

Jahresbericht 2025: Partners Fund
MSA Capital GmbH, Dr. Mathias Saggau

Bonn, im Januar 2026

Sehr geehrte Partnerinnen und Partner,

der Anteilspreis des Partners Funds (WKN: A0RAAW) lag zum 30. Dezember 2025 bei 248,04 Euro. Im Jahr 2025 erzielte der Fonds nach Kosten eine Wertentwicklung von + 11,90 %.¹ Der DAX erreichte im gleichen Zeitraum + 23,01 %.²

Jahr	Partners Fund (1)	DAX (2)	Differenz (1–2)
2015 (9 Monate)	+ 1,48 %	– 10,22 %	+ 11,70 %
2016	+ 16,27 %	+ 6,87 %	+ 9,40 %
2017	+ 20,24 %	+ 12,51 %	+ 7,73 %
2018	+ 0,76 %	– 18,26 %	+ 19,02 %
2019	+ 3,67 %	+ 25,48 %	– 21,81 %
2020	+ 30,47 %	+ 3,54 %	+ 26,93 %
2021	+ 38,21 %	+ 15,79 %	+ 22,42 %
2022	– 33,35 %	– 12,35 %	– 21,00 %
2023	+ 19,61 %	+ 20,31 %	– 0,70 %
2024	+ 4,77 %	+ 18,85 %	– 14,08 %
2025	+ 11,90 %	+ 23,01 %	– 11,11 %

per annum	+ 8,88 %	+ 6,88 %	+ 2,00 %
absolut	+ 149,76 %	+ 104,66 %	+ 45,10 %

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

2025 war erneut ein bewegtes Börsenjahr. Die meisten Aktienindizes entwickelten sich positiv. US-Indizes und diejenigen Indizes, die viele US-Aktien enthielten, fielen in Euro gerechnet schwächer aus – vor allem wegen des schwachen US-Dollars. Nach einem starken ersten Halbjahr gaben die Kurse von zahlreichen Aktien zum Jahresende etwas ab.

Die Kursentwicklung einzelner Aktien im Portfolio war erneut und wie üblich sehr unterschiedlich: **United Internet** (+ 77 %), **CHAPTERS Group** (+ 63 %) oder **Naked Wines** (+ 54 %) konnten starke Kursgewinne erzielen. Mehrere Aktien konnten zwar bis zum Spätsommer Kursgewinne verzeichnen,

¹ Seit dem Jahresbericht 2018 wird die Performance-Berechnung für das Partners Fund nach der sogenannten BVI-Methode dargestellt. Die Unterschiede der prozentualen Rendite und der Fondspreis-Veränderung sind durch Auszahlungen im Zusammenhang mit Steuern zu erklären.

² Der DAX wird seit Auflage als Vergleichsindex herangezogen. Auch wenn er alles andere als perfekt ist, bietet er Kontinuität, berücksichtigt Dividenden und ist für viele unserer Partner ein vertrauter Bezugspunkt. Natürlich gilt: Entscheidend ist, welchen Index Sie selbst als relevanten Maßstab für Ihre eigene Geldanlage wählen.

gaben diese dann bis zum Jahresende für das Gesamtjahr wieder ab: **Multiply Group** (- 5 %) und **Associated British Foods** (+ 4 %). Andere Aktien gingen mit teils kräftigen Kursverlusten aus dem Jahr: **Midwich Group** (- 36 %), **DCC** (- 10 %), **Fuchs** (- 6 %).

Eine vierjährige Phase relativer Underperformance stellt die Geduld auf die Probe – auch meine eigene. Gleichzeitig bietet sie die Gelegenheit, Annahmen zu überprüfen und Entwicklungen neu einzuordnen. In vielen Fällen hat sich die wirtschaftliche Substanz der Unternehmen besser entwickelt als die Aktienkurse es vermuten lassen. Der weitere Brief soll erläutern, warum ich optimistisch in die Zukunft blicke.

Die Unternehmen im Partners Fund

Von den 15 Unternehmen, in die der Fonds zum 30.12.2025 investiert ist, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Associated British Foods
- DCC
- Intred
- Multiply Group
- Tucows
- CHAPTERS Group AG
- Ferguson
- Midwich Group
- Naked Wines
- Virgin Wines

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund 80 % des Fondsvermögens. Das größte dieser Unternehmen hat eine Marktkapitalisierung von rund 40 Milliarden Euro, das kleinste von rund 30 Mio. Euro. Die meisten größeren Positionen (**CHAPTERS Group**, **DCC**, **Multiply**, **Naked Wines**, **Tucows**) sind seit vielen Jahren ein fester Bestandteil des Fonds.

Die zentralen Anlagegrundsätze des Partners Fund haben sich nicht geändert und werden sich auch künftig nicht ändern. Ich halte bei der Empfehlung potenzieller Investments ausschließlich an folgenden Kriterien fest:

1. Ist das Geschäftsmodell des Unternehmens verständlich?
2. Hat das Unternehmen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil?
3. Handelt das Management rational, integer und begreift es seine Aktionäre als Partner?
4. Ist der Preis, der für die Aktien des Unternehmens bezahlt wird, attraktiv?

Veränderungen in den Top 10

Naked Wines und **Intred** sind 2025 wieder in die Top 10 zurückgekehrt. Beide Positionen bestanden im Jahr 2025 hindurch unverändert. **Fuchs** ist durch eine schwache Kursperformance aus den Top 10 herausgefallen, bleibt aber unverändert Teil des Portfolios. Die Aktien von United Internet wurden mit Gewinn verkauft.

Virgin Wines

Das Investment in **Virgin Wines** war ursprünglich als Ergänzung zum Portfolio geplant und ist aus der Begleitung von Naked Wines über die Jahre hinweg entstanden. Marktumfeld, Geschäftsmodell und Entwicklung beider Unternehmen weisen zahlreiche Gemeinsamkeiten auf. Dies zeigt sich auch in der sehr ähnlichen Entwicklung des Aktienkurses nach der Corona-Zeit. Beide Aktien haben seitdem mit erheblichen Kursrückgängen zu kämpfen und notieren weit unter ihren ehemaligen Höchstkursen. Seit

dem Börsengang zu einem Kurs von rund 2 GBP im Jahr 2021 fiel der Aktienkurs von Virgin Wines bis Anfang 2025 um etwa 85 % auf rund 30 Pence.

Die Verwurzelung der Unternehmen ist aber auch historisch begründet: Beide wurden von Rowan Gormley mitgegründet. Nach der Gründung mit Unterstützung der Virgin Group um Richard Branson Ende der 1990er-Jahre wurde Virgin Wines im Jahr 2005 an einen großen britischen Weinhändler verkauft. Rowan verließ das Unternehmen im Jahr 2008 um das Konzept von Naked Wines in Leben zu rufen. Diese gemeinsame Geschichte erklärt auch, warum beide Unternehmen ihren Sitz bis heute im beschaulichen Norwich nordöstlich von Cambridge haben.

Die ursprüngliche Überlegung für das Investment beruhte auf der Annahme, dass Virgin Wines – ähnlich wie Naked Wines – über ein grundsätzlich stabiles Geschäftsmodell verfügt. Mit den Mittelzuflüssen aus dem Börsengang im Jahr 2021 kam zudem eine hohe und kontinuierlich steigende Barmittelposition in der Bilanz hinzu. Diese war aus meiner Sicht in der Bewertung nicht angemessen berücksichtigt. Zu Beginn des Jahres 2025 lag der Börsenwert von Virgin Wines zeitweise deutlich unterhalb der frei verfügbaren, überschüssigen Zahlungsmittel. Das operative Geschäft war damit faktisch zu einem negativen Kaufpreis erhältlich – fast ein klassischer „Net-Net“ im Sinne von Benjamin Graham.

Auf einem Kapitalmarkttag im März 2025 stellte das Management dann in Aussicht, mittelfristig ein stabil wachsendes Geschäft betreiben zu wollen und überschüssige Liquidität für den Rückkauf eigener Aktien zu verwenden. Das war angesichts dieser niedrigen Bewertung eine außerordentlich positive Nachricht. Gleichzeitig führten die jahrelangen Kursverluste dazu, dass zahlreiche institutionelle Investoren das Handtuch warfen und ihre Beteiligungen endgültig aufgaben. Dies sorgte für ein erhöhtes Handelsvolumen in der Aktie. Diese Kombination eröffnete eine günstige Gelegenheit, den Kauf von Aktien der Virgin Wines zu empfehlen.

Seit diesem Kapitalmarkttag im März hat das Unternehmen rund 10 % der ausstehenden Aktien zurückgekauft und damit unseren wirtschaftlichen Anteil am Unternehmen deutlich erhöht. Der Aktienkurs entwickelte sich im Jahr 2025 mit einem Plus von rund 86 % sehr erfreulich. Infolgedessen zählt Virgin Wines heute zu den zehn größten Positionen im Portfolio, obwohl die Beteiligung ursprünglich lediglich als kleine Ergänzung zu Naked Wines vorgesehen war.

Operative Entwicklung vs. Kursentwicklung

Das Jahr 2025 war geprägt von zahlreichen größeren operativen Veränderungen in den Unternehmen im Partners Fund. Die meisten dieser Veränderungen bewerte ich als positiv für die zukünftige Entwicklung des Fondsvermögens. Die Entwicklungen lassen sich im Wesentlichen drei Bereichen zuordnen: (1) Größere Akquisitionen, (2) Strukturmaßnahmen und (3) Veränderungen im Management und in den Aufsichtsgremien.

CHAPTERS Group AG

Der Partners Fund ist seit seiner Auflage 2015 bei der **CHAPTERS Group AG** investiert. Seit 2018 bin ich als Aufsichtsrat der Gesellschaft bestellt. Da dieser Brief nicht an alle Aktionäre des Unternehmens gleichermaßen gerichtet ist, kann er für eine tiefgehende Berichterstattung zur Gesellschaft nicht das richtige Forum sein. Daher möchte ich an dieser Stelle auf den Geschäftsbericht und den Aktionärsbrief

des Unternehmens für das Jahr 2024 und auf den im Frühjahr 2026 erscheinenden Geschäftsbericht für das Jahr 2025 verweisen.

Das Geschäftsmodell der CHAPTERS Group besteht darin, kleinere Unternehmen zu übernehmen und ihnen langfristig ein stabiles unternehmerisches Zuhause zu bieten. Entsprechend wurden auch im Jahr 2025 zahlreiche kleinere Zukäufe getätigt.

Eine besonders bedeutende Transaktion war die Fusion der Tochtergesellschaft Fintiba mit dem Berliner Unternehmen Expatrio im Sommer 2025. Diese Transaktion stellt eine große und strategisch außergewöhnliche Akquisition dar. Ihre positiven Auswirkungen auf die Ertragskraft der CHAPTERS Group sollten sich in den kommenden Jahren zeigen.

Moltipty Group

Bei kaum einem Unternehmen war der Unterschied zwischen dem Kurs der Aktie und der operativen Entwicklung im Jahr 2025 so groß wie bei der **Moltipty Group**. Mit dem Kauf der deutschen Verivox von **ProSiebenSat1** wurde im Januar eine große und hoffentlich sehr profitable Akquisition bekannt gegeben. Die operativen Ergebnisse entwickeln sich in beiden Geschäftsbereichen äußerst erfreulich.

Zusätzlich hatte eine Gerichtsentscheidung große Bedeutung für Moltipty: Im November 2025 sprach ein deutsches Gericht dem Unternehmen Idealo in einem Rechtsstreit gegen Google einen Schadensersatz von 465 Millionen Euro zu. Dieses Urteil hat Signalwirkung für Moltipty, da die Tochtergesellschaft Trovapreffi in Italien ein sehr ähnliches Verfahren in ähnlicher Größe führt. Vor dem Hintergrund der heutigen Marktkapitalisierung von rund 1,3 Milliarden Euro halte ich mögliche Zahlungen aus diesem Verfahren nicht für ansatzweise im Aktienkurs berücksichtigt.

Trotz der sehr guten operativen Entwicklung und des positiven Gerichtsurteils gehörte die Aktie von Moltipty seit dem Herbst 2025 zu den schwächsten Werten in den italienischen Indizes. Seit Anfang November 2025 verlor sie knapp 30 Prozent an Wert. Die aktuelle Bewertung liegt damit meiner Einschätzung nach wieder auf einem Niveau, das zuletzt nach der Italienkrise im Jahr 2012 erreicht wurde. Aufgrund des hohen Gewichts im Fonds hatte diese Kursentwicklung einen spürbaren negativen Einfluss auf die Wertentwicklung des Fonds.

In Ermangelung von Nachrichten vom Unternehmen selbst herrschte Unsicherheit und allgemeines Rätselraten über die Ursachen dieses Kursverlustes. Fairerweise ist anzumerken, dass in den vergangenen Monaten nahezu alle börsennotierten Unternehmen mit dem Geschäftsmodell von Vergleichs- und Anzeigenportalen mehr oder weniger starke Kursrückgänge zu verzeichnen hatten. So haben seit dem Sommer 2025 beispielsweise die Aktien von **Scout24** rund 30 %, der britischen **Rightmove** rund 40 % oder der **Baltic Classifieds** rund 50 % an Wert verloren. Hier wird offensichtlich am Markt der Einschätzung Rechnung getragen, dass diese Geschäftsmodelle zu den Verlierern des zunehmenden Einsatzes von Künstlicher Intelligenz („KI“) gehören werden.

Der aktuelle Kursverfall spiegelt daher wahrscheinlich weniger eine Verschlechterung der operativen Realität wider als eine pauschale Reaktion auf das Schlagwort „KI“. Diese verkennt aus meiner Sicht die Anpassungsfähigkeit erfolgreicher Plattformmodelle – insbesondere dann, wenn sie von Unternehmern wie Marco Pescarmona und Alessandro Fracassi geführt werden, die ihr Geschäft seit Jahrzehnten immer weiterentwickeln und immer wieder an neue Marktbedingungen angepasst haben. Ob das Kind in Bezug auf „KI“ hier mit dem Bade ausgeschüttet wird, werden wir mit der Zeit sehen.

DCC und Associated British Foods

Sowohl **DCC** als auch **Associated British Foods** sind beides Unternehmen, die man im Volksmund als Konglomerate bezeichnen würde. Unternehmen mit teilweise sehr verschiedenen Geschäftsbereichen unter einem gemeinsamen Dach. Bei beiden Unternehmen ist diese Tatsache aus der Historie heraus erwachsen und bei beiden Unternehmen sind die Aktienkurse seit nun fast zehn Jahren im Großen und Ganzen unverändert. Und dies, obwohl sich die operativen Ergebnisse in dieser Zeit stetig, teilweise dramatisch verbessert haben. Folglich werden beide Unternehmen heute mit einer deutlich niedrigeren Bewertung als noch vor wenigen Jahren gehandelt.

Getrieben durch die gleiche Ursache, aber sonst unabhängig voneinander, haben beide Unternehmen im Jahr 2025 bekannt gegeben, dass sie sich selbst aufspalten wollen, um eine bessere Bewertung der Einzelteile am Kapitalmarkt zu erzielen.

Auch wenn diese Entscheidung bei Associated British Foods noch unter Vorbehalt steht und sicherlich noch einiges an Zeit ins Land gehen wird, begrüße ich sie bei beiden Unternehmen. Ich glaube, dass diese Entscheidung für uns als Aktionäre Wert heben wird. Zusätzlich kaufte Associated British Foods rund 5 % seiner eigenen Aktien im Jahr 2025 zurück.

DCC ist mit der eigenen Aufspaltung bereits weiter vorangekommen und hat sich bereits von Teilen des *Technology Segments*, sowie des gesamten *Healthcare-Segments* getrennt. Zukünftig wird das Geschäft des Unternehmens ausschließlich aus dem heutigen *Energy Segment*, der Distribution von LPG-Gas, Öl und anderen Energielösungen (auch Erneuerbaren) bestehen.

Die freigewordenen Mittel aus den Verkäufen des *Healthcare-Segments* wurden zum Jahresende in einen größeren Aktienrückkauf investiert, bei dem rund 12 % aller Aktien zurückgekauft wurden. Meiner Ansicht nach wurde diese Aktien zu einer hervorragenden Bewertung erworben, so dass wir heute einen größeren Anteil an einer ausgezeichneten Unternehmung besitzen. Anders als beim Aktienrückkauf von Virgin Wines hat der Aktienkurs von DCC noch nicht von dieser Tatsache profitiert: Nach dem Ende des Tender Offers ist der Kurs sogar noch einmal kräftig gefallen.

Naked Wines und Tucows

Naked Wines und Tucows zählen – Stand heute – zu den schwächsten Investments, die der Partners Fund in seinen zehn Jahren des Bestehens bislang getätigt hat. Beide Unternehmen tragen einen wesentlichen Teil zur kumulierten Underperformance der vergangenen Jahre bei, und die Aktienkurse beider Gesellschaften treten über längere Zeiträume hinweg betrachtet auf der Stelle.

In den vergangenen Quartalen kam es sowohl im Management als auch im Aufsichtsrat zu tiefgreifenden personellen Umbrüchen, die die Unternehmen aus heutiger Sicht betrachtet dennoch als aussichtsreiche Investments erscheinen lassen – sonst wäre das Partners Fund nicht investiert.

Bei **Tucows** wurden im Mai 2025 fünf der acht Aufsichtsratspositionen neu besetzt. Nach der Konstituierung des neuen Gremiums wurde Laurenz Nienaber zum Chairman gewählt. Laurenz und ich sind über die **Long Term Group** miteinander verbunden, und ich setze große Hoffnungen in ihn: Er ist ein enger Freund und Vertrauter, verfügt über umfangreiche Board-Erfahrung und bringt vor allem die nötige Energie, Intelligenz und Integrität mit, um der verfahrenen Situation im Sinne aller Aktionäre eine neue Richtung zu geben.

Die Neubildung des Boards stellt einen wichtigen Meilenstein für das Unternehmen dar. Vor diesem Hintergrund hatte ich im vergangenen Jahr mit sämtlichen Aufsichtsratsmitgliedern Kontakt und bin zuversichtlich. Ich gehe davon aus, dass Tucows nun über ein funktionierendes Gremium verfügt, das klar auf die vor ihm liegenden Aufgaben ausgerichtet ist.

Im November 2025 gab das Unternehmen zudem bekannt, dass der langjährige CEO und Gründer Elliot Noss von seiner Position zurücktreten und David Woroch künftig die operative Führung übernehmen wird. Ich kenne Dave seit fast zehn Jahren und bin mit dieser Entscheidung sehr zufrieden. Er hat über lange Zeit hinweg den Domains-Bereich – heute unser wichtigstes Asset – äußerst erfolgreich verantwortet. Seine sachliche und vor allem ruhige Art wird helfen, in einer Phase des tiefgreifenden Umbaus die richtigen und notwendigen Maßnahmen umzusetzen.

Aus externer Sicht steht das Unternehmen vor mehreren Herausforderungen, die schrittweise und auf unterschiedliche Weise gelöst werden müssen. Zum einen gilt es, eine Lösung für den hoch verschuldeten und defizitären Geschäftsbereich *Ting Internet* zu finden. Neben einem Verkauf oder einer Zerschlagung existieren zwar weitere Alternativen, ob daraus noch ein nennenswerter Mittelzufluss an die Muttergesellschaft entstehen kann, lässt sich von außen betrachtet nicht verlässlich beurteilen.

Zum anderen – und das ist der entscheidendere Punkt – verstellt aktuell *Ting* den Blick auf den Wert, der in den beiden übrigen Geschäftsbereichen von Tucows liegt: *Domains* und *Wavelo*. Ist die Problematik rund um *Ting* gelöst, wird sich die zentrale Frage stellen, welche strategische Zukunft *Domains* und *Wavelo* innerhalb von Tucows haben sollen. Einige Aktionäre fordern bereits eine Aufspaltung des Unternehmens und den Verkauf der einzelnen Teile. Abhängig von den erzielbaren Bewertungen könnte dies mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem deutlich höheren Aktienkurs führen als heute.

Gleichzeitig bietet insbesondere der Domains-Bereich weiterhin attraktive Optionen für eine eigenständige Weiterentwicklung und eine zukünftige Wertsteigerung. Dieses Segment hat sich in der Vergangenheit stabil und positiv entwickelt. Über die letzten zehn Jahre war es das Arbeitspferd des Unternehmens und stellte das Kapital bereit, das in *Ting* vergraben (oder wohl eher sarkastisch „begraben“) wurde. Lange Zeit wurde es vielfach als das graue Entlein innerhalb von Tucows gesehen. Unter neuen Rahmenbedingungen und mit einer klug gewählten Strategie könnte daraus aber durchaus ein prächtiger Schwan werden.

Ich habe heute keine abschließende Antwort darauf, welche strategische Richtung ich bevorzuge. Ich bin jedoch fest davon überzeugt, dass das neu zusammengesetzte Board seine Verantwortung aktiv wahrnehmen wird und der quälende Status quo nicht fortgeschrieben wird. Damit besteht eine realistische Chance, dass Tucows künftig wieder zu einer positiven Quelle der Performance wird – und nicht länger als Bleianker für den Fondspreis und dessen Entwicklung fungiert.

Bei aller berechtigten Zuversicht ist mir jedoch wichtig, an dieser Stelle etwas zur Vorsicht zu mahnen. Veränderungen dieser Größenordnung benötigen Zeit. Der Weg von strukturellen Entscheidungen zu messbaren Ergebnissen verläuft selten geradlinig. Bei Naked Wines hat es rund zwei Jahre gebraucht, bis materielle Fortschritte sichtbar wurden, und bei Tucows haben sich die entscheidenden Weichenstellungen erst später ergeben. Es wird besser werden – davon bin ich überzeugt.

Eine in Teilen vergleichbare Geschichte findet sich bei **Naked Wines** – mit dem Unterschied, dass die wesentlichen Veränderungen hier bereits vor einiger Zeit angestoßen wurden. Sowohl Aufsichtsrat als auch Management haben sich in den vergangenen zwei Jahren grundlegend erneuert.

Über Jack Pailing, den ich auf dieser gemeinsamen Reise in den letzten Jahren näher kennenlernen durfte, hatte ich bereits im Sommer 2023 berichtet.³ Umso mehr freue ich mich, berichten zu können, dass Jack im Sommer 2025 zum Chairman des Unternehmens berufen wurde. Diese Entscheidung kann ich nur ausdrücklich begrüßen. Ich bin fest davon überzeugt, dass seine Energie, sein unnachgiebiges Rückgrat sowie seine Kombination aus gesundem Menschenverstand und Unternehmergeist für uns als Aktionäre von unschätzbarem Wert waren – und weiterhin sein werden.

Im September dieses Jahres wurde zudem Jan-Hendrik Mohr in den Aufsichtsrat der Gesellschaft gewählt – ebenfalls eine ausgezeichnete Nachricht. Wie auch im Halbjahresbericht 2023 beschrieben, arbeite ich seit rund fünfzehn Jahren eng mit Jan zusammen. Für die anstehenden Herausforderungen bei Naked Wines könnte ich mir – gemeinsam mit Jack – keinen besseren Mitstreiter vorstellen. Wer Jan kennt, weiß, dass der Status quo für ihn niemals ausreichend ist – und dass seine Veränderungsenergie das Unternehmen sehr viel weiter voranbringen wird.

Im März dieses Jahres veröffentlichte Naked Wines auf einem Kapitalmarkttag eine Vielzahl operativer Kennzahlen sowie die Grundzüge der künftigen strategischen Ausrichtung. Das Unternehmen geht davon aus, dass das während der Corona-Zeit aufgebaute Weinlager und das darin gebundene Kapital über die Zeit freigesetzt werden kann und künftig ein nachhaltig profitables – wenn auch kleineres – Geschäftsmodell betrieben wird.

Genau hierin liegt der Dreh- und Angelpunkt des heutigen Investments. Zu Jahresbeginn lag die Marktkapitalisierung von Naked Wines bei rund 33 Mio. GBP. Mit Veröffentlichung der Zahlen berichtete das Unternehmen, das zum Stand März 2025 bereits rund 33 Mio. GBP an Barmitteln vorhanden waren. Zusätzlich würden in den kommenden Jahren Mittelzuflüsse von etwa 40 Mio. GBP aus dem Abbau überschüssiger Lagerbestände erwartet. Darüber hinaus sollen aus der operativen Geschäftstätigkeit in wenigen Jahren weitere 30 Mio. GBP an freien Mitteln generiert werden.

Sehr vereinfacht ausgedrückt ließ sich zu Jahresbeginn 2025 an der Börse also ein Berg an Barmitteln zuzüglich eines laufenden operativen Geschäfts mit einem extremen Abschlag erwerben – eine in vielerlei Hinsicht bemerkenswerte Situation.

Ein wesentlicher Unterschied zu klassischen „Net-Net-Situationen“ liegt bei Naked Wines darin, dass wir als langfristig engagierter Aktionär in einem konstruktiven Dialog mit dem Unternehmen stehen und die Kapitalallokation aktiv unterstützen können. Die Verwendung der vorhandenen Mittel – insbesondere für Aktienrückkäufe – erfolgt aus meiner Sicht diszipliniert und im Sinne aller Aktionäre. Damit unterscheidet sich diese Situation deutlich von Fällen, in denen zwar substanziale Vermögenswerte vorhanden sind, deren Verwendung jedoch außerhalb des Einflussbereichs der Aktionäre liegt.

Und tatsächlich: mit den vorhandenen freien Mitteln sowie dem aus dem Lagerabbau zufließenden Kapital begann das Unternehmen nach Veröffentlichung der Jahreszahlen im Sommer 2025 mit

³ H1/2023: Halbjahresbericht Partners Fund ([LINK](#))

umfangreichen Aktienrückkäufen. Was könnte in dieser Situation mehr Wert schaffen, als eigene Aktien zu diesen Kursen zurückzukaufen?

Kurz vor Weihnachten folgte darüber hinaus ein Tender-Angebot, über das weitere Aktien eingezogen wurden. Insgesamt hat Naked Wines seit Jahresbeginn rund fünf Millionen Aktien – etwa sieben Prozent des gesamten Aktienbestands – zurückgekauft. Vor diesem Hintergrund und im Jahresverlauf 2025 konnten die Aktien rund 54 % an Wert zulegen.

Ich gehe davon aus, dass dies hoffentlich nicht der letzte Aktienrückkauf war – insbesondere vor dem Hintergrund eines inneren Werts, der aus meiner Sicht deutlich über dem heutigen Aktienkurs liegt. Der hierdurch entstehende Wertbeitrag kann unter Umständen höher ausfallen als das operative Ergebnis eines Jahres selbst – eine ausgesprochen wünschenswerte Situation.

An dieser Stelle zeigt sich eindrücklich, warum in Bezug auf Aktienkurse und Fondspreise zwei Herzen in einer Brust schlagen können. Niedrige Kurse und Aktienrückkäufe wirken gegenläufig. Die extrem niedrigen Bewertungen einzelner Unternehmen führen dazu, dass der Fondspreis aktuell niedriger ist und die ausgewiesene Performance hinter dem zurückbleibt, was ich für angemessen oder gar wünschenswert halte. Das eine Herz wünscht sich entsprechend höhere Kurse.

Das andere Herz freut sich aber über genau diese niedrigen Kurse, da mehrere Unternehmen im Portfolio in großem Umfang eigene Aktien zurückkaufen. Sollte dieser Prozess über längere Zeit anhalten, kann er eine erhebliche Wirkung auf den inneren Wert entfalten. Dieser wird über kurz oder lang bei uns als Aktionären ankommen. Die niedrige Bewertung wirkt dabei, wie eine mechanische Feder die Spannung aufbaut. Je größer der entstehende Druck durch niedrige Bewertung, desto größer die Sprungkraft, wenn sich die Lage normalisiert.

Investorentreffen

Zum Abschluss noch ein organisatorischer Punkt: Der Partners Fund wird nun seit gut einem Jahr von der Monega Kapitalverwaltungsgesellschaft in Köln betreut. Der Übergang verlief reibungslos, die Abläufe haben sich schnell eingespielt und die Zusammenarbeit funktioniert im Alltag sehr gut. Hier möchte ich dem Team um Christian Finke, Christian Stampfer und Luca Brunke herzlich danken! Für Sie als Anleger war von der Umstellung wenig zu spüren – und genau so sollte es sein.

Unser Investorentreffen auf der Godesburg hat im vergangenen Jahr erneut gezeigt, wie wertvoll der persönliche Austausch gerade in anspruchsvollen Phasen ist. Offen, kritisch und konstruktiv – dieser Rahmen und ein persönlicher Austausch ist für mich ein wichtiger Bestandteil einer langfristigen Partnerschaft. Wir freuen uns daher, Sie am **30. Mai 2026** wieder zu unserem jährlichen Investorentreffen in Bonn Bad-Godesberg einzuladen.

Als Partner im Fonds werden Sie im Frühjahr eine persönliche Einladung mit weiteren Details erhalten.

Wie in den Vorjahren möchten ich Sie herzlich ermutigen, sich die Zeit für einen Austausch in Bad Godesberg zu nehmen. In diesem Sinne wünsche ich Ihnen einen guten Frühling und bedanke mich für Ihr großes Vertrauen.

Herzliche Grüße aus Bonn, Ihr

Mathias Saggau

Disclaimer:

Dies ist eine Marketing-Anzeige: Bitte lesen Sie den Prospekt des AIF das Informationsdokument des AIF und das KIID/KID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die MSA Capital GmbH ist im Rahmen der Anlageberatung gem. § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG ausschließlich auf Rechnung und unter der Haftung der **NFS Netfonds Financial Service GmbH**, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg tätig. Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG und verfügt über die erforderlichen Erlaubnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

English: **This is Marketing advertisement:** Please read the AIF prospectus, the AIF information document, and the KIID/KID before making a final investment decision. MSA Capital GmbH operates within the scope of investment advice pursuant to § 2 (2) No. 4 WpIG exclusively on behalf and under the liability of **NFS Netfonds Financial Service GmbH**, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg. NFS is a securities institution pursuant to § 2 (1) WpIG and holds the necessary licenses from the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin).