

Bonn, im Januar 2025

Sehr geehrte Partner,

der Anteilspreis des Partners Funds lag zum 30. Dezember 2024 bei 221,67 Euro. Die Veränderung des Wertes für das Jahr 2024 betrug inklusive aller Kosten + 4,77 %.¹ Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von + 18,85 % erzielt.

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 %

per annum	+ 8,58 %	+ 5,36 %	+ 3,22 %
absolut	+ 123,21 %	+ 66,38 %	+ 56,83 %

Normalerweise sagt man, sind aller guten Dinge drei. Leider gab es im Jahr 2024 jedoch bereits zum dritten Mal in Folge eine Underperformance gegenüber den breiten Indizes – alles andere als eine zufriedenstellende Nachricht.

Diese Entwicklung bedarf einer eingehenden Erklärung, denn die Performance des Fonds über den Zeitraum von einem Jahr oder auch drei Jahren liefert nur einen unvollständigen Teil des Gesamtbildes. Die Kursschwäche im Jahr 2024 lässt sich nicht auf einzelne Aktien herunterbrechen, sie hat eine breitere Ursache. Von den sechzehn Aktien, die Ende des Jahres im Fonds gehalten wurden, konnten lediglich drei eine positive Aktienkursperformance erzielen. Die restlichen dreizehn Aktien verzeichneten im Jahr 2024 leichte bis deutliche Kursverluste.² Vor allem bei kleineren Unternehmen standen kräftige Kursverluste zu Buche.

Vor diesem Hintergrund und angesichts der Tatsache, dass der Partners Fund heute sehr viel stärker in kleinere und vor allem europäische Unternehmen investiert ist, als das in der Vergangenheit der Fall

¹ Seit dem Jahresbericht 2018 wird die Performance-Berechnung für den 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 Hier ist anzuführen, dass einzelne „Gewinner“ (System1 plc, Interactive Brokers) mit positiver Kursentwicklung im Verlauf des Jahres 2024 veräußert wurden und in günstigere (typischerweise über das Jahr hinweg im Kurs gefallene) Alternativen getauscht wurden.

war, ist eine insgesamt positive Performance dennoch bemerkenswert. Im Jahr 2024 war es ein Leichtes, mit einem Portfolio an europäischen Nebenwerten deutliche Verluste zu erleiden. In zahlreichen Branchen und Bereichen abseits der breiten Indizes konnte man wiederholt ein regelrechtes Blutbad mit teils heftigen Kursverlusten beobachten.

Der Partners Fund nähert sich seinem 10-jährigen Bestehen. Das ist ein Meilenstein, der eine sinnvolle und aussagekräftige Bilanzierung ermöglichen sollte. Nach meiner Einschätzung wird diese Bilanz mit dem zehnjährigem Stichtag Ende März 2025 gemischt ausfallen.

Wirklich zufrieden bin ich mit den Ergebnissen bisher nicht, insbesondere wenn man bedenkt, dass ein Anleger über diesen Zeitraum mit einem breiten Index und mit sehr viel weniger Arbeit besser gefahren wäre. Eine Investition in einen MSCI World ETF hätte etwa + 160 % erzielt, während ein S&P 500 ETF in Euro rund + 240 % Rendite gebracht hätte. Vergleichsweise schlecht schnitten in diesem Zeitraum ETFs auf andere Indizes ab, wie den MDAX mit etwa + 25 % oder europäische Nebenwerte mit rund + 15 %.

Ein guter Teil dieser Entwicklung lässt sich durch veränderte Bewertungen, insbesondere bei den größten US-amerikanischen Aktien, erklären. Die langfristige Rendite einer Aktie ergibt sich aus einer Kombination von Gewinnen und deren Wachstum, dem Vielfachen, mit dem diese Gewinne am Markt bewertet werden, oft „*Multiple*“ genannt, und den Dividenden, die ein Unternehmen an seine Aktionäre ausschüttet. Als Investor konzentriere ich mich ausschließlich auf die Gewinne und Ausschüttungen der Unternehmen, während ich versuche, allzu extreme Bewertungen oder die Vorhersage derselben zu vermeiden.

Die Aktien des Partners Fund haben sich über die letzten zehn Jahre operativ zufriedenstellend entwickelt, wenn auch schlechter als von mir erhofft. Die nachhaltige Ertragskraft hat sich meiner Einschätzung nach in den letzten zehn Jahren um etwas mehr als 10 % p.a. verbessert. Dies in Summe und trotz äußerst schlecht verlaufender Investitionen wie **Tucows** oder **Naked Wines**. Gleichzeitig ist die durchschnittliche Bewertung des Portfolios seit 2015 um etwas mehr als 20 % gesunken und liegt heute bei etwa dem 11-fachen der von mir für 2025 erwarteten nachhaltigen Gewinne.

Zum Vergleich: Ein S&P 500 ETF in Euro erzielte mit etwa 13 % p.a. eine außergewöhnlich gute Rendite. Die Erträge der im Index enthaltenen Unternehmen trugen hierbei rund 9 % p.a. und Dividenden und Währungsveränderungen rund 1,5 % p.a. bei. Gleichzeitig hat sich die Bewertung des S&P 500 in den letzten zehn Jahren erhöht und liegt heute bei etwa dem 25-fachen der Gewinne, im Vergleich zu etwa dem 19-fachen vor zehn Jahren. Die durchschnittliche Bewertung stieg also um rund 30 % und trug somit etwa 2,5 % p.a. zur Gesamtrendite bei.

Es ist meiner Ansicht nach unwahrscheinlich – wenn auch nicht ausgeschlossen – dass dieser Rückenwind in Form stetig steigender Bewertungen in den nächsten zehn Jahren anhält und die Indizes auch zukünftig mit mehr als + 10 % pro Jahr rentieren. Insbesondere, da die größten und am stärksten gewichteten Unternehmen in den Indizes heute zu wesentlich höheren Multiples als der Durchschnitt der Märkte notieren. Hier seien beispielsweise **Tesla** genannt **NVIDIA** bei denen die Bewertung auf heutige Erträge berechnet außergewöhnlich hoch erscheint.

Ich habe stets betont, dass Durststrecken zum Investieren dazugehören. Aktuell befinden wir uns in einer solchen Phase, doch ich bin sehr zuversichtlich, dass bessere Zeiten bevorstehen. Mein Eindruck

ist, dass das Portfolio heute hervorragend positioniert und günstig ist. Verschiedene Herausforderungen bei einzelnen Unternehmen werden aktiv angegangen. Die Bewertungen vieler ausgezeichneter Unternehmen, besonders in Europa, sind historisch betrachtet außergewöhnlich günstig. Natürlich gibt es gerade in Europa strukturelle Herausforderungen, aber allzu oft wird das Kind mit dem Bade ausgeschüttet und nicht alle Unternehmen müssen dauerhafte, strukturelle Verlierer sein.

Die Unternehmen im Partners Fund

Von den 16 Unternehmen, in die der Fonds zum 30.12.2024 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Associated British Foods
- DCC
- Fuchs SE
- Midwich Group
- Tucows
- CHAPTERS Group AG
- Ferguson
- Lanxess
- Moltiply Group
- United Internet

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund drei Viertel des Fondsvermögens. Das größte dieser Unternehmen hat eine Marktkapitalisierung von rund 30 Milliarden Euro, das kleinste von rund 40 Mio. Euro. Die meisten höher gewichteten Positionen (**CHAPTERS Group, DCC, Ferguson, Moltiply Group, 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

Durch Kursverluste im Jahr 2024 sind Aktien von **Naked Wines** aus den Top 10 herausgefallen, sie sind jedoch unverändert Teil des Portfolios. Die Aktien von **Lanxess** sind wieder in die Top 10 aufgestiegen.

Die Aktien von **FILA-Holdings** waren zum Jahresende 2024 kein Teil des Portfolios. Und das, obwohl sie erst im Halbjahr 2024 als neues Investment vorgestellt wurden.³ Dieser Umstand ist eine unvorhergesehene Folge technischer Schwierigkeiten, die im Rahmen der Übertragung des Fonds zur neuen Fondsgesellschaft Monega auftraten.

Die Herausforderung bestand darin, dass eine Übertragung der Aktien in den neuen Fonds auf Grund von Besonderheiten der Lagerstelle in Korea nicht zuverlässig sichergestellt werden konnte. Um einen reibungslosen Übergang des Fonds zum Jahresende 2024 zu gewährleisten, entschieden wir uns für die pragmatische Lösung, die darin bestand, die FILA-Holding-Aktien vorübergehend zu verkaufen.

³ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von FILA-Holdings erfolgte im Halbjahresbericht 2024.

Nun, da die Umstellung erfolgreich abgeschlossen ist, ist es geplant die Aktien wieder in das Portfolio aufzunehmen.

Fuchs SE

Die Situation bei europäischen Nebenwerten und der Einfluss von Liquidität und Indexzugehörigkeit auf einzelne Aktien lassen sich gut am Beispiel der **Fuchs SE** aus Mannheim veranschaulichen.

Die im MDAX gelistete Fuchs SE ist ein klassischer deutscher „Hidden Champion“, von dem viele Partner wahrscheinlich noch nie etwas gehört haben. Als familiengeführtes Unternehmen betrachtet sich Fuchs als der weltweit größte unabhängige Schmierstoffhersteller. Seit fast 100 Jahren produziert und exportiert das Unternehmen maßgeschneiderte Produkte und erwirtschaftet damit einen Jahresumsatz von rund 3,5 Milliarden Euro bei beeindruckender Profitabilität.

Schmieröle finden sich bei weitem nicht nur als Getriebeöl bei Kraft- oder Nutzfahrzeugen. Zahlreiche Anwendungen benötigen die regelmäßige Schmierung oder den Korrosionsschutz durch Öl- und Schmiermittel. Ob bei der regelmäßigen Rotation von Windkraftanlagen, zur Kühlung und Schmierung bei der Zerspanung in der Metallverarbeitung oder bei der Batteriekühlung von Elektrofahrzeugen, die Produkte von Fuchs finden sich heute in Tausenden von Anwendungen wieder.

Zwischen 2004 und 2014 erlebte die Fuchs SE eine goldene Ära. Das Unternehmen und seine Aktie entwickelten sich hervorragend und avancierten zum Vorzeigekind des MDAX. Während sich der Umsatz in diesem Zeitraum nahezu verdoppelte, verdreifachte sich der Gewinn. Der Aktienkurs stieg von etwa 2 Euro auf 30 Euro.

Anders die folgenden Jahre von 2014 bis 2024: Zehn Jahre später hat sich der Umsatz erneut verdoppelt, doch der Gewinn stieg in diesem Zeitraum nur um etwa 60 %. Mit der gleichzeitigen Reduzierung der Bewertung notieren die Stammaktien heute auf demselben Niveau wie vor zehn Jahren. Zehn Jahre Sauregurkenzeit für die Aktionäre.

Die Erklärung dafür liegt in der Entwicklung der Bewertung: Von 2004 bis 2014 weitete sich die Bewertung der Aktien mit den steigenden Gewinnen erheblich aus, um anschließend bei langsameren Gewinnzuwächsen deutlich zu kontrahieren.

Dies ist eine eindrucksvolle Warnung dafür, was passieren kann, wenn sich Bewertungen über einen längeren Zeitraum normalisieren. Heute notieren die Stammaktien mit dem etwa 11- bis 12-fachen des für 2025 erwarteten Gewinns, während sie 2014 mit dem 20-Fachen gehandelt wurden. Auch wenn die Bewertung 2014 nicht völlig überzogen war, stellt die heutige Bewertung nach meinem Dafürhalten ein außergewöhnlich günstiges Niveau für ein Unternehmen dieser Qualität dar.

Ein besonderes Merkmal der Fuchs SE ist, dass sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien existieren. In den meisten Unternehmen haben Stammaktien Kontrollrechte und werden daher oft mit einem Aufschlag gegenüber den stimmrechtslosen Vorzugsaktien gehandelt. Ein prominentes Beispiel hierfür sind die **Volkswagen-Aktien**, deren Stammaktien 2008 im Zuge des Übernahmepokers mit Porsche wegen ihrer Stimmrechte deutlich stärker stiegen als die Vorzugsaktien.

Im Fall der Fuchs SE kontrolliert die Familie Fuchs die Mehrheit der Stammaktien, während nur die stimmrechtslosen Vorzugsaktien im MDAX gelistet sind. Für externe Minderheitsaktionäre macht es

aber abgesehen von der Index-Zugehörigkeit der Vorzüge keinen Unterschied, ob sie Vorzugs- oder Stammaktien halten. Interessanterweise werden die Stammaktien aufgrund ihrer geringeren Liquidität mit einem Abschlag von etwa 25 % gegenüber den Vorzugsaktien gehandelt.

Operative Entwicklung vs. Kursentwicklung

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 2023 und auf den im Frühjahr 2025 erscheinenden Geschäftsbericht für das Jahr 2024 verweisen.

DCC

Ein weiteres Beispiel für den Einfluss der aktuellen Bewertungen an den europäischen Börsen ist **DCC**. Der Partners Fund investierte im ersten Halbjahr 2020 in DCC und hält diese Position nun seit viereinhalb Jahren.⁴ DCC ist eine akquisitorisch wachsende, dezentral geführte Holding mit verschiedenen Geschäftsbereichen, hauptsächlich in der Distribution von Flüssiggas und Öl, aber auch in der Distribution von Medizin- und Technologieprodukten. In letzterem Bereich tritt DCC beispielsweise als Wettbewerber der ebenfalls im Portfolio enthaltenen britischen **Midwich Group** auf. Zum Zeitpunkt der ersten Vorstellung im Jahr 2020 lautete die Einschätzung:

„Getrieben durch die Corona-Krise und den Ölpreis-Crash fielen die Aktien von DCC im März dieses Jahres kräftig, zwischenzeitlich sogar überproportional zum Gesamtmarkt. Dies, obwohl der Ölpreis praktisch keinen Einfluss auf das eigentliche Geschäft hat und das Geschäftsmodell an sich sehr stabil und äußerst konjunkturresistent ist. Eine hervorragende Gelegenheit, endlich den Kauf von DCC für das TGV Partners Fund zu empfehlen.“

In den folgenden Jahren entwickelte sich DCC operativ stetig positiv weiter. Das Unternehmen investierte kumuliert mehr als 1,5 Mrd. GBP in sinnvolle Akquisitionen und steigerte den Gewinn pro Aktie um etwa 50 % in den letzten vier Jahren. Obwohl die Bewertung in meinen Augen bereits damals attraktiv war, hat sie sich mit der nahezu stagnierenden Aktienkursentwicklung seit dem Kauf weiter verbilligt. Heute liegt die Bewertung deutlich unter dem zehnfachen der für das kommende Geschäftsjahr von mir erwarteten Gewinne – ein günstiger Wert für ein äußerst stabiles und wenig kapitalintensives Geschäft.

Der lahmende Kursverlauf (ähnlich wie bei der Fuchs SE ist der Aktienkurs von DCC über die letzten zehn Jahre unverändert geblieben) führte nun schlussendlich dazu, dass DCC tiefgreifende Veränderungen ankündigte. So wurde im November 2024 bekannt gegeben, dass man das Unternehmen aufspalten werde und sich von den Geschäftsbereichen *DCC Technology* und *DCC Healthcare* trennen wolle. Diese Maßnahme wird meiner Einschätzung nach rund 2 Mrd. GBP an frei verfügbaren Mitteln einbringen – eine signifikante Summe angesichts der Marktkapitalisierung von etwa 5 Mrd. GBP. Diese Mittel sollen in Akquisitionen im Kerngeschäft von *DCC Energy* und in Aktienrückkäufe investiert werden.

⁴ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von DCC erfolgte im Halbjahresbericht 2020.

Nichtsdestotrotz: Diese Nachrichten kamen für viele Marktteilnehmer wie für mich überraschend. Das gesamte Unternehmen zu zerschlagen und eine über Jahrzehnte gewachsene und erfolgreiche Struktur zu verändern, ist eine drastische Maßnahme, die großen Mut erfordert. Vor allem vor dem Hintergrund, dass die meisten Beobachter dem Bereich *DCC Energy* die Schuld für die niedrige Bewertung zuschieben. Alles, was mit Öl und Gas in Verbindung steht, war in den letzten Jahren an der Börse nicht gerade beliebt.

Dass sich das Unternehmen nun auf diesen Bereich konzentriert, der perspektivisch die höchsten Renditen bietet, zeigt, dass das Management und das Board „*das Richtige tun*“, auch wenn dies große und schmerzhaft Veränderungen bedeutet.

Tucows

In den letzten Quartalen hat auch **Tucows** eine Reihe bedeutender und schmerzhafter Veränderungen durchlaufen. Wie in der Vergangenheit mehrfach beschrieben, investierte Tucows über viele Jahre hinweg alle verfügbaren Ressourcen in den Ausbau von lokalen Glasfasernetzen in kleineren Städten und Gemeinden in den USA.⁵

Seit unserem letzten Bericht im Sommer 2023 hat sich die Situation grundlegend gewandelt. Zunächst bemühte sich Tucows, einen Co-Investor für das Glasfasergeschäft „*ting*“ zu finden. Nachdem klar wurde, dass es keine ernsthaften Interessenten für einen Minderheitsanteil des Geschäfts geben würde, wurde ein umfassender Prozess für den Verkauf des gesamten Geschäfts eingeleitet. Mit der Veröffentlichung einer umfassenden Restrukturierung, welche die Entlassung von rund 40 % aller Mitarbeiter beinhaltete, wurde dann im Oktober 2024 auch dieser Prozess offensichtlich ohne Erfolg abgebrochen.

Spätestens das Resultat dieses zweiten Prozesses, nämlich dass es zum heutigen Zeitpunkt keinen Käufer für das Geschäft von „*ting*“ gibt, muss als schmerzhafter „*Hose-runter-Moment*“ bezeichnet werden. Natürlich ist das Umfeld für Akquisitionen im Glasfaserbereich im Moment nicht das Beste. Natürlich sind die allgemeinen Umstände widrig und „*ting*“ ein unkonventionelles Projekt.

Es ändert aber nichts daran, dass der heute erzielbare Wert des Geschäftsbereichs für die Aktionäre nahezu gegen Null tendiert. Nüchtern betrachtet wurden mehrere hundert Millionen US-Dollar verloren. Eine Tatsache, die Sie als Partner im Fonds sehr viel Geld gekostet hat. Opportunitätskosten sind hierbei noch nicht einmal eingerechnet. Insofern kann festgehalten werden, dass die offene Frage aus dem Halbjahresbericht 2023: „*War die Investition seinerzeit also offensichtlich ein Fehler?*“ nun leider mit einem klaren „Ja“ beantwortet werden muss.

Im Halbjahresbericht 2023 schrieb ich: „*Zu wissen, wie es aussehen soll, wenn es fertig ist ist gut, anzukommen ist jedoch das Einzige was zählt.* Heute ist offensichtlich, dass „*ting*“ nicht mehr aus eigener Kraft ankommen wird und dass sich kein Partner gefunden hat, der das Projekt bis zum Ende weiterführt. Das ist eine schmerzhaft Feststellung.

Dabei habe ich mich mehrfach lange und intensiv mit der Frage nach „dem Fehler“ begeben. Ich bin zu dem Schluss gekommen, dass es bei dem Investment in Tucows keine große einzelne Fehlentscheidung gab, sondern eine Verkettung zahlreicher kleinerer Fehler vorliegt.

Ein zentraler und kritischer Aspekt war die Investition in ein bis dato ungetestetes Geschäftsmodell. Das ist an sich nicht problematisch, da unternehmerische Investments stets Risiken beinhalten. Der Bau von Glasfasernetzen war aber weit außerhalb der historisch gewachsenen Kernkompetenz von

⁵ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Tucows erfolgte in den Vorjahren, vor allem aber Halbjahresbericht 2023.

Tucows. In diesem Falle waren es in Summe zu viele „known unknowns“ und „unknown unknowns“ in Verbindung mit einem aus dem Ruder laufendem Projektumfang. Dieser wurde im Laufe der Zeit zu groß, so dass dann eine Kurskorrektur zu einem späteren Zeitpunkt nicht mehr möglich war. Ein ebenfalls wichtiges Problem war, dass der Bau von vielen Anbindungen geplant und zugesagt wurde, ohne eine abschließende und vollständige Finanzierung gesichert zu haben.

Noch ist aber nicht aller Tage Abend. Ein Teil der Investmenthypothese war und ist es, dass Tucows mehrere wertvolle und inhaltlich vollständig voneinander getrennte Geschäftsbereiche hat. So gibt es noch den ursprünglichen Geschäftsbereich „Domains“ und das Software-Geschäft „Wavelo“. Und auch „ting“ beinhaltet noch einen gewissen optionalen Wert. Eine wesentliche Hypothese ist, dass selbst eine (bisher von allen Seiten ausgeschlossene) Insolvenz des Glasfaser-Geschäftsbereichs keine materiellen Auswirkungen auf den operativen Rest des Unternehmens hätte.

Mit einem Kurs von 16 US-Dollar notieren die Aktien von Tucows mit einem deutlichen Abschlag auf den von mir unterstellten Wert für den Geschäftsbereich „Domains“ alleine. Keinerlei Wert für das Glasfasergeschäft, kein Wert für „Wavelo“. Entscheidend ist, dass Management und Board von Tucows die richtigen Schlussfolgerungen ziehen und die Herausforderungen konsequent angehen. Hier sehe ich, dass die richtigen Schritte angegangen werden und bleibe zuversichtlich, dass Tucows in Zukunft noch einen bedeutenden Beitrag für den Wert des Partners Fund liefern wird.

Sowohl für Tucows selbst als auch das Investment im Partners Fund aber gilt, dass das Kapital nicht auf dieselbe Weise zurückgewonnen werden muss, wie es verloren wurde.

Investorentreffen

Die Überführung der verschiedenen Teilgesellschaftsvermögen aus der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV in Bonn markiert den Beginn eines neuen Kapitels. Die Berater der „sonstigen Teilgesellschaftsvermögen“ haben sich dabei entschlossen, enger zusammenzuarbeiten, um Synergien zu schaffen, Kompetenzen zu bündeln und sich gemeinsam weiterzuentwickeln. Diese erweiterte Zusammenarbeit dient nicht nur der Professionalisierung, sondern auch der Schaffung von Strukturen, die Ihre Interessen schützen sollen, beispielsweise, um auch in unerwarteten Situationen wie dem sprichwörtlichen Busunfall handlungsfähig zu bleiben.

Ein Bestandteil dieser Zusammenarbeit ist die Pflege unserer Tradition regelmäßiger Treffen mit unseren geschätzten Partnern. Dabei bleibt die Godesburg in Bonn-Bad Godesberg unser bewährter Veranstaltungsort – ein Ort, der für Kontinuität, Dialog und Partnerschaft steht. Wir freuen uns daher, Sie am **24. Mai 2025** zu unserem jährlichen Investorentreffen einzuladen.

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

Wie in den Vorjahren möchten wir 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).