

# Halbjahresbericht H1 2022

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)  
im Zeitraum 01.01.2022 – 30.06.2022

Köln, 14. Juli 2022

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

wir danken Ihnen sehr für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Anhand unserer Halbjahresberichte möchten wir Ihnen einen Einblick in unser Vorgehen und unsere Denkweise ermöglichen. Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung, unsere Kontaktdaten finden Sie am Ende des Berichtes.

Die Gesamtentwicklung des NAV *SQUAD Aguja Opportunities I* seit Auflage am 05.12.2016 beträgt zum Stichtag (30.06.2022) **51,48%**.

Die rollierende Entwicklung des NAV *SQUAD Aguja Opportunities I* der letzten 5 Jahre finden Sie am Ende des Berichts.

Die monatliche Entwicklung des NAVs seit Auflage in Prozent in der Übersicht:

In %	Jan.	Feb.	Mär.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Jahr
2016												1,62	1,62
2017	1,17	1,53	1,80	2,03	2,68	-0,07	0,67	-1,30	2,38	1,28	0,91	0,44	14,31
2018	0,66	-2,60	-3,50	0,77	0,25	-1,08	1,83	-0,38	0,24	-5,80	-0,49	-2,05	-11,72
2019	4,52	1,49	0,46	4,36	-2,43	0,37	0,25	-0,07	1,09	2,99	2,63	1,86	18,75
2020	0,08	-3,08	-11,12	10,86	2,81	1,84	1,67	7,73	2,61	4,14	7,31	7,65	35,28
2021	1,93	3,57	1,03	2,96	1,17	-0,40	-0,91	-0,60	-1,16	-0,57	-1,70	0,05	5,35
2022	-3,30	-4,01	-1,08	-1,36	-0,18	-3,47							

Die Allokation zum 30.06.2022, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	70%*
<i>davon Aktien mit Anleihecharakter:</i>	10%
Anleihen:	26%
<i>davon Hybridanleihen:</i>	1%
<i>davon Wandelanleihen:</i>	25%
<i>davon Senior Anleihen:</i>	0%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	4%
Kasse:	1%
Derivate:	0%

Deutschland:	24%
Restl. Europa:	51%
Nordamerika:	17%
Sonstiges:	3%
Gold (Xetra):	4%
Kasse:	1%

Stand: 30.06.2022; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; wegen Rundungsdifferenzen kann die Summe von 100% abweichen.

**\*Nettoaktienquote: 57%** (Aktien-Exposure nach Berücksichtigung des Absicherungsvolumens von Derivaten und abzüglich Aktien mit Anleihecharakter)

Im Anhang finden Sie eine Übersicht über vom Fonds gehaltene, potenzielle **Nachbesserungsrechte**, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Andienungsvolumen von 16.145.236 Euro umfassen.

*Disclaimer: Bei den in diesem Bericht besprochenen Wertpapieren handelt es sich um ehemalige / aktuelle Fonds-investments. Dies dient lediglich Informationszwecken und stellt in keinsten Weise eine Handlungsempfehlung dar. Quelle für Kursangaben und Wertentwicklungen im Text ist – soweit nichts anderes genannt wird – Bloomberg.*

## I. Rückblick: Verlauf des letzten Halbjahres und Positionierung

### Marktumfeld

Viele unterschiedliche Faktoren bestimmten und bestimmen aktuell das Umfeld

Die Zentralbanken änderten ihre Politik angesichts der hohen Inflation zunehmend, der Zinsanstieg beschleunigte sich

In gewisser Weise könnte man von einem Wettlauf sprechen: Inflation gegen Zustand der Wirtschaft

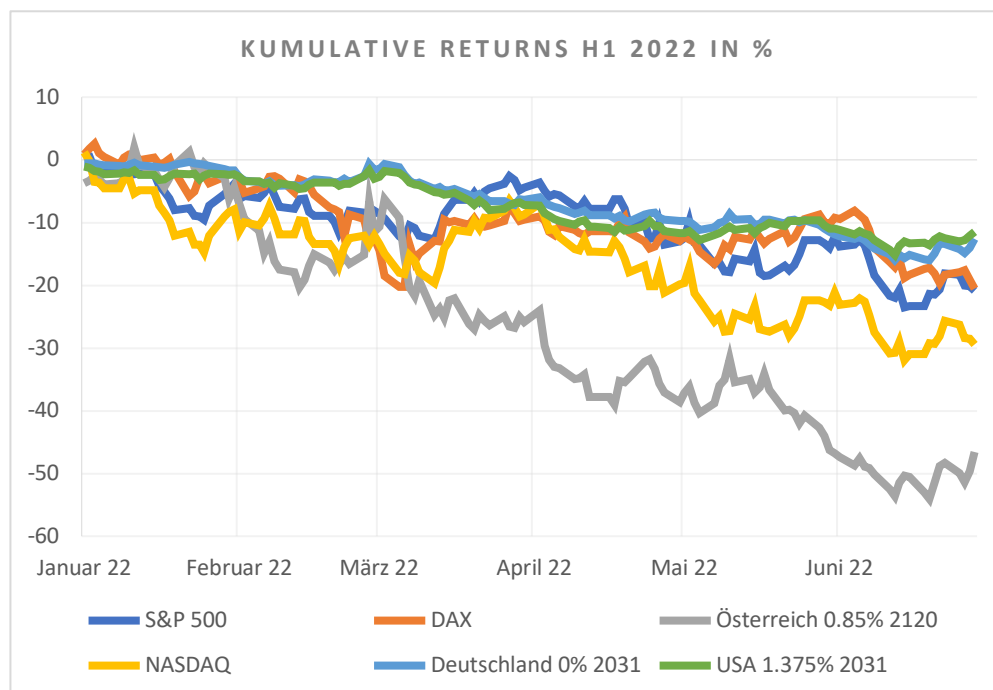
Zuletzt trat die Sorge vor einer nicht sichergestellten Energieversorgung in Europa in den Vordergrund. Im Endergebnis ergab sich sowohl für Aktien, als auch für Anleihen, ein in dieser Kombination historisch schlechtes erstes Halbjahr

Wir befinden uns in einem zweifellos schwierigen (Markt-)Umfeld. Viele unterschiedliche Faktoren beeinflussen aktuell das Geschehen und die Stimmung. Mit der Invasion Russlands in die Ukraine und den aus diesem andauernden Krieg hervorgehenden Konsequenzen, speziell für Europa, verkomplizierte sich die Betrachtung zusätzlich. Denn viele der möglichen Szenarien waren und sind abhängig von geopolitischen und spieltheoretischen Entscheidungen, die nur schwer zu antizipieren sind.

Blickt man auf den Jahresbeginn zurück, so begann das Jahr zunächst hoffnungsvoll. Spätestens aber mit dem Beginn des Ukraine-Krieges drehte die Stimmung ins Negative. Die Inflation stieg kontinuierlich und die Zentralbanken sahen sich zunehmend gezwungen zu handeln. Die bisherige Argumentation einer kurzfristigen und eher technischen Inflation hielt nicht mehr Stand. Allen voran die FED kommunizierte zunehmend aggressiv. Die Zinsen begannen zu steigen, was sowohl Aktien von Wachstumsunternehmen als auch Anleihen – speziell mit längerer Laufzeit – negativ traf. Zuletzt zog auch die EZB mit einer angekündigten Zinserhöhung nach, was, wie zu befürchten, in direkter Sorge vor einem erneuten Aufkommen der Euro-Krise (bzw. vor zu hohen Zinsspreads für Anleihen südeuropäischer Staaten) mündete.

Es stellt(e) sich die spannende Frage, ob, und wenn ja, wie schnell die Inflation sich durch die Maßnahmen der Zentralbank wieder einfangen lässt. Denn die Zinserhöhungen und der damit verbundene (und durch weitere Faktoren getriebene) Rückgang der Konsumfreude lässt die Wirtschaft abkühlen. In gewisser Weise könnte man von einem Wettlauf sprechen: Inflation gegen Zustand der Wirtschaft. Positive Realzinsen scheinen damit weiterhin unrealistisch.

Neben dieser Unsicherheit und der Sorge vor weiteren geopolitischen Eskalationen verbreitete zuletzt die nicht sichergestellte Versorgung mit Gas im kommenden Winter Ängste. All dies führte zu einem historisch schlechten Halbjahr, in dem sowohl Aktien als auch Anleihen deutliche Verluste ausweisen. So verloren 10-jährige US-Staatsanleihen rund 11%, das deutsche Pendant über 12%. Die berühmterberühmte österreichische 100-jährige Staatsanleihe weist gar einen Wertverlust von fast 47% aus (siehe Chart). An den Aktienmärkten sieht es nicht besser aus: Der S&P 500 verlor rund 20%, der NASDAQ fast 30%, der DAX über 19% und auch der MSCI World weist einen Verlust von über 20% (in USD) auf. Damit haben die Märkte bereits einiges an Negativem verarbeitet.



Quelle: Bloomberg, Stand 01.07.2022. In Landeswährung, inkl. Dividenden/Zinszahlungen

Der Fonds war zu Beginn des Jahres etwas zu optimistisch positioniert, da die Invasion Russlands nicht ausreichend antizipiert wurde

Im aktuellen Umfeld ist allerdings speziell die Portfoliozusammensetzung sehr wichtig, denn einige Unternehmen werden die nächsten Monate besser als andere durchleben

Ein erstes Event trat zu Beginn des Jahres mit der Ankündigung eines potentiellen Spin-offs der Marke Porsche aus dem Volkswagen Konzern ein.

Um den Discount zum inneren Wert zu reduzieren, begab Bigben eine Sachdividende in Form von Nacon-Aktien. Diese Aktien hat der Fonds verkauft

Auch bei Prosus wurden Maßnahmen ergriffen, um den hohen Discount zum inneren Wert zu reduzieren. Das Rückkaufprogramm trug bereits Früchte, der Discount reduzierte sich etwas

Die Global Fashion Group wurde aufgrund des Russlandgeschäfts direkt vom Russland-Krieg getroffen

Der Fonds war zu Beginn des Jahres in Bezug auf die Nettoaktienquote etwas zu optimistisch positioniert. Die Invasion Russlands hatten wir nicht ausreichend antizipiert. Im weiteren Verlauf des Halbjahres war der Fonds dann konservativer aufgestellt. Unter anderem Index-Put-Optionen, die mit relativ niedriger impliziter Volatilität erworben werden konnten, erwiesen sich als gute Absicherung. Zuletzt ist die Positionierung nun wieder ausgewogen, d. h. mit einer Nettoaktienquote von knapp 57% im Normalbereich. Näheres zur aktuellen Positionierung und unserem Blick auf die kommenden Risiken, aber auch Chancen, finden Sie im Abschnitt II. Ausblick.

Im aktuellen Umfeld ist allerdings speziell die Portfoliozusammensetzung sehr wichtig, denn einige Unternehmen werden die nächsten Monate besser als andere durchleben. Gerade Deutschland und Europa erscheinen (erneut) als tendenzielle Verlierer der geopolitischen Gemengelage. Im Fonds wurden entsprechend in den letzten Monaten einige Veränderungen vorgenommen, um den Fonds stabiler und widerstandsfähiger aufzustellen. Daher wollen wir zunächst auf die Entwicklung einiger Einzeltitel und Portfolioveränderungen eingehen.

### **Aktien – Entwicklung Einzeltitel**

Das zurückliegende Halbjahr war auch auf Einzeltitel-Ebene ereignisreich. Ein erstes Event trat zu Beginn des Jahres mit der Ankündigung eines potentiellen Spin-offs der Marke Porsche aus dem **Volkswagen** Konzern ein. Bezüglich eines solchen Spin-offs gab es bereits seit längerem Spekulation, in den Monaten zuvor hatten sich aber die Anzeichen zunehmend verdichtet. Unserer Meinung nach könnte diese Maßnahme dazu beitragen einen hohen, verdeckten Wert im VW-Konzern aufzudecken. Im letzten Bericht hatten wir darüber berichtet, dass der Fonds eine Position in Aktien der Porsche SE aufgebaut hatte. Diese wurde im Verlauf des ersten Halbjahrs aufgrund des sich einengenden Spreads zwischen Aktien der Porsche SE und Vorzugsaktien von Volkswagen in Letztere getauscht. Die zunächst positive Kursreaktion wurde aufgrund von Themen wie Chipmangel und Sorgen vor einer Rezession zwar wieder gedämpft. Nach vorne blickend scheinen unter anderem mit einer Normalisierung der Lieferketten und dem angesprochenen Spin-off aber spannende potentielle Trigger vorzuliegen.

Eine Maßnahme zur Reduzierung des impliziten Discounts wurde auch bei **Bigben** ergriffen. Das französische Unternehmen hatte seine Gaming-Sparte, Nacon, per Spin-off an die Börse gebracht. Im Konzern verbleibt das Geschäft mit Handy-Zubehör, Kabeln und Audio-Zubehör. Mitunter handelte die Aktie von Bigben dennoch implizit zu einem geringeren Wert, als es allein die verbleibende Beteiligung an Nacon darstellt. Um den Discount zu reduzieren und die Liquidität der Nacon Aktie zu erhöhen, begab das Unternehmen eine Sachdividende in Form von Nacon-Aktien. Diese Aktien hat der Fonds verkauft. Der Discount verringerte sich zwischenzeitlich, stieg zuletzt aber wieder etwas an.

Eine ähnliche Sondersituation findet sich auch bei **Prosus** vor. Über das Unternehmen, dessen Wert zum Großteil durch den gehaltenen Anteil an Aktien des chinesischen Technologieunternehmens Tencent definiert wird, hatten wir bereits berichtet. Auch hier ist das Management bestrebt, den Discount von mitunter über 50% zu reduzieren. Dies bietet, wie in vorherigen Berichten beschrieben, eine doppelte Renditechance: Eine positive Entwicklung Tencents und eine Reduzierung des Discounts. Das Unternehmen beschloss nun, ein umfangreiches Aktienrückkaufprogramm zu starten. Dabei werden Prosus Aktien am Markt gekauft und im Gegenzug Tencent Aktien verkauft. Die Transaktionen sind also Cash-neutral. Die Aktie reagierte sehr positiv auf die Ankündigung, und der zuletzt angestiegene Discount verringerte sich signifikant.

Mit der **Global Fashion Group** ist ein Unternehmen aufgrund des signifikanten Geschäftsanteils in Russland direkt negativ durch den Krieg in der Ukraine betroffen. Entsprechend entwickelte sich die Aktie deutlich negativ. Noch ist unklar, wie es mit dem Russland-Geschäft weitergeht. Dies wird vermutlich die Entwicklung der Aktie stark beeinflussen, denn solange diese Unklarheit herrscht, ist die Aktie schwer zu bewerten und wird von vielen Investoren wenig beachtet. Der Fonds kaufte zuletzt keine Aktien

**Auch die Social Media Unternehmen Meta und Pinterest gehörten zu den Verlierern, die unter der Tech-Rotation litten**

**Positiv entwickelte sich die Aktie von La Française de l'Énergie, die primär Grubengase in Energie transformieren**

**Ein Übernahmeangebot gab es für die Aktien von Piteco, die daraufhin verkauft wurden**

**Verkauft wurden die Aktien von Sidetrade aufgrund von besseren Opportunitäten in ähnlichem Sektor**

**Auch die Aktien von Georgia Capital aus Georgien wurden verkauft - das geopolitische Risiko erschien zu hoch**

**Die Aktien von Lang & Schwarz wurden aufgrund fehlenden Vertrauens in die Führung verkauft**

**Aus ähnlichem Grund wie bei Sidetrade wurden auch die Aktien von Fabasoft verkauft. Die Aktien von Energiekontor wurden nach starkem Kursanstieg ebenfalls verkauft**

nach. Die Aktie zu verkaufen erscheint uns auf aktuellem Niveau allerdings ebenfalls nicht sinnvoll.

Mit **Meta** und **Pinterest** gehören zwei Aktien des Portfolios zu den Aktien von Unternehmen, die stärker unter der Technologie-Rotation litten. Zwar wurden beide Aktien im Verlauf des Halbjahres reduziert, dennoch wirkt sich die negative Entwicklung deutlich aus. Auch hier sind mittlerweile Bewertungsniveaus erreicht, die unserer Meinung nach auch im Falle eines wirtschaftlichen Abschwungs in den USA nicht gerechtfertigt sind. Allerdings wurden die Positionen zuletzt nicht aufgestockt, da der Fonds stattdessen in einige neue Positionen investiert hat, die ebenfalls sehr gute Chance-/Risiko-Verhältnisse aufweisen, aber die Sektor-Diversifikation zusätzlich erhöhen. Hierzu später mehr.

Es gibt aber auch über positiven Entwicklungen zu berichten. Die Aktie des Unternehmens **La Française de l'Énergie** konnte im ersten Halbjahr um rund 75% zulegen. Das Unternehmen fängt in Frankreich und Belgien Grubengase (Methan) aus alten Bergwerksschächten auf, und wandelt diese in Gas und Elektrizität um. Hierdurch leistet das Unternehmen einen stark positiven Beitrag für die Umweltbilanz. Aufgrund der Entwicklung der Gas- und Elektrizitätspreise profitierte das Unternehmen im ersten Halbjahr und nachvorneblickend stark von der aktuellen Situation.

Auch bzgl. der Aktie von **Piteco** gibt es Neuigkeiten. Über das Software-Unternehmen aus Italien hatten wir vor längerer Zeit berichtet. Mehrheitseigentümer Podini unterbreitete nun allen Aktionären ein freiwilliges Übernahmeangebot zu 11,25 Euro. Zwar erscheint der Zeitpunkt opportunistisch – dennoch nutzte der Fonds die Gelegenheit, die Aktien knapp unterhalb des Angebotspreises am Markt zu verkaufen. Seit Kauf der Aktie ergibt sich eine attraktive Rendite, die ersten Käufe erfolgten bei 4,35 EUR. Bei der Aktie von Piteco handelt es sich somit um ein gutes Beispiel dafür, dass der Trigger, der die Unterbewertung aufhebt, manchmal auf sich warten lässt – sich aber letztlich auszahlt.

### **Aktien – Portfolio-Veränderungen**

Wie einleitend erwähnt, wurden die letzten Monate dazu genutzt, das Portfolio auf die neue Situation auszurichten. Daher gab es einige Verkäufe, aber im Gegenzug auch spannende neue Investments.

Neben der Aktie von Piteco wurden auch die Aktien von **Sidetrade**, einem französischen Small-Cap, verkauft. Hintergrund war hierbei primär das Vorliegen einer besseren Investmentopportunität, die das Portfolio gleichzeitig liquider aufstellt.

Auch die Aktien von **Georgia Capital**, die im letzten Bericht als neue Position vorgestellt wurde, wurden komplett verkauft. Auch in diesem Fall waren wir grundsätzlich überzeugt von der Attraktivität und Qualität der Aktie – doch das geopolitische Risiko des georgischen Unternehmens erschien zu hoch, die Entwicklung zu unberechenbar. Aus diesem Grund wurde die Aktie, die nach einem eingetretenen Trigger (Verkauf des Wassergeschäfts) zunächst gestiegen war, mit einem leichten Minus (insgesamt ca. 10 bps negativer NAV-Beitrag) verkauft.

Ebenfalls verkauft wurden die Aktien von **Lang & Schwarz**, die zwar seit Investment einen hohen Wertgewinn aufweisen, in den letzten Monaten aber aufgrund hausgemachter Probleme zunehmend unter Druck gerieten. So wurde bekannt, dass das Unternehmen nicht nur in die Cum-Ex Geschäfte verwickelt ist, sondern der damalige Vorstand wohl auch stärker involviert war, als zunächst dargestellt. Da Vertrauen in das Management ein maßgebliches Kriterium darstellt, entschieden wir uns zu diesem Schritt.

Das Gewicht von deutschen Aktien wurde zudem mit den Verkäufen von Fabasoft und Energiekontor reduziert. Im Falle von **Fabasoft** ergaben sich ähnlich wie bei Sidetrade Opportunitäten in liquidere Aktien mit geographisch höherer Diversifikation und besserem Renditepotenzial, nachdem sich die Aktien seit Kauf gut entwickelt hatten. Bei **Energiekontor** begründet sich der Verkauf primär durch die deutlich gestiegene Bewertung.



Aufgestockt wurden Aktien von **On the Beach**. Wieder einmal leidet die Reisebranche unter exogenen Faktoren, die unserer Meinung nach aber zum großen Teil eher kurzfristig sind

Eine neue Position sind die Aktien des norwegischen Versicherers **Protector**, der sich auf eine spezielle Nische konzentriert: Nur Großkunden (öffentlich und gewerblich), und nur Vertrieb über Makler

Eine weitere neue Position wurde in Aktien des kanadischen Unternehmens **Converge**, einem IT-Dienstleister mit Geschäften in Nordamerika und Europa, aufgebaut

Ebenfalls neu investiert wurde in Aktien von **Jumbo**, einen griechischen Value-Retailer. Gerade in wirtschaftlich schwachen Zeiten hat die Branche in der Vergangenheit Stärke gezeigt, da Kunden Discounter in diesen Phasen für ihre Einkäufe bevorzugen

Aufgestockt wurde hingegen zuletzt die Aktie von **On the Beach**. Die Aktie gehört ebenfalls zu den Verlierern des ersten Halbjahres. Allerdings erscheinen die aktuell eingepreisten Sorgen bzgl. Rezession und Ölpreisanstieg aus unserer Sicht übertrieben. Zugegebenermaßen erscheint unser Blick auf das mittel- bis langfristige Potential von Unternehmen aus dem Reisebereich speziell in UK nach dem Ausscheiden von Thomas Cook, bereits seit einiger Zeit antizyklisch. Denn der Markt strafte zuletzt die meisten (europäischen) Titel aus diesem Sektor ab. Am Potential der von uns selektierten Unternehmen aus diesem Sektor zweifeln wir allerdings nicht.

Auch einige andere Titel wurden opportunistisch aufgestockt, der Fokus lag aber mehr auf neuen Investments:

So wurde unter anderem in den norwegischen Versicherer **Protector** investiert. Protector ist eine recht junge norwegische Versicherung, die sich auf eine spezielle Nische konzentriert: Nur Großkunden (öffentlich und gewerblich) und nur Vertrieb über Makler. Durch diese Fokussierung können die Kosten sehr niedrig gehalten werden, was Wachstum durch attraktivere Preise bei gleichzeitig guter Profitabilität ermöglicht. Das Unternehmen hatte 2018/19 (wie auch Wettbewerber) Probleme durch am Markt zu stark gefallener Preise, was seitdem aber durch Preiserhöhungen wieder wettgemacht wurde. Historisch hatte Protector in der Regel Eigenkapitalrenditen von über 20% und im Schnitt ein deutlich zweistelliges Wachstum. Dennoch handelt die Aktie aktuell nur zum 8-fachen des Gewinns aus 2021. Im ersten Halbjahr waren die Gewinne aufgrund des durch das Marktumfeld schwachen Anlageergebnisses zwar nur sehr gering, die hervorragende kombinierte Schaden-Kostenquote von unter 90% zeigt aber, dass die zugrundeliegende Profitabilität des Geschäftes trotz Inflation außerordentlich gut ist. Dazu bietet das aktuell mit 3,9% rentierende Anleiheportfolio eine zusätzliche Möglichkeit von höheren Zinsen zu profitieren.

Zusätzliche Diversifizierung sollte auch **Converge Technologies Solutions** einbringen. Bei Converge handelt es sich um ein kanadisches Unternehmen, welches Geschäfte in Nordamerika und Europa betreibt. Die Kernstrategie von Converge besteht darin, regionale und mittelständische IT-Dienstleister („value added reseller“) günstig zu akquirieren, anschließend die Gewinnmarge auf Grundlage erheblicher Kostensynergien (u.a. Mengenrabatte aufgrund der Unternehmensgröße) zu steigern und durch die Vielzahl an Tochtergesellschaften zusätzliches Cross-Selling von spezielleren Services betreiben zu können. Da die Aktie Ende des ersten Halbjahres im Zuge der allgemeinen Marktlage deutlich korrigierte, erschien die Bewertung des Unternehmens - selbst unter Berücksichtigung weniger zukünftiger, wertschaffender Akquisitionen - als attraktiv, weshalb der Fonds eine Position aufgebaut hat.

Mit **Jumbo** fand zudem die Aktie eines griechischen Value-Retailers den Weg ins Portfolio. Das Unternehmen betreibt Geschäfte vor allem in Griechenland, die Kunden mit der Fokussierung auf günstigste Preise anlocken und deren Alleinstellungsmerkmal eine breite Auswahl an günstigen Spielwaren für Kinder darstellt. Das Unternehmen hat eine sehr stabile Bilanz mit hoher Nettoliquidität und konnte auch in wirtschaftlich schwachen Zeiten in Griechenland hohe Gewinnmargen erzielen. Das eher konservative Management setzt auf eine vorsichtige, kontinuierliche Expansion durch Eröffnung neuer Geschäfte u. a. in Rumänien, wo Jumbo bislang trotz höherer Einwohnerzahl deutlich weniger Geschäfte als in Griechenland besitzt. Aktuelle Risiken stellen gesteigerte Produkteinsatzkosten aufgrund der Inflationsentwicklung sowie eine generell gesteigerte Rezessionsgefahr in südeuropäischen Ländern dar. Die Bewertung erscheint uns aufgrund der sehr guten Marktstellung verbunden mit moderatem Wachstumspotenzial bei einem liquiditätsbereinigten KGV von unter 10 (basierend auf aktuellem Gewinn) insbesondere in Bezug auf das Chance-Risiko-Verhältnis als sehr attraktiv. Andere Unternehmen aus der Branche werden wesentlich höher bewertet. Gerade in wirtschaftlich schwachen Zeiten hat die Branche in der Vergangenheit Stärke gezeigt, da Kunden Discounter in diesen Phasen für ihre Einkäufe bevorzugen.

Zudem wurde zuletzt in ein Unternehmen aus Japan investiert, das die geographische Diversifikation des Portfolios weiter steigert. Das aktuelle Marktumfeld bietet also einige Opportunitäten, weshalb auch im zweiten Halbjahr mit weiteren Veränderungen zu rechnen ist. Ähnliches gilt auch für den Bereich Aktien mit Anleihecharakter und Anleihen.

## **Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter – Entwicklung Einzeltitel**

Neuigkeiten gab es bei Kabel Deutschland. Das Spruchverfahren wird vor dem BGH fortgesetzt

Neuigkeiten gab es im zurückliegenden Halbjahr im Falle von **Kabel Deutschland**. Hier lief im Nachgang an den im Jahr **2013** abgeschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ein Spruchverfahren. Das OLG München entschied nun, dass es eine Erhöhung von Abfindungsbetrag und Ausgleichszahlung für nicht gerechtfertigt hält. Die Möglichkeit einer Rechtsbeschwerde vor dem Bundesgerichtshof wurde allerdings wahrgenommen, wodurch das Spruchverfahren nun dort seine Fortsetzung nimmt. Im Anschluss an die Entscheidung, die allerdings vermutlich noch einige Zeit andauern wird, wäre ein Squeeze-Out seitens Vodafone vorstellbar.

## **Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter – Portfolio-Veränderungen**

Mit der Aktie von Activision Blizzard investierte der Fonds in eine klassische M&A-Sondersituation: Microsoft bietet 95 USD pro Aktie, der Deal erscheint uns als relativ wahrscheinlich aber bietet dennoch einen Spread von 21%

Mit **Activision Blizzard** investierte der Fonds in eine neue Spezialisierung aus dem Bereich Übernahmen. Microsoft unterbreitete ein Übernahmeangebot in Höhe von 95 USD. Sorge davor, dass die Übernahme regulatorisch gestoppt werden könnte, aber auch die Größe von Activision Blizzard (Marktkapitalisierung von ca. 60 Mrd. USD, führt möglicherweise dazu, dass auf M&A-Arbitrage spezialisierte Fonds mit ihren Investments den Spread zum Übernahmepreis nicht in vollem Ausmaß beeinflussen) führen zu einer aus unserer Sicht sehr attraktiven Differenz zwischen Kursniveau und Übernahmeangebot von aktuell ca. 21% (Stand: 30.06.2022). Zwar wird der Deal geprüft werden, doch erachten wir die Chancen auf einen positiven Ausgang als relativ hoch. Microsoft sollte als strategischer Käufer unabhängig von der Marktlage Interesse an dem Deal haben und hat bereits mit freiwilligen Zugeständnissen gezeigt, dass man die sich ergebende Marktstellung nicht unfair ausnutzen möchte.

Der Bereich Wandelanleihen wird aufgrund der teilweise mittlerweile hohen Renditen zunehmend spannend. So investierte der Fonds zuletzt (wieder) in Wandelanleihen von HelloFresh...

Auch im Bereich Fremdkapital ergaben sich zunehmend Chancen. So bieten Wandelanleihen von Unternehmen mit etabliertem Geschäftsmodell und positivem operativen Ergebnis teils Renditen von über 5% - bei Laufzeiten von nur 2-3 Jahren. Gerade im Bereich der dem Technologiesektor zugeordneten Unternehmen ergeben sich spannende Opportunitäten. Zwar stehen in vielen Fällen auch deren Aktien deutlich tiefer, doch könnten diese noch einige Zeit von hoher Volatilität geprägt sein. Somit erscheint es uns in Bezug auf das Chance-/Risiko-Profil aktuell attraktiv, die Technologie-Korrektur auf diese Weise auszunutzen. Entsprechend wurden Wandelanleihen von **HelloFresh** zu Kursen knapp über und unter 100% erworben. Aktie und Wandelanleihe des profitablen, global agierenden Kochboxenanbieters kamen in den letzten Monaten deutlich zurück. Uns erscheint die aktuell positive Rendite von rund 2% bei einer Laufzeit bis 2025 und einer gleichzeitigen Aktienoptionalität als sehr attraktiv.

... und auch erstmals von Zalando. Letztere bieten bei kaum vorhandener Aktiensensitivität, trotz solider Bilanz und Geschäftsmodell >7% Rendite

Eine noch höhere Rendite bot die bis 2025 laufende Wandelanleihe von **Zalando**. Hier ist die Aktienoptionalität deutlich geringer, aber mit einer Einstandsrendite von >7% ist dies in Bezug auf die Risiken unserer Meinung nach sehr attraktiv. Dass die Wandelanleihe mittlerweile ihren sog. *Bondfloor*, also das Kursniveau einer äquivalenten Anleihe ohne Aktienoption, erreicht zu haben scheint, zeigte sich am 24.06.2022. An diesem Tag gab Zalando eine Anpassung der Guidance bekannt. Die Aktie startete mit einem Minus von ca. 16% in den Tag, schloss dann allerdings mit rund -1,5%. Der Kurs der Wandelanleihe bewegte sich an diesem Tag hingegen kaum.

Ähnliches gilt für Wandelanleihen der amerikanischen Firma Upwork

Zudem neu investiert wurde in bis 2026 laufende Wandelanleihen von **Upwork**. Upwork betreibt eine Plattform für Freelancer, hat in den USA eine gute Marktstellung (könnte zusätzlich ein zukünftiges Übernahmeziel darstellen) und ist operativ profitabel. Dennoch bot sich eine Investmentmöglichkeit mit einer Einstandsrendite von rund 8%. Sorgenkind unter den neuen Wandelanleihen ist **JustEat Takeaway**. Der Fonds investierte in Wandelanleihen mit Laufzeiten bis 2024 und 2026. Speziell Letztere gerieten in den letzten Wochen allerdings stärker unter Druck. Da das Unternehmen in manchen Märkten bisher noch keinen positiven Ertrag generiert, erscheint die Sorge der Refinanzierung aktuell im Vordergrund zu stehen. Wir erachten den strategischen Wert der Plattformen in den einzelnen Regionen allerdings als hoch, was zuletzt auch die vermeldete Kooperation von Grubhub (US-Unternehmen, das von Takeaway gekauft wurde) mit Amazon zeigt. Der wertvollste Teil des Unternehmens sollte die Lieferplattform Lieferando in Deutschland darstellen, mit der man bislang hauptsächlich als Plattform agiert (Restaurants übernehmen Lieferdienst selbst), sodass in den vergangenen Jahren mit dieser Plattform hohe Gewinnmargen aufgrund von Netzwerkeffekten erzielt werden konnten.

Sorgenkind unter den Wandelanleihen ist aktuell JustEat Takeaway. Diese sank zuletzt im Kurs nochmals deutlich. Das Unternehmen ist unserer Meinung nach aber ausreichend gut aufgestellt, um sich zu refinanzieren

**Vollständig verkauft wurden die Wandelanleihen von JP Morgan / Tencent um Par (100%), da deren Laufzeitende bevorsteht und die Wandlungsoption kaum noch Wert hatte**

Im Gegenzug verkauft wurden die Wandelanleihen von **JP Morgan mit Tencent** als Underlying. Bei einer Laufzeit bis August 2022 erschien die Wahrscheinlichkeit für einen signifikanten Wertzuwachs der Aktienoption auf Tencent als zu gering. Daher wurde die Wandelanleihe zu Kursen um Par (100%) verkauft.

Mit zunehmenden Zinsen und Credit Spreads wird der Sektor Anleihen, und aktuell aufgrund der Marktturbulenzen speziell auch der Nischenbereich Wandelanleihen, wieder zunehmend spannend. Denn statt hoher Aktiensensitivität, negativer Rendite und Zinsrisiken bieten sich aktuell wieder Investments mit sehr attraktiver Rendite bei zumindest deutlich geringeren Zinsrisiken (einerseits, da die Zinsen bereits gestiegen sind. Andererseits, da die nun deutlich positiven Renditen mögliche Kursverluste mitunter mehr als kompensieren würden).

## **II. Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen**

**Der Ausblick auf die nächsten Monate gestaltet sich schwierig. Vieles hängt von kaum vorhersehbaren Faktoren, unter anderem geopolitischer und spieltheoretischer Natur, ab. Es gibt aber durchaus auch positive Entwicklungen und der Markt hat bereits einiges verdaut**

Ein definitives Szenario für die kommenden Monate zu spezifizieren und das Portfolio danach auszurichten wäre aus unserer Sicht fatal. Viel zu unklar sind die aktuell den Markt bewegenden Faktoren und deren Interaktion. Inflation per se ist, wie die Vergangenheit zeigt, kaum vorhersehbar. Lange Zeit waren sich die Zentralbanken zumindest in ihrer Kommunikation einig, dass sie kein oder nur ein kurzfristiges Problem darstellt. Nun reagieren FED und EZB doch zunehmend, halten aber den Einfluss ihrer Kehrtwende auf die Wirtschaft wiederum für ein überschaubares Problem. Ob sie diesmal richtig liegen erscheint fraglich. Helfen könnte aber, dass die Inflation letztlich doch mehr durch Sondereffekte in die Höhe getrieben wurde. Zumindest sind einige Rohstoffpreise, wie Aluminium und Zink, deutlich von ihren Höchstständen gefallen. Frachtraten normalisieren sich, die Corona-Politik in China scheint stückweise gelockert und die dortige Wirtschaft potentiell mit einem umfangreichen Konjunkturprogramm unterstützt zu werden. Zeigt die Inflation möglicherweise eine fallende Tendenz, auch durch den einsetzenden Basiseffekt? Wird dies durch die Wirtschaftsabkühlung beschleunigt und bietet der Zentralbank dann wiederum die Möglichkeit rechtzeitig wieder auf die Wirtschaftsentwicklung zu reagieren? Das sind Fragen, deren Antwort vermutlich die nächsten Monate zeigen werden – die wir aber nicht zu prognostizieren wagen.

**Doch gerade für Deutschland und Europa sieht es nicht besonders gut aus. Zwar gibt es viele europäische Unternehmen, die sehr international agieren und nach wie vor spannend sind. Doch eine stärkere geographische Diversifikation erscheint uns nach vorne blickend sinnvoll...**

Hinzu kommt, dass wir gerade in Deutschland und Europa überproportional von geopolitischen und spieltheoretischen Entwicklungen und Entscheidungen abhängen. Allen voran stellt sich die Frage, wie lange wir wie viel Gas aus Russland geliefert bekommen und wie schnell alternative Versorgungswege zur Verfügung stehen (vermutlich nicht so schnell...). Während unter anderem Indien und China nun durch günstige russische Energie strukturell profitieren und die USA selbst ein großer Energieproduzent ist, sieht es um die europäische Industrie weniger rosig aus. Der starke Dollar hilft dabei nur bedingt und trifft Unternehmen, die Rohstoffe (Energie) in Dollar einkaufen, negativ. Positiv ist allerdings zu vermerken, dass es durchaus Unternehmen in Europa mit geringer Gefahr extremer Kosteninflation und einer globalen Aufstellung gibt. Wir sehen also durchaus auch Chancen für Investments in Europa.

Wir erachten es als sinnvoll, den Fonds in einem solchen Umfeld möglichst widerstandsfähig aufzustellen. Das bedeutet geographische Diversifikation einerseits. So ist der Anteil deutscher Aktieninvestments mit rund 10% (ohne Aktien mit Anleihecharakter) im historischen Vergleich sehr niedrig. Zudem suchen wir speziell nach Unternehmen, die aus unserer Sicht auf der Kostenseite wenig von den potentiellen Risiken (z.B. hohe Energieabhängigkeit) betroffen sind, gleichzeitig gegenüber einer Rezession robust aufgestellt und zudem attraktiv bewertet sind.

**...sowie Fokus auf Unternehmen, die sowohl für eine Rezession gut aufgestellt sind, gleichzeitig aber auch von Inflation kaum getroffen werden**

Eine reine Unterscheidung zwischen eher zins-sensitiven Growth-Titeln und eher zyklischen Value-Titeln erscheint uns nicht als sinnvoll. Die Zinstiefs der letzten Jahre wird man vermutlich so schnell nicht mehr sehen, die Gemengelage bietet aber durchaus auch Potential für eine flache bis inverse Zinskurve. Die länger laufenden Zinsen könnten durchaus noch ein Stück weiter steigen, könnten jedoch aufgrund einer möglicherweise einsetzenden Rezession auch wieder fallen. Eine Rezession wiederum würde auch bei steigenden Zinsen negativ auf zyklische Value-Titel wirken.

**Einige der zuvor dargestellten Änderungen am Portfolio dienen dem genannten Zweck. Andere Bestandpositionen erscheinen uns ebenfalls gut aufgestellt**

**Weshalb wir das Portfolio aktuell, auch aufgrund der Opportunitäten im Bereich Sondersituationen und Wandelanleihen, als solide aufgestellt erachten. Dennoch gilt es im aktuellen Umfeld agil und flexibel zu reagieren, sollten sich die Parameter ändern**

Gesucht sind daher rezessions-robuste Wachstumsunternehmen mit Value-Bewertung. Wir sehen dies unter anderem bei Unternehmen aus dem Bereich Gaming. Diese Unternehmen sind wenig von Kosteninflation betroffen und weisen in der Regel hohe Bruttomargen aus. Gleichzeitig können Preise leicht angepasst werden und im Vergleich zu anderen Formen der Unterhaltung ist Gaming eine der günstigsten Alternativen (in Bezug auf Kosten pro Stunde Unterhaltung). Aber auch andere Sektoren erscheinen geeignet, wie zum Beispiel Versicherungen (Protector), Discount-Shopping (Jumbo) oder auch Converge (Soft- und Hardware B2B, welches deutlich robuster als B2C erscheint).

Zwar ist die aktuelle Aussicht wenig visibel, die Bewertungen aber mittlerweile in vielen Bereichen sehr attraktiv. Zudem gibt es aktuell einige attraktive Sondersituationen, die marktunabhängige Renditen liefern sollten. Weitere Volatilität in den nächsten Monaten kann man nicht ausschließen. Dabei muss man sicherlich auch mit der einen oder anderen irrational erscheinenden Kursentwicklung rechnen. Doch mittelfristig führt in dieser Gemengelage wenig an Aktien vorbei, die im Vergleich zu den Anlagealternativen noch immer ein sehr attraktives Investmentprofil aufweisen. Hinzu kommt die Möglichkeit mit (Wandel-)anleihen wieder sehr attraktive Renditen zu erwirtschaften, die das Portfolio stützen sollte. Außerdem befinden sich Nebenwerte aktuell auf historisch niedrigen Bewertungslevels, die es in diesem Ausmaß seit Jahren nicht mehr gegeben hat. Entsprechend sind wir trotz der negativen Entwicklung im ersten Halbjahr zuversichtlich.

Neben der angesprochenen Ausrichtung des Portfolios mit einer zuletzt auch erhöhten Quote an Wandelanleihen erachten wir dennoch eine ausgewogene Positionierung für sinnvoll. Entsprechend wird ein Teil des Aktien-Exposures abgesichert. Aktuell wurde, aufgrund der Sorge vor einem Gaslieferstopp im Anschluss auf die Reparaturen, die Absicherung mittels Put-Optionen, primär auf den DAX, vollzogen. Daneben verfügt der Fonds nach wie vor über eine Xetra-Gold Quote von ca. 4%.

Wir möchten uns an dieser Stelle herzlich für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen bedanken. Bei Rückfragen können Sie sich gerne bei uns melden.



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann



## Anhang: Übersicht über potentielle Nachbesserungsrechte des Fonds

Durch Investments in Sondersituationen, wie zum Beispiel Aktien von Unternehmen in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, entstehen über die Zeit sogenannte potentielle Nachbesserungsrechte. Nach Abschluss einer solchen Strukturmaßnahme folgt (primär in Deutschland und Österreich) oft ein gerichtliches Verfahren, in welchem die Angemessenheit der bezahlten Beträge überprüft wird. Diese Nachbesserungsrechte werden ohne Wert im Fonds bilanziert und stellen dadurch potentielle „stille Reserven“ dar. Sollte es zu einer Nachbesserung kommen (vgl. zuletzt Fall MAN SE), so kommt es zu zusätzlichen, positiven Erträgen für den Fonds. Da die Anzahl dieser stillen Reserven über die Zeit wächst, möchten wir Ihnen als Investorinnen und Investoren anhand folgender Übersicht die Möglichkeit bieten, die aktuell bilanzierten Nachbesserungsrechte im Fonds nachzuvollziehen.

Bitte beachten Sie, dass es sich bei den angegebenen Stückzahlen um die dem gesamten Fonds zuzurechnenden Nachbesserungsrechte handelt und diese den Tranchen je nach Tranchen-Volumen zum Zeitpunkt der Maßnahme zugerechnet werden:

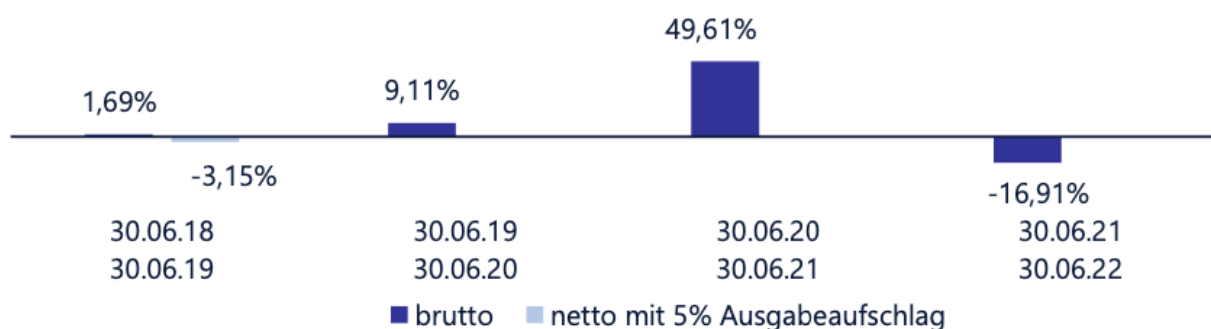
Bezeichnung	Stück	Betrag (€)	Volumen (€)	Typ
Audi AG	1.622	1551,53	2.516.582	Squeeze-Out 2020
Buwog AG	90.000	29,05	2.614.500	Squeeze-Out 2018
Diebold Nixdorf AG	39.852	55,02	2.192.657	Andienung 2018 BuG*
Diebold Nixdorf AG	38.000	2,82	107.160	Garantiedividende 2018 BuG*
DMG Mori AG	23.000	37,35	859.050	Andienung 2020 BuG*
DMG Mori AG	31.047	1,03	31.978	Garantiedividende 2020 BuG*
Kabel Deutschland AG	35.000	3,17	110.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Kabel Deutschland AG	42.000	3,17	133.140	Garantiedividende 2019 BuG*
Kabel Deutschland AG	57.000	3,17	180.690	Garantiedividende 2020 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2021 BuG*
Linde AG	23.500	189,46	4.452.310	Squeeze-Out 2019
MAN SE	20.292	70,68	1.434.239	Squeeze-Out 2021
Osram Licht AG	135.000	2,24	302.400	Garantiedividende 2022 BuG*
Renk AG	12.000	105,72	1.268.640	Squeeze-Out 2021
<b>Summe</b>			16.145.236	

\*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen

Stand 30.06.2022

## Anhang: Rollierende Wertentwicklung



Quelle: Axxion S.A.

## Kontakt

Fabian Leuchtner  
Dimitri Widmann

[fabian.leuchtner@aguja-capital.de](mailto:fabian.leuchtner@aguja-capital.de)  
[dimitri.widmann@aguja-capital.de](mailto:dimitri.widmann@aguja-capital.de)

0221 5609 6930  
0221 5609 6931

## Wichtige Hinweise

Die in dieser Publikation enthaltenen Fonds- und Marktinformationen sind zu allgemeinen Informations- sowie Werbezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investimentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Diese Publikation stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Publikation enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne Zustimmung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Weder die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH, die Aguja Capital GmbH und Morningstar noch ihre jeweiligen Organe/Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer ([www.axxion.lu](http://www.axxion.lu)) oder gedruckter Form in deutscher Sprache kostenlos bei der Axxion S.A., 15 rue de Flaxweiler, L-6776 Grevenmacher erhältlich. Die Discover Capital GmbH und die Aguja Capital GmbH sind bei der Erbringung der Anlageberatung und der Anlagevermittlung als vertraglich gebundene Vermittler ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der PEH Wertpapier AG (nachfolgend „PEH“) tätig. Die PEH hat ihren Sitz in der Bettinastr. 57-59, 60325 Frankfurt am Main und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Sitz in der Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Als bankenunabhängiger Vermögensverwalter ist die PEH Mitglied der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW). **Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen Kursschwankungen, die zu Verlusten, bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals, führen können. Es wird ausdrücklich auf die Risikohinweise des ausführlichen Verkaufsprospektes verwiesen.** Die Bruttowertentwicklung (BVI-Methode) berücksichtigt bereits alle auf Fondsebene anfallenden Kosten und geht von einer Wiederanlage eventueller Ausschüttungen aus. Sofern nicht anders angegeben, entsprechen alle dargestellten Wertentwicklungen der Bruttowertentwicklung. Die Nettowertentwicklung geht von einer Modellrechnung mit dem maximalen Ausgabeaufschlag aus. Sie berücksichtigt keine anderen eventuell anfallenden individuellen Kosten des Anlegers, wie beispielsweise eine Depotführungsgebühr. Da der Ausgabeaufschlag nur im 1. Jahr anfällt, unterscheidet sich die Darstellung brutto/netto nur in der ersten dargestellten Periode. Über den „Performance- und Wertentwicklungsrechner“ auf der Detailansicht Ihres Fonds unter <http://www.axxion.lu> können Sie sich Ihre individuelle Wertentwicklung unter Berücksichtigung aller Kosten berechnen lassen. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt. Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Diese Publikation und die in ihr enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieser Publikation sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.