

9. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.01.2019-31.03.2019

Köln, 12. April 2019

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

wir danken Ihnen sehr für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Anhand unserer Quartalsberichte 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 monatliche Entwicklung des NAVs des **SQUAD Aguja Opportunities I** seit Auflage am 05.12.2016:

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										

Die Allokation am 31.03.2019, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	77%
<i>davon Aktien mit Anleihecharakter:</i>	23%
Anleihen:	21%
<i>davon Hybridanleihen:</i>	7%
<i>davon Wandelanleihen:</i>	11%
<i>davon Senior Anleihen:</i>	3%
Kasse:	2%
Derivate:	0%

Deutschland:	45%
Restl. Europa:	35%
Nordamerika:	17%
Asien:	0%
Sonstiges:	1%
Kasse:	2%

Stand: 31.03.2019, Quelle: Axxion S.A.

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

Rückblick: Verlauf des letzten Quartals und Positionierung

Umkehr der Gemütslage an den Märkten im 1. Quartal 2019.

Marktumfeld:

Das erste Quartal 2019 war in gewisser Weise eine Umkehr des 4. Quartals 2018. Mit Beginn des neuen Jahres setzte eine Aufwärtsbewegung ein, die im weiteren Verlauf durch Fortschritte im Handelsstreit, lockerere Geldpolitik und Kommunikation der amerikanischen Zentralbank und letztlich auch wieder besserer Wirtschaftsdaten aus China gestärkt wurde. Ungelöst blieb allerdings weiterhin das Thema Brexit, das in Verbindung mit zuletzt eher schwachen Wirtschaftsdaten, unter anderem aus Deutschland, auf Europa lastet. Dennoch zeigten sowohl die europäischen, als auch die amerikanischen Märkte eine ähnlich gute Entwicklung. Allerdings waren die europäischen Märkte im Jahr 2018 deutlich stärker unter Druck geraten. Während die amerikanischen Märkte fast schon wieder Höchststände erreicht haben, befinden sich die europäischen Märkte hiervon noch ein gutes Stück entfernt.

Erhöhung der Aktienquote Ende 2018 und zu Beginn 2019.

Zum Ende des Jahres 2018 und zu Beginn des Jahres 2019 wurde die Aktienquote des Fonds aufgrund der teils niedrigen Bewertungen einzelner Wertpapiere erhöht. Parallel hierzu ergaben sich einige interessante Opportunitäten im defensiven Bereich „Aktien mit Anleihecharakter“. Hierüber hatten wir zuletzt schon berichtet und einige der Opportunitäten, unter anderem die Übernahme-situationen um Radisson Hospitality und Ahlsell, sind bereits abgeschlossen. Gleichzeitig ergaben sich neue Situationen, über die wir im Verlauf dieses Berichtes noch ausführlicher schreiben.

Ab Mitte des 1. Quartals sukzessive Reduzierung der Aktienquote.

Zur Mitte des Quartals hin wurde die Aktienquote sukzessive wieder etwas reduziert. Dies erfolgte teilweise auch unter Nutzung von Index Futures. Daraus resultierte eine Reduktion der Aktienquote von ca. 10% auf ein netto Aktien-Exposure von ca. 43% (ohne Aktien mit Anleihecharakter). Makroökonomische Indikatoren geben nach wie vor kein einheitliches Bild über die zukünftige, globale Entwicklung. Auch geopolitische Risiken sollten nach wie vor nicht komplett ignoriert werden. Daher hat der Fonds zuletzt bevorzugt in unterbewertete Titel mit weniger konjunkturabhängigem Geschäftsmodell und/oder hiervon unabhängigen Werttreibern investiert. Allerdings ergaben sich auch Investmentmöglichkeiten in Wertpapiere mit geringem Konjunktur-Risiko und gleichzeitiger Renditechance im Falle eines doch länger anhaltenden positiven Wirtschaftszyklus, wie die Wandelanleihen der RAG-Stiftung (wandelbar in Aktien der Evonik) und Bayer (wandelbar in Aktien von Covestro).

Brenntag und On the Beach: Schwaches 4. Quartal 2018, starker Rebound im 1. Quartal 2019.

Entwicklung im Bereich Aktien – positive Beiträge:

In unserem letzten Quartalsbericht erwähnten wir unter anderem die schwache Performance der Aktien von **Brenntag** und **On the Beach**. In beiden Fällen hielten wir die Kursreaktionen für kurzfristige Übertreibungen, welche unserer Meinung nach fundamental unbegründet waren. Entsprechend hielt der Fonds an den Positionen fest und nutzte die tieferen Kurse für Nachkäufe. Im 1. Quartal 2019 gehören gerade diese beiden Aktien nun zu den besten Performern (Brenntag: +21%, On the Beach +32%). Dabei haben beide Unternehmen im Rahmen der Erwartungen über das letzte Quartal 2018 berichtet, und auch der Ausblick kann als „normal“ bezeichnet werden. Folglich waren es nicht überraschend positive Zahlen, die zur Kursentwicklung geführt haben. Vielmehr kann wohl der Kursverlauf im letzten Jahr als übertrieben bezeichnet und die Erholung nun als Normalisierung betrachtet werden. Dies verdeutlicht, wie wichtig eine rational getriebene Entscheidungsfindung, gerade in Zeiten hoher Volatilität, für den langfristigen Erfolg ist. Emotionsgetriebene Kursübertreibungen führen zwar mitunter kurzfristig zu mentaler Belastung, mit mittel- bis langfristigem Blick aber gerade zu großen Opportunitäten.

Ähnliche Entwicklung: Sopra Steria. Hier hatte der Fonds Ende Januar investiert und seither an einer starken Erholung partizipiert.

Ebenfalls sehr positiv zur Fondspreisentwicklung beigetragen hat die Aktie des französischen IT-Dienstleisters **Sopra Steria**. Diese hatte von Anfang Juli 2018 bis Ende Dezember 2018 bis zu 53% an Wert verloren. Der Fonds war in dieser Zeit noch nicht investiert. Zwar entwickelte sich die Software-Sparte des Konzerns schwächer als erwartet worden war. Dennoch erschien auch hier der Kursverlauf auf eine potentielle Übertreibung hinzudeuten. Denn die übrigen Segmente des Unternehmens entwickelten sich nach wie vor gut, zumal das Softwaregeschäft mit Banken (hauptverantwortlich für die Schwäche) nur ca. 10% der Umsätze ausmacht. Die Korrektur von über 50% bot somit die Möglichkeit, dass gute Kerngeschäft der Firma zu einem attraktiven Abschlag zu erwerben. Zudem erscheint auch das Softwaregeschäft mit Banken langfristig weiter aussichtsreich und bot somit eine weitere kostenlose Optionalität.

Der Fonds baute Ende Januar eine Position auf – und auch hier stieg die Aktie nach der Bekanntgabe der Jahreszahlen 2018 stark an. Wiederum waren diese nicht überraschend stark, sondern weitestgehend im Rahmen der Erwartungen. Dies reichte allerdings für eine Beruhigung und (Re-)Fokussierung auf die Fundamentaldaten. Dies war einer der Trigger, welchen wir, neben dem Turnaround in der Banken-Software, zuvor für eine Neubewertung ermittelt hatten. In der Folgezeit baute der Fonds die durch die starke Kursentwicklung vergrößerte Position etwas ab.

Auch US-Titel mit guter Entwicklung, unter anderem Facebook und Restaurantbetreiber Dave & Buster's.

Überdurchschnittlich positiv entwickelte sich auch die Aktie von **Facebook**. Hier hatte der Fonds die Position Ende des Jahres 2018 nochmals spürbar vergrößert, nachdem abermalige Gespräche mit Experten aus der Werbeindustrie unsere positive Sicht auf die Firma bestärkt haben. Die Aktien hatten Ende Dezember ihren Boden gefunden und sich seither wieder positiv entwickelt. Im Quartalsbericht zum 3. Quartal 2018 hatten wir ausführlicher über das Unternehmen berichtet und auch im Rahmen einer Webkonferenz mit Berenberg ([Aufzeichnung vom 05.02.2019](#)) den Investmentcase erläutert. Ein weiteres US-Unternehmen, in das der Fonds zuletzt investiert hat, ist **Dave & Buster's**. Das Unternehmen betreibt Restaurants mit einem modernen Konzept, das man in dieser Form in Deutschland noch wenig kennt. Unter anderem können – auch in Gruppen – Arcade-, Geschicklichkeits- und Virtual-Reality Spiele gespielt werden. Auch können Live-Sport verfolgt oder Bowling und andere Sportspiele gespielt werden. Der wachsende Markt für dieses Konzept, die Expansionsmöglichkeiten und die neuen Virtual-Reality Spiele (welche das Wachstum beschleunigen und so zu einer Neubewertung führen könnten) haben uns neben der attraktiven Bewertung überzeugt. Nach guten Quartalszahlen und der Ankündigung von neuen Virtual-Reality Spielen konnte die Aktie ebenfalls bereits einen positiven Performancebeitrag liefern.

Comeback: In Nabaltec hatte der Fonds bereits 2017 investiert. Nun ergab sich eine neue Opportunität, die der Markt zu nächst nicht erkannte.

Zuletzt nennen möchten wir **Nabaltec**. Kennengelernt hatten wir das Unternehmen auf einer Konferenz im Frühjahr 2017. Der Fonds investierte daraufhin, hatte nach einer relativ schnellen, sehr positiven Kursentwicklung die Position allerdings aus Bewertungsgründen wieder abgebaut. Ende Dezember 2018 investierte der Fonds erneut in das Unternehmen, das unter anderem flammenhemmende Isolierungen herstellt. Der Investmentcase beruhte auf drei Pfeilern: Nach dem „Comeback“ der Aktie im Jahr 2017 (Basis für unseren Investmentcase im Jahr 2017) hatte diese im Verlauf des Jahres 2018 konsolidiert und war wiederum günstig bewertet. Zudem hatte das Unternehmen bereits angekündigt Preise zu erhöhen, was zu einem höheren Umsatz und höheren Margen im Jahr 2019 führen sollte und die starke Marktstellung dieses Hidden-Champions unterstreicht. Zu guter Letzt stellt Nabaltec Böhmit her, ein Stoff der im Bereich E-Mobilität zunehmend genutzt wird und zu signifikanten Gewinnbeiträgen führen sollte. All dies schien weder in den Analysten-, noch in den Markterwartungen ausreichend widerspiegelt – wie häufig im Bereich Small- und Mid-Caps zu erleben. Die Aktie weist im laufenden Jahr eine Performance von ca. 50% auf.

Trotz positivem Marktumfeld auch negative Entwicklungen: Die Aktie von United Internet wird durch die Ungewissheit bzgl. eines eigenen Netzaufbaus belastet.

Entwicklung im Bereich Aktien – negative Beiträge:

Bei aller Freude über unsere Investments mit signifikant positiver Entwicklung möchten wir auch diejenigen Aktien nennen, die sich wenig positiv bis negativ entwickelt haben. Eine negative Entwicklung weist die Aktie von **United Internet** auf. Zwar entwickelte sich der Bereich Hosting weiterhin gut und der IPO ist weiterhin mittelfristig geplant. Dennoch belastet die Sorge vor hohen Investitionen im Zuge des möglichen Netzaufbaus die Aktie. Dieser Tage entscheidet sich, ob United Internet, bzw. 1&1 Drillisch, tatsächlich Frequenzen ersteigern. Bereits angekündigt wurde, dass in diesem Falle lediglich eine Minimaldividende gezahlt werden würde. Vermutlich führte mitunter diese Nachricht zu einer weiteren Schwäche. Sollte das Unternehmen keine Frequenzen ersteigern, könnte die Aktie eine sofortige Erholung erleben. Aber auch im Falle eines Netzaufbaus sehen wir durchaus Mehrwert für United Internet, denn langfristig sollte die Firma davon profitieren. Vorerst wird der Gewinn und die Dividende durch die Kostenbelastung allerdings reduziert. Für langfristig orientierte Investoren ergibt sich eine gute Einstiegsgelegenheit. Daher hat der Fonds die Position nochmals etwas ausgebaut, wengleich kurzfristig weiterhin Volatilität den Aktienkurs begleiten dürfte.

Auch die Aktien von Italian Wine Brands, PNE und Allgeier entwickelten sich schwächer als der Gesamtmarkt. Die Positionen wurden beibehalten.

Im Verhältnis zum Gesamtmarkt schwächer entwickelten sich auch die Aktien von Italian Wine Brands, Allgeier und PNE. Während es bei **Italian Wine Brands** keine signifikanten Neuigkeiten gab und die Jahresergebnisse 2018 im Rahmen der Erwartungen ausfielen, musste der Wind- und Solarenergieprojektentwickler **PNE** eine Abschreibung auf Offshore-Projekte durchführen. Grund hierfür ist, dass nach aktuellstem Flächennutzungsplan bereits geplante Offshore Windprojekte nicht realisiert werden können. Eine Verfassungsbeschwerde läuft und könnte zu einem Schadensersatz in Höhe der Abschreibung führen, wodurch sich der Effekt umkehren würde. Abgesehen von der Wertberichtigung hatte PNE Ergebnisse über der selbst gegebenen Guidance für das Jahr 2018 geliefert. Bei **Allgeier** führte primär die Meldung über eine Verzögerung der angestrebten Veränderung (Veräußerung, Spin-off, IPO) der Experts-Sparte (Personaldienstleister) für negatives Sentiment. Bei allen drei Titeln gab es bzgl. Fondsgewichtung keine, bzw. lediglich geringfügige Veränderungen.

Kapitalmaßnahmen, wie Kapitalerhöhungen oder Platzierungen durch Großaktionäre, können eine interessante Einstiegchance darstellen, wie bei Befesa.

Entwicklung im Bereich Aktien – sonstige Ereignisse:

Auf der Suche nach Opportunitäten beschäftigen wir uns auch mit Kapitalmaßnahmen wie Kapitalerhöhungen oder Platzierungen von Aktien durch Großaktionäre. Bei **Befesa**, ein Titel in den der Fonds im Rahmen des IPOs im letzten Jahr investiert war, gab es eine solche Platzierung durch einen Großaktionär. Oft werden die Aktien mit einem attraktiven Abschlag platziert, was einen attraktiven Einstieg darstellen kann. In diesem Fall wurde dem Fonds aber keine ausreichend große Stückzahl an Aktien zugewiesen, so dass die erhaltenen Aktien im Anschluss mit Gewinn wieder verkauft wurden.

Nach guter Kursentwicklung wurde die Position in innogy Aktien reduziert.

Entwicklung im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter:

Die Position in Aktien von **innogy** wurde im Laufe des 1. Quartals nach sehr guter Kursentwicklung reduziert. Nach wie vor gehen wir davon aus, dass der Asset-Swap mit E.ON von den Regulatoren erlaubt wird. Allerdings ist zuletzt ein geplanter Deal zwischen innogy und SSE zur Zusammenführung des Vertriebsgeschäfts in UK gescheitert. Da sich das UK Vertriebsgeschäft aktuell sehr schwierig darstellt führt dies zu einem relativ hohen negativen Effekt auf das Ergebnis von innogy – und auch in Deutschland ist das Vertriebsgeschäft aktuell nicht einfach. Aus diesem Grund hat sich aus unserer Sicht der fundamentale Wert etwas verringert. Da gleichzeitig die Kursentwicklung der Aktie zuletzt sehr positiv war, hat sich das Rendite-/Risiko-Profil verändert. Dieses ist für beide Gattungen aus unterschiedlichen, teils komplexen bewertungstechnischen Gründen nach wie vor attraktiv, weshalb der Fonds noch investiert bleibt – allerdings mit reduzierter Gewichtung.

Im Gegenzug wurde die Position in nicht angedienten Linde Aktien ausgebaut.

Im Gegenzug wurde die Position in nicht angedienten **Linde** Aktien noch etwas ausgebaut. Hier wurde mittlerweile der angekündigte Squeeze-Out vollzogen (Stand 12.04.2019) und der Abfindungsbeitrag dem Fonds gutgeschrieben. Gleichzeitig wurden dem Fonds in diesem Zuge Nachbesserungsrechte eingebucht, die zum Erhalt einer Nachzahlung im Rahmen einer gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung führen können (wir sehen die Chancen hierfür als relativ gut an). Somit hat der Fonds vom kompletten Übernahmezyklus bei Linde profitiert, d. h. vor der vollzogenen Übernahme (Kursentwicklung der Linde Aktie und Mehrwert durch Synergien), als auch nach der Übernahme (Squeeze-Out).

Senior-Anleihen wurden im 1. Quartal aufgrund der starken Kursentwicklung abgebaut, dafür erhöhte sich die Quote von Wandelanleihen mit attraktivem Investment-Profil.

Die Quote der **Senior-Anleihen** verringerte sich im 1. Quartal recht deutlich. Anleihen von Spectrum Brands und Platform Speciality Products wurden, wie von uns erwartet und im letzten Quartalsbericht angekündigt, von den Unternehmen zu Preisen über 100% frühzeitig zurückbezahlt. Weitere Senior-Anleihen wurden nach recht stark angestiegenen Kursen (bzw. Zeichnungsgewinnen im Falle von Anleihen, bei denen der Fonds bei Emission teilnahm, mit der Absicht ebensolche zu vereinnahmen) abgebaut oder komplett verkauft – die Renditechance waren zu gering, bzw. es ergaben sich attraktivere Opportunitäten. Bei diesen handelt es sich zu einem kleinen Anteil um Tier 1-Bankanleihen, die nach und nach ihre Eigenkapitalanrechenbarkeit verlieren. Zum anderen investierte der Fonds vermehrt in **Wandelanleihen**, die nahe des Wertes der Anleihekomponente („Bondfloor“) handeln, gleichzeitig aber attraktive Aktienoptionalität bieten (bsp. RAG-Stiftung / Evonik, Bayer / Covestro, SAF Holland). Etwas ausgebaut wurde die Position in der Wandelanleihe der **Encavis** (zuvor Capital Stage, Solarstrom Bestandshalter). Gut erholt hat sich zuletzt die Wandelanleihe von **Klöck-**

Neue Investments in Sondersituationen: EDP, Celgene, Nielsen.

Der Fonds baute einige neue Positionen auf, unter anderem Titel aus UK.

ner, in die der Fonds im 2. Halbjahr 2018 investiert hatte. Diese war, aus unserer Sicht unbedeutend, unter Druck geraten, hat sich nun aber im 1. Quartal 2019 um knapp 10% erholt – hinzu kommen Kuponeinnahmen.

Zudem investierte der Fonds in **neue Sondersituationen / Übernahmesituationen**. Dabei handelt es sich unter anderem um EDP aus Portugal, sowie Celgene aus den USA und Nielsen Holdings (Sitz in UK). Diese Investments stellen wir Ihnen im Fallbeispiel im Anhang näher vor.

Neue Investments:

Einige neue Investments wurden bereits erwähnt. Neuaufgebaut wurden außerdem Positionen in den Aktien des deutschen Anlagenherstellers für die Getränke- und Lebensmittelindustrie Krones und - nach einer erneuten Schwäche in Folge einer Anpassung der Ertragsprognose – des Touristikkonzerns TUI. Wieder erworben wurden Aktien der Porsche Holding, da verschiedene Events trotz gewisser Konjunkturabhängigkeit zu einer positiven Kursentwicklung führen sollten.

In den USA wurde eine Position in Alphabet aufgebaut, nach dem die Aktie im Zuge der Korrektur Ende 2018 zunehmend günstig bewertet wurde. Neben den bekannten Diensten rund um Google verfügt die Firma über neue Geschäftsfelder, denen bisher noch kaum Wert beigemessen wird. Viele dieser Bereiche sollten erst in ein paar Jahren signifikant zum Gewinn der Firma beitragen und könnten sich als Trigger für eine weitere Neubewertung erweisen. So könnte beispielsweise der langfristige Wert allein von Waymo (autonomes Fahren) im dreistelligen Milliardenbereich liegen, basierend auf Annahmen zu Marktgröße und potentielltem Marktanteil. Dieser Wert könnte mit den IPOs von Uber und Lyft schon bald mehr Beachtung finden. Bereinigt um vorhandene Barmittel und um den Wert der Investitionen in neue Geschäftsbereiche konnte der Fonds eine überdurchschnittlich gute Firma mit hervorragender Bilanz zu einer Bewertung auf etwa dem durchschnittlichen Bewertungsniveau des gesamten S&P 500 erwerben.

Zudem wurde damit begonnen selektiv Positionen in attraktiv bewertete Aktien von Unternehmen in UK aufzubauen. Teilweise befinden sich diese allerdings noch im Aufbau und können daher nicht vollumfänglich genannt werden. Unter anderem hat der Fonds wieder in den irischen Lebensmittelhersteller Greencore investiert. Auch hierbei vernachlässigen wir nicht die Gefahr eines harten Brexits – gleichwohl ergeben sich aber aktuell gute Einstiegschancen bei sehr guten Unternehmen, die teilweise auch im Falle eines harten Brexits nur geringfügig tangiert werden sollten.

Fazit:

Insgesamt verlief das 1. Quartal, sowohl an den Märkten als auch für den Fonds, sehr positiv. Opportunitäten, die sich Ende 2018 an den Kapitalmärkten ergaben, konnte der Fonds ausnutzen, um an der Erholung im 1. Quartal 2019 teilzuhaben. Gleichzeitig nutzte der Fonds Spezielsituationen aus, die einen unkorrelierten Renditebeitrag beisteuerten. Im Verlauf des Quartals, mit wieder steigenden Bewertungen, wurden einige Fondspositionen abgebaut oder reduziert – meist aus bewertungstechnischen Gründen, oder weil sich die jeweilige Spezielsituation materialisiert hatte. Nach wie vor bietet der Markt viele Chancen, und einige Positionen wurden im laufenden Quartal neu aufgebaut. Gleichzeitig wurden Schwächen bei bestehenden Positionen genutzt, um Positionen aufzustocken. Der Fokus lag bei der Beurteilung der Attraktivität neuer Titel unter anderem auf unserer Einschätzung der Konjunkturabhängigkeit, sowie auch auf der Liquidität der Wertpapiere. Aufgrund der bereits beschriebenen Gemengelage ist trotz zuletzt positivem Sentiment eine gewisse Vorsicht angebracht.

Der Anstieg der Märkte der letzten Monate war nicht einheitlich homogen, so dass nach wie vor einige Titel aus fundamentaler Sicht sehr günstig bewertet sind. Dies ist vermehrt im Bereich Small- und Mid-Caps zu beobachten, aber auch beispielsweise bei Titeln aus UK (aufgrund der Brexit-Thematik, auch wenn diese im Einzelfall eine nur geringe Bedeutung hat), sowie in Nischenbereichen wie Wandelanleihen. Gleichzeitig sind die Zinsen nach wie vor tief, Finanzierungen daher günstig. Private Equity Firmen verfügen über hohe Bestände an zu investierendem Kapital. Daher rechnen wir auch mit anhaltender M&A-Aktivität, aus der sich immer wieder spannende Situationen ergeben. Aus diesem Grunde sind wir sehr zuversichtlich auch im kommenden Quartal eine Vielzahl an Investmentopportunitäten finden zu können.

Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen

Kasse aktuell 2%: Der Fonds ist zwar nahezu voll investiert, aber dennoch durch die Portfoliozusammensetzung eher defensiv aufgestellt.

Zudem wurde mittels Future die Aktienquote moderat reduziert, um Bewertungsrisiken aufgrund nach wie vor bestehender Risiken zu verringern.

Aktuell ist der Fonds mit einer Kasse-Quote von 2% nahezu voll investiert. Dies ergibt sich primär aus der Vielzahl attraktiver Opportunitäten. Die Kasse ist dabei allerdings nicht immer ein guter Indikator für das eingegangene Risiko, denn aufgrund der opportunistischen, globalen Ausrichtung des Fonds ergeben sich viele Investmentmöglichkeiten mit sehr defensivem Profil, die mitunter bei ähnlichem (sprich sehr geringem) Verlustrisiko ein potentes Renditepotential aufweisen. Die Flexibilität wird dadurch nur wenig eingeschränkt, denn im Falle einer Korrektur könnten diese auch teilweise veräußert werden, sollten sich andere außergewöhnliche Chancen ergeben. Beispiele hierfür sind unter anderem defensive Wandelanleihen (primär die Wandelanleihe der RAG-Stiftung), oder auch anstehende Squeeze-Out Situationen, wie Linde. Bereinigt um solche Situationen, die meist nicht im Universum reiner Aktienfonds sind, würde sich aktuell eine deutlich höhere Kasse-Quote darstellen.

Weiterhin hat der Fonds ab Mitte des Quartals sukzessive eine Absicherung über Futures aufgebaut, welche die reine Aktienquote (ohne Aktien mit Anleihecharakter) auf ca. 43% während und zum Ende des Quartals reduzierte. Wie zuvor beschrieben sehen wir gewisse Risiken in der Bewertung des Gesamtmarktes. Lösungen für die aktuellen Konflikte (Handelsstreit, Brexit) werden mehr oder weniger bereits erwartet und eingepreist. Sollten diese doch nicht eintreffen, so hätte das vermutlich sehr negative Folgen für die Realwirtschaft und Kapitalmärkte. Nach wie vor deuten Wirtschafts- und Konsumentenvertrauen auf Vorsicht hin, die Wirtschaftsaussichten wurden zuletzt vermehrt zurückgenommen (u. a. für Italien, Deutschland, Europa). Gleichwohl sanken – parallel zu den Zinsen - auch Prämien für riskante Anleihen und die allgemeine Volatilität, die Marktteilnehmer zeigten sich wieder zunehmend risikofreudig.

Dies bedeutet allerdings nicht, dass eine globale Rezession unmittelbar bevorsteht und wir einen erneuten Einbruch der Märkte erwarten. Vielmehr wollen wir die Vielzahl an Opportunitäten, die wir aktuell identifizieren, im Fonds umsetzen – aber gleichzeitig mit den genannten Risiken auf Portfolioebene adäquat ausbalancieren. Auch Investments der Kategorie „Aktien mit Anleihecharakter“ bieten sich in diesem Umfeld an und sind daher weiterhin im Fokus.

Wir hoffen, dass Ihnen der Bericht einen kleinen Einblick in unsere Arbeit gegeben hat.

Im Anhang finden Sie ein Fallbeispiel, sowie eine Übersicht über aktuelle Nachbesserungsrechte des Fonds.

Wir möchten uns an dieser Stelle nochmals herzlich für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen bedanken.

Bei Rückfragen können Sie sich gerne bei uns melden.



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann

Anhang I

Fallbeispiel: EDP, Nielsen und Celgene – 3 unterschiedliche Übernahme-situationen, 3 Unterschiedliche Investmentstrategien

Zusammenfassung: Bei EDP, einem portugiesischen Versorger, Celgene, einem amerikanischen Pharmakonzern und Nielsen, einem internationalen Medien-/Informationsunternehmen mit Sitz in UK, sind Übernahmeangebote und/oder Gerüchte Treiber für den Investmentcase. Allerdings sind die Renditechancen und Risiken sehr unterschiedlich, weshalb der Fonds auf verschiedene Arten investiert hat, um dem Rechnung zu tragen und die Situation jeweils bestmöglich auszunutzen: Bei EDP wurde aufgrund des defensiven Profils mit geringem Verlustrisiko direkt in die Aktie investiert. Bei Celgene wurde ebenfalls in die Aktie investiert, gleichzeitig aber mit Put-Optionen eine Absicherung eingezogen. In diesem Fall war das potentielle Verlustrisiko ohne solche Absicherung zu hoch. Im Falle von Nielsen wurde eine „Wandelanleihe“ konstruiert: Der Fonds investierte in Anleihen des Unternehmens und gleichzeitig in länger laufende Call-Optionen.

Anhand der Beispiele EDP, Celgene und Nielsen möchten wir Ihnen primär unser Vorgehen bzgl. der Umsetzung von Ideen unter Berücksichtigung des jeweiligen Chance-/Risikoprofils vorstellen und die Situation selbst nicht ins letzte Detail beleuchten. Bei Rückfragen zur Situation als solcher können Sie sich aber gerne bei uns melden.

Im Falle von EDP erachteten wir das Verlustrisiko als gering, die Chance aber als attraktiv. Entsprechend investierte der Fonds direkt in die Aktie.

EDP: Der portugiesische Versorger betreibt Stromnetze in Portugal und Spanien (reguliert), erzeugt Energie (primär erneuerbare Energie, Hydrokraftwerke) und verfügt über zwei Tochterunternehmen mit eigener Börsennotierung (EDP Brazil, brasilianischer Versorger, 51% Anteil und EDP Renováveis, erneuerbare Stromerzeugung mit Fokus USA, 82,6% Anteil). Insgesamt ist das Geschäft vergleichsweise planbar, da einerseits reguliert und andererseits zumindest grob zu antizipieren (Stromerzeugung, Strompreise). Der chinesische Versorger China Three Gorges kündigte ein Übernahmeangebot in Höhe von 3,26 Euro je Aktie von EDP an. Damit einher geht ein Angebot für die Tochter EDP Renováveis, die allerdings primär in den USA aktiv ist. Aufgrund von Sorgen bzgl. der regulatorischen Freigabe der Übernahme in den USA stockten die Übernahmebemühungen zuletzt. Die Aktie handelte längere Zeit unter dem Angebotspreis von 3,26 Euro. Fundamental war das Unternehmen unserer Meinung nach aus verschiedenen Gründen deutlich mehr wert. Die Ausgangslage war also: ein potentielles Angebot von 3,26 Euro als Stabilisator, eine geringe Fallhöhe im Falle eines Scheitern des Angebots aufgrund des fundamentalen Wertes, eine potentielle Entkopplung vom niedrigen Angebot aufgrund des höheren fundamentalen Wertes und letztlich die Chance auf eine Nachbesserung des Angebotes im Falle der regulatorischen Freigabe. Aus diesem Grund hat der Fonds zu Kursen unter 3,26 Euro eine direkte Position in der Aktie von EDP aufgebaut. Mittlerweile handelt die Aktie bei knapp 3,50 Euro, hat sich also vom Angebotspreis in Höhe von 3,26 Euro etwas entkoppelt und in Richtung des fundamentalen Wertes bewegt.

Im Falle von Celgene erachteten wir die Opportunität als sehr spannend, das Risiko aber als schwer kalkulierbar. Deshalb definierte und sicherte der Fonds dieses durch Put-Optionen (ab).

Celgene: Etwas anders stellte sich die Situation beim Pharmaunternehmen Celgene dar. Dieses ist aktuell zu großen Teilen von einem Produkt, Revlimid, abhängig (2018 63% des Umsatzes). Patente für dieses Produkt laufen in absehbarer Zeit aus und werden zudem von Konkurrenten angefochten. Unter anderem die Sorgen vor erfolgreichen Anfechtungen führten zu einem Einbruch der Aktie Ende 2018 auf bis unter 60 USD. Dann folgte ein Übernahmeangebot durch Bristol-Myers Squibb. Das ebenfalls in den USA ansässige Pharmaunternehmen bot 50 USD in Cash, 1 Aktie (zuletzt rund 50 USD) und ein sogenanntes CVR (Contingent Value Right, ähnlich wie ein Nachbesserungsrecht. Im Falle erfolgreicher und fristgerechter Marktreife dreier Pipeline Produkte würde eine weitere Zahlung von 9 USD pro CVR erfolgen). Allerdings rankten sich auch um Bristol-Myers Squibb Übernahmegerüchte. Die Ausgangslage war also: ein vorliegendes Angebot im Wert von rund 100 USD (plus ein CVR), das Risiko, dass die Übernahme scheitert (z.B. aufgrund einer Übernahme von Bristol-Myers Squibb) und die Celgene Aktie auf ein Niveau Richtung 60-70 USD zurückfällt und eine Differenz zwischen Angebotswert (ca. 100 USD) und Aktienkurs der Celgene Aktie (ca. 90 USD) von rund 10 USD ohne CVR (ca. 11%, bei einer voraussichtlichen Dauer bis Abschluss des Deals von 6-9 Monaten entspricht dies annualisiert 15-20%). Wir erachteten einen erfolgreichen Abschluss der

Übernahme als relativ wahrscheinlich und die erzielbare Rendite als sehr attraktiv. Ein Szenario, wie ein Übernahmeangebot für Bristol-Myers Squibb, konnten wir aber nicht gänzlich ausschließen, auch wenn es nur wenige potentielle Käufer gibt, die sich zudem in der Vergangenheit bereits eher ablehnend gegenüber einer solchen Transaktion geäußert hatten. Dies hätte einen potentiellen deutlichen Kursrückgang der Celgene Aktie zur Folge gehabt. Deshalb hat der Fonds parallel zum Erwerb von Celgene Aktien Put Optionen auf eben diese erworben. Hierdurch wurde die potentielle Rendite durch die Aktie etwas reduziert (in Höhe der Kosten für die Put Optionen), war aber immer noch ausreichend groß um ein attraktives Investment darzustellen (zumal mit dem CVR noch ein potentielles Nachbesserungsrecht vereinnahmt werden würde, sollte die Position bis zum Ende gehalten werden). Gleichzeitig wurde hierdurch das Verlustrisiko nicht nur begrenzt, sondern definiert. Hierdurch konnte der Fonds die spannende Opportunität ausnutzen, aber gleichzeitig das Risiko begrenzen.

Mittlerweile haben die in den USA wichtigen Stimmrechtsberatungen ein positives Feedback gegeben (Empfehlung für den Deal zu stimmen) und gleichzeitig materialisierte sich kein Übernahmeangebot für Bristol-Myers Squibb. Entsprechend reduzierte sich der Differenzbetrag zwischen Angebotswert und Aktienkurs zuletzt deutlich.

Im Falle von Nielsen – hier gab es kein konkretes Angebot, sondern lediglich Gerüchte – wäre eine Wandelanleihe ein präferiertes Wertpapier. Eine solche gibt es nicht, weshalb der Fonds sie aus Anleihe und Call-Option replizierte.

Nielsen: Den Kostendruck in der Lebensmittelbranche und die abnehmende Bedeutung von TV im Werbemarkt bekommt auch Nielsen zu spüren. Das Unternehmen misst unter anderem Konsumentenverhalten in Bezug auf TV-Werbung und hilft dabei z.B. der Lebensmittelbranche in der Verbraucherbefragung. Auch wenn das Unternehmen eine Reihe von Dienstleistungen anbietet, die auch in Zukunft von Bedeutung sein werden – vom abnehmenden TV-Werbemarkt betroffen zu sein kommt am Kapitalmarkt aktuell nicht gut an. Die Aktie kam unter Druck und es wurden Maßnahmen zur Sicherung / Optimierung des Shareholder Values eingeleitet. Eine mögliche Maßnahme wäre dabei auch der Verkauf des gesamten Unternehmens, beispielsweise an einen Private Equity Investor. Ein solcher könnte in Ruhe den Fokus des Unternehmens schärfen und dieses transformieren, die Kapitalstruktur optimieren und dann, sofern erfolgreich durchgeführt, das Unternehmen zu einem späteren Zeitpunkt wieder an die Börse bringen oder weiterverkaufen. Gerade wegen der recht stabilen Erträge ist die Branche bei Private Equity Investoren beliebt. In der Zwischenzeit müsste sich das Management dabei nicht mit meist kurzfristig denkenden Marktteilnehmern und Analysten auseinandersetzen. Gerüchte über Interesse von solchen Investoren gab es bereits und nach einer tiefergehenden Analyse der Situation kamen wir zu dem Ergebnis, dass diese Gerüchte durchaus Substanz haben. Die Ausgangslage war also: ein Unternehmen mit einem soliden operativen Geschäft, das zuletzt aber kein Wachstum mehr aufwies und Gerüchte um Interesse von Private Equity Investoren, in Verbindung mit entsprechender Kommunikation von Seiten des Unternehmens den Shareholder Value optimieren zu wollen, zusammen mit einer akzeptablen Bilanz. In einer solchen Gemengelage wäre eine Wandelanleihe ein gutes Instrument: Sollte es zu keiner Übernahme kommen, sich das Geschäft aber dennoch solide entwickeln, erwirtschaftet man zumindest durch den Kupon eine solide Rendite, während ein starker Aktienkursrückgang die Wandelanleihe nur geringfügig belasten sollte. Käme es allerdings tatsächlich zu einem Übernahmeangebot, so würde man aufgrund des Optionscharakters am Kurspotential der Aktie partizipieren. Daher replizierte der Fonds ein solches Investment: Es wurde zum einen in eine Anleihe von Nielsen investiert (5,5% Kupon, Laufzeit bis 2021), gleichzeitig erwarb der Fonds länger laufende Call-Optionen. Vom Profil entspricht das grob dem einer Wandelanleihe, und bzgl. Rendite-/Risikoprofil betrachten wir die Position auch entsprechend.

Zuletzt gab es weiterhin Gerüchte um Nielsen, ein konkretes Angebot ist bisher noch nicht eingegangen. Den letzten Meldungen zufolge könnte dies aber schon bald passieren.

Anhang II: Übersicht über Nachbesserungsrechte des Fonds

Durch Investments in Sondersituationen wie Aktien von Unternehmen in Beherrschungs – und Gewinnabführungsverträgen entstehen über die Zeit sogenannte 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 „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 (sowohl I-Tranche, als auch R-Tranche):

Bezeichnung	Stück	Volumen (in €)	Typ
Buwog AG	90.000	2.614.500	Squeeze-Out 2018
Diebold Nixdorf AG	39.852	2.192.657	Andienung 2018 BuG*
Diebold Nixdorf AG	38.000	133.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Kabel Deutschland AG	35.000	110.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Linde AG	23.500	4.452.310	Squeeze-Out 2019
McKesson Europe AG (ex Celesio AG)	55.500	46.065	Garantiedividende 2017 BuG*
McKesson Europe AG (ex Celesio AG)	250.815	208.176	Garantiedividende 2018 BuG*
Nachbesserungsvolumen gesamt		9.758.608	

**BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag*

Quelle: Axxion, Stand 12.04.2019

Kontakt

Fabian Leuchtner	fabian.leuchtner@aguja-capital.de	0221 9823 9413
Dimitri Widmann	dimitri.widmann@aguja-capital.de	0221 9823 9414

Wichtige Hinweise

Die in dieser Publikation enthaltenen Fonds- und Marktinformationen sind zu allgemeinen Informations- sowie Werbezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Markt Recherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches 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) und des Verbandes unabhängiger Vermögensverwalter (VuV). **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 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.