

Halbjahresbericht H1 2023

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.01.2023 – 30.06.2023

Köln, 09. Juli 2023

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

wir danken Ihnen sehr für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Anhand unserer Berichte 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 (30.06.2023) **48,97%**.

Die rollierende Entwicklung des NAV *SQUAD Aguja Opportunities I* der letzten 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	-0,50	0,49	-9,71	0,57	2,57	0,06	-18,68
2023	4,66	0,60	-1,16	-0,95	1,84	0,55							

Die Allokation zum 30.06.2023, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	69%*
<i>davon Aktien mit Anleihecharakter:</i>	9%
Anleihen:	29%
<i>davon Hybridanleihen:</i>	1%
<i>davon Wandelanleihen:</i>	28%
<i>davon Senior Anleihen:</i>	0%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	0%
Kasse:	2%
Derivate:	0%

Deutschland:	19%
Restl. Europa:	60%
Nordamerika:	14%
Sonstiges:	5%
Gold (Xetra):	0%
Kasse:	2%

Stand: 30.06.2023; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; wegen Rundungsdifferenzen kann die Summe von 100% abweichen.

***Nettoaktienquote: 60%** (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 17.647.059 Euro umfassen.

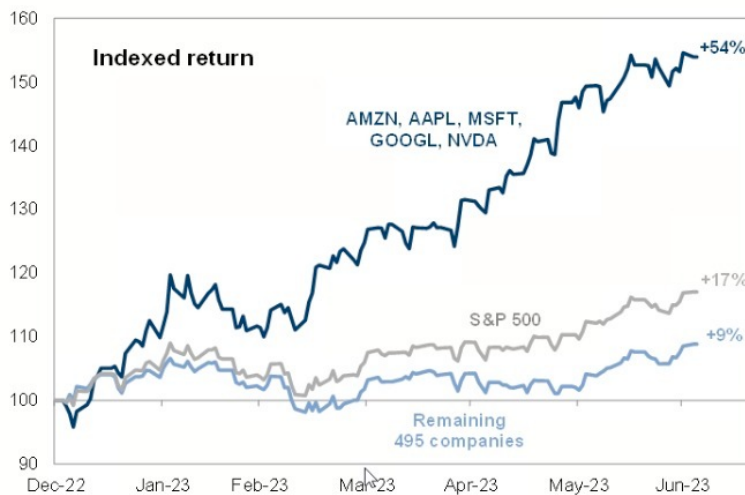
Disclaimer: Bei den in diesem Bericht besprochenen Wertpapieren handelt es sich um ehemalige / aktuelle Fondsinvestments. Dies dient lediglich Informationszwecken und stellt in keinsten Weise eine Handlungsempfehlung dar. Quelle für Kursangaben und Wertentwicklungen im Text ist – soweit nichts anderes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

I. Rückblick: Verlauf des letzten Halbjahres und Positionierung

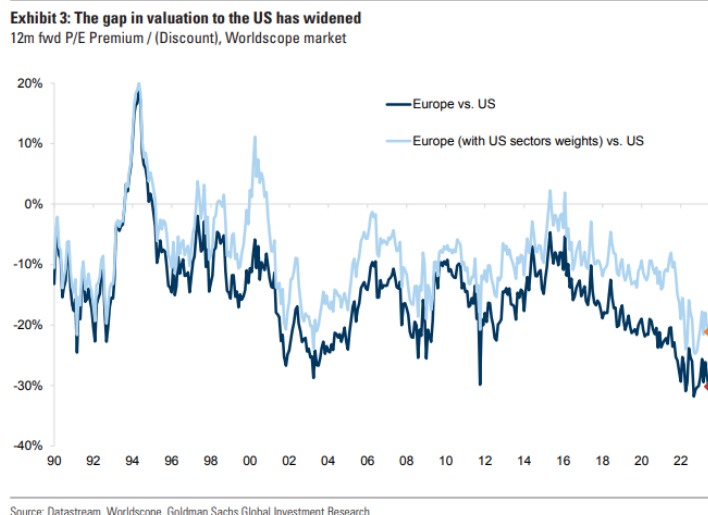
Der Fonds schloss das erste Halbjahr 2022 mit einem Plus von 5,55% ab. Im Folgenden wollen wir Ihnen eine kurze Einordnung zum aktuellen Marktumfeld geben. Im Anschluss gehen wir auf einzelne Positionen, bzw. Veränderungen ein. Abschließend wollen wir Ihnen dann die aktuelle Positionierung und Chancen für das zweite Halbjahr 2023 aufzeigen.

Marktumfeld

Das Jahr startete rasant mit deutlichen Kurserholungen im Januar, gefolgt von einer in Summe im Vergleich zum Vorjahr eher stabilen Marktentwicklung. Zum Ende des ersten Halbjahres stehen die Indices fast durchweg im Plus, allerdings keineswegs homogen. So weist der NASDAQ 100 ein Plus von 39,4% auf, während es beim Dow Jones nur 4,9% sind. Der S&P 500 liegt dazwischen, mit 16,9% - doch oft hörte man in den vergangenen Wochen vom S&P 500 ex 5 (bzw. 3, 7). Denn ohne die Top 5 Werte (Amazon, Apple, Microsoft, Alphabet und Nvidia) liegt der Wertzuwachs lediglich bei 9,00%, siehe Chart:



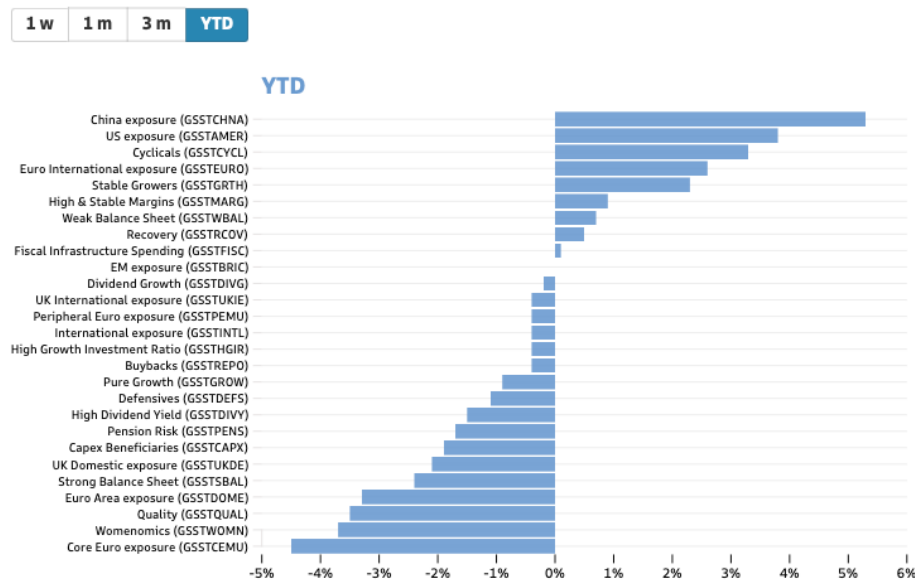
Auch die europäischen Indices weisen Wertzuwächse von 16,0% (DAX) bis 19,2% (Eurostoxx 50) auf. Doch auch in Europa ist die Diskrepanz der Wertentwicklung teils sehr hoch. Primär Titel in Indices entwickelten sich positiv, viele andere Aktien blieben aber bewertungstechnisch zurück. Die Bewertungsdifferenz zwischen amerikanischen und europäischen Aktien, dass sich nun seit einigen Jahren weiter vergrößert, setzte diesen Trend fort – auch adjustiert um die unterschiedliche Gewichtung, die die Sektoren jeweils ausmachen:



Sicherlich gibt es gute Gründe dafür, dass der amerikanische Aktienmarkt eine höhere Bewertung verdient. Dennoch erscheint die Differenz im Angesicht der Großteils ebenfalls global agierenden europäischen Unternehmen sehr hoch. Ein Blick auf die individuelle Entwicklung europäischer Aktien nach

Typ zeigt die aktuellen Trends ebenfalls deutlich. So sind insbesondere Titel, die in das Thema „China Exposure, US exposure und international exposure“ fallen gut gelaufen (zudem: Zyklischer). Dagegen sah es für „core Euro exposure“ weniger gut aus, überraschenderweise ebenso „Quality“ und „Strong Balance Sheet“. Ob diese Entwicklung im Anbetracht der aktuellen Gemengelage „vernünftig“ ist, werden die nächsten Monate zeigen. In der Analyse von Aktien versuchen wir auch immer die Chance und Risiken der Regionen, in denen eine Firma aktiv ist, zu berücksichtigen. Wir versuchen dabei auch auf Portfolio-Ebene keine Wetten auf einzelne Regionen einzugehen. Auf welchem Kontinent eine Aktie notiert, spielt dabei eine untergeordnete Rolle. Tendenziell ist das Portfolio dennoch in den letzten 12 Monaten in beiderlei Hinsicht internationaler geworden.

Relative performance to STOXX Europe 600, Total Return (€)



Source: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research ▪ Data as of 23 June 2023 ▪ Results presented should not and cannot be viewed as an indicator of future performance. Further details on performance calculations can be provided upon request. The ability to trade the basket(s) discussed in this research will depend upon market conditions, including liquidity and borrow constraints at the time of trade.

Die im letzten Bericht angesprochene Schwäche von Small-Caps hat sich bisher nicht signifikant verändert. Im nachfolgenden Chart ist zwar eine Stärkephase der Small-Caps zu Beginn des Jahres zu erkennen. Diese wurde aber im Zug der Silicon Valley Bank Krise schnell wieder beendet. Nach wie vor erscheint die Nachfrage im Bereich Small- und Midcaps gedämpft, was allerdings auch nicht unbedingt verwunderlich ist. Denn noch immer befinden wir uns in einer Phase geringer Visibilität und vermutlich noch nicht am Tiefpunkt des Wirtschaftswachstums.

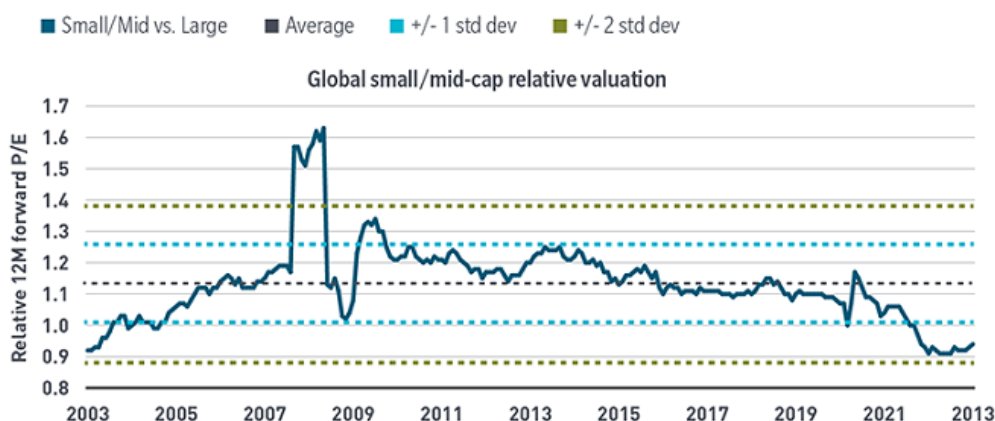
Exhibit 18 : Small-cap vs. Large-cap price performance

US: Russell 2000 vs. SPX; Europe: STOXX Small vs. STOXX Europe Large



Source: Bloomberg, STOXX, Goldman Sachs Global Investment Research

Historisch betrachtet gab es selten Phasen, in denen die Bewertungsunterschiede zwischen Small-/Mid-Caps im Vergleich zu Large-Caps größer waren. Der Small-/Midcap-Effekt ist die Beobachtung, dass Aktien mit mittlerer Marktkapitalisierung (Midcaps) tendenziell eine höhere Rendite als Aktien mit großer Marktkapitalisierung (Largecaps) erzielen. Durch die aktuell hohe Diskrepanz in der Bewertung (siehe Grafik) könnte der Small-/Midcap-Effekt in den nächsten Jahren sogar noch ausgeprägter ausfallen, d.h. Midcaps wieder deutlich besser performen.



Source: FactSet. Monthly data as of 31 January 2003 to 31 January 2023. Series shows the relative forward price-to-earnings for MSCI All-Country World SMID Index (ACWI SMID) relative to MSCI All-Country World Large Cap Index (ACWI Large).

Doch während Zykliker in den letzten Wochen vermehrt im Sinne von Gewinnwarnungen und/oder Anpassungen der Prognose Schwächen zeigen, bietet das absehbare potenzielle Ende des Zinserhöhungszyklus ein positives Gegengewicht im Markt. Die Spuren der historisch schnellen Zinserhöhung sind zu erkennen, doch die gesamte Konsequenz noch nicht einzuordnen. Man kann argumentieren, dass die Wirtschaft die Geschehnisse der letzten 12-18 Monate deutlich besser weggesteckt hat, als zu befürchten war und das den verhältnismäßig starken Kursanstieg der Indizes stützte. Man könnte auch argumentieren, dass es eher die Not Kapital zu investieren war, die primär mittels ETFs oder direkten Investments in die liquidesten Aktien floss. So oder so, die nächste Berichtssaison, oder auch noch die darauffolgenden, werden erst zeigen wie gut einzelne Unternehmen tatsächlich mit höheren Finanzierungskosten, Inflation und evtl. gedämpfter Nachfrage umgehen können.

Wie wir den Fonds in dieser Gemengelage positionieren können Sie im Ausblick lesen. Vorwegnehmend: Viele Unternehmen im Portfolio entwickeln sich erwartungsgemäß gut. Die Aktienkurse einiger Unternehmen spiegeln dies auch bereits durch die gute Entwicklung im ersten Halbjahr wider, andere aber verharren, trotz guter Geschäftsentwicklung, weiterhin bei unserer Ansicht nach deutlich zu niedrigen Bewertungen (die auch deutlich unter den durchschnittlichen Bewertungskennzahlen der Indices liegen, die oft als Maßstab für die relative Attraktivität der Aktienmärkte herhalten).

Ein Blick auf das Zinsumfeld zeigt: Der Bereich Fremdkapital hat als Assetklasse und Baustein wieder eine Daseinsberechtigung. Anleihen und Wandelanleihen mit überschaubarer Restlaufzeit und damit geringem Zinsänderungsrisiko bieten wieder attraktive Chance-/Risiko Profile. Neben dem Baustein Aktien mit Anleihecharakter erhält der Fonds somit wieder einen wichtigen Baustein für attraktive Rendite, aber auch Stabilität, zurück. Denn im Zeitraum 2018-2021 hatte dieser eine deutlich weniger gewichtige Rolle gespielt und war primär auf Sondersituationen im Bereich Fremdkapital fokussiert. Aktuell sind rund 30% im Bereich Anleihen und (primär) Wandelanleihen investiert, die bei einer durchschnittlichen Restlaufzeit von 2,25 Jahren 6,21% Rendite p.a. auf Verfall bieten. Potenziell könnte zudem eine höhere Rendite bei vorzeitigem Verkauf nach Kursanstieg, was durch den sog. „Roll-Down“-Effekt begünstigt wird, erzielt werden. Der "Roll-Down"-Effekt bei Anleihen bezieht sich auf die Tatsache, dass sich die Rendite einer Anleihe mit fester Laufzeit im Laufe der Zeit in der Regel verringert (Rendite und Preis bewegen sich umgekehrt zueinander). Wenn die Anleihe auf kürzere Laufzeiten „rollt“, profitiert der Preis durch niedrigere Zinssätzen.

Im ersten Halbjahr brachte der Baustein einen Renditebeitrag von 1,4% (würde man dies auf das ganze Jahr und 100% des Portfolios umrechnen, so ergäbe sich ein Betrag von etwas über 9% Wertentwicklung p.a.. Dies stellt keine Prognose dar, soll aber exemplarisch dazu dienen das Potenzial von Anleihen zu skizzieren.

Aktien

Den größten positiven Beitrag zur Wertentwicklung im ersten Halbjahr lieferte die Aktie von **Meta**. Nachdem diese im letzten Jahr unverhältnismäßig unter Druck geriet (wie im letzten Bericht beschrieben), stieg die Aktie nun rasant an und steht aktuell mehr als doppelt so hoch im Vergleich zum Jahresbeginn. Operativ hat sich neben recht deutlichen Kosteneinsparungsprogrammen nicht allzu viel geändert – dies zeigt einmal mehr, welche großen Ineffizienzen (mitunter in beide Richtungen) nicht nur bei Small-Caps, sondern auch bei Large-Caps auftreten können. Der Fonds hatte zu Beginn des Jahres die tiefen Kurse noch genutzt, um die Position etwas aufzustocken. Gegen Ende des Halbjahres wurde die Positionsgröße dann aufgrund der angestiegenen Bewertung in mehreren kleineren Schritten reduziert.

Anders sieht es dagegen bei **Alphabet** aus. Die Aktie wurde im Laufe des ersten Halbjahres komplett verkauft. Betrachtet man den weiteren Kursverlauf, so kam der Verkauf zu früh. Doch aus Bewertungssicht im Vergleich zu anderen Positionen erschien uns der Verkauf richtig. Immerhin: Im Gegenzug aufgestockt wurde unter anderem die Aktie des griechischen Value-Retailers **Jumbo**, die ebenfalls eine sehr starke Entwicklung im laufenden Jahr aufweist (die Aktie hatten wir im letzten Jahr vorgestellt). Im Zuge des starken Umsatzwachstums und damit verbundenen Ergebnisses schüttete das Unternehmen eine attraktive Sonderdividende aus, zudem legte der Kurs um ca. 50% zu.

Auch die im letzten Jahr neu investierten Titel **Protector** (skandinavischer Versicherungskonzern), **Fairfax** (kanadischer Versicherungskonzern) und **Flex** (amerikanischer Elektrobauteile Hersteller) entwickelten sich sehr gut. Letztere profitierte unter anderem vom IPO der Tochter Nextracker zu Beginn des Jahres, der den Wert dieser Beteiligung verdeutlichte. Ausreißer mit einer negativen Entwicklung unter den Aktien, die zuletzt neu aufgenommen wurde, ist das kanadische IT-Service Unternehmen **Converge**. Dabei war die operative Entwicklung des Unternehmens weniger der Grund als vielmehr die unglückliche Kommunikation bezüglich eines potenziellen Verkaufs der Firma, der nicht eintrat. Viele Investoren zogen sich aufgrund dessen vermutlich zurück, was den Kurs nach unten trieb. Wir sind optimistisch, dass die Aktie sich vom aktuellen Bewertungsniveau (KGV von 8,5 basierend auf Bloomberg Konsens Schätzungen für 2023) mit der Zeit und im Rahmen einer deutlich verbesserten Kommunikation und guten Kapitalflüssen wieder signifikant nach oben bewegen sollte.

Zwei weitere Aktien, deren Entwicklung unserer Erwartung deutlich hinterherhinkt, sind **Agfa und On the Beach**. In beiden Fällen erachten wir die Bewertung der Aktien grundsätzlich als attraktiv, dennoch entschieden wir uns zu unterschiedlichen Aktionen. Bei Agfa traten in den letzten Monaten einige der Ereignisse ein, die wir als positive Trigger für eine Aktienneubewertung erwartet hatten. So wurde unter anderem der schwierige Bereich Offset-Printing verkauft und das Pensionsdefizit deutlich reduziert. Überlagert wurde dies allerdings durch Schwierigkeiten in China, sowie einem etwas weniger als erwartet wachsendem Healthcare-IT Geschäft. Für die nächste Zeit sehen wir aktuell keinen expliziten Trigger, der die Aktie wieder in den Fokus der breiten Investorenmaße bringen könnte. Da es gleichzeitig aber viele spannende andere Opportunitäten am Markt gibt, hat der Fonds die Position im Laufe des Jahres reduziert.

Im Gegensatz dazu hat der Fonds die Aktien von On the Beach wieder aufgestockt. Auch diese Aktie entwickelte sich zuletzt – und nun schon über einen längeren Zeitraum – schwach. Und das, obwohl eigentlich viele Faktoren positiv sind. So materialisiert sich die hohe Nachfrage und der Nachholbedarf nach Reisen, auch in England, dem Hauptmarkt des Unternehmens. Während andere Aktien aus dem Bereich Airlines, Hotel und Reise eine entsprechend positive Entwicklung im laufenden Jahr aufzeigen, ist dies bei On the Beach bisher nicht der Fall gewesen. Gründe dafür könnten unter anderem sein, dass die Firma verstärkt in Marketing im ersten Halbjahr investiert hat, um Marktanteile zu gewinnen. Dies hat die Marge belastet und kurzfristig orientierte Investoren enttäuscht. Zudem ist die Bewertung von Smallcaps relativ zu Largecaps weiter gesunken und die hohe Inflation sorgte für Sorgen, ob Urlaub für niedrigere Einkommen erschwinglich bleibt. Wir erwarten ein recht gutes Ergebnis für das 2. Halbjahr, da die Marketingausgaben sinken sollten und eine (positive) Anpassung der Erwartungen für die nächsten Jahre, was kurzfristig ein Trigger für eine Neubewertung der Aktie darstellen sollte. Ein Blick auf die Bewertungskennzahlen zeigt zudem die große Diskrepanz im Vergleich zu Firmen mit ähnlichem Geschäftsmodell.

Ein anhaltend positiven Newsflow lieferte Bolloré. Nachdem das Unternehmen wie im letzten Bericht beschrieben durch den Verkauf des afrikanischen Geschäfts (primär Hafenbetrieb) positiv überraschte, folgte nun zunächst ein Aktienrückkaufangebot zu 5,75 Euro und dann noch die Meldung über den

potentiellen Verkauf des verbliebenen Logistik-Geschäfts (ebenfalls zu einem guten Preis), infolgedessen dem Rückkaufangebot noch eine Prämie von 0,25 Euro pro Aktie im Fall eines erfolgreichen Verkaufs hinzugefügt wurde. Der Fonds diente die Hälfte der Position in das Angebot an und reduzierte die Position damit auf rund 1%, nach dem die Aktie sich seit Kauf sehr positiv entwickelte. Das Recht auf die Prämie in Höhe von 0,25 Euro behandeln wir analog zu einem Nachbesserungsrecht, dass im Fonds zunächst ohne Wert bilanziert wurde.

Auch im ersten Halbjahr wurden einige neue Positionen aufgebaut, die aber teils noch im Aufbau sind. So hat der Fonds kürzlich eine Position in dem japanischen Unternehmen Prestige International aufgebaut. Das Unternehmen erzielt einen beträchtlichen Umsatzanteil im Bereich Pannenhilfe, ähnlich wie der ADAC. Darüber hinaus bietet Prestige International seinen Kunden weitere Dienstleistungen an, wie beispielsweise einen Hausnotrufservice für Probleme wie Wasserlecks, Schlüsselverlust oder Glasbruch. Zudem ist das Unternehmen ein bedeutender Akteur im Bereich der Parkplatzbetreiber und unterstützt diese bei der Reparatur von Parkautomaten und ähnlichen Aufgaben, wobei es einen Marktanteil von etwa 80% hält.

Des Weiteren bietet das Unternehmen Unterstützung für japanische Reisende im Ausland bei Krankheiten oder Verletzungen und verfügt über eine eigene Reisekreditkarte. Durch die Bereitstellung ganzheitlicher Lösungen und eines erstklassigen Services, einschließlich eigener Softwarelösungen, Hotline und Servicemitarbeitern, steigt die Nachfrage stetig an. Zudem profitiert Prestige International von Kostenvorteilen, da seine Servicecenter in ländlichen Gebieten betrieben werden, wo die Lohnkosten wesentlich niedriger sind als in den großen Städten Japans.

Potenzielle Katalysatoren für die Aktie könnten ein Anstieg der Dividende sowie verstärkte Aktienrückkäufe sein. Mit einem EV/EBITe23-Verhältnis von ungefähr 7x und einem um die Nettokasse bereinigten KGVe23 von etwa 11x (Werte basierend auf Bloomberg Konsens Schätzungen 2023) erscheint das Unternehmen aufgrund des defensiven Geschäftsmodells und guten Wachstumsaussichten attraktiv bewertet. Unser positiver Eindruck wurde zudem durch ein persönliches Treffen mit dem Gründer, CEO und Hauptaktionär des Unternehmens in der Firmenzentrale in Japan bestätigt. Über (weitere) neue Positionen mit signifikanter Gewichtung werden wir dann zum Ende des Jahres ausführlicher berichten.

Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter gab es in einem verhältnismäßig ereignisreichen Halbjahr auch einige Veränderungen. Positiv überrascht hat der attraktive Abfindungspreis von 24,14 Euro im Squeeze-Out von **McKesson Europe**. Der Squeeze-Out war auf der Hauptversammlung im April beschlossen und zum Ende des Halbjahres eingetragen und vollzogen worden. Die Aktien wurden ausgebucht, im Gegenzug wurden Nachbesserungsrechte eingebucht. Wir erwarten allerdings aus dem Spruchverfahren nicht unbedingt eine signifikante Erhöhung der Abfindung, nehmen die quasi kostenlose Optionalität aber gerne mit.

Neuigkeiten gab es auch bei **Kabel Deutschland**, das sich schon seit längerer Zeit in einem Beherrschungsverhältnis mit Vodafone befindet. Zwar wies das OLG München die Beschwerde der Antragsgegner mit dem Verweis auf den Börsenkurs als Schätzung für den wahren Wert als valide Praxis zurück, lies aber die Möglichkeit einer Verfassungsbeschwerde zu. Das Verfahren wanderte daher vor den BHG und wird dort – dann wohl final – geklärt. Allerdings kündigte Vodafone zwischenzeitlich einen Squeeze-Out an. Noch ist der Abfindungspreis nicht bekannt und bietet daher eine Optionalität, ebenso wie das dann mit hoher Wahrscheinlichkeit neue Spruchverfahren zur Prüfung dieser Abfindung. Der Fall bleibt also spannend und weiterhin attraktiv.

Neu aufgebaut wurden Positionen in **Vantage Towers** und **Pfeiffer Vacuum**. In beiden Fällen handelt es sich ebenfalls um Unternehmen in Beherrschungsverträgen, die aus unserer Sicht attraktive Profile aufweisen und zudem eine ausreichende Liquidität aufgrund der Größe der Unternehmen aufweisen. Im Falle von Vantage Towers liegt die Ausgleichszahlung bei 1,49 Euro (netto), die Abfindung bei 27,85 Euro. Beherrscht wird das Unternehmen von einem Private Equity Konsortium bestehend aus KKR und GIP. Aus unserer Sicht denkbar ist durchaus, dass die beiden Unternehmen früher oder später ein Squeeze-Out anstreben könnten. Bei Pfeiffer Vacuum wäre ein Squeeze-Out ebenfalls denkbar, allerdings vermutlich nicht unbedingt in der nahen Zukunft. Denn während bei Vantage Tower bereits über 80% der Anteile in Händen des Mehrheitsaktionärs liegen, so sind es bei Pfeiffer nur knapp über 60%. Dennoch wurde der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (BuG) auf der Hauptversammlung beschlossen und 133,07 Euro als Abfindung, bzw. 7,32 Euro (netto) als Ausgleichszahlung festgelegt. Zudem erachten wir die Berechnung der Abfindung tendenziell als konservativ und sehen hier Potential

für eine nachträgliche Erhöhung im Spruchverfahren. Durch den gestiegenen Basiszins halten wir Aktien von Unternehmen in BuGs, ähnlich wie Anleihen, wieder generell für deutlich attraktiver.

Der Fonds war darüber hinaus in zwei laufende Übernahmesituationen investiert. Im Falle von **Autogrill** ist der Case mittlerweile mit positivem Ausgang beendet und die Aktien komplett verkauft worden. Nachdem der Konkurrent Dufry ein Angebot in Bar (6,33 Euro) oder alternativ in Aktien (0,1583 neue Dufry Aktien) abgegeben hatte entstand eine attraktive Situation: Durch das Bar-Angebot war der maximale Verlust mehr oder weniger (sofern der Deal nicht platzt oder Dufry zahlungsunfähig wäre) sicher. Gleichzeitig aber bot das Angebot in Aktien die Optionalität, dass durch einen positiven Kursverlauf der Aktie des Schweizer Duty-Free Anbieters Dufry die Autogrill Aktie daran partizipiert. Die Aktien von Autogrill, die zu Kursen um knapp über dem Barangebot von 6,33 Euro gekauft worden waren, konnten dann zum Ende des laufenden Angebots hin zu Kursen um 7 Euro verkauft werden.

Etwas turbulenter ging und geht es bei der zweiten Übernahme Situation um **Activision Blizzard** zu. Bekanntlich möchte Microsoft den Spieleentwickler zu 95 USD pro Aktie kaufen. Allerdings hat die britische Wettbewerbsbehörde CMA dem Deal nach einem intensiven „Phase 2“ Prozess die Zustimmung versagt. Da die Begründung allerdings viele Teilnehmer als nicht sonderlich einleuchtend empfanden und die europäische Wettbewerbsbehörde dem Deal zustimmte beschloss Microsoft den Deal nicht, wie man hätte erwarten können und in vergleichbaren Fällen mehrfach geschehen, abzublasen, sondern weiterhin für einen erfolgreichen Zusammenschluss zu kämpfen. Gegen das Urteil der CMA wurde Einspruch eingelegt und Presseberichten zufolge erwägt Microsoft den Deal auch ohne Genehmigung aus England durchzuziehen. Auch in den USA wird der Deal von der FTC beklagt. Dies war allerdings erwartet worden, der FTC werden nur mittelmäßige Chancen zugerechnet. Allerdings läuft die initiale Deadline für die Übernahme bald ab (18. Juli 2023). Es bleibt abzuwarten, ob die Deadline verlängert oder der Deal neu verhandelt wird. Eine entscheidende Rolle spielt dabei der Ausgang des laufenden Verfahrens der FTC gegen den Deal in den USA, dessen Ergebnis vor diesem Termin feststehen sollte. Immerhin: Der Aktienkurs hielt sich relativ stabil, bzw. hat sich zum Ende des Halbjahres hin nach und nach erholt und steht trotz allem über dem Einstandskurs des Fonds. Hierbei hilft die sehr gute operative Entwicklung von Activision Blizzard, die eine fundamentale Bewertung auf ähnlichem Niveau wie der Übernahmepreis liegt rechtfertigt. Insbesondere, wenn man die potentielle Strafzahlung durch Microsoft bei einem gescheiterten Deal in Betracht zieht (rund 3 Mrd. USD). Der Fonds hat die Position dennoch aufgrund der schwierig vorhersehbaren Ergebnisse auf rund 1,5% halbiert.

Im Baustein Anleihen gab es ebenso Neuigkeiten und Veränderungen. Aufgrund des im Vergleich zu anderen Opportunitäten weniger attraktiven Profil wurde die Wandelanleihe der **RAG Stiftung** (wandelbar in Aktien von Evonik) verkauft. Ebenfalls verkauft wurden die Wandelanleihen von **Xero**, einem australischen/neuseeländischen Softwareanbieter. Bei letzterer war allerdings die sehr positive Kursentwicklung ausschlaggebend. Die Wandelanleihen waren zu Kursen von 80% Ende 2022 gekauft und nun zu knapp 88% wieder verkauft worden.

Dagegen wurden Wandelanleihen von **JustEat** (2025), **Zalando** (2025) und **Ubisoft** (2024) aufgestockt und einige neue Positionen aufgebaut. Unter anderem wurde eine Wandelanleihe des japanischen Unternehmens **Mercari** gekauft. Das Unternehmen betreibt in Japan eine stark etablierte Onlineplattform hauptsächlich zum Verkauf von Gebrauchtgütern (grob vergleichbar mit Ebay) und verdient damit stabile Erträge mit hohen Gewinnmargen. Das Geschäftsmodell wird um verschiedene weitere Bereiche (etwa BNPL) erweitert, was zunächst Investitionen (insbesondere in Marketingausgaben und Working Capital) verursacht, die jedoch im Zweifel reduziert werden könnten. Zudem versucht das Unternehmen in USA Fuß zu fassen, was bisher schwerfällt und Verluste generiert. Aus Sicht der Wandelanleihe wäre es positiv, würde das Unternehmen die Bemühungen in den USA zurückfahren oder einstellen. Da das Unternehmen im Kerngeschäft sehr stabile Umsätze und hohe Gewinnmargen erzielt und zudem eine solide Bilanzstruktur besitzt, erscheint die Kreditwürdigkeit sehr hoch. Die Wandelanleihe läuft bis 2026 und bot bei Kauf eine Rendite von über 7%. Durch eine aktive Absicherung des Yen (Niedrigzinsland Japan) kommt ein zusätzlicher Ertrag hinzu, so dass die Gesamtrendite aus Sicht eines Euroinvestors bei Erstinvestition bei sehr attraktiven ca. 10% p.a. lag.

Das Unternehmen **GN Store Nord**, dessen Wandelanleihen ebenfalls Ende letzten Jahres neu gekauft worden waren, vollzog (erfolgreich) eine Kapitalerhöhung und handelte neue, verlängerte Banklinien aus. Die Laufzeit dieser liegt nach der Fälligkeit der Wandelanleihen, wodurch diese aus unserer Sicht mehr oder weniger vorfinanziert wurden und mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit ohne weitere Maßnahmen zurückgezahlt oder refinanziert werden können. Dies wirkte sich positiv auf die Wandelanleihen aus.

Wir erachten den Baustein Anleihen/Wandelanleihen, aber auch Aktien mit Anleihecharakter, wie schon im letzten Bericht geschrieben als einen wieder zunehmend wichtigen USP des Fonds und erwarten uns weiterhin, wie im ersten Halbjahr geschehen, einen stabilen und signifikant positiven Renditebeitrag.

II. Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen

Trotz vieler Unsicherheiten und geringer Visibilität zeigen sich die Kapitalmärkte, gemessen an den Indices, zuletzt stabil. Die Krise rund um die Silicon Valley Bank und Credit Suisse sorgte nur kurz für Unsicherheit. Potentielle wirtschaftliche Bremsspuren und der rasante Anstieg der Zentralbank-Zinsen in USA und Europa, die letztes Jahr noch für Angst und Panik sorgten, scheinen weggesteckt. Doch die Auswirkungen auf das operative Ergebnis der Unternehmen, und evtl. auch auf die fairen Bewertungsansätze, sind unserer Ansicht nach noch lange nicht so klar, wie der Markt dies aktuell einzuordnen scheint.

Andererseits erscheinen die Kursverläufe und Bewertungen am gesamten Markt wie zu Beginn des Berichts angesprochen keineswegs homogen. Trotz der teils hohen Bewertungen, die mitunter Niveaus aus dem Tiefzinsumfeld erreichen oder übersteigen, ergeben sich zahlreiche Opportunitäten von Aktien (und Anleihen), die aktuell nicht im Fokus liegen. Aus diesem Grund liegt die Aktienquote aktuell vergleichbar zum Jahresbeginn bei ca. 60%. Wir sehen Risiken für eine gewisse Korrektur oder Seitwärtsphase, andererseits aber aktuell keine konkreten und zeitlich spezifizierbaren Trigger für eine massive Korrektur, die eine massive Absicherung rechtfertigen würde.

Aus der Erfahrung der letzten Jahre ist allerdings weniger die Aktienquote als solche entscheidend für die Stabilität, sondern viel mehr die Robustheit und Diversifikation der darin enthaltenen Titel. Den in den letzten Berichten beschriebenen Prozess der Diversifikation hinsichtlich Sektoren und Geographien haben wir weiter fortgesetzt. Unter den neuen Aktienpositionen befinden sich unter anderem Prestige International aus Japan, sowie ein weiterer Versicherungskonzern. Auch die Liquidität der neuen Investments spielt eine wichtige Rolle. Denn nicht nur bei Small-Caps, sondern auch bei Mid-Caps erscheinen unserer Meinung nach aktuell einige Ineffizienzen.

Bilanzqualität, Weitergabe von Kosten, „Schutzwall“, Managementqualität und Finanzierungsbedarf sind weitere Parameter, die unserer Meinung nach aktuell einen wichtigen Stellenwert haben. Teil unserer Strategie ist es gerade, Unternehmen ganzheitlich zu betrachten und im Zweifelsfall auch die Anleihe oder Wandelanleihe als möglicherweise attraktiveren Risk/Rewards zu evaluieren. Dies setzt natürlich auch einen ganzheitlichen Blick auf die Unternehmen voraus und Themen wie kurzfristige Liquidität und mittelfristiger (Re-)Finanzierungsbedarf, bzw. zukünftige Zinskosten in einem neuen Zinsumfeld spielen eine wichtige Rolle.

Tatsächlich gibt es immer wieder Fälle, in denen wir die Wandelanleihe als attraktiver gegenüber der Aktie einschätzen. Das ist zum Beispiel dann der Fall, wenn wir das Geschäftsmodell und die Qualität eines Unternehmens sehr mögen, uns bei der Bewertung der Aktie aber etwas unsicher sind. Bietet die Wandelanleihe dann eine attraktive Verzinsung, so spielt die Bewertung der Aktie zunächst eine geringere Rolle – die Wandelanleihe bietet aber dennoch die Chance, an einer positiven Entwicklung dieser zu partizipieren. Das Risiko gegenüber einem direkten Investment ist deutlich gesenkt, wenn auch die Partizipation an einem positiven Aktienverlauf niedriger ist. Gleichzeitig aber wird die Position attraktiv verzinst. Mit aktuell ca. 30% erachten wir diesen Baustein aktuell als attraktiven Bestandteil im aktuellen Marktumfeld.

Aus diesem Grund sind wir für das nächste halbe Jahr weiterhin optimistisch, was die Entwicklung der Fondspositionen angeht. Und zeichnet sich ab, dass sich die Welt wieder stabilisiert (Ende der Zinserhöhungen, Rückgang der Inflation, robuste Weltwirtschaft, sowohl in Europa und USA, aber auch in China, sowie möglicherweise erste Friedensgespräche mit Russland), so ist auch weiterhin mit einem Bullenmarkt zu rechnen. Zeichnet sich allerdings das Gegenteil ab, d.h. eine weitere Verlangsamung der Wirtschaft bei (aus Sicht der Zentralbanken) zu hoher Inflation und weiteren Zinsschritten, so ist auch mit einer ungemütlicheren Phase durchaus zu rechnen. Hinzu kommen potentielle geopolitische Themen und/oder Krisen beispielsweise im Immobiliensegment, in dem vermutlich der schnelle Zinsanstieg nicht ganz so einfach verdaut und die Konsequenzen über mehrere Quartale hinweg zu spüren sein werden.

Aus diesem Grund erachten wir einen wachsamem, aktiven und diskretionären Ansatz weiterhin als essentiell und werden alles daran setzen ein bestmögliches Ergebnis für Sie und uns zu erreichen. Wir möchten uns an dieser Stelle herzlich für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen bedanken. Bei Rückfragen können Sie sich jederzeit gerne bei uns melden.



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann

Anhang: Übersicht über potentielle Nachbesserungsrechte des Fonds

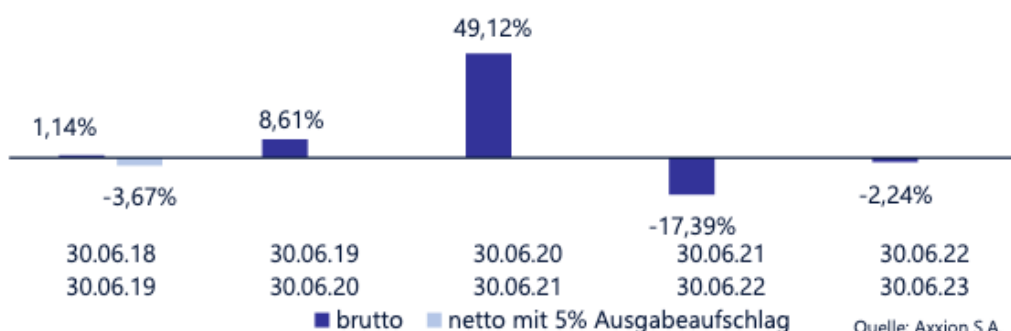
Durch Investments in Sondersituationen, wie zum Beispiel Aktien von Unternehmen in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, entstehen über die Zeit sogenannte potentielle Nachbesserungsrechte. Nach Abschluss einer solchen Strukturmaßnahme folgt (primär in Deutschland und Österreich) oft ein gerichtliches 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
Bollore SE	451.443	0,25	112.861	Kompensationsrecht 2023
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*
DMG Mori AG	1.000	37,35	37.350	Andienung 2022 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*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2022 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
McKesson Europe	76.100	24,13	1.836.293	Squeeze-Out 2023
Osram Licht AG	135.000	2,24	302.400	Garantiedividende 2022 BuG*
Osram Licht AG	117.000	2,24	262.080	Garantiedividende 2023 BuG*
Summe			17.647.059	

*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
 Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen
 Stand 30.06.2023

Anhang: Rollierende Wertentwicklung



Kontakt

Fabian Leuchtner
Dimitri Widmann

fabian.leuchtner@aguja-capital.de
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) 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.