

GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL

SMALL CAPS. GREAT VALUE.

Gehlen Bräutigam Capital GmbH
Bockenheimer Landstraße 2-4
OpernTurm
60306 Frankfurt am Main

+49 (0) 69 6677 48118
info@gbcvalue.com
www.gbcvalue.com

Letter to Partners #6

Q4 2019 (01.10.2019 – 31.12.2019)

21. Januar 2020

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

wir freuen uns, Sie mit der sechsten Ausgabe unseres Letter to Partners für den Gehlen Braeutigam Value HI Fonds über Entwicklungen im letzten Quartal zu informieren. Er enthält Updates zu unserer Performance und unseren Investments sowie Informationen zur Strategie im Jahr 2020.

Im vierten Quartal 2019 hat unser Fonds einen regelrechten Jahresendspurt hingelegt und wir konnten das Quartal mit einem Plus von über 7% abschließen. Insgesamt haben wir im Jahr 2019 eine Rendite von +10,3% (-S- Tranche) erzielt. Hiermit sind wir nicht ganz zufrieden. In Zukunft erhoffen wir uns von den tiefen und teilweise gestiegenen Unterbewertungen sowie der guten operativen Entwicklungen unserer Portfoliounternehmen eine deutlich höhere Performance. Auch deshalb haben wir den Namen des letzten Investments aktuell noch nicht erwähnen. Vollständig verkauft haben wir unsere Positionen in McKesson Europe und Stars Group, später mehr dazu.

Auch bei unserer Investmentaktivität hatten wir ein sehr ergiebiges Schlussquartal. Wir sind mit mehreren DD Prozessen sehr gut vorangekommen und konnten die teils sehr niedrigen Bewertungen nutzen, um insgesamt sechs neue Investments in vier Ländern zu tätigen: Sonae Capital (PT), Viel Et Compagnie (FR), Devoteam (FR), Holland Colours (NL), Muehlhan (DE) und ein weiteres deutsches Unternehmen. Da wir noch im Aufbau unserer Position sind, möchten wir den Namen des letzten Investments aktuell noch nicht erwähnen. Vollständig verkauft haben wir unsere Positionen in McKesson Europe und Stars Group, später mehr dazu.

Zum Jahresende 2019 sind wir zu ca. 90% in Aktien allokiert, der Rest liegt zurzeit in der Kasse und kann für weitere Käufe bzw. für Nachkäufe bestehender Positionen genutzt werden. Unser Portfolio umfasst 27 Unternehmen aus 8 Industrien und 10 Ländern. Mit der Anzahl der Positionen sind wir zufrieden, jedoch möchten wir sie nicht weiter erhöhen. Für uns ist es von entscheidender Bedeutung, unsere Investments sehr gut zu kennen und deren Entwicklungen eng zu verfolgen. Bei einer größeren Anzahl von Titeln würde uns das zunehmend schwer fallen. Darüber hinaus sind wir der Ansicht, dass der Markt selten attraktive Opportunitäten bietet. Wenn wir eine solche finden, dann möchten wir auch einen wesentlichen Teil unseres Vermögens investieren. Über 50% des Fondsvolumens sind daher in die 10 größten Positionen investiert.

Die hohe Aktivität am Markt für Fusionen und Übernahmen (M&A), insbesondere auch im Nebenwerte-Bereich, war im abgelaufenen Quartal auch bei uns ein großer Faktor. Unsere Portfoliounternehmen kauften Firmen hinzu, fusionierten mit anderen Unternehmen oder erhielten Übernahmeangebote von Wettbewerbern:

Le Belier, ein global führender Hersteller von Aluminiumformteilen, insbesondere Bremsklötzen, für die Automobil- und Luftfahrtindustrie, befindet sich im Verkaufsprozess. Die Gründerfamilie und das Management, welche zusammen ca. 62% der Aktien halten, akzeptierten vor einigen Tagen ein Übernahmeangebot zu einer attraktiven Prämie vom chinesischen Wettbewerber Wencan Die Casting. Im nächsten Schritt wird dieses Angebot an alle Minderheitsaktionäre gerichtet.

Zum Jahresende hat die **flatex AG**, ein führender Onlinebroker im deutschsprachigen Raum, in die wir seit Mitte 2019 investiert sind, die Übernahme des sehr aggressiven Wettbewerbers DeGiro (NL) angekündigt. Dieser Zusammenschluss festigt die Position von flatex als führender Onlinebroker in Europa. Darüber hinaus betrachten wir die Akquisition vor allem aufgrund der sehr hohen Synergiepotenziale als wertschaffend.

Anfang Dezember kündigte die **JOST Werke AG** (siehe Case Study Letter to Partners #5) die Übernahme der schwedischen Ålö Holding an. Auch wenn der Kaufpreis kein Schnäppchen gewesen ist, bewerten wir die Akquisition positiv. Ålö hat eine starke Marktposition und ist mit einem Marktanteil von etwa 30% eines der weltweit führenden Unternehmen für landwirtschaftliche Frontlader. Die anvisierten Synergien sind substantiell.

Der Fusionsprozess zwischen Flutter Entertainment Plc und **Stars Group Inc.** deckte einen großen Teil der signifikanten Unterbewertung von Stars für uns als Aktionäre auf. Seit unserem Investment im August 2019 konnten wir eine Kurs-Performance von ca. +70% erzielen. Wir haben unsere Position mittlerweile vollständig verkauft.

Neben dem weiteren Fokus auf das Portfolio, ist es unser Ziel, das Fondsvolumen in 2020 von derzeit EUR 6,5 Mio. durch zunehmende Vertriebsaktivitäten weiter zu steigern. Wir erwarten, dass wir in den kommenden Wochen aufgrund von bereits erfolgten Zusagen und unserem Investment die Marke von EUR 7 Mio. überschreiten werden.

Neben unserem Fondsvolumen ist auch unser **Team** gewachsen. Nachdem **Yannik Schmid** bereits im letzten Jahr als Praktikant bei uns tätig war, absolviert er aktuell den Real Estate Master an der European Business School. Auf Basis seiner Immobilien-Expertise, die er sich bei vorherigen Stationen angeeignet hat, liefert er als Werkstudent weiterhin sehr wertvolle Research-Arbeit und generiert auch durch sein privates Netzwerk besonders hilfreiche Einblicke bei der Analyse von Unternehmen aus diesem Sektor. Zudem freuen wir uns auf die Unterstützung eines weiteren Praktikanten ab Februar 2020.

Abschließend möchten wir Sie noch über eine anstehende Veränderung hinsichtlich unseres Fonds Set-ups informieren. Wie Sie wissen, agiert Berenberg seit der Fondsaufgabe als unsere Verwahrstelle. Das Bankhaus hat kürzlich allerdings beschlossen, den unseren Fonds betreffenden Geschäftsteil zu veräußern. Wir haben die Situation genutzt, um unser Set-up, insbesondere beim Aktienhandel, nochmals zu überprüfen und für die Zukunft noch besser aufzustellen. Nachdem wir einige Optionen angeschaut und analysiert haben, haben wir uns für das Bankhaus **Donner & Reuschel** als neue Verwahrstelle entschieden.

Der anstehende Wechsel wird voraussichtlich im ersten Quartal 2020 abgeschlossen sein. Auf die anstehende Zusammenarbeit mit Donner & Reuschel freuen wir uns sehr.

Auf den kommenden Seiten finden Sie einige Gedanken zu unserer Investment-Philosophie, insbesondere dazu, wie wir über Performance und die Qualität unserer Entscheidungen nachdenken. Daran anschließend schreiben wir in diesem Letter über unser Investment in MPC Capital und analysieren, wo wir bei dieser Entscheidung möglicherweise Fehler gemacht haben. Abschließend finden Sie eine detaillierte Übersicht über die Performance und das aktuelle Portfolio.

Wir danken Ihnen herzlichst für die großartige Zusammenarbeit, Ihr Vertrauen und Ihre Unterstützung und freuen uns auf ein weiteres Jahr mit Ihnen. Bitte melden Sie sich sehr gerne jederzeit bei Fragen oder Anmerkungen. Über Ihr Feedback freuen wir uns sehr.

Mit herzlichen Grüßen,



Daniel Gehlen



Marc-Lennart Bräutigam

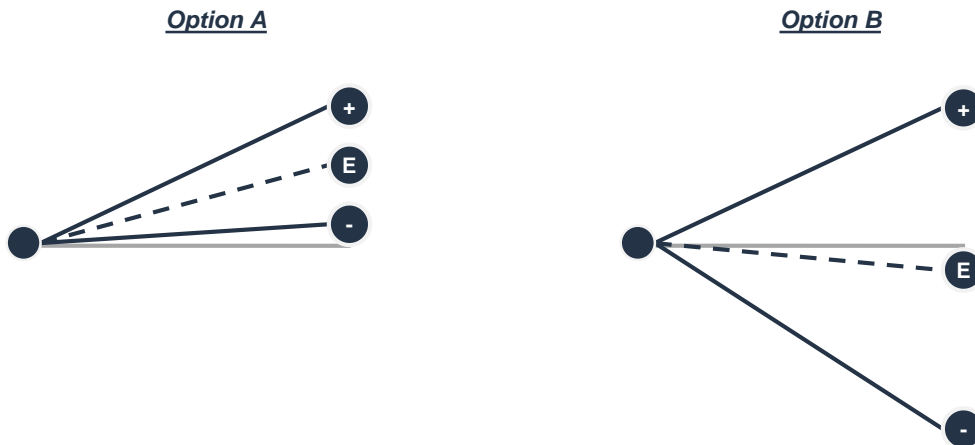
P.S.: Folgen Sie uns auf [LinkedIn](#) / [XING](#).

Gedanken zur Bewertung von Entscheidungen

Die erste Frage, die sich stellt, ist: Kann man ein Investment allein an der realisierten Kurs-Performance bewerten? Unsere Meinung hierzu ist ein klares NEIN. Wir sind überzeugt:

Man kann die Qualität einer Entscheidung nicht anhand des Ergebnisses beurteilen.

Diese Aussage klingt zugegebenermaßen kontrovers. Um die Aussage zu verdeutlichen, stellen Sie sich folgende hypothetische Situation vor. Eine Person steht vor einer Entscheidung, bei der sie zwei mögliche Optionen (A und B) hat. Beide Optionen können, mit der gleichen Wahrscheinlichkeit, zu zwei verschiedenen Ergebnissen (+ und -) führen. E stellt dabei den Erwartungswert dar.

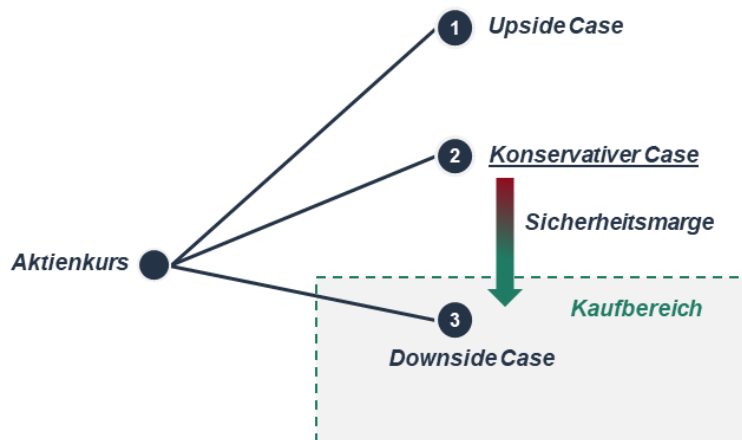


Aus der obenstehenden Grafik wird schnell klar, dass Option A die bessere Alternative ist. Der Erwartungswert der möglichen Ergebnisse liegt über dem von Option B, außerdem sind beide Ergebnisse positiv.

Würden wir jedoch die Entscheidung im Nachhinein anhand des Ergebnisses beurteilen, dann könnte es durchaus sein, dass wir Option B als die bessere Entscheidung ansehen – nämlich dann, wenn eine Person Option B gewählt hat und der Ausgang positiv war.

Bei einer Investment-Entscheidung handelt es sich, wie in der obigen Situation, immer um eine Entscheidung unter Unsicherheit. Glück oder Zufall spielen beim Investieren immer eine Rolle. Darüber hinaus gibt es nie eine perfekte Informationslage. Aufgrund dieser beiden Faktoren können gut durchdachte Entscheidungen scheitern und schlechte Entscheidungen können zu Erfolgen führen.

Wir sind uns bewusst, dass es für die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens immer verschiedene Szenarien gibt. Sie können sich zu diesem Thema vielleicht auch an folgende Grafik aus unserer Präsentation erinnern:



Quelle: Gehlen Braeutigam Capital GmbH.

Wir sehen unsere Aufgabe darin, die möglichen Szenarien und deren Eintrittswahrscheinlichkeit mithilfe unseres Due Diligence Prozesses möglichst gut abzuschätzen. Auf Basis dieser Einschätzungen treffen wir Investment-Entscheidungen. Die Sicherheitsmarge bietet dabei einen Puffer für unerwartet negative Entwicklungen. Außerdem bietet sie einen Puffer für mögliche falsche (zu optimistische) Einschätzungen. Darüber hinaus investieren wir vor allem dann, wenn wir auch in unvorteilhaften Ausgängen nur ein geringes nachhaltiges Verlustpotenzial sehen.

„Investing is a game of skill – meaning the inferior players can’t expect to be above average winners in the long run. But it also includes elements of chance – meaning skill won’t win out every time. In the long-run, superior skill will overcome the impact of bad luck. But in the short run, luck can overwhelm skill, and the two can be indistinguishable.” – Howard Marks, Co-Chairman & Co-Founder von Oaktree Capital Management

Bewertung der Performance unserer Investment-Entscheidungen

Wenn wir die Entwicklung der Kurse unserer Positionen kritisch beurteilen, unterscheiden wir drei Fälle.

Vorab möchten wir hinzufügen, dass der Zeitraum der Bewertung der Performance sehr wichtig ist. 1 oder 2 Jahre sind dabei unserer Meinung nach viel zu kurz. Fehlbewertungen können am Aktienmarkt auch über längere Zeit bestehen bleiben. Wir konzentrieren uns daher bei unserer Analyse-Arbeit auf die operative Entwicklung der Unternehmen und der Veränderung des inneren Wertes.

1.: Investments, bei denen die Entwicklung des Aktienkurses die operative Entwicklung des Unternehmens und anderer für die Bewertung wichtiger Parameter (insgesamt: die Veränderung des inneren Wertes) bis heute nicht widerspiegelt.

Bei unseren Investments stechen uns u.a. **Gamesys** (ehemals JPJ Group) und **Ferronordic** als solche Fälle ins Auge. Beide Unternehmen haben sich bisher operativ sehr stark entwickelt und sind mit zweistelligen Wachstumsraten gewachsen. Die Aktienkurse haben bisher jedoch (fast) gar nicht auf diese positive Entwicklung reagiert.

Gamesys hat erst kürzlich verkündet, dass sie das obere Ende der Ziele für das erwartete Ergebnis für 2019 erreichen werden. Bereits zuvor haben sie die Erwartungen des Marktes und von uns übertreffen können. Außerdem hat Gamesys im letzten Jahr eine aus unserer Sicht sehr sinnvolle Übernahme getätigt. Auch wenn es nach wie vor regulatorische Gegenwinde im Heimatmarkt in Großbritannien gibt, sind wir der Meinung, dass sich der intrinsische Wert pro Aktie im letzten Jahr deutlich erhöht hat.

Bei Ferronordic zeigt sich ein sehr ähnliches Bild. Wir haben Anfang des letzten Jahres bei einer Bewertung in die Aktie investiert, die kein Wachstum erfordert. In den ersten neun Monaten des Jahres 2019 konnte das Unternehmen allerdings ein Umsatzwachstum von 25% (!) und ein Wachstum des operativen Gewinns von 39% (!!) vorweisen. Gleichzeitig treibt das Management die Expansion voran. Im letzten Jahr wurden zwei Übernahmen in Deutschland getätigt. Diese werden zwar kurzfristig die Profitabilität leicht belasten. Jedoch sind wir der festen Ansicht, dass sie mittel- bis langfristig großen Wert schaffen können. Wir sind nicht zuletzt von den positiven Aussichten überzeugt, weil das Management, sowohl in der ersten und zweiten Ebene, einen wesentlichen Anteil der Aktien selbst hält.

2.: Investments, bei denen sich ein schlechtes Szenario eingestellt hat.

Beispiele dafür sind aus unserer Sicht **Francotyp-Postalia** oder **Character** (wir haben im letzten Letter über unseren Verkauf geschrieben).

Bei Francotyp, über die wir im ersten Letter to Partners ausführlicher geschrieben haben, haben wir zwar nie an die außergewöhnlich optimistischen Pläne des Unternehmens geglaubt. Jedoch ist die operative Entwicklung bis heute auch hinter unseren deutlich konservativeren Annahmen zurückgeblieben. Aus unserer Sicht hat sich hier also ein sehr schlechtes Szenario – ein Downside Case – materialisiert. Zwar hat das sehr stabile Kerngeschäft (rund um die Frankiermaschine) weiterhin wie zu erwarten Gewinne und Cash Flows generiert. Bis heute hat sich aber fast kein Erfolg bei den aus unserer Sicht vielversprechenden digitalen Produkten abgezeichnet. Auch die positiven Effekte aus dem Effizienzprogramm verzögern sich.

Trotz der unerwartet negativen operativen Entwicklung des Unternehmens steht die Aktie heute ungefähr dort, wo sie auch bei unserem Kauf stand. Hätte sich ein besseres Szenario eingestellt, würde die Aktie heute mit Sicherheit 50-100% höher stehen. Wir können aus unserer Sicht also bei unserem Investment in Francotyp nicht von einer schlechten Entscheidung sprechen.

Trotz des gesunkenen Wertes sind wir nach wie vor der Ansicht, dass ein Investment in Francotyp ein attraktives Chance-Risiko-Profil hat. Da der faire Wert aus unserer Sicht allerdings zurückgegangen ist und der Kurs sich gleichzeitig nicht verändert hat, ist die Sicherheitsmarge gesunken. Um dem Rechnung zu tragen, haben wir unsere Position in den letzten Monaten von in der Spitze 8% auf ca. 4% des Portfolios reduziert.

3.: Investments, bei denen wir einen Fehler gemacht haben.

Konkret heißt das, dass wir die verschiedenen Szenarien bzw. deren Wahrscheinlichkeiten (unter Berücksichtigung der damaligen Informationslage), die die Grundlage unseres Entscheidungsprozesses für oder gegen ein Investment darstellen, falsch eingeschätzt haben. Beim Rückblick auf unsere Investments möchten wir insbesondere diese Fälle identifizieren, um aus ihnen zu lernen und ähnliche Fehler in der Zukunft zu vermeiden. Im Folgenden analysieren wir unseren aus unserer Sicht bisher größten Fehler und beschreiben die Lehren, die wir daraus gezogen haben.

Case Study – MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG

Wir wissen, dass Investitionen stets mit Risiken verbunden sind. Unser Due Diligence Prozess ist vor allem darauf ausgerichtet, die Risiken von möglichen Investments aufzudecken, damit wir diese verstehen und einschätzen können. Unser Kredo „*Never Lose Money*“ steht hierbei stets an oberster Stelle. Konkret bedeutet dies, dass wir nur dann investieren, wenn wir ein aus unserer Sicht sehr vorteilhaftes Chancen-Risiko-Profil auffinden und die Wahrscheinlichkeit eines nachhaltigen Kapitalverlusts sehr gering ist.

Nachdem wir unsere Analyse in der ersten Jahreshälfte 2018 abgeschlossen hatten, waren wir überzeugt, dass wir eine solche Konstellation bei der MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG (MPC) aus Hamburg vorgefunden haben. Das Geschäftsmodell des Asset Managers von alternativen Investments bewerteten wir als attraktiv und skalierbar. MPC hat in den letzten Jahren die Infrastruktur (Investment Teams, Administration, Risikomanagement, Vertrieb) für ein erheblich größeres Geschäft aufgebaut. Beim Zugewinn weiterer Assets bestehen in diesem wiederkehrenden Geschäft attraktive Skaleneffekte, da zusätzlichen Einnahmen nur geringe zusätzliche Kosten gegenüber stehen und die Gewinne somit überproportional steigen. Zudem fanden wir eine sehr starke Bilanz sowie eine Bewertung vor, die weder die attraktiven Wachstumschancen noch die hohen Vermögenswerte ausreichend reflektierte.

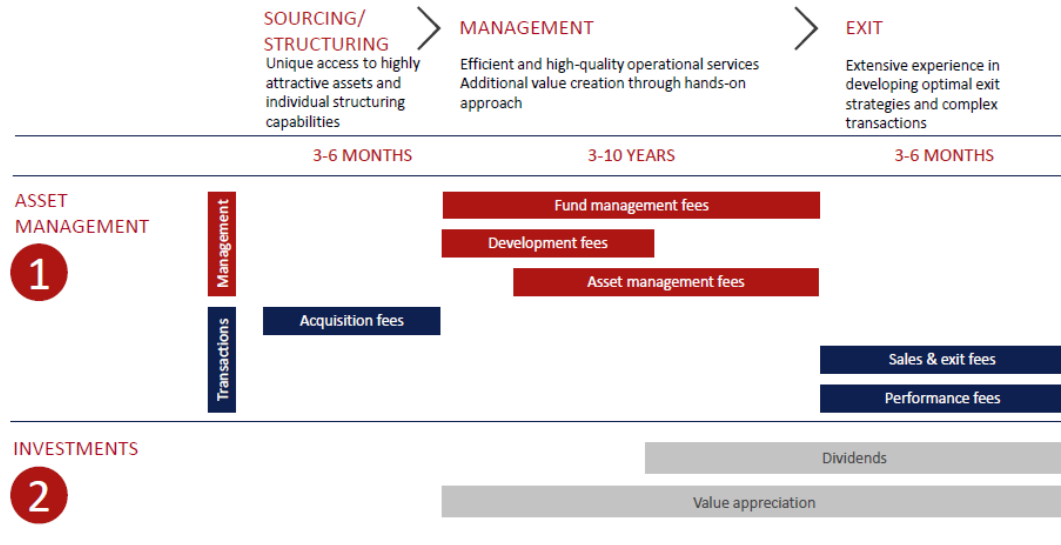
Nach unserem Investment in das Unternehmen erhielten wir Ende 2018 eine negative Nachricht. MPC revidierte überraschend seinen Ausblick für das Geschäftsjahr 2018 auf nur noch EUR 40-42 Mio. Und dies nachdem das Unternehmen 2017 noch einen Umsatz von EUR 52 Mio. und ein Ergebnis vor Steuern von EUR 16,5 Mio. ausweisen konnte.

Leider wirken Skaleneffekte in beide Richtungen: Das Ergebnis vor Steuern sollte nun nur noch leicht positiv ausfallen, ggü. einer vorherigen Prognose von über EUR 19 Mio.! Entsprechend enttäuscht reagierte der Markt und MPC verlor einen Großteil seiner Marktkapitalisierung. Der Aktienkurs rutschte von unserem Einstieg bei durchschnittlich ca. EUR 4,20 sehr deutlich auf ca. EUR 2,50 ab.

Was war passiert?

Uns war durchaus bewusst, dass die variablen Ergebnisbeiträge aus Transaktionsgebühren und erfolgsabhängigen Vergütungen des Asset Managers (siehe „Transactions“ in Grafik auf der Folgeseite) von Jahr zu Jahr schwanken. Diese Umsätze hängen wesentlich davon ab, wann bestehende Projekte bzw. Investments verkauft und wann neue begonnen werden. Aufgrund unserer langfristigen Perspektive sahen wir kein großes Problem darin, dass MPC in den nächsten Jahren auch mal ein schwächeres Ergebnis vorweisen wird.

FEE AND INCOME GENERATION



Quelle: MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG

Für uns war von größerer Bedeutung, dass sie im Schnitt der nächsten Jahre ein zufriedenstellendes Ergebnis erwirtschaften können. Allerdings lagen wir mit unserer Einschätzung der durchschnittlichen Höhe voraussichtlich falsch.

Dies lässt sich rückblickend u.a. mit einer begrenzten Historie dieses für die MPC relativ neuen Geschäftsmodells begründen. Die variablen Ergebnisbeiträge lagen in den Jahren 2015-17 zwischen EUR 12 und 20 Mio. Leider haben diese Jahre dabei wahrscheinlich ein zu positives Bild abgezeichnet.

Anfang 2019 erreichte uns dann die nächste negative Nachricht. Das Unternehmen musste eine außerordentliche Abschreibung in Höhe von EUR 9,6 Mio. auf Beteiligungen vornehmen. Dieses versteckte Risiko hatten wir in unserem detaillierten Analyseprozess nicht erkannt.

Auch aus den vielfach geführten Gesprächen mit Unternehmensvertretern und ehemaligen Mitarbeitern konnten wir diese Risiken nicht frühzeitig genug erkennen bzw. ausreichend gut einschätzen. In der Folge verlor der Aktienkurs weiter und pendelt aktuell um die EUR 2,00.

Was haben wir daraus gelernt?

Wie wir im Vorfeld beschrieben haben, fällt man beim Investieren immer Entscheidungen unter Unsicherheit. Wenn wir aus den vorliegenden Informationen keine ausreichende Klarheit gewinnen können, dann sollten wir nicht investieren. In diesem Fall war die Unsicherheit bei zwei sehr wesentlichen Punkten zu groß und wir hätten dies selbstverständlich im Zuge unserer Analysen erkennen müssen.

Natürlich haben wir uns kritisch mit dem Geschäftsmodell auseinandergesetzt und auch erkannt, dass die variablen Ergebnisbeiträge einen substanziellen Einfluss auf die Gewinne haben. Jedoch sind wir nicht kritisch genug bei der Analyse dieser gewesen. **Wir haben uns insbesondere auf eine zu kurze Historie und die optimistischen Prognosen des Managements verlassen. Wir hätten diesen Punkt, auch im Gespräch mit dem Management, schlicht kritischer hinterfragen müssen.**

Auch das Abschreibungsrisiko hätten wir bei unserer Bilanzanalyse erkennen müssen. Da die Werthaltigkeit größerer Bilanzpositionen gerade bei unserem Ansatz in vielen Fällen eine große Rolle spielt, **gehen wir seitdem noch akribischer vor. In der Folge haben wir nochmals jede einzelne Bilanzposition im Detail mit dem Unternehmen durchgesprochen und für uns bewertet.**

Warum haben wir an unserer Position festgehalten?

Auf Basis der oben angesprochenen Neubewertung sind wir zu folgendem Schluss gekommen:

Nach den beiden Kursrückgängen wird MPC an der Börse mittlerweile nur noch mit einem Wert von ca. EUR 67 Mio. bewertet. Demgegenüber stehen Finanzanlagen in Höhe von ca. EUR 83 Mio. sowie ein Kassenbestand von ca. EUR 14 Mio. Die Aktie handelt also allein mit einem Abschlag zu diesen beiden Posten.

Das operative Geschäft – einen Asset Manager mit einem verwalteten Vermögen über EUR 4 Mrd. – gibt es quasi umsonst oben drauf. Zugegeben, aktuell erwirtschaftet MPC nur ein ausgeglichenes Ergebnis. Aufgrund der starken Deckung durch werthaltige Vermögenswerte und der Möglichkeit, Kosten einzusparen, wenn sich in der Zukunft kein Wachstum einstellt, sehen wir mittelfristig allerdings nur sehr wenig Downside.

Sollte MPC aber beim Gewinn neuer Assets erfolgreich(er) sein, kann der Börsenwert um ein Vielfaches steigen. Hierzu hatten wir auch zu Beginn dieses Jahres ein Telefonat mit dem Chief Sales Officer von MPC, Herrn Dr. Ignace Van Meenen, geführt. Dieser war in der Mitte des letzten Jahres zu MPC gekommen und hat seitdem einige vielversprechende Veränderungen implementiert.

Da diese aktuell noch keine greifbaren Ergebnisse erzielen und erst in den kommenden Quartalen Früchte tragen sollen, haben wir uns bisher nicht für einen weiteren Kauf von Aktien entschieden. Allerdings sehen wir die Reaktionen der Börse als deutlich zu negativ und zu kurzfristig gedacht. Insgesamt erachten wir das Chance-Risiko-Profil bei der aktuellen Bewertung als zu gut, um uns von unseren Anteilen zu trennen.

Nicht zuletzt ist MPC Capital aus unserer Sicht ein außergewöhnlich attraktives Übernahmeziel. Ein anderer Vermögensverwalter könnte das operative Geschäft, selbst unter Berücksichtigung einer ordentlichen Prämie, zu einem sehr vorteilhaften Preis erwerben. Da ein strategischer Käufer bei der Infrastruktur viele Kosten einsparen könnte – viele Funktionen braucht man nicht zweimal – könnte er das Geschäft sogar direkt profitabel gestalten. Das ganze zukünftige Upside bekäme er dabei umsonst.

Kürzlich hat es erste Gerüchte gegeben. Lloyd Fonds, ein Vermögensverwalter, der aktuell eine aggressive Expansionsstrategie verfolgt – und mit der SPSW Capital unter anderem kürzlich einen anderen Hamburger Vermögensverwalter gekauft hat – soll interessiert sein.

Auch die Familie Schröder, welche über die MPC Holding Großaktionär von MPC und mit Herrn Dr. Axel Schröder im Aufsichtsrat vertreten ist, sieht die aktuelle Bewertung als deutlich zu niedrig an. Daher haben sie ihren Anteil in den letzten Monaten nochmal um 3% aufgestockt – von 45 auf 48%.

Performance Update

Als aktiv gemanagter Aktienfonds ist es unser Ziel, über einen langfristigen Zeitraum einen möglichst hohen Wertzuwachs zu erreichen – darin sehen wir den wesentlichen Mehrwert unserer Arbeit für Sie, unsere Partner. Konkret bedeutet dies, dass wir Ihnen im langfristigen Durchschnitt eine jährliche **Rendite von >10%** bieten möchten.

Aktuell sind alle drei Tranchen unseres Fonds für Neuinvestitionen geöffnet:

Die -S- Tranche ist für neue Investoren geschlossen. Bestehende Investoren können ab einer Mindestanlagesumme von EUR 10.000 zusätzliche Fondsanteile ordern. In die -R- Tranche kann ohne Mindestanlagesumme investiert werden. Bei der -I- Tranche liegt die Mindestanlagesumme für neue Investoren bei EUR 200.000. Bestehende Investoren der -I- Tranche können ohne Mindestbetrag zusätzliche Fondsanteile ordern. Die jeweilige Tranche finden Sie über die folgenden Wertpapierkennnummern:

-S- Tranche: A2JF8Z **-R- Tranche:** A2JQHQ **-I- Tranche:** A2N811

Untenstehend haben wir die aktualisierten **Netto-Performance-Zahlen (inkl. Ausschüttung), nach Abzug aller Kosten, der -S-, -R- und -I- Tranchen** für Sie dargestellt:

| | -S- Tranche | -R- Tranche | -I- Tranche | MSCI Europe S&M Cap |
|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------------------|
| 2018 | -2,9%* | -2,5%** | - | -17,2%* |
| 2019 | +10,3% | +9,2% | +8,3%*** | +30,6% |
| Seit Auflage | +7,1% | +6,5% | +8,3% | +8,1% |

* Seit Auflage der -S- Tranche am 02. Juli 2018 bis Jahresende 2018 (ca. 6 Monate).

** Seit Auflage der -R- Tranche am 07. September 2018 bis Jahresende 2018 (ca. 4 Monate).

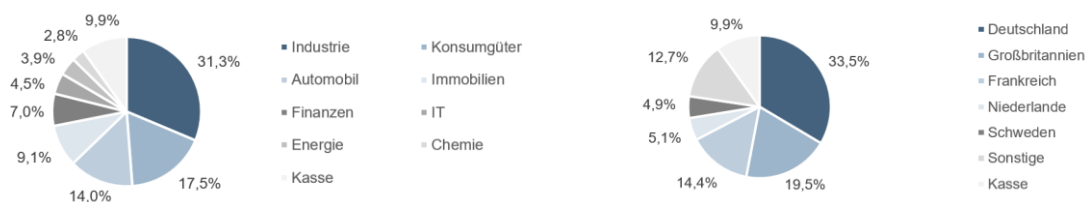
*** Seit Auflage der -I- Tranche am 02. Januar 2019 bis Jahresende 2019.

Wie Sie wissen, bildet unser Fonds keinen Index ab, und seine Anlagestrategie beruht auch nicht auf der Nachbildung der Entwicklung eines oder mehrerer Indizes. Der Fonds verwendet daher keinen Referenzwert. Der oben dargestellte Vergleich mit dem MSCI Europe Small & Micro Cap Index dient lediglich der Transparenz gegenüber Ihnen, unseren Investoren. Bitte verstehen Sie diesen Vergleich lediglich als groben Anhaltspunkt. Wir sind uns bewusst und gehen auch in Zukunft davon aus, dass unsere Performance teilweise stark in beide Richtungen abweichen kann.

Bitte beachten Sie, dass es aufgrund der ungleichen Startzeitpunkte sowie der unterschiedlichen Gebührenstruktur der drei Tranchen zu leichten Abweichungen in der Performance kommt. Das Portfolio und die darin enthaltenen Titel sind über alle drei Tranchen hinweg identisch.

Portfolio Update – Allokation

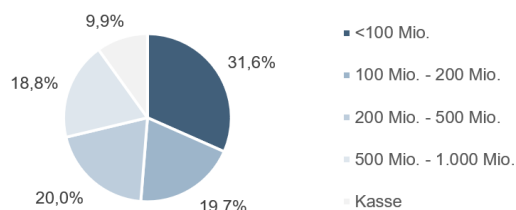
Nachfolgend sehen Sie die Allokation nach Branchen und Auflageland zum 31. Dezember 2019:



Das Portfolio besteht zum 31. Dezember 2019 aus 27 Unternehmen. Wir sind überzeugt, dass wir mit diesen langfristig deutlich mehr gewinnen als verlieren werden. Nachfolgend finden Sie die Top 10 Positionen mit ihrer jeweiligen Gewichtung:

| | | | | | |
|---|-----------------|------|----|--------------------|------|
| 1 | Daejan Holdings | 6,8% | 6 | Ferronordic | 4,9% |
| 2 | Gamesys | 6,3% | 7 | Francotyp-Postalia | 4,5% |
| 3 | Koenig & Bauer | 6,0% | 8 | JOST Werke | 4,0% |
| 4 | Akwel | 6,0% | 9 | Le Belier | 4,0% |
| 5 | Sto | 5,0% | 10 | 7C Solarparken | 3,9% |

Wir sind fest davon überzeugt, dass wir mit unserem Fokus auf unterbewertete Small und Micro Cap Unternehmen in Europa unser Ziel einer überdurchschnittlich hohen Performance erreichen werden. Nachfolgend finden Sie die Allokation nach Streubesitz-Marktkapitalisierung (EUR) zum 31. Dezember 2019:



Disclaimer:

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

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

Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente/Anlagestrategie/Finanzdienstleistung beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken – z.B. Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko – und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater und nach Konsultation aller zur Verfügung stehenden Informationsquellen treffen. Zur weiteren Information finden Sie hier die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt: <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsuebersicht/>

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

*Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder, eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die vorliegende „KI“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet.
Datum: 15. Oktober 2019*

Herausgeber: Gehlen Bräutigam Capital GmbH, Bockenheimer Landstraße 2-4, 60306 Frankfurt am Main handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. Die BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.