

# Value-Holdings Capital Partners Fund

Jahresbericht per 31. Dezember 2015 geprüft



VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG  
Aeulestrasse 6, LI-9490 Vaduz

Tel. +423 235 67 67  
Fax +423 235 67 77  
[vpfundsolutions@vpbank.com](mailto:vpfundsolutions@vpbank.com)  
[www.vpfundsolutions.li](http://www.vpfundsolutions.li)

# Inhalt

- 3 Organisation
- 5 Auf einen Blick
- 6 Bericht des Fondsmanagers
- 11 Vermögensrechnung
- 12 Erfolgsrechnung
- 13 Verwendung des Erfolgs
- 14 3-Jahres-Vergleich
- 15 Veränderung des Nettovermögens
- 16 Anteile im Umlauf
- 17 Vermögensaufstellung / Anlagen Value-Holdings Capital Partners Fund
- 19 Derivate Finanzinstrumente Value-Holdings Capital Partners Fund
- 20 Bericht des Wirtschaftsprüfers
- 22 Ergänzende Angaben

Die Anteile dürfen weder an US-Bürger noch in den USA domizilierte Personen verkauft werden.

# Organisation

## **Verwaltungsgesellschaft**

VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG  
Aeulestrasse 6  
LI-9490 Vaduz

## **Verwaltungsrat**

Christoph Mauchle (Vorsitzender), Vaduz / LI  
Alfred Möckli, Vaduz / LI  
Sigbert Näscher, Gamprin-Bendern / LI  
Eduard von Kymmel, Luxembourg / LU

## **Geschäftsleitung**

Alex Boss (Vorsitzender), Ruggell / LI  
Reto Grässli, Ruggell / LI  
Ralf Konrad, Wangs / CH

## **Fondsmanager**

VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG  
Aeulestrasse 6  
LI-9490 Vaduz

## **Verwahrstelle**

VP Bank AG  
Aeulestrasse 6  
LI-9490 Vaduz

## **Wirtschaftsprüfer**

Ernst & Young AG  
Belpstrasse 23  
CH-3007 Bern

## **Vertriebsberechtigter in Liechtenstein**

VP Bank AG  
Aeulestrasse 6  
LI-9490 Vaduz

## **Informationsstelle Deutschland**

Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA  
Kaiserstrasse 24  
DE-60311 Frankfurt am Main

## **Zahlstelle Deutschland**

Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA  
Kaiserstrasse 24  
DE-60311 Frankfurt am Main

# Organisation

## **Steuerlicher Vertreter in Deutschland**

PricewaterhouseCoopers AG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Friedrich-Ebert-Anlage 35-37  
60327 Frankfurt am Main

## **Steuerlicher Vertreter in Österreich**

PwC PricewaterhouseCoopers  
Wirtschaftsprüfung und Steuerberatung GmbH  
Erdbergstrasse 200  
1030 Wien

# Auf einen Blick

Nettovermögen per 31.12.2015	EUR	EUR 23.7 Millionen
Nettoinventarwert pro Anteil per 31.12.2015	EUR	3'071.31
Rendite	seit Liberierung p.a.	1 Jahr 8.58 % 8.59 %
Liberierung	per	15.05.2002
Total Expense Ratio (TER) (1)	mit Performance Fee 1.27 %	ohne Performance Fee 1.27 %
Performance Fee	10% mit Hurdle Rate 5 % und High Watermark	
Ausschüttung für das Berichtsjahr	keine (thesaurierend)	
Kommissionen		
Pauschale Entschädigung (max.)	1.25 %	
Ausgabekommission (max.)	0.00 %	
Rücknahmekommission (max.)	0.00 %	
Konversionsgebühr (max.)	0.00 %	
Valorennummer	1.387.390	
Fondsdomizil	Liechtenstein	

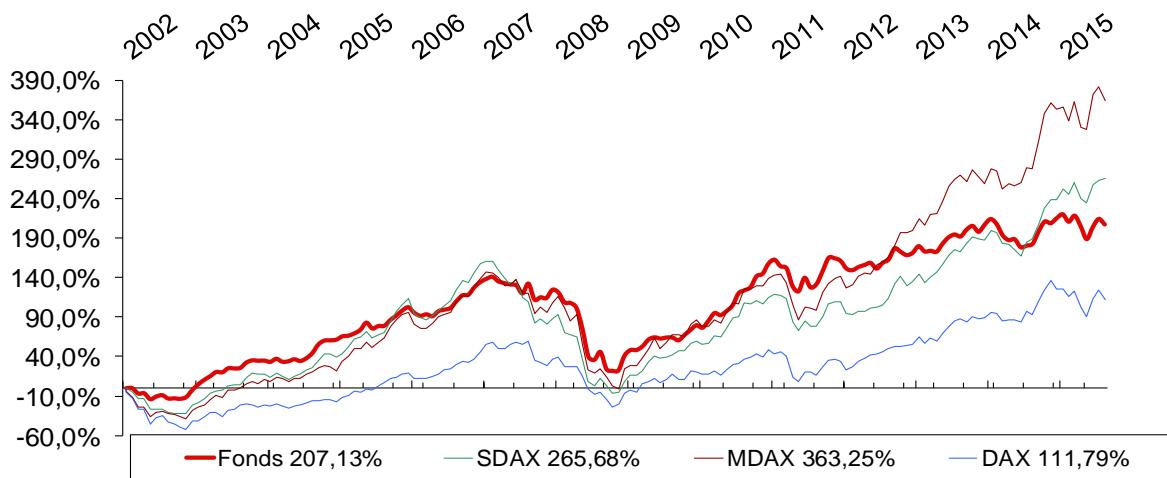
Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Performancedaten lassen die bei der Ausgabe und Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt.

(1) Diese Kennziffer drückt die Gesamtheit derjenigen Kommissionen und Kosten, die laufend dem Fondsvermögen belastet werden (Betriebsaufwand), retrospektiv in einem %-Satz des Nettofondsvermögens aus.

# Bericht des Fondsmanagers

Anlageberaterkommentar zum 31.12.2015:

## VALUE-HOLDINGS CAPITAL PARTNERS FUND: Übersicht seit Auflegung am 15. Mai 2002



	Zeitraum	Fonds	DAX	MDAX	SDAX
Entwicklung seit Auflegung	15.05.2002 - 31.12.2015	207,13%	111,79%	363,25%	265,68%
Durchschnittliche jährliche Rendite	15.05.2002 - 31.12.2015	8,58%	5,66%	11,90%	9,97%
Entwicklung 2015	01.01. - 31.12.2015	8,59%	9,56%	22,67%	26,61%
Entwicklung 2014	01.01. - 31.12.2014	-3,13%	2,65%	2,17%	5,85%
Entwicklung 2013	01.01. - 31.12.2013	11,07%	25,48%	39,11%	28,23%
Entwicklung 2012	01.01. - 31.12.2012	13,39%	29,06%	33,90%	19,74%
Entwicklung 2011	01.01. - 31.12.2011	3,56%	-14,69%	-12,15%	-14,54%
Entwicklung 2010	01.01. - 31.12.2010	36,52%	16,06%	34,91%	45,78%
Entwicklung 2009	01.01. - 31.12.2009	12,46%	23,85%	34,01%	26,72%
Entwicklung 2008	01.01. - 31.12.2008	-37,22%	-40,37%	-43,21%	-46,05%
Entwicklung 2007	01.01. - 31.12.2007	10,58%	22,29%	4,89%	-6,75%
Entwicklung 2006	01.01. - 31.12.2006	17,40%	21,98%	28,63%	31,03%
Entwicklung 2005	01.01. - 31.12.2005	23,95%	27,07%	36,01%	35,16%
Entwicklung 2004	01.01. - 31.12.2004	14,91%	7,34%	20,28%	21,56%
Entwicklung 2003	01.01. - 31.12.2003	44,65%	37,08%	47,75%	51,30%
Entwicklung 2002 (Rumpfgeschäftsjahr)	15.05. - 31.12.2002	-13,15%	-42,97%	-32,55%	-31,30%

# Bericht des Fondsmanagers

## Das Jahr 2015: Die Welt im Umbruch

Deutschland und den Deutschen ging es 2015 wirtschaftlich so gut wie seit vielen Jahren nicht mehr. Löhne und Gehälter stiegen deutlich und auf breiter Front, die Arbeitslosigkeit ist niedrig und die Wirtschaft brummt. Dennoch fühlte sich 2015 rückblickend wie ein echtes Krisenjahr an. Die Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten, die Terroranschläge von Paris, das Erstarken rechtspopulistischer und antieuropäischer Parteien überall in Europa und vor allem der massenhafte und unregulierte Zustrom von Flüchtlingen schlügen ordentlich aufs Gemüt. Mit den Flüchtlingen kommen uns die Kriege und Religionskonflikte des Nahen Ostens auch physisch näher. Plötzlich sind wir Deutsche „hautnah“ Betroffene. Die vielen Neuankömmlinge verändern uns und unser Land. Wir sind darauf nicht vorbereitet, schwanken zwischen „Wir schaffen das“ und „Das Boot ist voll“. Klar ist nur: Die Integration von Millionen Zuwanderern in unsere Gesellschaft ist ein gigantisches Projekt, welches viel Kraft und Geld kostet und uns Jahre, wenn nicht Jahrzehnte beschäftigen wird. Wenn diese Integration gelingt, ist sie angesichts niedriger Geburtenraten sicherlich eine riesige Chance für Deutschland, vergleichbar mit der Wiedervereinigung. Ob sie gelingt, ist offen. Entscheidend wird sein, wie wir es anpacken. Finden wir die richtigen Rezepte, die richtige Dosierung, die richtige Abwägung zwischen Willkommenskultur einerseits (das können wir schon echt gut) und konsequenter Verteidigung unserer freiheitlich-demokratischen Grundordnung (da müssen wir besser werden)? Insgesamt kann die Lösung der Flüchtlingskrise zudem nur in enger Abstimmung mit unseren europäischen Nachbarn erfolgreich sein. Das Ganze hat ja vor allem auch eine europäische Dimension und durchaus das Potential Europa nachhaltig zu spalten und der europäischen Idee empfindlich zu schaden.

Rein ökonomisch betrachtet war 2015 vor allem ein weiteres Jahr der sich beschleunigenden digitalen Transformation (fast) aller Lebensbereiche. In ihren Auswirkungen ist diese vergleichbar mit der industriellen Revolution des späten 19. und frühen 20. Jahrhunderts. Während damals Dampfmaschinen die Muskelkraft ersetzten, sind es diesmal Computer mit ihrer künstlichen Intelligenz, die zunehmend die menschliche Denkleistung überflüssig machen. Das verändert unsere Art zu wirtschaften erheblich. War zunächst im Marx'schen Sinne das Produktionskapital entscheidend und trugen später Dienstleistungen einen wesentlichen Beitrag zum Wohlstand vieler Nationen bei, so kommt heute eine Form des Wirtschaftens dazu, die mittels des Internets im Wesentlichen auf der Sammlung, Auswertung, Nutzung und Verfügbarmachung gigantischer Datenmengen basiert. Die wichtigsten Player dieses neuen Wirtschaftens sind Google, Apple, Facebook und Amazon. Diese digitale Avantgarde verdient Milliarden und hat es innerhalb weniger Jahre an die Spitze der wertvollsten und mächtigsten Unternehmen der Welt geschafft.

## Hintergrund: Verändert die Digitalisierung die Grundsätze des Value-Investing?

Facebook, die größte Nachrichtenplattform der Welt, produziert selbst keine Inhalte. Uber, das weltweit größte Taxounternehmen, besitzt keine Fahrzeuge. Airbnb, der größte Bettenvermittler der Welt, besitzt keine Hotels. Alibaba, der wertvollste Einzelhändler der Welt, hat keine Lager. Google, der größte Verzeichnisdienst der Welt, ist mehr wert als (fast) alle Unternehmen, die es auch gegen Bezahlung listet. Es scheint so, als ob viele klassische Geschäftsmodelle in Frage gestellt werden von jungen Unternehmen und Start-ups, die scheinbar nach anderen kaufmännischen Regeln funktionieren als die langjährig etablierten Player. Und die guten Unternehmenslenker der plötzlich bedrohten Großkonzerne erkennen die Notwendigkeit zur Veränderung und wählen dafür unterschiedliche Strategien. Die einen reformieren ihre Unternehmen von Grund auf, die anderen lassen im Kerngeschäft alles beim Alten, versuchen sich aber zudem als „Venture Capitalist“ und investieren in weitestgehend vom Konzern unabhängig geführte Start-ups, die ihr eigenes Konzern-Geschäftsmodell angreifen. So erkennt zum Beispiel die Lufthansa, dass Facebook vor allem durch die Kommerzialisierung der detaillierten Nutzerdaten so wertvoll geworden ist und versucht nun die eigenen Nutzerdaten besser zu monetarisieren. Mercedes-Benz und BMW wiederum sehen sich jetzt zunehmend als Mobilitätsanbieter und starten internetbasierte Angebote zur spontanen KFZ-Anmietung wie car2go und DriveNow, um dadurch einen Zugang zur sogenannten „Sharing Economy“ zu finden.

Was bedeuten diese Veränderungen für die Grundsätze des Value-Investing? Sind die von Benjamin Graham Anfang 1930 entwickelten Überlegungen zur Berechnung des inneren Wertes von Unternehmen oder zur Beachtung der Sicherheitsmarge beim Kauf von Aktien damit überholt? Als Graham 1934 sein Standardwerk „Security Analysis“ veröffentlichte, war die Welt eine ganz andere. Oder eben auch nicht. Denn es darf bezweifelt werden, dass sich die menschlichen Verhaltensweisen seitdem grundlegend geändert haben. Anfang der 1930er Jahre hatte die Menschheit gerade den bis dahin schlimmsten Krieg hinter sich und einen noch schlimmeren vor sich. Die Industrialisierung führte zu massiven Veränderungen in der Geschäftswelt. Disruptive Technologien, also Innovationen, die bestehende Produkte oder Dienstleistungen verdrängen und die heute überwiegend im Silicon Valley erdacht werden, gab es schon damals. Der österreichische Ökonom Joseph Schumpeter nannte dieses Phänomen „schöpferische Zerstörung“ und diese war bereits zu jener Zeit eine Herausforderung für Investoren. Zwischen 1930 und 1941 leiteten Güter wie der Kühlschrank, die Waschmaschine, der Fernseher und nicht zuletzt das Automobil ihren Siegeszug als massentaugliche Konsumgüter ein. Möglich war dies durch eine erhebliche Effizienzsteigerung innerhalb der produzierenden Industrie.

# Bericht des Fondsmanagers

Rationalisierungseffekte durch fortschrittlichere Maschinen und die Einführung der modernen Fließbandtechnik bewirkten enorme Ersparnisse. Eine verbesserte Energieerzeugung und neue Materialien wie Kunststoff taten ihr Übriges. So gelang der US-Wirtschaft im Jahr 1941 ein um 40 Prozent höherer Ausstoß als noch 1929, dem Jahr der so genannten großen Depression. Einen vergleichbaren Produktivitätssprung hat es in den USA seither nicht mehr gegeben. Benjamin Graham entwickelte die Grundsätze des Value-Investing also zu einer Zeit enormer wirtschaftlicher Umbrüche, geprägt einerseits durch den großen Börsencrash von 1929 und die darauf folgende schwere Rezession mit Arbeitslosenquoten von über 30 Prozent, andererseits aber auch durch eine extreme technologische Dynamik. Für die Menschen jener Epoche waren die wirtschaftlichen Herausforderungen sicherlich vergleichbar, wenn nicht sogar größer als das, was wir heute im Rahmen der digitalen Transformation erleben.

Gerade der historische Kontext in dem Benjamin Graham seine „Security Analysis“ verfasste, macht uns zuversichtlich, dass sich die grundsätzlichen Umstände, unter denen das Value-Investing entwickelt wurde, nicht verändert haben. In Zeiten großer wirtschaftlicher Unsicherheit erdacht, bietet diese Strategie dem disziplinierten Investor für seine Anlageentscheidungen ein stabiles, langjährig erprobtes Fundament und damit letztlich das nötige Rüstzeug, um antizyklisch handeln zu können. Der Fokus des Value-Investings auf Fundamentalanalyse und Sicherheitsmarge schließt Investments in die jeweils aktuellen Börsenlieblinge aus, da diese einfach zu teuer sind. Dies schützt Value-Investoren vor teuren Überraschungen, denn die Zeiten können sich ändern (und tun es oft auch). Plötzlich fallen die einstigen Börsenlieblinge auf dem Parkett in Ungnade, weil sie die mit ihrer hohen Bewertung einhergehenden, überzogenen Erwartungen der Anleger nicht mehr erfüllen können. Dann werden die Bewertungen und damit die Aktienkurse oft schlagartig und massiv nach unten korrigiert. Dieser „Rhythmus“ der Börsen hat sich seit Benjamin Graham nicht geändert und dürfte es vermutlich auch künftig nicht tun. Er basiert nämlich letztlich vor allem auf den Erwartungen, Hoffnungen und Enttäuschungen von Menschen. Daran haben auch die digitale Transformation und der zunehmende Einsatz von Computern an den Börsen bisher nichts geändert. Dies zeigt aktuell auch der Aktienkurs von Apple, dem mit über 500 Milliarden US-Dollar Marktkapitalisierung derzeit noch wertvollsten Unternehmen der Welt. Während die Aktien von Google, Amazon und Facebook 2015 kräftig zulegen konnten, mussten Apple-Aktionäre zuletzt sogar Verluste hinnehmen. Die Anleger stört die starke Abhängigkeit des Konzerns vom iPhone. Mehr als 60 Prozent des Umsatzes und ein noch höherer Teil des Gewinns von Apple gehen auf das Smartphone zurück. Trotz der momentan glänzenden Geschäfte kommen Zweifel auf, wie der kalifornische Technikriese auch in Zukunft große Gewinne machen will. Beispiele wie Nokia und Blackberry haben gezeigt, wie stark die Tech-Welt wechselnden Trends unterliegt – und wie unvermittelt ein Star der Branche stürzen kann.

## **Das Börsenjahr 2015**

Das zurückliegende Jahr 2015 war gekennzeichnet von einem stetigen Auf und Ab an den Finanzmärkten. Nachdem die für uns relevanten Börsenindizes noch im Frühjahr 2015 neue Höchststände verzeichneten haben, erfolgte insbesondere im dritten Quartal ein deutlicher Kursrückgang. In den letzten drei Monaten des Jahres setzte hingegen wieder eine Gegenbewegung ein, die die meisten Indizes auf Gesamtjahressicht mit einer positiven Performance abschließen ließen. So erreichte der DAX in 2015 einen Wertzuwachs von 9,6%.

Während die ersten Monate des Jahres vor allem durch das massive Ankaufprogramm für Staatsanleihen und andere festverzinsliche Wertpapiere der Europäischen Zentralbank für hohe Kursgewinne an den europäischen Aktienmärkten sorgte, führten zunächst die wochenlangen Diskussionen um die Zugehörigkeit Griechenlands zur Eurozone zur Ernüchterung. Im Hochsommer folgte dann die erste überraschende Abwertung der chinesischen Währung, die bei Anlegern Sorgen über die konjunkturelle Lage in China aufwarf. Mitte September wurde dann der VW-Abgasskandal publik, der die Kurse der kompletten börsennotierten europäischen Automobilindustrie samt deren Zulieferern massiv traf. Weiterhin wurde das ganze Jahr hindurch über die Wende in der amerikanischen Zinspolitik debattiert, die im Dezember dann letztendlich vollzogen wurde. Die andauernden Diskussionen führten dabei in 2015 immer wieder zu Kursausschlägen.

In dieser Gemengelage stieg der Nettoinventarwert eines Fondsanteils des Value-Holdings Capital Partners Fund im Jahr 2015 um 8,6 Prozent von 2.828,43 € auf 3.071,31 €. Damit verzeichnete der Fonds seit seiner Auflegung am 15. Mai 2002 eine durchschnittliche jährliche Rendite nach allen Kosten von 8,6 Prozent

# Bericht des Fondsmanagers

## Portrait: Die Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft

Wie in jedem Jahr möchten wir Ihnen auch 2015 ein Unternehmen vorstellen, an dem der Value-Holdings Capital Partners Fund beteiligt ist. Nachdem wir in der Vergangenheit bereits einmal mit der Daimler AG einen automobilen Premiumanbieter porträtiert haben, möchten wir Ihnen diesmal die Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft, kurz BMW, vorstellen.

Man muss wahrscheinlich nicht viel zu BMW sagen, da wir es hier mit einem Traditionssunternehmen und gleichzeitig mit einer der bekanntesten Marken aus Deutschland zu tun haben. Man könnte jedoch auch mehrere Seiten füllen. In aller Kürze: Die Anfänge von BMW gehen auf Karl Rapp und Gustav Otto zurück. Aus der Flugmaschinenfabrik Gustav Otto geht 1916 auf staatliches Betreiben die Bayerische Flugzeug-Werke AG (BFW) hervor. Aus den Rapp Motorenwerken entsteht parallel dazu 1917 die Bayerische Motoren Werke GmbH, die 1918 zur AG umgewandelt wird. 1922 überträgt die BMW AG ihren Motorenbau samt dem Firmen- und Markennamen an die BFW.

BMW ist heute neben Daimler-Benz und Audi eine der führenden Premiummarken im Automobilbau. Neben PKW produziert das Unternehmen bereits seit 1923 auch Motorräder. Die BMW-Gruppe versteht sich dabei jedoch nicht ausschließlich als Anbieter von Premium-Produkten, sondern immer stärker auch als Premium-Dienstleister für individuelle Mobilität. Hierzu gehören die Vernetzung des Fahrzeugs mit der Umwelt und dem Verkehrsgeschehen, beispielsweise über vernetzte Navigation oder die Einbindung von mobilen Endgeräten ins Fahrzeug. Aber auch das Carsharing-Angebot DriveNow ist eine Antwort des Konzerns auf die sich verändernden Mobilitätsbedürfnisse der Menschen. Mit dem „project i“ und den ersten „i“-Modellen ist BMW ein Vorreiter bei elektrisch angetriebenen Premium-PKW.

Zusammenfassend gesagt: Wir haben es hier mit einem Geschäftsmodell zu tun, dass primär als „old economy“ beschrieben werden könnte und damit in unser klassisches „Beuteschema“ passen würde. Zugleich haben wir aber auch den Eindruck, dass sich der Konzern ebenfalls bei den digitalen Zukunftsthemen bislang gut positioniert hat.

In der Vergangenheit waren wir bereits das eine oder andere Mal Aktionär der Gesellschaft. Im Herbst 2015 hat uns die schwache Börsenverfassung, verstärkt durch den VW-Abgasskandal, mal wieder den Gefallen getan und den Aktienkurs von BMW auf ein Niveau mit ausreichender Sicherheitsmarge auf den von uns errechneten fairen Wert für das Unternehmen fallen lassen. Wir haben uns dabei für die günstigeren Vorzugsaktien entschieden. Bei einem durchschnittlichen Einstandskurs von 67,50 € war BMW zum Kaufzeitpunkt mit lediglich rund 44 Milliarden € an der Börse bewertet. Bei einem erwarteten Gewinn in 2015 von über 6 Milliarden € lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis bei niedrigen 7. Die in den letzten Jahren stetig steigende Ausschüttung gibt uns eine anfängliche Dividendenrendite von knapp 5 Prozent. Und dies in einem Niedrigzinsumfeld, wo Anleger für eine zehnjährige deutsche Bundesanleihe gerade einmal 0,5 Prozent Verzinsung erhalten – mit einem nicht zu verachtenden Kursrisiko im Falle von steigenden Kapitalmarktzinsen. Erst nach zehn Jahren hätte der Anleiheinvestor in diesem Fall den gleichen Ausschüttungsertrag, den wir als BMW-Anteilseigner bereits nach einem Jahr erhalten!

Wir berechnen derzeit für die gesamte BMW-Gruppe einen fairen Wert von knapp 60 Milliarden €. Bis dieser erreicht ist, lassen wir uns unser Investment von den hohen Ausschüttungen versüßen und freuen uns, mal wieder an dem seriösen, bayerischen Automobilbauer beteiligt zu sein.

## Ausblick

Im Dezember 2015 fand noch eine wichtige Veränderung statt. Die US-Notenbank hat eine Zinswende eingeleitet und ihre seit etwa acht Jahren geltende „Nullzins-Politik“ beendet. Der gestiegene US-Zins dürfte sich vor allem über einen teureren US-Dollar bemerkbar machen, weil jetzt mehr Geld aus aller Welt in die USA fließt. Damit wird tendenziell die europäische Exportwirtschaft gestärkt, denn Produkte aus Europa werden in US-Dollar gerechnet günstiger. Auch wenn dieser erste Zinsschritt wohl mehr ein „Zinsschrittcchen“ war und es derzeit nicht danach aussieht, dass schnell weitere Schritte folgen, so zeigt er doch eines. Langfristig werden die Zinsen wieder steigen (müssen). Die durch die Notenbanken erzwungenen und politisch gewollten Niedrigzinsen können kein Dauerzustand bleiben. Zwar entlasten sie die vielerorts hoch verschuldeten öffentlichen Haushalte, führen aber letztlich zu immer neuen Fehlallokationen des „billigen Geldes“, wie diverse Blasen der vergangenen Jahre zeigen. Zudem steigen die weltweiten Schulden von Staaten und Unternehmen munter weiter und haben inzwischen ein Volumen von 200.000 Milliarden US-Dollar erreicht. Das ist eine um etwa 25 Prozent höhere Verschuldung als vor der Finanzkrise 2008. Als einzige Möglichkeit bleibt den Notenbanken wohl nur, dieses stetig weiter wachsende Verschuldungsproblem irgendwann über eine massive Geldentwertung zu „lösen“. Dass man daran bereits „arbeitet“, zeigen zum Beispiel die immer massiveren Aufkäufe von Staatsanleihen durch die Notenbanken. Dies ist letztlich nichts anderes wie eine Inflationierung mittels Drucken immer neuen Geldes.

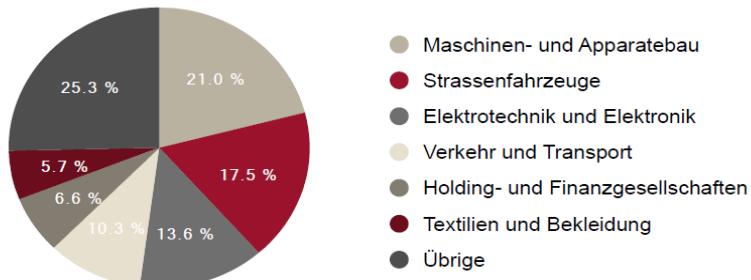
# Bericht des Fondsmanagers

In dem zu erwartenden inflationären Umfeld sind Sachwerte sicher eine gute Wahl um Vermögen zu erhalten. Wir bleiben daher unserer Strategie treu und suchen für den Value-Holdings Capital Partners Fund nach solide geführten Unternehmen die über ein überzeugendes Geschäftsmodell und ein talentiertes und ehrliches Management verfügen. Können wir Aktien solcher Unternehmen mit einem deutlichen Abschlag zu dem von uns errechneten Inneren Wert kaufen, dann sind wir im Geschäft. Die langjährigen Erfahrungen erfolgreicher Value-Investoren zeigen, dass sich diese Vorgehensweise gerade in wirtschaftlich unsicheren Zeiten bewährt hat.

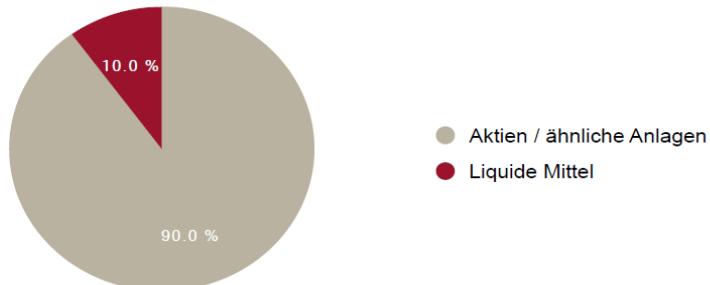
Vielen Dank für Ihr Vertrauen!

Value-Holdings Capital Partners AG

## Branchenverteilung (ohne Cash Positionen)



## Vermögensstruktur



## Top 10 Positionen

Schaltbau Holding	9.7 %
Grammer	6.3 %
Ringmetall	6.0 %
Eurokai Vz /VZ	5.6 %
Adler Modemaerkte	5.1 %
Bauer	5.1 %
Deutz	5.0 %
BMW Vz /VZ	4.9 %
Steico	4.5 %
Einhell Germany Vz /VZ	4.1 %

# Vermögensrechnung

per 31. Dezember 2015

	(in EUR)
Bankguthaben auf Sicht	2'382'891.60
Wertpapiere	21'380'139.69
Sonstige Vermögenswerte	9'915.72
<b>Gesamtvermögen</b>	<b>23'772'947.01</b>
Verbindlichkeiten	-77'773.25
<b>Nettobestandswert</b>	<b>23'695'173.76</b>
<b>Anzahl Anteile im Umlauf</b>	<b>7'715</b>
<b>Nettobestandswert je Anteil</b>	<b>EUR 3'071.31</b>

# Erfolgsrechnung

01. Januar 2015 - 31. Dezember 2015

	(in EUR)
<b>Erträge der Wertpapiere</b>	
Aktien	296'998.18
Obligationen	558.90
Ertrag Securities Lending	2'732.78
Einkauf in laufende Erträge	
bei der Ausgabe von Anteilen	-7'601.95
Total Erträge	292'687.91
 Reglementarische Vergütung	
an die Verwaltungsgesellschaft	269'087.04
an die Verwahrstelle	12'092.79
Sonstige Aufwendungen und Gebühren	27'873.66
Ausrichtung laufender Erträge	
bei der Rücknahme von Anteilen	-8'623.46
Total Aufwendungen	300'430.03
 Nettoertrag	-7'742.12
 Realisierte Kapitalgewinne/-verluste	1'124'257.81
 Realisierter Erfolg	1'116'515.69
 Nicht realisierte Kapitalgewinne/-verluste	860'436.67
 Gesamterfolg	1'976'952.36

# Verwendung des Erfolgs

	(in EUR)
<b>Nettoertrag des Rechnungsjahres</b>	<b>-7'742.12</b>
Zur Ausschüttung bestimmte Kapitalgewinne früherer Rechnungsjahre	0.00
Zur Ausschüttung bestimmte Kapitalgewinne des Rechnungsjahres	0.00
Vortrag des Vorjahres	0.00
Zur Verteilung verfügbarer Erfolg	-7'742.12
Zur Ausschüttung an die Anleger vorgesehener Nettoertrag	0.00
Zur Wiederanlage zurückbehaltener Erfolg	-7'742.12
Vortrag auf neue Rechnung	0.00

## 3-Jahres-Vergleich

	(in EUR)
<b>Nettovermögen</b>	
31.12.2013	24'620'700.84
31.12.2014	23'481'621.24
31.12.2015	23'695'173.76
<b>Anzahl Anteile im Umlauf</b>	
31.12.2013	8'432
31.12.2014	8'302
31.12.2015	7'715
<b>Nettoinventarwert pro Anteil</b>	
31.12.2013	2'919.91
31.12.2014	2'828.43
31.12.2015	3'071.31

# Veränderung des Nettovermögens

	(in EUR)
Nettovermögen zu Beginn der Berichtsperiode	23'481'621.24
Saldo aus dem Anteilsverkehr	-1'763'399.84
Gesamterfolg	1'976'952.36
Nettovermögen am Ende der Berichtsperiode	23'695'173.76

## Anteile im Umlauf

Stand zu Beginn der Berichtsperiode	8'302
Neue ausgegebene Anteile	839
Zurückgenommene Anteile	1'426
Stand am Ende der Berichtsperiode	7'715

# Value-Holdings Capital Partners Fund

Vermögensaufstellung / Anlagen

Titel	Bestand 31.12.2014	Käufe (1)	Verkäufe (1)	Bestand 31.12.2015	Kurs	Kurswert in EUR	% des Netto- vermögens
<b>Wertpapiere, die an der Börse gehandelt werden</b>							
<b>Aktien</b>							
<b>Aktien in EUR</b>							
Schaltbau Holding	46'000	0	938	45'062	51.00	2'298'162	9.70
Grammer	8'000	47'000	0	55'000	27.32	1'502'325	6.34
Ringmetall	795'373	75'000	0	870'373	1.63	1'418'708	5.99
Eurokai Vz /VZ	40'000	4'000	0	44'000	29.90	1'315'600	5.55
Adler Modemaerkte	99'375	20'625	0	120'000	10.10	1'212'000	5.11
Bauer	70'000	200	729	69'471	17.40	1'208'795	5.10
Deutz	220'000	100'000	0	320'000	3.69	1'181'120	4.98
BMW Vz /VZ	0	15'000	0	15'000	77.41	1'161'150	4.90
Steico	0	129'782	0	129'782	8.20	1'064'083	4.49
Einhell Germany Vz /VZ	25'761	1'807	0	27'568	34.88	961'572	4.06
SMT Scharf	89'446	0	331	89'115	9.90	882'239	3.72
Daimler N (N)	0	11'000	0	11'000	77.58	853'380	3.60
SURTECO SE	0	37'500	0	37'500	21.67	812'438	3.43
KS B Vz /VZ	0	1'800	0	1'800	370.60	667'080	2.82
Francotyp-Postalia	0	152'332	0	152'332	4.34	661'121	2.79
euromicron N (N)	74'019	5'981	0	80'000	7.57	605'760	2.56
Your Family Ent N (N)	0	400'000	0	400'000	1.30	520'000	2.19
Nordwest Handel	0	40'065	0	40'065	12.51	501'013	2.11
Greiffenberger	143'351	10'000	0	153'351	3.13	479'989	2.03
K+S N (N)*	0	20'000	0	20'000	23.62	472'400	1.99
DATRON	49'000	0	20'400	28'600	9.89	282'854	1.19
ElringKlinger N (N)	0	10'000	0	10'000	23.50	235'000	0.99
Leoni N (N)	0	5'000	0	5'000	36.45	182'225	0.77
Aurubis	19'000	6'000	25'000	0	0.00	0	0.00
Blue Cap	19'695	0	19'695	0	0.00	0	0.00
DATA MODUL	56'007	0	56'007	0	0.00	0	0.00
DATA MODUL	0	56'007	56'007	0	0.00	0	0.00
Dt Forfait	120'000	0	120'000	0	0.00	0	0.00
Dt Forfait N (N)	0	42'000	42'000	0	0.00	0	0.00
HeidelbergCement	5'000	0	5'000	0	0.00	0	0.00
Hochtief	7'000	9'000	16'000	0	0.00	0	0.00
Pfeiffer Vacu Tech	6'375	0	6'375	0	0.00	0	0.00
Salzgitter	23'000	0	23'000	0	0.00	0	0.00
SKW Stahl-Met N (N)	85'000	0	85'000	0	0.00	0	0.00
Your Family Entert	400'000	0	400'000	0	0.00	0	0.00
Total Aktien in EUR						20'479'012	86.43
Total Aktien						20'479'012	86.43
<b>Obligationen</b>							
<b>Obligationen in EUR</b>							
BMW Finance NV 15 2.125%	300'000	0	300'000	0	0.00	0	0.00
VW Intl Finance 15 2.125% Nts	300'000	0	300'000	0	0.00	0	0.00
Total Obligationen in EUR						0	0.00
Total Obligationen						0	0.00
Total Wertpapiere, die an der Börse gehandelt werden						20'479'012	86.43
<b>Wertpapiere, die auf einem anderen geregelten Markt gehandelt werden</b>							

# Value-Holdings Capital Partners Fund

Vermögensaufstellung / Anlagen

Titel	Bestand 31.12.2014	Käufe (1)	Verkäufe (1)	Bestand 31.12.2015	Kurs	Kurswert in EUR	% des Netto- vermögens
<b>Anlagefonds</b>							
<b>Anlagefonds in EUR</b>							
ScherrerSmCapEu	3'250	0	0	3'250	277.27	901'128	3.80
VPB MFD EUR	1'000	330	1'330	0	0.00	0	0.00
Total Anlagefonds in EUR						901'128	3.80
Total Anlagefonds						901'128	3.80
Total Wertpapiere, die auf einem anderen geregelten Markt gehandelt werden						901'128	3.80
Bankguthaben auf Sicht						2'382'892	10.06
Sonstige Vermögenswerte						9'916	0.04
Gesamtvermögen						23'772'947	100.33
Verbindlichkeiten						-77'773	-0.33
Nettovermögen						23'695'174	100.00

(1) inklusive Split, Umtausch, Gratisaktien und Zuteilung aus Anrechten.

\* Diese Positionen sind an die Verwahrstelle ausgeliehen.

# Value-Holdings Capital Partners Fund

Derivative Finanzinstrumente

Während der Berichtsperiode wurden keine derivativen Finanzinstrumente gekauft oder verkauft.

# Bericht des Wirtschaftsprüfers

An den Verwaltungsrat der VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG, Vaduz des  
Value-Holdings Capital Partners Fund, Vaduz

Bern, 22. April 2016

## Bericht des Wirtschaftsprüfers

Wir haben den beigefügten Jahresbericht des Value-Holdings Capital Partners Fund geprüft, der aus der Vermögensrechnung und dem Vermögensinventar per 31. Dezember 2015, der Erfolgsrechnung und der Veränderung des Nettovermögens für das an diesem Datum endende Geschäftsjahr sowie aus einem Bericht über die Tätigkeit und ergänzenden Angaben zum Jahresbericht besteht.

### Verantwortung des Verwaltungsrats der Verwaltungsgesellschaft

Der Verwaltungsrat der Verwaltungsgesellschaft ist für die Aufstellung des Jahresberichts in Übereinstimmung mit den in Liechtenstein geltenden gesetzlichen Bestimmungen und Verordnungen betreffend die Aufstellung des Jahresberichts verantwortlich. Diese Verantwortung beinhaltet die Ausgestaltung, Implementierung und Aufrechterhaltung eines internen Kontrollsystems, mit Bezug auf die Aufstellung eines Jahresberichts, der frei von wesentlichen falschen Angaben als Folge von Verstößen oder Irrtümern ist. Darüber hinaus ist der Verwaltungsrat der Verwaltungsgesellschaft für die Auswahl und die Anwendung sachgemässer Rechnungslegungsmethoden sowie die Vornahme angemessener Schätzungen verantwortlich.

### Verantwortung des Wirtschaftsprüfers

Unsere Verantwortung ist es, aufgrund unserer Prüfung ein Prüfungsurteil über die Zahlenangaben im Jahresbericht abzugeben. Unsere Prüfung erfolgte in Übereinstimmung mit dem liechtensteinischen Gesetz und nach den Grundsätzen des liechtensteinischen Berufsstandes, wonach eine Prüfung so zu planen und durchzuführen ist, dass wir hinreichende Sicherheit gewinnen, ob der Jahresbericht frei von wesentlichen falschen Angaben ist.

Eine Prüfung beinhaltet die Durchführung von Prüfungshandlungen zur Erlangung von Prüfungsnachweisen für die im Jahresbericht enthaltenen Wertansätze und sonstigen Angaben. Die Auswahl der Prüfungshandlungen liegt im pflichtgemässen Ermessen des Prüfers. Dies schliesst eine Beurteilung der Risiken wesentlicher falscher Angaben im Jahresbericht als Folge von Verstößen oder Irrtümern ein. Bei der Beurteilung dieser Risiken berücksichtigt der Prüfer das interne Kontrollsyste, soweit es für die Aufstellung des Jahresberichts von Bedeutung ist, um die den Umständen entsprechenden Prüfungshandlungen festzulegen, nicht aber um ein Prüfungsurteil über die Existenz und Wirksamkeit des internen Kontrollsystems abzugeben. Die Prüfung umfasst zudem die Beurteilung der Angemessenheit der angewandten Rechnungslegungsmethoden, der Plausibilität der vorgenommenen Schätzungen sowie eine Würdigung der Gesamtdarstellung des Jahresberichts. Wir sind der Auffassung, dass die von uns erlangten Prüfungsnachweise eine ausreichende und angemessene Grundlage für unser Prüfungsurteil bilden.

### Prüfungsurteil

Nach unserer Beurteilung vermitteln die Zahlenangaben im Jahresbericht, welcher in Übereinstimmung mit den in Liechtenstein geltenden gesetzlichen Bestimmungen und Verordnungen betreffend die Aufstellung des Jahresberichts erstellt wurde, ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Value-Holdings Capital Partners Fund zum 31. Dezember 2015.

### Sonstiges

Die im Jahresbericht enthaltenen sonstigen Informationen, die nicht die Rechnungslegung betreffen, wurden von uns im Rahmen unseres Auftrags durchgesehen, waren aber nicht Gegenstand besonderer Prüfungshandlungen nach den oben beschriebenen Standards. Unser Prüfungsurteil bezieht sich daher nicht auf diese Informationen. Im Rahmen der Gesamtdarstellung des Jahresberichts haben uns diese Informationen keinen Anlass zu Anmerkungen gegeben.

# Bericht des Wirtschaftsprüfers

Wir bestätigen, dass wir die gesetzlichen Anforderungen an die Zulassung und Unabhängigkeit erfüllen und keine Sachverhalte vorliegen, die mit unserer Unabhängigkeit nicht vereinbar sind.

Ernst & Young AG

Stefan Fuchs  
dipl. Wirtschaftsprüfer

Marc Luchsinger  
dipl. Wirtschaftsprüfer  
(Leitender Prüfer)

# Ergänzende Angaben

## Jahresabschluss

Letzter Kalendertag des Monats Dezember.

## Rechnungseinheit

Berichtswährung des OGAW ist der Euro (EUR).

## Bewertungsgrundsätze

Die Bewertung des Vermögens erfolgt nach den in den konstituierenden Dokumenten genannten Grundsätzen.

## Vergütungen

Während der Berichtsperiode wurde eine pauschale

Entschädigung in folgender Höhe erhoben:

Value-Hold. Capital Fund EUR 1.25 %

Die gesamten während der Berichtsperiode angefallenen Kosten werden mit der Kennzahl TER ausgewiesen. Diese Kennzahl kann höher als die oben ausgewiesene Vergütung sein, sollten andere in den konstituierenden Dokumenten erwähnten Kosten dem Fonds belastet worden sein. Weitere Informationen in Bezug auf die Kosten und deren Berechnungsmethoden können Sie den Fondsdokumenten entnehmen.

## Transaktionskosten

EUR 22'322.17

## Hinterlegungsstellen

Die Wertpapiere waren per Ende der Berichtsperiode bei folgenden Hinterlegungsstellen deponiert:

- SIS SegalInterSettle AG, Zürich
- Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main

## Anlegerinformationen

Die konstituierenden Dokumente, die Prospekte, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), die letzten verfügbaren Jahres- und Halbjahresberichte, die aktuellen Anteilspreise sowie weitere Informationen sind kostenlos in deutscher Sprache auf folgenden Webseiten erhältlich:

Publikationsorgan Liechtenstein:  
LAFV (Liechtensteinischer Anlagefondsverband),  
9490 Vaduz, LIECHTENSTEIN (LI), [www.lafv.li](http://www.lafv.li)

Verwaltungsgesellschaft:  
VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG, 9490 Vaduz,  
LIECHTENSTEIN (LI), [www.vpfundsolutions.li](http://www.vpfundsolutions.li)