr 2015 weiter an. Trotz der deutlichen Verspätung der Privatisierungsprogramme hat sich die Aktie bisher gut entwickelt, was zum einen auf die positive Entwicklung der Fundamentaldaten zurückzuführen ist, zum anderen aber auch auf die weiterhin große Nettokasseposition des Unternehmens. Der Aktienkurs erhöhte sich seit Aufbau der Position um 25 % (inklusive Dividenden), während sich der griechische Aktienmarkt im gleichen Zeitraum nahezu halbierte. Dies zeigt, dass auch in einem Markt wie dem griechischen durch eine Kombination aus Unterbewertung und starkem Werttreiber Rendite erzielt werden kann, ohne dabei übermäßige *fundamentale* Risiken einzugehen.

## 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.

### Anleihen von Finanzinstituten

Im letzten Quartalsbericht stellten wir die Überlegung hinter der von uns gehaltenen Tier-1-Anleihe der **Deutschen Pfandbriefbank** vor. Die Bank ging am 15. Juli 2015 an die Börse und löste kurz davor, wie von uns erwartet, die vom deutschen Staat gehaltene Stille Einlage ab, wodurch die Kuponzahlungen für diese Anleihe für dieses Jahr ausgelöst werden. Auch wurde der Bilanzverlust der Bank im Zuge des Börsengangs ausgeglichen, wodurch einer regelmäßigen Kuponzahlung nichts mehr im Wege steht. Die Anleihe reagierte bereits positiv auf diese Maßnahmen, hat aus unserer Sicht aber noch weiteres Potential, da bereits Mitte 2017 mit einer Kündigung des Papiers zu rechnen ist.

Der Verkaufsprozess der portugiesischen **Novo Banco** zieht sich derweil weiter hin, nachdem der Staat zwei Kaufangebote chinesischer Bieter als zu niedrig abgelehnt hatte. Der Prozess soll nun nach den am 4. Oktober stattfindenden portugiesischen Parlamentswahlen wieder aufgenommen werden. Diese Verzögerungen wurden vom Markt negativ aufgenommen. Wir halten die Papiere weiter für sehr attraktiv und sehen das Risiko einer Beteiligung der Seniorgläubiger angesichts des positiven Eigenkapitalwerts der Bank als gering an. Im besten Fall eines Verkaufs der Bank an eine europäische Großbank hat die Anleihe aus unserer Sicht erhebliches Kurspotential, gleichzeitig ergibt sich aufgrund der speziellen Kuponformel weiterhin kein nennenswertes Zinsänderungsrisiko.

### Sondersituationen Unternehmensanleihen

Wir halten eine Position in **HoldCo-Anleihen des Kabelnetzbetreibers Altice mit einer Laufzeit bis 2022** und haben diese in den letzten Wochen weiter ausgebaut. Am 10. August 2015 schloss das von Patrick Drahi kontrollierte Unternehmen eine Umwandlung der Holdinggesellschaft in eine niederländische Gesellschaftsform ab. Im Zuge dieses Wandels wurden zwei Aktiegattungen ausgegeben, womit sich Patrick Drahi die Möglichkeit bietet, die Mehrheit der Stimmrechte zu behalten, ohne gleichzeitig auch die Mehrheit am Kapital der Gesellschaft halten zu müssen. Ob dieser Schritt für die Aktionäre positiv ist, sei dahingestellt - für die Gläubiger des Unternehmens stellt diese Änderung aber eine deutliche Verbesserung dar, da Altice nun seine Expansion mittels der Emission weiterer Aktien finanzieren kann, ohne dass Patrick Drahi dadurch seine Vormachtstellung in der Gesellschaft einbüßt. Nach unserer Einschätzung kann Drahi somit bis zu 50 Mrd. € neues Eigenkapital aufnehmen, ohne durch diese Aktienemissionen die Mehrheit der Stimmrechte einzubüßen. Angesichts des aktuell relativ hohen Verschuldungsgrades des Unternehmens könnte sich somit das Risikoprofil der Gesellschaft deutlich verbessern.

Der Verkauf eines Mehrheitspakets von TVN an das US-amerikanische Medienunternehmen Scripps Networks durch Vivendi wurde im Juli abgeschlossen. Dem von Vivendi geplanten Verkauf der Unternehmensbeteiligung am polnischen Fernsehsender TVN stand die **Polish Television Holding-Anleihe** im Weg, da diese mit den TVN-Aktien von Vivendi besichert waren. Wie im vierten und fünften Quartalsbericht dargelegt, antizipierten wir mit der Investition bereits im dritten Quartal 2014 eine vorzeitige Rückzahlung mit Vorfälligkeitsentschädigung. Dabei erhöhten wir die Investition aufgrund des durch die Transaktion mit Scripps Networks sinkenden Risikos kontinuierlich. Angesichts des hohen Kupons von 11 % und der im Rahmen der Rückzahlung fälligen Vorfälligkeitsentschädigung ergab sich eine Rendite von 13,4 % p.a. auf unsere ersten Käufe.

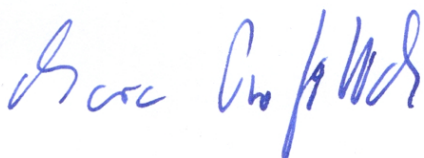
Unsere Investition in besicherten Senior-Anleihen des Raststättenbetreibers **Tank & Rast** bauten wir im abgelaufenen Quartal weiter aus, nachdem das Unternehmen den Eigentümer gewechselt hatte: von dem Private Equity-Investor Terra Firma zu einem Konsortium um Allianz und Münchner Rück. Durch die Transaktion sehen wir den hohen Unternehmenswert von Tank & Rast bestätigt. Das Renditeniveau bis zur nächsten Kündi-

gungsmöglichkeit halten wir angesichts der geänderten Eigentumsverhältnisse für interessant. Eine vorzeitige Kündigung mit Vorfälligkeitsentschädigung ist zudem weiterhin nicht ausgeschlossen.

### Derivate

Im Juli realisierten wir Gewinne bei **bpost** und **Evonik** und bereiteten weitere Verkäufe vor, indem wir die übrigen Aktien größtenteils durch den Verkauf von Kaufoptionen veroptionierten. Angesichts der Kursverluste der letzten Monate ist die Bewertung der bpost insbesondere im Hinblick auf eine mögliche Sonderausschüttung wieder attraktiver geworden.

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.