

Liebe Aktionärinnen und Aktionäre,

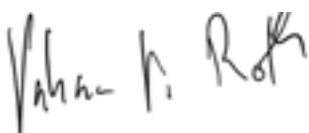
Das erste Quartal 2023 war für Aktienanleger erneut eine Achterbahnfahrt. Zu Beginn des Jahres standen die Inflation und die Zinspolitik im Mittelpunkt der meisten Analysen. Viele argumentierten, dass die restriktive Geldpolitik und die aufeinanderfolgenden Zinserhöhungen, angeführt von der US-Notenbank, endlich eine gewisse Wirkung bei der Eindämmung der Inflation zeigten - natürlich ist sie in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor extrem hoch, aber sie scheint nicht mehr von einem Rekord zum nächsten zu springen. Das Gegenargument lautete, dass das Risiko, eine schwere und langanhaltende Rezession auszulösen, unangemessen hoch sei und dass die Zentralbanken zu einem gemässigten Kurs zurückkehren sollten. Im März erhielt dieses Gegenargument deutlich Unterstützung, als eine Reihe von Banken in Schwierigkeiten geriet und weit verbreitete Ängste vor einer Ansteckung oder sogar der nächsten schweren globalen Finanzkrise auslöste.

Für uns bei RealUnit hatten diese Entwicklungen, die starken Verluste der Finanzunternehmen und die allgemeine Volatilität, eine zweifache Wirkung. Auf rein praktischer Ebene konnte unsere strategische Ausrichtung auf Sachwerte glänzen, ebenso wie die Edelmetalle, die in unserer Allokation eine wichtige Rolle spielen. Wir dürfen jedoch nicht vergessen, dass unsere Priorität nicht darin besteht, von kurzfristigen Schwankungen zu profitieren, sondern den langfristigen Werterhalt zu sichern. Daher sind wir zwar mit unserer Performance von +5.1% im ersten Quartal sehr zufrieden, konzentrieren uns aber weiterhin auf die langfristige Stabilität.

Damit kommen wir zum zweiten wichtigen Effekt - die Bestätigung, dass unsere kategorische Weigerung, in Banken oder in ein vom Bankensystem abhängiges Vehikel wie Papiergold zu investieren, richtig war. Wir möchten bei dieser Gelegenheit auch darauf hinweisen, dass die Bankenkrise, insbesondere in den USA, trotz der Berichterstattung in den Medien und der scheinbar ruhigeren Marktlage noch lange nicht ausgestanden ist. Es bestehen nach wie vor ernsthafte strukturelle Risiken, und solange es keine Rückkehr zur Politik des "leichten Geldes" des letzten Jahrzehnts gibt, sind diese Risiken im Grunde eine tickende Zeitbombe.

Abschliessend möchte ich noch eine persönliche Bemerkung machen. Wie Sie sich vielleicht vorstellen können, stosse ich bei meiner Arbeit als CIO von RealUnit auf unzählige Analysen, Prognosen, Berichte, Kommentare und Newsletter. Obwohl einige davon sehr wertvoll sind und tatsächlich nützliche Erkenntnisse liefern, habe ich oft das Gefühl, dass es bereits zu viele Meinungen, Einschätzungen und Ausblicke gibt - zu viel reden und zu wenig handeln. Deshalb haben wir beschlossen, unseren Quartalsbericht etwas anders zu gestalten. Der Name «Fairwater» ist von einer Vorrichtung inspiriert, die in U-Booten verwendet wird, um abrupte Änderungen der Strömungslinien zu verhindern und einen gleichmässigen Wasserfluss zu gewährleisten sowie das Schiff beim Auf- und Abtauchen zu stabilisieren. Darin konzentrieren wir uns auf unsere tatsächlichen Investitionen: Wir stellen Ihnen die Ideen, die Menschen und die Ergebnisse der Unternehmen vor, in die wir investiert haben, und lassen sie für sich selbst sprechen. Heute zeigen wir Ihnen, weshalb Lizenzgebühren aus dem Musikgeschäft für stabile Erträge sorgen.

Freundliche Grüsse,



Vahan P. Roth

Founder and Chief Investment Officer RealUnit Schweiz AG

Dies ist eine Übersetzung des Original-Reports in englischer Sprache.

LIZENZGEBÜHREN AUS DEM MUSIKGESCHÄFT SORGEN FÜR STABILE ERTRÄGE

Der Investmentansatz bei RealUnit ist seit jeher auf langfristigen Werterhalt, Krisenresistenz und Kaufkraftschutz ausgerichtet. Angesichts unserer konsequenten Fokussierung auf reale Werte und unserer hohen Allokation in verlässliche, sichere Anlageklassen wie physische Edelmetalle, ist es leicht nachvollziehbar, weshalb wir in Zeiten wirtschaftlicher Turbulenzen besser abschneiden als vergleichbare Konkurrenten. Aber auch wenn der Himmel blau ist und an den Märkten eine risikofreudige Stimmung vorherrscht, ist unsere Performance immer noch stark, und das verdanken wir unserer Aktienauswahlstrategie. Wir vermeiden es strikt, spekulative "Wetten" einzugehen, und springen nie auf den Zug auf, der gerade die Schlagzeilen der Finanzpresse beherrscht. Stattdessen konzentrieren wir uns darauf, Unternehmen mit soliden Geschäftsmodellen zu finden, suchen nach frischen Ideen und neuen Ansätzen für alte Probleme. Dabei stellen wir fest, dass die besten Gelegenheiten dort liegen, wo niemand sonst sucht, oder noch nicht. Hier liegt der wahre Wert, unter der Oberfläche, jenseits des Hypes und auf der weniger befahrenen Strasse. Deshalb gehen wir Partnerschaften mit Menschen ein, die genauso denken.

Mit diesem Ansatz haben wir nicht nur unser Ziel erreicht, stabile Renditen zu erwirtschaften und vergleichbare Schweizer Fonds zu übertreffen, sondern wir haben dabei auch viele brillante Ideen entdeckt und die Menschen kennengelernt, die sie entwickelt, umgesetzt und erfolgreich profitabel gemacht haben. In dieser ersten Ausgabe unseres Fairwater Reports möchten wir Ihnen eine dieser faszinierenden Ideen vorstellen, in die wir investiert haben, und Ihnen die Menschen dahinter näherbringen.

AP MUSIC ROYALTIES FUND: RENDITE-HIT AUS DER MUSIKBRANCHE

Musik war schon immer ein grosses Geschäft, wenn auch nicht immer für die Musiker selbst. Die Gewinnquelle dieser riesigen, globalen Industrie liegt in den Lizenzgebühren, den gesetzlichen Rechten, die es dem Inhaber ermöglichen, jedes Mal, wenn das betreffende Musikstück konsumiert wird, bezahlt zu werden. In den vergangenen Jahrzehnten, als sich der Massenkonsum von Musik vom Standard der Vinyl-Schallplatte löste und durch die entsprechenden Technologien wie Walkmans/Kassetten in den 60er Jahren und CDs/CD-Player in den 80er Jahren noch zugänglicher wurde, explodierten die Einnahmen aus Lizenzgebühren. Natürlich hatte der durchschnittliche Anleger damals nicht die

Möglichkeit, an dieser Entwicklung teilzuhaben, da der Lizenzgebührenmarkt von den grossen Musiklabels streng kontrolliert wurde und Aussenstehenden der Zugang weitgehend verwehrt war.

Die Einnahmen waren phänomenal und stammten fast ausschliesslich aus dem physischen Konsum, d.h. von Musikfans, welche die CD's ihrer Lieblingskünstler kauften. Doch dann kam das Internet in jeden Haushalt und gab jedem Teenager die Möglichkeit, den Weg zum Plattenladen zu überspringen. Illegale Downloads wurden zu einer fast existenziellen Bedrohung für die Labels, und Lizenzgebühren wurden zu einer äusserst unattraktiven und scheinbar zum Scheitern verurteilten Investition. Es dauerte jedoch nicht lange, bis der scharfsinnige Beobachter zu erkennen begann, dass das Internet nicht für immer ein Feind bleiben musste. Man konnte es in einen Verbündeten verwandeln, und das tat es schliesslich auch: Apple iTunes, Spotify oder SoundCloud drehten den Spiess um 2010 noch einmal um, indem sie die Musikkonsumenten dazu brachten, gerne und eifrig für ihre Unterhaltung zu bezahlen, die ihnen auf personalisierte, nahtlose und kuratierte Weise geliefert wurde.

Die Streaming-Dienste haben zwar dazu beigetragen, dass die Inhaber von Urheberrechten das bekommen, was ihnen zusteht, aber es ist noch ein weiter Weg zu gehen. Bis heute wird geschätzt, dass etwa die Hälfte aller Lizenzgebühren nie eingezogen werden, und selbst wenn sie eingezogen werden, kann es oft Jahre dauern, bis die Rechteinhaber ihren Anteil sehen. Wie kann das sein? Nun, schockierenderweise müssen sich viele Wertungsgesellschaften, wie z.B. die SUIISA in der Schweiz oder die GEMA in Deutschland, immer noch auf veraltete Methoden verlassen, einschliesslich tatsächlicher Laufarbeit und büchstäblichem Papierkram. Zum Beispiel gibt es eine grosse Anzahl an Kneipen, Clubs und Radiosendern, die selbst melden (oder auch nicht), wie oft sie einen bestimmten Song spielen und auf diese Daten müssen sich die Organisationen stützen. In den letzten Jahren hat sich jedoch ein Wandel vollzogen. Technologieunternehmen treten mit neuen Lösungen auf den Plan, die helfen sollen, die Lücke bei der Erhebung von Lizenzgebühren zu schliessen.

"STELLT ES AUF UND DIE LEUTE WERDEN KOMMEN"

Genau an der Schnittstelle zwischen der Streaming-Revolution und dem Aufstieg von technologiebasierten Inkassodiensten wurde der AP Music Royalties Fund (APMRF) geboren. Marcel Schnyder, Mitbegründer der Alternative Partners AG und ebenfalls jüngstes Mitglied unseres RealUnit-Investmentkomitees, erkannte das Potenzial dieses Zusammentreffens von Trends auf dem Lizenzgebührenmarkt. Er erkannte auch, dass es keinen effizienten Weg für Investoren gab, Zugang zu diesem Markt zu erh-

alten. Um in den Lizenzgebührenmarkt einzusteigen, müsste man Aktien eines der grossen Labels oder der Oligopolisten kaufen, die den Markt immer noch weitgehend beherrschen, aber das würde bedeuten, dass man grössere Unternehmensrisiken und Marktschwankungen in Kauf nimmt, die mit den Lizenzgebühren selbst nichts zu tun haben. Eine andere Möglichkeit wäre es, in die wenigen privaten Marktstrukturen für MusikLizenzgebühren zu investieren, die es vor allem in den USA gibt. Diese haben jedoch ihre eigenen Probleme: Sie sind grösstenteils sehr illiquide, verlangen von den Anlegern, dass sie ihre Gelder für 12 oder mehr Jahre fest anlegen und verlangen hohe Gebühren, welche die Rendite der Anleger schmälern.

Marcel ist seit über 20 Jahren im Finanz- und Vermögensverwaltungsgeschäft tätig, u.a. als CIO bei der LGT und bei Reichmuth & Co, erkannte die klaffende Marktlücke deutlich - was für ihn eine Art Spezialität ist. Was fehlte, war eine agilere, liquidere und transparentere Lösung für Investoren, insbesondere für europäische, um in die Nische der Lizenzgebühren einzusteigen. Genau das haben er und sein Partner Ivo Holdener, ein ebenso erfahrener Bank- und Finanzfachmann, im Jahr 2020 zusammen mit einem Team von Musikexperten und technischen Kooperationspartnern geschaffen. Das APMRF-Team nutzte bestehende Trends und kombinierte sie, löste die Probleme der bestehenden Situation und schuf so ein neues Anlageprodukt, das Investoren den Zugang zu diesem Markt auf sinnvolle Weise eröffnete. Es brauchte viel Recherche und Zeit, um gut vernetzte Experten und Berater zu rekrutieren, die mit grosser Entschlossenheit, die Theorie in die Praxis umzusetzen. Aber all das hat sich jetzt gelohnt.

Dank all der Untersuchungen und der Beratung durch Experten konnte der APRMF einen klaren Weg einschlagen und sich von allen bisherigen Lösungen abheben. Angesichts der Tatsache, dass der durchschnittliche Song innerhalb von 18 bis 24 Monaten nach seiner Veröffentlichung "verfällt" bzw. seine Lizenzentnahmen zu sinken beginnen, war es beispielsweise sinnvoll, sich auf die Ausnahmen von dieser Regel zu konzentrieren. Die meisten populären Songs von heute folgen einer Sternschnuppenkurve: Die Plattenfirmen erwerben die Rechte vor ihrer Veröffentlichung zu einem günstigen Preis, oft durch Vertragsabschlüsse und andere Vereinbarungen, die nicht immer im besten Interesse der Künstler sind, und werben dann mit all ihrer gewaltigen Marketingmacht und über alle ihnen zur Verfügung stehenden Plattformen und Kanäle für diese Songs. Wenn Sie jemals das Gefühl hatten, dass ein bestimmter Song Sie auf Schritt und Tritt verfolgt, im Einkaufszentrum, in der Bar, im Soundtrack des neuesten Blockbuster-Films, im Radio in Ihrem Auto, in einer Fernsehwerbung, dann sind Sie nicht paranoid, sondern haben Recht.

Dennoch führen diese Bemühungen, die Nachfrage künstlich zu steigern, nur selten zu dauerhaften Ergebnissen. Sobald das Label aufhört, den Song zu bewerben, und die organische Nachfrage einsetzt, die widerspiegelt, was die Verbraucher wirklich hören wollen, versiegen die Einnahmen aus den Lizenzgebühren schnell. Aus diesem Grund konzentriert sich der Fonds auf Songs, die diese Phase überlebt haben, d.h. auf solche, deren Einnahmen sich seit langem stabilisiert haben und auch nach mehr als 10 Jahren noch bedeutend sind. Der Kauf der Rechte an diesen Songs, auch "Evergreens" genannt, sowie an den kompletten Werken etablierter, berühmter Künstler ist einer Investition in unterbewertete, solide Blue Chips im Vergleich zu einem überbewerteten Tech-Start-up nicht unähnlich. Noch wichtiger ist, dass man die Cashflows dieser Art von Titeln viel genauer berechnen und so ein Portfolio zusammenstellen kann, das stabile und zuverlässige Erträge liefert. Das ist natürlich nicht alles, was den Auswahlprozess des Fonds leitet. Sie bewerten nicht nur künftige Akquisitionen auf der Grundlage historischer Daten und vergangener Einnahmen, sondern analysieren durch den Einsatz einschlägiger Technologien auch potenzielle Gesamtwerke im Hinblick auf künftige Einnahmen und Wertsteigerungspotenzial. Und dann ist da noch der Aspekt der Diversifizierung, der ebenfalls einen grossen Unterschied macht. Die APMRF besitzt Lizenzrechte für alle Genres und für alle Märkte, von US-Pop bis zum deutschen Schlager und von Heavy Metal bis zur Volksmusik.

Ein weiteres wichtiges Unterscheidungsmerkmal ist, dass die Zeit und die Mühe, die der APMRF darauf verwendet hat, das richtige Fachwissen an Bord zu holen und sein breites Netzwerk zu pflegen, ihm auch Zugang zu ausserbörslichen Akquisitionen und Privatplatzierungen verschafft hat, oft direkt mit den ursprünglichen Urhebern selbst. Dies macht den Akquisitionsprozess wesentlich effizienter und kostengünstiger als die Teilnahme an Auktionen oder inoffiziellen Bieterkriegen, wenn eines der grossen Labels einen Teil seiner Bestände loswerden möchte. Das Music Management Team des Fonds war sicherlich der Grundstein für diesen besonderen strategischen Erfolg. Ihre Erfahrung und ihre Referenzen waren entscheidend. Andy Gershon, der seit 30 Jahren in der Musikbranche tätig ist, entdeckte die Smashing Pumpkins und managte sie bis 1997. 1996 wurde er von Richard Branson als Leiter von 2nd Virgin Records eingestellt, wo er The White Stripes, The Black Crowes und Moby unter Vertrag nahm. Er war auch Teil von Sony/BMG, wo er Rockbands wie Incubus, Ozzy Osbourne oder Cyndi Lauper vermarktete. Darren Michaelson, ein weiterer Branchenveteran mit 25 Jahren Erfahrung, war leitender Angestellter bei Virgin Records, wo er mit Künstlern wie David Bowie, den Rolling Stones, Janet Jackson und George Michael zusammenarbeitete. Elton John berief ihn in das Management Team von Twenty First Artists, von Madonna und Michael Bubl 

wurde er als Berater für verschiedene Live-Performance-Projekte und neue Veröffentlichungen engagiert.

Im Gegensatz zum Verhandlungsstil der Label-Goliaths in der Branche ist der Fonds bestrebt, wesentlich gerechtere und ausgewogenere Vereinbarungen mit den Rechteverkäufern zu treffen. Das liegt daran, dass sie sich auf verschiedene Vermögenswerte konzentrieren und eine viel langfristige Perspektive haben. Sie verlassen sich nicht darauf, das "nächste grosse Ding" in die Finger zu bekommen, nachdem "das letzte grosse Ding" verpufft ist. Und dieser Ansatz scheint zu funktionieren: Kurz nach den ersten Geschäften, welche die APMRF direkt mit Künstlern und Produzenten abschloss, sprach sich das herum und andere Urheber und Inhaber von "Evergreen"-Rechten traten an sie heran. Der Ruf, fair zu sein, ist offensichtlich von grosser Bedeutung, vor allem in einer Branche, die für knallharte Taktiken bekannt ist und in der das Vertrauen der Künstler in die "Unternehmenstypen" schon vor langer Zeit - vielleicht zu Recht - erschüttert wurde.

BEREIT FÜR DIE ZUKUNFT

Sollten die oben genannten strategischen und taktischen Vorteile nicht ausreichen, um einen Investor davon zu überzeugen, dass die APMRF einen Vorteil hat, gibt es noch ein weiteres, ausschlaggebendes Herausstellungsmerkmal. Zuvor haben wir bereits erwähnt, dass immer mehr Technologieunternehmen in die Musikindustrie einsteigen, um das Abrechnung von Lizenzgebühren zu optimieren. Tatsächlich verfügt der Fonds bereits über Partnerschaften und Kooperationen mit führenden Technologieanbietern wie ROBA Music Publishing in Deutschland, Utopia Music oder Bitsonic aus der Schweiz und Create Music Group in Los Angeles, die den APMRF-Investoren künftige Cashflows beschern dürften. Ein Beispiel: Utopia hat sich das Motto "Fair Pay for Every Play" auf die Fahnen geschrieben und konzentriert sich mit seinen Echtzeit-Datenerfassungs- und Analysetools sowie seiner Blockchain-basierten Technologie darauf, nicht eingezogene Lizenzgebühren zu verteilen und die Zeitspanne zwischen "Play to Pay" drastisch zu verkürzen (derzeit dauert es etwa 1.5 Jahre, bis die Inhaber von Lizenzgebühren Zahlungen für die Nutzung im Radio oder bei Konzerten erhalten, und 6 - 9 Monate für Streaming). Dies gilt auch für die Verwendung von "Samples" (Teilen eines Liedes bei der Produktion eines neuen Titels), was aufgrund der zunehmenden Beliebtheit elektronischer Musik immer wichtiger wird.

Schliessen wir den Kreis, indem wir uns ein weiteres Thema aus der langen und komplizierten Geschichte der Musikindustrie ins Gedächtnis rufen. Der Massenkonsum begann mit Vinyl, so zerbrechlich und zappelig es auch war, dann ging es weiter mit den Kassetten, dann mit den CDs, dann mit den digitalen Musikdateien und schliesslich mit dem heutigen Streaming. Wie ironisch ist es da, dass wir anscheinend unsere Schritte zurückverfolgen und

einen Teil unserer Vergangenheit wie einen Refrain zurückbringen: In diesem Jahr wurden in den USA zum ersten Mal seit fast 40 Jahren mehr Vinylplatten als CDs verkauft.

Neben anderen Akquisitionen hat die APMRF kürzlich eine der grössten deutschen Produktionsfirmen der letzten 50 Jahre aufgekauft. Die Firma produzierte über 30.000 Songs, von denen sie jeweils zwei Masterkopien zusammen mit handschriftlichen Originalnotizen aufbewahrte. Trotz des Vinyl-Comebacks sind die Umsätze mit physischen Formaten natürlich immer noch praktisch vernachlässigbar, aber dies war etwas anderes. Dies war ein Stück Geschichte, und zwar ein sehr grosses. Als Marcel und sein Team diesen Schatz an physischer, greifbarer Musikgeschichte entdeckten, beschlossen sie, die gesamte Bibliothek, mehrere Tonnen, in die Schweiz zu transportieren. Ihre Motivation für dieses mühsame logistische Unterfangen war es, diesen kulturellen Reichtum zu bewahren und mit der Öffentlichkeit zu teilen. Sie hoffen, Mitte 2023 ein eigenes Museum in Zug eröffnen zu können.