



STEPHAN HORNING

Kategorie: Aktien Deutschland Nebenwerte wertorientiert
Dezember 2011

Vita

geboren am 17. August 1975 in Augsburg

Oktober 1995 bis Februar 1999
Studium der Ökonomie
an der Universität Augsburg,
Abschluss als Baccalaureus Oeconomiae

März 1998 bis Juni 2004
zunächst Praktikant und Werkstudent,
ab Juli 1999 tätig im Portfolio- und
Fondsmanagement bei der
Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG

März 1999 bis Juni 2004
Berater für das Beteiligungs- und
Investmentgeschäft eines Family Office

seit Februar 2004
Gründer und Geschäftsführer der
Discover Capital GmbH

Horning flexibel gesteuert und das Ziel besteht in der Erwirtschaftung eines langfristig attraktiven Wertzuwachses bei niedrigeren Schwankungen als der breite Markt.

Stephan Hornung erzielte mit seiner Anlagephilosophie in den zurückliegenden rund sieben Jahren eine sehr überzeugende Wertentwicklung sowie einen insgesamt beeindruckenden Mehrwert gegenüber dem Marktindex. Stephan Hornung, der wie kaum ein zweiter Fondsmanager Erfahrung und Detailwissen im Segment der deutschen Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung besitzt, beeindruckte dabei in einer Vielzahl von Treffen und Gesprächen insbesondere mit der Tiefe seiner Analysen und seinem Detailwissen zu den verfolgten Unternehmen und deren Umfeld. Aus diesen Gründen erfolgt die Vergabe der Höchstauszeichnung von drei Goldmedaillen an Stephan Hornung für herausragendes Fondsmanagement in der Kategorie „Aktien Deutschland Nebenwerte wertorientiert“ für das Jahr 2011. Damit werden die regelmäßigen Auszeichnungen aus den Vorjahren bestätigt.

Abstract

Die von Stephan Hornung bei der Verwaltung des SQUAD Value verfolgte Anlagephilosophie erstreckt sich auf die Auswahl von unterbewerteten Aktien und Wertpapieren sowie auf das Aufspüren von chancenreichen Spezialsituationen im Anlageuniversum Europa bei besonderer Berücksichtigung von deutschen Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung. Die überwiegend eigenständig generierten Anlageideen werden sorgfältig nach qualitativen sowie nach quantitativen Faktoren analysiert und lassen sich einer der Kategorien Value Investing, Deep Value bzw. Events zuordnen. Bei der Generierung der Anlageideen und den Analysen wird Stephan Hornung vornehmlich von seinem Kollegen Christian Struck sowie von vier weiteren Analysten unterstützt. Die Investitionsquote des Portfolios wird von Stephan

Anlagephilosophie

Stephan Hornung verfolgt bei der Verwaltung des SQUAD Value eine wertorientierte Anlagephilosophie, die auf sorgfältiger fundamental-orientierter Unternehmensanalyse basiert. Das Anlageuniversum ist weit gefasst und erstreckt sich vom Grundsatz her auf europäische Unternehmen mit beliebiger Marktkapitalisierung, wobei das Portfolio jedoch einen Schwerpunkt bei deutschen Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung aufweist.

Die Anlageideen werden insbesondere im Nebenwertebereich hauptsächlich durch eigenes Research sowie durch das bestehende Informationsnetzwerk generiert. Daneben führt auch externes Analystenresearch zu Anlageideen,

jedoch kommt diesem nur eine untergeordnete Bedeutung zu. Auf ein Datenbank-Screening wird bei der Generierung von Anlageideen grundsätzlich verzichtet. Die Anzahl der neu generierten Anlageideen hängt maßgeblich von dem allgemeinen Kursniveau und der generellen Nachrichtenlage ab. Insgesamt wird von Stephan Hornung und seinen Mitarbeitern die Entwicklung von rund 500 Unternehmen näher verfolgt.

Die generierten Anlageideen werden sorgfältig nach qualitativen sowie nach quantitativen Faktoren analysiert. Als wichtige qualitative Faktoren sind insbesondere die Managementqualität, ein nachhaltiges Wachstumspotenzial des Unternehmens, die Wettbewerbsvorteile des Unternehmens, die allgemeinen Markteintrittsbarrieren sowie die Aktionärsstruktur des Unternehmens zu nennen. Beim letzten Punkt kommt es insbesondere darauf an, die Motivation der Großaktionäre zu verstehen. Bei jeder Anlageidee sollte es durch Entwicklungen oder Ereignisse zu einer Veränderung der Wahrnehmung des Unternehmens durch die Marktteilnehmer und damit zu einer Bewertungsänderung kommen können. Zur qualitativen Analyse gehört das Studium von Geschäftsberichten und Präsentationen des Unternehmens sowie von Analystenreports. Vor allem bei Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung kommt Gesprächen mit dem Management sowie mit Investoren und Wettbewerbern eine besonders hohe Bedeutung zu. Bei der quantitativen Analyse steht insbesondere die Bilanzqualität, die Gewinnmarge, die Kontinuität der Gewinnentwicklung, das Kurs/Gewinn-Verhältnis, das Kurs/Buchwert-Verhältnis, der Unternehmenswert im Verhältnis zum Ergebnis vor außerordentlichen Posten, Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EV/EBITDA) sowie der frei verfügbare Überschuss aus der Geschäftstätigkeit im Fokus. Die Betrachtungen erfolgen vornehmlich durch die eigenen Analysten von Discover Capital. Externe Analysen werden lediglich ergänzend herangezogen.

Die im Portfolio umgesetzten Anlageideen lassen sich im Regelfall einer der nachfolgenden Strategien zuordnen. In das Segment „Value Investing“ fallen Investitionen in Unternehmen mit hochwertigen Geschäftsmodellen, deren Aktien eine attraktive Bewertung aufweisen. Neben der Betrachtung des Kurs/Gewinn-Verhältnisses wird hierbei vor allem auf eine nachhaltige Ertrags-situation und eine starke Wettbewerbsposition des Unternehmens sowie auf ein fähiges und im Interesse der Aktionäre agierendes Management geachtet. Dabei können auch Insiderkäufe für Stephan Hornung wertvolle Indizien liefern. In das Segment „Deep Value“ fallen Beteiligungen an Unternehmen, die an der Börse mit einem

signifikanten Abschlag zu ihrem realisierbaren Substanzwert gehandelt werden. Im Regelfall sollte dabei ein Auslöser für eine Bewertungsänderung durch die Marktteilnehmer vorhanden sein, was beispielsweise in einem Aktienrückkaufprogramm, in einer Sonderausschüttung, in einer Übernahme oder in Kostensenkungsmaßnahmen liegen kann. Schließlich umfasst das Segment „Events“ eher risikoreduzierte Investitionen mit einem möglichst kalkulierbaren Ertrag. Hier sind vor allem Squeeze-out-Situationen, Delistings, Arbitrage-Situationen oder Unternehmen mit Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträgen zu nennen.

Neben der Investition in Aktien ist auch die Investition in Unternehmensanleihen oder Wandelanleihen möglich. Hierauf greift Stephan Hornung vor allem dann zurück, wenn die Anleihen ein besseres Ertrags/Risiko-Profil besitzen als eine direkte Investition in die Aktien des Unternehmens. Neben dem Ertrag aus dem jeweiligen Zinskupon können solche Anleihen wie Aktien insbesondere bei vorteilhafter Unternehmensentwicklung die Möglichkeit von Kursgewinnen bieten.

Das Portfolio des SQUAD Value besteht im Durchschnitt aus rund 60 Positionen, die entsprechend ihrer Attraktivität und ihrer Auswirkung auf das Ertrags/Risiko-Profil des Gesamtportfolios gewichtet werden. Der Verkauf einer Position erfolgt insbesondere dann, wenn das Kursziel erreicht wurde oder sich das Ertrags/Risiko-Profil der Anlageidee deutlich verschlechtert bzw. im Vergleich zu einer neuen Anlageidee weniger attraktiv erscheint. Darüber hinaus werden Positionen veräußert, wenn sich die operative Entwicklung oder die Aussichten des Unternehmens verschlechtern oder wenn fragliche Bilanzierungsmethoden zu erkennen sind.

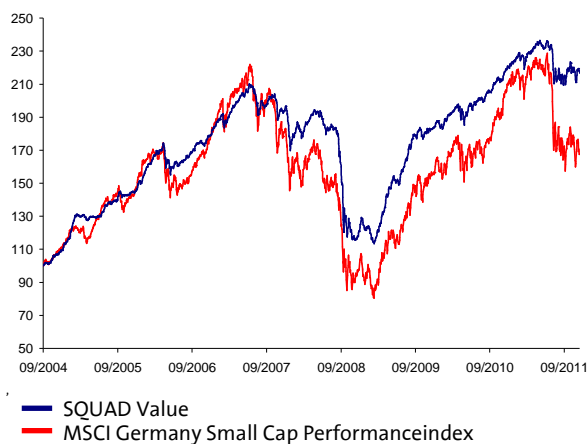
Die Investitionsquote des Portfolios wird von Stephan Hornung flexibel gesteuert und orientiert sich vor allem an der Attraktivität der generierten Anlageideen insgesamt sowie an der allgemeinen Marktverfassung. Neben dem aktiven Einsatz einer strategischen Kasseposition kann Stephan Hornung dabei auch auf Staatsanleihen hoher Bonität mit im Regelfall kurzer Restlaufzeit zurückgreifen.

Vergangenheitserfolge

Die Fähigkeiten von Stephan Hornung lassen sich anhand der Wertentwicklung des am 29. September 2004 aufgelegten SQUAD Value veranschaulichen, den Stephan Hornung seit Auflegung mit wertorientierter Anlagephilosophie verwaltet. Wengleich Aktien von Unternehmen mit niedri-

ger Marktkapitalisierung aus dem deutschsprachigen Raum in der jüngeren Vergangenheit eine etwas geringere Bedeutung im Portfolio zukommt als dies insbesondere in den ersten Jahren nach Auflegung der Fall gewesen ist, so liegt der Schwerpunkt des Portfolios unverändert in diesem Segment. Um die Leistungen von Stephan Hornung bei der Verwaltung des SQUAD Value in Relation zu der allgemeinen Marktentwicklung beurteilen zu können, bietet sich aus diesem Grund vor allem eine Gegenüberstellung mit der Entwicklung eines Marktindex für deutsche Nebenwerte an.

Die nachfolgende Graphik visualisiert die Entwicklung des SQUAD Value in der Zeit vom 29. September 2004 bis zum 13. Dezember 2011 auf Euro-Basis. Die Marktentwicklung ist anhand des MSCI Germany Small Cap Performanceindex dargestellt. Insgesamt konnte Stephan Hornung in den zurückliegenden rund sieben Jahren mit dem SQUAD Value in einem insgesamt schwierigen und von hoher Volatilität geprägten Umfeld einen attraktiven absoluten Ertrag in Höhe von 116,7 Prozent und damit einen beeindruckenden Mehrwert in Höhe von 48,8 Prozentpunkten gegenüber der am MSCI Germany Small Cap Performanceindex gemessenen Marktentwicklung erwirtschaften.



Das grundsätzliche Ziel von Stephan Hornung mit dem SQUAD Value besteht darin, bei längerfristiger Betrachtung einen attraktiven absoluten Wertzuwachs zu erwirtschaften. Dabei besteht die angestrebte grundsätzliche Performance-Charakteristik des SQUAD Value im Vergleich zur allgemeinen Marktentwicklung darin, in einer Aufwärtsphase weitgehend mit der Marktentwicklung mitzuhalten, in einer Abwärtsphase weniger als der Markt zu verlieren und in einer Seitwärtsphase die Marktentwicklung insbesondere aufgrund der fundamentalen Aktienselektion deutlich zu übertreffen. Wie der Verlauf von Fondsentwicklung und Marktentwicklung im obigen Chart zeigt, wurde dieses Ziel in der Vergangenheit erreicht.

Indexbezogenheit der Anlagephilosophie

Die Portfoliostrukturierung orientiert sich an keinem Marktindex und die Selektion von Anlageideen erfolgt grundsätzlich unabhängig von der jeweiligen Marktkapitalisierung, wobei jedoch der Schwerpunkt bei Anlageideen mit niedriger Marktkapitalisierung liegt. Für die Aufnahme einer Position in das Portfolio sind somit ausschließlich die Einschätzung hinsichtlich der fundamentalen Attraktivität der Anlageidee sowie die Auswirkungen auf das Ertrags/Risiko-Profil des Gesamtportfolios relevant. Gleichwohl kann die verfolgte Anlagephilosophie bei kurzfristiger Betrachtung zu einer hohen Korrelation des SQUAD Value mit der allgemeinen Marktentwicklung führen.

Der nachfolgende Vergleich der Ergebnisse des SQUAD Value mit den Ergebnissen des MSCI Germany Small Cap Performanceindex erfolgt lediglich aus dem Grund, die Leistungen von Stephan Hornung in Relation zu dem Geschehen im Marktsegment der deutschen Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung beurteilen zu können, in welchem das Portfolio schwerpunktmäßig investiert ist. Die Übersicht stellt die Ergebnisse des SQUAD Value sowie des MSCI Germany Small Cap Performanceindex in den einzelnen Kalender(teil)jahren dar.

Jahr	SQUAD Value	MSCI Germany Small Cap Performanceindex	Mehrwert
2004 ¹	9,5 %	11,9 %	-2,4 %
2005	33,5 %	31,1 %	2,4 %
2006	22,7 %	22,1 %	0,6 %
2007	9,6 %	2,2 %	7,4 %
2008	-36,4 %	-43,5 %	7,1 %
2009	47,5 %	51,1 %	-3,6 %
2010	19,4 %	35,5 %	-16,1 %
2011 ²	-1,5 %	-20,8 %	19,3 %

1) vom 29. September 2004 bis zum 31. Dezember 2004

2) vom 1. Januar 2011 bis zum 13. Dezember 2011

Volumenabhängigkeit der Anlagephilosophie

Stephan Hornung verwaltet mit der beschriebenen Anlagephilosophie im SQUAD Value aktuell ein Volumen von rund 120 Millionen Euro. Daneben werden von Stephan Hornung mit etwas abweichender Anlagephilosophie in zwei anderen Fonds weitere rund 42 Millionen Euro verwaltet

(siehe hierzu „Verwaltetes Anlagevermögen“). Da das Anlageuniversum aller drei Fonds schwerpunktmäßig aus Aktien von Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung aus dem deutschsprachigen Raum besteht und eine Anlageidee grundsätzlich in allen drei Portfolios umgesetzt werden kann, erscheint zur Einschätzung der Volumen-Rahmenbedingungen die Heranziehung des insgesamt verwalteten Volumens von rund 162 Millionen Euro sinnvoll.

Das grundsätzliche Anlageuniversum ist sowohl hinsichtlich der Region als auch hinsichtlich des Marktkapitalisierungsspektrums sehr groß und insbesondere bei Aktien von Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung sollte das aktuell verwaltete Volumen zu keinen Einschränkungen führen. Ein Schwerpunkt des Portfolios entfällt jedoch auf Aktien von Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung, wobei in Einzelfällen auch Aktien von Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von wenigen Millionen Euro für eine Investition in Frage kommen. Je nach allgemeiner Marktverfassung kann die Liquidität in den betrachteten Werten daher sehr eingeschränkt sein und die Umsätze können auch oft maßgeblich von Transaktionen von Privatanlegern bestimmt werden. Darüber hinaus können auch die als Portfoliobeimischung genutzten Unternehmens- sowie Wandelanleihen insbesondere in turbulenten Marktphasen nur eine sehr eingeschränkte Liquidität aufweisen. Insgesamt ist die verfolgte Anlagephilosophie als sehr volumensensibel einzuschätzen. Somit erscheinen die Volumen-Rahmenbedingungen für die Verwaltung des SQUAD Value, als dem vom Volumen her größten Fonds, aktuell neutral.

Stephan Hornung ist sich der grundsätzlich starken Volumensensibilität seiner Anlagephilosophie bewusst und hat bereits in der Vergangenheit Maßnahmen ergriffen, einer zu starken Verwässerung von Anlageideen sowie starken Restriktionen bei der Umsetzung von Anlageentscheidungen vorzubeugen. So wurde die Anzahl der ausgegebenen Anteile am SQUAD Value bereits seit April 2005 durch ein sogenanntes Soft Closing beschränkt. Aktuell wurde die Entscheidung getroffen, neue Gelder im vorab kalkulierten Rahmen in den SQUAD Value aufzunehmen. Bei Erreichen eines im SQUAD Value zu verwaltenden Volumens von 130 bis 150 Millionen Euro wird erneut ein Soft Closing umgesetzt werden.

Unter Fokus

Stephan Hornung besitzt umfangreiche Erfahrung im Segment der Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung aus dem deutschsprachigen

Raum. Bereits während seines Studiums wurde er Mitglied und temporär Vorstand des Börsenforum Augsburg. Darüber hinaus ist er seit dem Jahr 1999 Mitglied der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management und erstellte in den Jahren 1999 und 2000 freiberuflich Aktienanalysen. Seine Fähigkeiten bei der fundamentalen Unternehmensanalyse wurden insbesondere durch die Tätigkeit im Bereich Aktienresearch bei der Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG in den Jahren 1998 und 1999 sowie durch seine Beratungstätigkeit für ein Family Office in den Jahren 1999 bis 2004 ständig vertieft. Bei der Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG war Stephan Hornung in den Jahren 1999 bis 2004 im Bereich Portfolio- und Fondsmanagement tätig und zuletzt für den Bereich Dachfonds verantwortlich.

Der Erfolg der verwalteten Fonds basiert nicht nur auf den Fähigkeiten von Stephan Hornung, sondern auch auf den Fähigkeiten von Christian Struck. Christian Struck schloss sein Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Augsburg mit einer Diplom-Arbeit zum Thema „Die Liquidation börsennotierter Aktiengesellschaften als Investmentchance“ ab, was seinen Interessenschwerpunkt für die Anlagestrategie Events hervorhebt. Der Weg von Christian Struck verlief als Mitglied und temporär als Vorstand des Börsenforum Augsburg, als Praktikant und Werkstudent im Bereich Aktienresearch bei der Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG in den Jahren 1999 bis 2001 sowie als Berater für das Family Office in den Jahren 2001 bis 2003 weitgehend parallel mit dem Weg von Stephan Hornung. Zusammen mit Stephan Hornung gründete Christian Struck im Februar 2004 die Discover Capital GmbH, deren Geschäftsführer er neben Stephan Hornung ebenfalls ist. Von den durchgeführten Analysen liegt ein wesentlicher Anteil bei Christian Struck, der eine besondere Kompetenz bei der Interpretation von Geschäftszahlen und aufgrund seines Detailwissens bei dem Erkennen von vielversprechenden Sondersituationen besitzt und Stephan Hornung bei der Einschätzung von Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung wertvolle Unterstützung gibt. Darüber hinaus obliegt Christian Struck insbesondere auch die Researchzuständigkeit hinsichtlich der in der jüngeren Vergangenheit verstärkt in das Portfolio einbezogenen europäischen Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung, die vornehmlich in die Kategorie Value-Investing fallen.

Insgesamt besitzen die Mitarbeiter der Discover Capital GmbH, deren Team aus sieben Personen besteht, eine einzigartige Kompetenz bei der Analyse von kleinen Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum. Die Diskussion über die generierten Anlageideen erfolgt im Team und das

Ziel besteht in einer Konsensfindung. Trotz der Bedeutung der Mitarbeiter erfolgt die Auszeichnung ausschließlich für Stephan Hornung, bei dem die Verantwortung für die Portfoliostrukturierung liegt.

Verwaltetes Anlagevermögen

Von Stephan Hornung wird mit der beschriebenen Anlagephilosophie der SQUAD Value mit einem Volumen von rund 120 Millionen Euro verwaltet.




SQUAD Value ISIN LU0199057307 / WKN A0B7ZX (Anteilklasse A) ISIN LU0376514351 / WKN A0Q50K (Anteilklasse B)	120 Millionen Euro 96 Millionen Euro (Hard Closing) 24 Millionen Euro (offen für Neuanlagen)
flexibler Aktienfonds mit wertorientierter Anlagephilosophie für europäische Werte bei besonderer Berücksichtigung von Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung aus dem deutschsprachigen Raum	
Teilfonds der SQUAD Capital FCP, eines Umbrella-Fonds luxemburgischen Rechts	
mit Vertriebsberechtigung in Deutschland und Luxemburg	

Ferner wird von Stephan Hornung der SQUAD Growth mit einem Volumen von rund 22 Millionen Euro verwaltet. Der SQUAD Growth ist schwerpunktmäßig auf Nebenwerte aus dem deutschsprachigen Raum ausgerichtet, wobei die Fokussierung auf Wachstumsunternehmen mit attraktiver Bewertung sowie ergänzend auf angeschlagene Unternehmen mit Potenzial für eine erfolgreiche Restrukturierung bzw. Sanierung liegt. Wie beim SQUAD Value ist beim SQUAD Growth die Investition in Anleihen möglich und es wird ebenfalls eine aktive Steuerung der Kasseposition verfolgt. Darüber hinaus verantwortet Stephan Hornung zusammen mit seinem Mitarbeiter Joscha Nothdurft einen Long/Short Equity Hedgefonds mit einem Volumen von rund 20 Millionen Euro, der ebenfalls schwerpunktmäßig auf Nebenwerte aus dem deutschsprachigen Raum ausgerichtet ist.

(Stand Mitte Dezember 2011)

Fondsbewertung

Die Partizipation an den Fähigkeiten von Stephan Hornung bei der Umsetzung der beschriebenen wertorientierten Anlagephilosophie im Anlageuniversum der Aktien europäischer Unternehmen bei besonderer Berücksichtigung von Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung aus dem deutschsprachigen Raum ist mittels des von ihm verwalteten SQUAD Value möglich. Da Stephan Hornung ein in der Kategorie „Aktien Deutschland Nebenwerte wertorientiert“ mit der maximal möglichen Anzahl von drei Goldmedaillen ausgezeichneter Fondsmanager ist und das von ihm insgesamt zu verwaltende Volumen neutrale Rahmenbedingungen stellt, erhält der SQUAD Value durch die Sauren Fonds-Research AG die Höchstbewertung von: + + +

Fondsmanager / Volumen			
vorteilhaft	++	+++	+++
neutral	+	++	+++
nachteilig	+	+	++

Kontaktmöglichkeit

Discover Capital GmbH	
	Am Silbermannpark 1a 86161 Augsburg Deutschland
Telefon	+49 (0)821 / 455420-10
Fax	+49 (0)821 / 455420-99
E-Mail	info@discover-capital.de
Internet	www.discover-capital.de

Impressum

Verfasser dieses Fondsmanager-Ratings: Hermann-Josef Hall

Sauren Fonds-Research AG, Im MediaPark 8 (KölnTurm), 50670 Köln, Postfach 10 28 54, 50468 Köln,
Tel.: +49 (0) 221 650 50 139, Fax: +49 (0) 221 650 50 130, E-Mail: research@sauren.de, Internet: www.sauren.de

Das vorliegende Fondsmanager-Rating dient allein Informationszwecken. Sämtliche Informationen des Fondsmanager-Ratings wurden von der Sauren Fonds-Research AG sorgfältig recherchiert. Dennoch kann für den Inhalt keine Haftung übernommen werden. Das Fondsmanager-Rating stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf dar. Grundlage für den Kauf von Fonds sollten die Informationen der jeweiligen Verkaufsprospekte sowie die aktuellen Ausgaben der Jahres- bzw. Halbjahresberichte darstellen, welche unter der im Fondsmanager-Rating angegebenen Kontaktmöglichkeit erhältlich sind. Angaben über die zurückliegende Wertentwicklung von Fonds können nicht als Maßstab für die zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Alle Rechte vorbehalten. Kein Teil dieses Fondsmanager-Ratings darf ohne schriftliche Genehmigung der Sauren Fonds-Research AG vervielfältigt oder verbreitet werden. Unter dieses Verbot fällt insbesondere auch die gewerbliche Vervielfältigung per Kopie, die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Online-Dienste und Internet sowie die Vervielfältigung auf CD-Rom.