

13. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.01.2020-31.03.2020

Köln, 08. April 2020

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	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										-13,79

Die Allokation am 31.03.2020, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	73%
davon Aktien mit Anleihecharakter:	13%
Anleihen:	18%
davon Hybridanleihen:	5%
davon Wandelanleihen:	12%
davon Senior Anleihen:	1%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	7%
Kasse:	2%
Derivate:	0%

Deutschland:	35%
Restl. Europa:	32%
Nordamerika:	23%
Asien:	0%
Sonstiges:	1%
Kasse (inkl. Gold):	9%

Stand: 31.03.2020
Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen

Im Anhang finden Sie eine Übersicht über die aktuell vom Fonds gehaltenen Nachbesserungsrechte, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Volumen von 10.958.974 Euro umfassen.

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

Hinweis: Anstelle des Fallbeispiels haben wir im Anhang ein kurzes **Q&A** zu derzeit häufig gestellten Fragen zusammengestellt.

Kommentar zur aktuellen Situation

Die Kapitalmärkte bzw. deren Akteure befinden sich im Blindflug. Noch ist völlig unklar, wie lange und in welcher Form das Corona-Virus uns betrifft, wie tief der Einschnitt in die Weltwirtschaft sein wird und wie schnell (und mithilfe welcher Stimuli) sich diese wieder erholt. Hinzu kommen technische Faktoren, wie Margin-Calls und Liquiditätsengpässe - dies betraf selbst Gold und solide Anleihen. Doch gerade in einer solchen Zeit, in der Investments teilweise schlicht im Einklang mit dem Markt fallen, ergeben sich mitunter die besten Opportunitäten. Denn nicht alle Geschäftsmodelle sollten direkt betroffen sein, manche sogar profitieren! Genau jetzt ist ein aktiver, opportunistischer Ansatz hilfreich, um Chancen langfristig auszunutzen. Dies sind Marktphasen, in denen aktiv gemanagte Fonds Ihren Mehrwert liefern und unter Beweis stellen können. Psychologisch ist dies nicht immer einfach, denn mit jedem Kauf stellt sich die Frage: Greift man ins fallende Messer oder ist man „gierig“, wenn der Markt „in Angst“ ist? Es heißt also rational bleiben, Geschäftsmodelle durchdenken, Liquidität der Unternehmen modellieren, den aktuellen Stand der Dinge verfolgen - und die 24 Stunden, die ein Tag bietet, effizient nutzen.

Daher haben wir die letzten Wochen intensiv genutzt und sehr viele Telefonate mit Firmenlenkern geführt, um neue Ideen zu finden und bei bestehenden ein besseres Bild über die Cashflows, auch in einem Extremfall, zu bekommen. Denn gute Unternehmen, welche eine flexible Kostenbasis haben und generell stabile Cashflows erwirtschaften, sollten selbst in einer langen Corona-Krise wenig betroffen sein. Betrachtet man den Wert einer solchen Firma in einem DCF-Bewertungsmodell, so macht hier selbst ein Jahr mit geringem Umsatz nicht zwangsläufig mehr als 5% Wertverlust aus. Die Börse schaut aber in der Regel nicht so weit in die Zukunft und straft kurzfristig beinahe alle Firmen ab. Daraus ergeben sich aktuelle große Chancen, welche es in dieser Dimension seit 2008 nicht mehr gab. Aber auch die Risiken dürfen nicht unterschätzt werden. Teilweise ist es noch zu früh, um zu investieren. Auch wurden frühzeitig Investments in Unternehmen verkauft, wenn die Unternehmen unserer Meinung nach stark oder langfristig von der Krise betroffen sein könnten und die Kosten nicht flexibel steuern können. Denn Corona wird uns noch lange begleiten. Mit diesem Vorgehen versuchen wir mit dem SQUAD Aguja Opportunities Fonds langfristigen Mehrwert für uns und unsere Investoren zu schaffen.

Rückblick: Verlauf des letzten Quartals und Positionierung

Marktumfeld

Das Jahr begann nach einem starken Schlussquartal 2019 mit Unruhe bzgl. einer Eskalation im Iran. Schnell aber geriet zunehmend das Corona-Virus in den Mittelpunkt. Nach dem die Börsen im Lauf des Januars erste Anzeichen von leichter Volatilität aufgrund der Lage in China aufwiesen, wurden im Februar (Jahres-)Höchststände erreicht. Die Kapitalmärkte gingen davon aus, dass das Virus in China unter Kontrolle gebracht wird und nicht zu einer globalen Epidemie führt. In dieser Phase wurden im Fonds erste Absicherungsmaßnahmen umgesetzt. So wurden **Dax Put-Optionen** gekauft, die zum damaligen Zeitpunkt ein gutes Stück unter dem Dax Niveau ihren Ausübungskurs hatten (Strike 13'000) – sie dienten damit also als eine Art Versicherung. Dies wurde mit dem Verkauf von **Eurostoxx-Future** Kontrakten kombiniert. In Kombination ergab sich hieraus eine Nettoaktienquote von ca. 30% zum Stichtag 29.02.2020. Hintergrund für diese Absicherungen war, dass wir uns bereits Ende Januar Sorgen über eine potentielle Ausbreitung des Virus über China hinaus machten. Unserer Meinung nach wurde die Geschwindigkeit mit der sich das Virus ausbreiten kann, zunächst lange Zeit unterschätzt – und auch die daraus resultierenden Probleme, die hierdurch auf die nationalen Gesundheitssysteme zukamen.

Parallel zu dieser „Top-Down“ Steuerung des Portfolios wurden bereits Mitte/Ende Februar einige Maßnahmen auf Einzeltitel-Ebene ergriffen. Unter anderem wurden frühzeitig die Positionen in *TUI* verkauft, bzw. in *On the Beach* deutlich reduziert. Zu diesem Zeitpunkt war bereits absehbar, dass der Einfluss der Corona-Krise auf bestimmte Unternehmen doch deutlich heftiger ausfallen könnte, als auch wir das zunächst angenommen hatten. Hierzu aber mehr im nachfolgenden Teil, der auf die Einzeltitel eingeht.

Das Corona-Virus bestimmte das 1. Quartal. Anfang Februar wurden Absicherungsmaßnahmen ergriffen

Grund für die Absicherungen war die Sorge, dass die Ausbreitung des Virus unterschätzt wird. Parallel dazu wurden auch erste Positionen abgebaut und verkauft (z.B. TUI)

Die Absicherung wurde mit fallenden Kursen nach und nach abgebaut. Teilweise etwas zu früh - die Dimension der Lock-Downs hatten wir unterschätzt

Die Kombination aus Lock-Downs und Stimuli, zusammen mit dem Ölpreis-Schock führten zu einer sehr unklaren Gemengelage. Nach und nach aber zeichneten sich einige Dinge ab:

Ein hohes Maß an Zusammenhalt und Solidarität

Akzeptanz von Hilfsmaßnahmen

Globale Forschung auf Hochtouren mit mehr und mehr Fakten zum Virus

Steigende Verfügbarkeit von Tests

Mit der etwas besseren Faktenlage und Aussicht auch auf erste positive Meldungen wurde Ende März die Absicherung aufgelöst und die Quote in Xetra-Gold wieder erhöht

In der aktuellen Marktphase ergibt sich eine überproportionale Anzahl an Ineffizienzen, die es aktiv und opportunistisch gemanagten Fonds ermöglichen langfristig Mehrwert zu liefern

Ende Februar wurden die ersten Fälle in Europa bekannt, zunächst in Italien. Zu diesem Zeitpunkt wurde klar, dass das Virus in der heutigen, globalisierten Welt vor keinerlei Staatsgrenze Halt macht und die Kapitalmärkte reagierten entsprechend. Als sich dann im März immer mehr Länder dazu entschlossen radikale Maßnahmen zur Eindämmung einzuführen, erlebten die Börsen eine historisch schnelle Korrektur. Im Fonds wurden in dieser Phase – rückblickend teilweise etwas zu früh – die Absicherungen schrittweise reduziert. Zwar hatten wir damit gerechnet, dass schwerwiegende Eingriffe zur Eindämmung des Virus zu erwarten sind, wie beispielsweise eines „Lock-Down“ in Cluster-Regionen. Wir hatten aber nicht erwartet, dass nationale Lock-Downs in dieser Dimension umgesetzt werden. Gleichzeitig wurden allerdings auch von Zentralbanken und Regierungen Maßnahmen angekündigt und umgesetzt, die ebenfalls deutlich über unserer Vorstellungskraft lagen.

Die Kapitalmärkte wurden nun endgültig in einen Blindflug versetzt. Zu wenig war über den Virus und seine Risiken bekannt, zu unklar wie lange die Lock-Downs notwendig sein werden und welche Schäden und Domino-Effekte sie der wirtschaftlichen Entwicklung zusetzen würden. Auch ob die Eingriffe und Maßnahmen der Zentralbanken und Stimuli der Regierungen zu gering, ausreichend oder evtl. auch überdimensioniert sein werden war (und ist) noch nicht absehbar. Und zu alledem kam auch noch ein Ölpreis-Schock im negativen Sinne, nachdem Russland und Saudi-Arabien sich nicht auf eine Reduzierung der Fördermengen einigen konnten/wollten. Eine Situation, die mit dieser vergleichbar wäre, gab es in dieser Kombination schlicht noch nicht. Einige Dinge aber zeichneten sich nach und nach ab:

- Durch die Gesellschaft ging eine große Welle von Zusammenhalt und Akzeptanz, was letztlich dazu führt, dass die getroffenen Maßnahmen entsprechende Wirkung zeigen können. Mittelfristig dadurch ein gesellschaftliches Umdenken eingeleitet worden sein, dass für die Zukunft durchaus positive Aspekte mit sich bringen könnte.
- Die „Gefahr“, die durch den Virus auf die Gesellschaft und Wirtschaft ausgeht, ist allen relativ klar geworden. Im Gegensatz zur Finanzkrise werden Hilfsmaßnahmen für die Wirtschaft wenig in Frage gestellt.
- Die weltweite Forschung rund um das Virus läuft auch Hochtouren und immer mehr Details werden bekannt. Zwar sind diese nicht immer leicht zugänglich, da die Medien sich gerne auf Inhalte mit Potential zur Schlagzeile konzentrieren. Dennoch lässt sich durch Hintergrundarbeit viel über die aktuellen Entwicklungen herausfinden.
- Die Verfügbarkeit von Tests und deren Effizienz steigt. Diese sind vermutlich ein essentieller Teil eines Lebens zwischen Lock-Down und Verfügbarkeit eines Impfstoffes. Die Schätzungen zur Verfügbarkeit eines Impfstoffes gehen weit auseinander und früher oder später wird dies vermutlich ein großer Faktor, auch für die Entwicklung der Kapitalmärkte, sein.

Als sich abzeichnete, dass nach und nach auch wieder erste positive Meldungen zu erwarten sind, wurde die Absicherung im Fonds dann komplett aufgelöst. Hierdurch konnte der Fonds auch an der ersten Erholung partizipieren. Da wir allerdings etwas Sorge vor der Reaktion der Märkte auf die dann zu erwartenden stark ansteigenden Fälle in den USA hatten, wurde Ende März nochmals – temporär – eine größere Absicherung gemacht. Parallel wurde zum Ende März hin die Position in Xetra-Gold wieder auf >7% ausgebaut.

Wir hoffen Ihnen mit dieser Übersicht einen Einblick in die „top-down“ Betrachtung ermöglichen zu haben. In den nächsten beiden Abschnitten gehen wir auf die Veränderung bei Einzeltitel, sowie auf die aktuelle Positionierung und unsere aktuelle Sicht der Dinge ein.

Entwicklung im Bereich Aktien

Der Kapitalmarkt ist letztlich noch immer ein Markt im klassischen Sinne, bei dem die Preisfindung durch Angebot und Nachfrage passiert. Allerdings ist diese heutzutage durch deutlich mehr nicht im klassischen Sinne agierende Marktteilnehmer geprägt. Neben fundamentalen Investoren gibt es eine Vielzahl von automatisierten Systemen, Marktteilnehmer, die aufgrund von Regeln kaufen oder verkaufen, die aufgrund von Liquidität (beispielsweise wegen zu hohem Leverage/Hebel) agieren müssen und vieles mehr. All das führt in einer Situation wie im März zu einer mitunter ineffizienten Preisfindung. Hinzu kommt an einem gewissen Punkt dann noch Angst und Panik, die Märkte fallen dann indifferent in der Breite. Genau hier liegt aber der Mehrwert eines aktiven, fundamental orientierten und opportunistischen Fonds. Denn diese Ineffizienz bietet enorme Chancen.

Mittel- bis langfristig entscheidend für den Unternehmenswert ist wieviel Geld das Unternehmen – auch in den Jahren nach der Krise – verdienen wird

Der Fokus unserer Arbeit in den letzten Wochen lag darauf, Geschäftsmodelle zu durchdenken und mit Unternehmenskern zu sprechen

Bereits im Februar wurden in der Breite weniger liquide Titel leicht reduziert, um die Agilität zu erhöhen

Erste konkrete Maßnahmen auf Einzeltitelebene waren der Verkauf der Position in TUI und die Reduzierung in der Position in On the Beach

Auch Aktien der Porsche SE und Sopra Steria wurden dann frühzeitig verkauft

Im Gegenzug wurden Aktien von Unternehmen, die eher profitieren, beibehalten und/oder aufgestockt. Hierzu gehören Lang & Schwarz, Frosta und Nomad Foods

Der Wert eines Unternehmens auf mittel- bis langfristige Sicht hängt primär von zwei Faktoren ab: Wieviel Geld verdient das Unternehmen in den nächsten Jahren und was ist dieses Geld wert. Für ersteres bedarf es einer Analyse, inwiefern das Unternehmen unter verschiedenen Szenarien durch die aktuelle Situation betroffen sein könnte, vor allem auch über das aktuelle Jahr hinausgedacht. Entscheidend ist also, wie stark sich der Umsatz reduziert, welchen Einfluss dies auf die Marge hat und wie nachhaltig dies sein wird. Hierbei wichtig ist natürlich aus Sicht des Aktionärs auch, ob das Unternehmen Liquiditätsbedarf haben könnte (da es aktuell „Cash verbrennt“), der im Rahmen einer Schuldenaufnahme oder Kapitalerhöhung den Wert des Eigenkapitals mindern könnte. Der zweite Faktor ist abhängig vom Diskontierungsfaktor – bestehend aus Zins und Risikoprämie. Ersteres dürfte langfristig eher tiefer, letzteres nach der Krise evtl. etwas höher zu erwarten sein.

Entsprechend haben wir in den letzten Wochen viele Geschäftsmodelle noch einmal intensiv durchdacht, Gespräche mit Unternehmenskern geführt und Umsätze, Margen und Liquidität modelliert. Dabei ist in der aktuellen Phase auch zu bedenken, dass klassische Modelle nicht unbedingt zielführend sind. Ein Beispiel sind Lohnkosten, die generell eher als fixe Kosten zu betrachten sind – was langfristig auch absolut richtig ist. Allerdings sind diese aktuell, zumindest in Deutschland, aufgrund von „Kurzarbeit“ oft sehr variabel. Auch solche Faktoren gilt es zu beachten.

Verkäufe und Reduzierung von Positionen: Bereits im Februar wurde damit begonnen, einige weniger liquide Aktieninvestments zu reduzieren und bei neuen Investments einen größeren Fokus auf Liquidität zu legen. Agilität ist gerade in einer Krise, die wir zwar nicht in dieser Heftigkeit kommen hatten sehen, dennoch aber nicht ausschließen konnten, wichtig. Deshalb wurden unter anderem die Positionen in **Italian Wine Brands, Hornbach Baumarkt, Hunter Douglas, Agfa-Gevaert, Berentzen** und **iomart** nebst einigen anderen Positionen reduziert.

Mit dem Bekanntwerden der ersten Fälle in Italien wurde dann die Position in **TUI** verkauft, die Position in **On the Beach** reduziert. Rückblickend wäre es besser gewesen auch die Position in On the Beach zu verkaufen, und später zu deutlich tieferen Niveaus wieder aufzubauen. Wir hatten nicht erwartet, dass die Aktie von On the Beach in gleicher Dimension fallen wird. Denn das Unternehmen betreibt im Gegensatz zu den Reiseanbietern mit Infrastruktur und hohen Fix- und Cashkosten lediglich eine digitale Plattform mit geringen Fixkosten. Marketingkosten stellen den größten Kostenblock dar und können flexibel reduziert werden. Letztlich ist der Vergleich der Kursverläufe der Aktien dieser beiden Unternehmen aber ein gutes Beispiel dafür, wie ineffizient der Markt zwar kurzfristig reagiert, dann aber nach und nach wieder effizienter wird. Denn nachdem die Aktie von On the Beach vom 21.02.2020 bis zum 19.03.2020 rund 67% verloren hatte, legte diese dann von diesem Niveau wieder deutlich zu und steht aktuell bei „nur“ noch ca. -40%, ausgehend vom 21.02.2020 (der Fonds baute die Position Ende März zu deutlich tieferen Preisen wieder aus). TUI verlor vom 21.02.2020 bis zum 19.03.2020 mit 70% ähnlich, steht aktuell aber noch immer bei -56%. Doch auch auf aktuellem Niveau – On the Beach vermeldete zuletzt die Cashkosten aktuell auf unter 2 Mio. GBP pro Monat reduziert zu haben – erachten wir den „Bewertungsabschlag“ für On the Beach als zu hoch.

Zudem wurden die Positionen in **Porsche SE** und **Sopra Steria** verkauft. Bei beiden Unternehmen erachteten wir die potentiellen Risiken, die sich aus der Corona-Krise ergeben, im Vergleich zu den damals noch relativ wenig gefallen Kursen, als zu hoch. Dies galt umso mehr im Verhältnis zu anderen Investitionsmöglichkeiten, die sich ergaben.

Ausbau von Positionen: Aktien von einigen Unternehmen, die unserer Meinung nach wenig oder nur kurzfristig von der Corona-Krise betroffen sind – oder sogar davon profitieren, wurden im Gegenzug auf- und ausgebaut. Bereits vor längerer Zeit wurden Positionen in **Lang & Schwarz** und **Frosta** aufgebaut. Beide Unternehmen profitieren von der aktuellen Situation. So vermeldete Lang & Schwarz beeindruckende Erträge im 1. Quartal aufgrund der hohen Handelsaktivität und profitiert vom hohen Wachstum von Trade Republic, Deutschlands erstem mobilen und provisionsfreien Broker. Frosta profitiert von der hohen Nachfrage nach Tiefkühlprodukten. Die Aktien beider Unternehmen zählen zu den weniger liquiden Titeln und da beide Aktien in Summe eine positive Entwicklung im laufenden Jahr aufweisen, vergrößerte sich die relative Gewichtung automatisch. Aktiv nachgekauft wurde hingegen **Nomad Foods**, dem Mutterkonzern von Iglo. Für Nomad Foods gilt der gleiche Gedankengang wie für Frosta – das Unternehmen profitiert davon, dass sich viele Menschen nun selbst mit Mittag-

und Abendessen versorgen müssen. Negative Nachholeffekte, d. h. eine später sinkende Nachfrage wegen hohen Lagerbeständen zuhause (wie beispielsweise bei Klopapier zu vermuten ist), dürften gering ausfallen, da Tiefkühltruhen eine eher geringe Kapazität aufweisen. Vielleicht entdecken viele Menschen auch erst jetzt diese Produkte und kommen als nachhaltige Kunden hinzu. In Summe sollte sich der Wert dieser Unternehmen also nicht reduziert, sondern eher erhöht haben.

Genutzt wurde auch die aus unserer Sicht irrationale Schwäche der United Internet Aktie, um die Position etwas aufzustocken

Aufgestockt wurde auch die Position in **United Internet**. Auch diese Aktie kam deutlich unter Druck. Die Aktie fiel bis auf unter 22 Euro, obwohl das Unternehmen sowohl im Bereich Hosting, als auch im Bereich Mobilfunk und Breitband wenig betroffen sein sollte. Sicherlich kann man argumentieren, dass ein wirtschaftlicher Abschwung auch gewisse Auswirkungen auf diese Bereiche haben kann. Allerdings ist das Unternehmen nicht im absoluten Premium Bereich angesiedelt, im Falle von Drillisch (Mobilfunk) sogar eher im Bereich Discount, der in einer solchen Phase durch „downgrading“ von Verträgen eher profitieren kann. Zudem läuft der Vertrieb zu den größten Teilen online, so dass Kunden nach wie vor Verträge abschließen können.

Ebenfalls aufgestockt wurden Facebook und Alphabet. Den langfristigen Wachstumstrend sehen wir wenig beeinflusst, die Aktien sind sehr liquide und waren teilweise (zu) stark unter Druck

Die Positionen in **Facebook** und **Alphabet** wurden ebenfalls leicht erhöht. In beiden Fällen ist davon auszugehen, dass die Werbeeinnahmen kurzfristig leicht rückläufig sind. Auf der anderen Seite ist dies vermutlich ein kurzfristiger Effekt, der für die langfristige Bewertung nur eine geringe Rolle spielt. Auch hier handelt es sich um „Online-Geschäftsmodelle“, und der Traffic für beide Plattformen ist in den letzten Wochen nochmals deutlich gestiegen. Zudem sind beide Werbeplattformen für Werbetreibende äußerst effizient, so dass letztere vermutlich zunächst andere Werbebudgets reduzieren würden, oder auch die aktuelle Situation als große Chance für Brand-Building erachten (bspw. Disney+).

Nebst diesen Käufen tätigte der Fonds opportunistisch weitere Käufe in meist kleineren Umfang.

Es boten sich auch Einstiegschancen in Aktien von qualitativ hochwertigen Unternehmen, die wir schon einige Zeit beobachten

Neue Positionen: Neu aufgebaut wurden Positionen in Microsoft, Booking, Disney, Amadeus Fire, sowie zwei weitere Titel, die sich aktuell noch im Aufbau befinden und noch nicht namentlich genannt werden können. Bei allen Unternehmen handelt es sich um Titel von unserer Watchlist, die allerdings lange Zeit zu teuer waren. Nun ergab sich bei diesen Titeln die Chance zum Einstieg. Alle Investments vereint, dass es sich aus unserer Sicht um qualitativ hochwertige Unternehmen handelt, die von nachhaltigen Wachstumstrends profitieren und deren „Wertminderung“ durch die aktuelle Corona-Krise überproportional eingepreist wurde. Auch wenn in jedem Fall die Analyse facettenreich ist, möchten wir jeweils in Kürze kurz die Beweggründe darstellen:

Microsoft sollte im Zuge der Corona-Krise und der Digitalisierung langfristig eher profitieren

Microsoft hat sich in den letzten Jahren mehr und mehr zu einem diversifizierten Technologieunternehmen entwickelt, das nicht nur von PC-Käufen und einmaligen Lizenzerträgen abhängt. Zum einen wurden fast sämtliche Anwendungen in ein Modell mit wiederkehrenden Einnahmen umgestellt, zum anderen profitiert Microsoft durch seine Cloud-Dienste deutlich von der Digitalisierung. Zudem fördert die Krise die Verbreitung von *Microsoft Teams*, welches ideal für die Zusammenarbeit aus dem Home-Office ist.

Booking betreibt eine Plattform mit überschaubaren Fixkosten und sehr hohen Cash-Flows

Booking: Zwar ist die Haupteinnahmequelle von Booking Kommissionen im Rahmen von Hotelbuchungen und damit ein direkter negativer Einfluss auf den Umsatz zu erwarten. Doch handelt es sich auch hierbei um ein hochprofitables Onlineplattform-Geschäft, in dem kurzfristig die Kosten deutlich reduziert werden können und langfristig kein größerer negativer Einfluss auf das Geschäftsmodell zu erwarten ist. Das Unternehmen generiert in einem normalen Jahr mehrere Milliarden an Cash – sollte die Hotelauslastung nicht nachhaltig und auf Jahre hin geschädigt sein, so wird Booking auch nachvorneblickend hohe und stabile Cash-flows generieren.

Disney verfügt über ein einzigartiges Archiv an Filmen und Serien. Disney+ stellt einen hervorragenden Wachstumstreiber dar

Disney: Disney ist in mehreren Bereichen von der Corona-Krise stark betroffen. Zum einen sind die Themenparks derzeit geschlossen, zum anderen mindert der aktuelle Stopp in fast allen Sport-Ligen das Interesse an ESPN (Sportsender) und auch Einnahmen aus Kinofilmen fallen derzeit weg. Auf der anderen Seite profitiert aber einer der wichtigsten langfristigen Werttreiber aktuell enorm: der Streamingdienst Disney+. In unserer Analyse kamen wir zu dem Schluss, dass der langfristig positive Effekt den Disney+ aktuell verspürt höher einzuordnen ist als die Kostenbelastung durch die oben genannten, negativen Aspekte. Disney+ steht gerade erst am Anfang und könnte das Geschäftsmodell der Firma langfristig und durch hohe wiederkehrende Umsätze qualitativ weiter aufwerten. Allerdings gilt es selbstverständlich, und das gilt für alle Investitionen, diese These immer wieder zu prüfen und zu verifizieren.

Amadeus Fire sollte eines der Unternehmen sein, das nach der Krise tendenziell profitieren wird

Amadeus Fire: Amadeus Fire ist ein Personaldienstleistungsunternehmen, welches sich auf Fachkräfte fokussiert. In diese Nische einzudringen ist für Konkurrenten schwierig, und da es an Fachkräften im IT und Rechnungswesen mangelt ist dieser Faktor ein großer Wachstumstreiber für die Firma, der mittlerweile wichtiger ist als die generelle wirtschaftliche Entwicklung. Die Corona-Krise betrifft die Firma dennoch und wird dieses Jahr deutliche Spuren in den Zahlen hinterlassen. Der Kursrückgang von über 50% ist aus unserer Sicht für eine Firma dieser Qualität allerdings übertrieben, denn trotz eines Umsatz- und Gewinnrückgangs sollte die Firma dieses Jahr weiter positive Cash-Flows erwirtschaften und zu den Gewinnern in einer Corona Erholungsphase gehören. Denn viele Firmen werden dann zuerst auf flexible Zeitarbeiter setzen und diese dann evtl. zu einem späteren Zeitpunkt feststellen.

Insgesamt haben wir die Phase genutzt, um für den Fonds Firmen mit höherer Qualität und guten Wachstumsaussichten zu attraktiven Preisen zu identifizieren. Klassische Value Titel mit strukturellen Problemen werden bewusst gemieden.

Entwicklung im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

In einer Phase wie im März verändern sich auch die Chance-/Risikoprofile von Investments im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter. Nicht nur verändert sich die Attraktivität der Investments relativ zu anderen Investitionsmöglichkeiten, teilweise steigen auch die Risiken. Andererseits ergeben sich aber auch hier teils irrationale Preise, die sich opportunistisch ausnutzen lassen.

Einige Investments im Bereich Aktien mit Anleihecharakter verloren relativ an Attraktivität, weshalb die Positionen – zumindest temporär – abgebaut wurden

Verkäufe und Reduzierung von Positionen: Verkauft wurde zunächst die Position in **Swedol**. Die Chance, dass sich die Aktie des übernehmenden Unternehmens, Momentum Group, in diesem Umfeld nach oben bewegt und damit das Angebot in Aktien attraktiver wird, wurden zunehmend geringer, weshalb die Position an Attraktivität verlor und knapp unterhalb des Angebotspreises verkauft wurde. Ebenfalls verkauft wurden die Aktien in nicht angedienten **Osram** Aktien. Hier stieg die Gefahr, dass ams (übernehmendes Unternehmen) evtl. vorerst auf einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag verzichten könnte. Die Positionen in **Sixt Leasing** (Übernahmeangebot) und **MAN** (Squeeze-Out) wurden aus Risiko-/Chance-Gesichtspunkten reduziert. Bei **First Sensor** wurden die Gewinne realisiert, da aktuell wenig Aussicht auf weiteres, kurzfristiges Upside besteht. Selbiges gilt für **innogy** – eine Position, die sich stabil gehalten hat, aber vermutlich auch in nächster Zeit stabil bleiben sollte und wenig kurzfristige Chance bietet.

Neu investiert wurde in **Renk**, eine attraktive Übernahmesituation

Neue Positionen: Neu investiert wurde in die Aktie von **Renk**. Hier liegt ein konkretes Übernahmeangebot vor. Zudem wird vermutlich ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag beabsichtigt. Die Aktie konnte zu Kursen unterhalb des Übernahmeangebotes erworben werden, obwohl dieses nur einem sehr geringen Risiko unterliegt.

Wir erachten die aktuellen Positionen in diesem Portfoliobaustein aktuell als sehr attraktiv, und erwarten aus diesem Bereich auch in den kommenden Monaten einen potenziell deutlich positiven Beitrag zur Fondsentwicklung. Einige Investments, auch im Bereich Anleihen, gerieten in der Marktphase unter Druck und trugen so zur negativen Entwicklung des Fonds bei, bieten aber entsprechend auch Erholungspotential.

Fazit

Wir blicken zurück auf ein historisches Quartal, in dem nicht nur Aktien, sondern fast alle Assetklassen, auch Anleihen und temporär Gold, unter (starken) Druck gerieten. Auch der Fonds verlor in dieser Phase teils deutlich. Einige Investments reagierten stärker negativ als von uns erwartet, andere Investments kamen teils liquiditätsbedingt unter Druck. Der Fonds wurde durch diese Phase sehr aktiv gesteuert, sowohl hinsichtlich der „Top-Down“ Risikosteuerung als auch auf Einzeltitelebene. Manche Entscheidungen wurden dabei etwas zu früh oder zu spät getroffen. Allerdings ist das Timing in einer solchen Phase per se schwierig und wir erhoffen durch dieses, dem Fondskonzept entsprechendes opportunistisches und aktives Vorgehen mittelfristig großen Mehrwert für den Fonds zu schaffen. (Fondspreisentwicklung -13,8% vs. S&P 500 -19,4%, DAX -25,0%; jeweils 31.12.2019 – 31.03.2020).

Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen

Aktuell gibt es noch immer viele Unsicherheiten. Dennoch gibt es aber auch viele Chancen. Die Positionierung wird laufend überdacht

Im Rahmen einer Erholung werden sich unterschiedliche Segmente in unterschiedlichem Tempo entwickeln. Der Fokus liegt aktuell etwas mehr auf Aktien gegenüber Aktien mit Anleihecharakter. Gold erachten wir in diesem Umfeld als wichtigen Baustein

Wir befinden uns aktuell in einer Ausnahmesituation, in der die Positionierung immer wieder überdacht und angepasst werden muss. Gerade in diesen Zeiten ergeben sich aber auch große Chancen bei der Analyse von Investments, weil der Markt oft kaum noch differenziert und anfangs alles einheitlich verkauft wird. Grundsätzlich wurde das Portfolio in den letzten Wochen bereits deutlich angepasst und der Fokus liegt nun darauf, einzelne Chancen und Opportunitäten zu identifizieren und nutzen und gleichzeitig kontinuierlich die Risiken der Einzeltitel zu überwachen und im Zweifelsfall zu reagieren. Die nächsten Wochen werden ersten Aufschluss darüber geben, wie zügig wir uns in Deutschland, aber auch global, wieder hin zur Normalisierung bewegen können und wie gut die Gegenmaßnahmen der Regierungen wirken. Entsprechend wird es immer wieder neue Erkenntnisse geben, die zur Veränderung der Einschätzung von einzelnen Positionen führen können.

Gleichzeitig gilt es aber auch eine „Top-Down“ Sicht auf die Märkte zu haben, und je nach Situation auch Maßnahmen wie eine deutliche Senkung der Netto-Aktienquote per Future zu erwägen. Auch wenn wir Stand heute etwas positiv für eine Normalisierung des Alltags gestimmt sind, bleiben viele Fragen aktuell offen. Der Corona-Virus wird das Börsenjahr aller Voraussicht noch lange beeinflussen, hinzu kommt dann gegen Ende des Jahres die Wahl in den USA und die Verhandlungen über ein Abkommen zwischen UK und der EU.

Aktuell wurde der Bereich der Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter zu Gunsten des Bereichs Aktien etwas reduziert. Dies begründet sich primär damit, dass aufgrund der aktuellen Marktphase bei einigen Aktien mit Anleihecharakter die Risiken eher gestiegen sind, bei Aktien dagegen die Chancen stärker gestiegen sind. Zudem ist das Portfolio aktuell stärker in Aktien mit höherer Liquidität investiert. Auch die Gewichtung an Unternehmen mit qualitativ hochwertigem, operativem Geschäft, die von Themen wie beispielsweise Digitalisierung profitieren, ist stark gestiegen. Damit einher geht auch eine etwas höhere Gewichtung amerikanischer Unternehmen.

Zuletzt wurde die Gold Quote wieder erhöht. Wir sehen in einem stabilisierten Marktumfeld hohe Chancen, dass Gold nebst Funktion als liquider Kasse-Ersatz auch weiter ein deutlicher Renditebringer sein kann. Denn im Rahmen einer möglichen wirtschaftlichen Erholung werden Schuldenstände und Bilanzsummen der Zentralbanken neue Höhen erklimmen, Inflationsrisiken damit nicht geringer, sondern höher und auch die Opportunitätskosten für Gold sind abermals gesunken.

Wir hoffen, dass Sie alle die letzten Wochen gut überstanden haben. Gesundheit und Wohlbefinden stehen an oberster Stelle und wir wünschen Ihnen alles Gute für die noch bevorstehende Zeit!

Im Anhang finden Sie statt Fallbeispiel noch einige Antworten auf aktuelle Fragen im Rahmen eines Q&A, 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 Q&A zur aktuellen Situation

Zusammenfassung: Anstelle eines Fallbeispiels wollen wir an dieser Stelle auf derzeit häufig gestellte Fragen im Rahmen der Marktkorrektur und des Corona-Virus eingehen.

Bitte nehmen Sie Stellung zu den Implikationen der Covid-19 Pandemie und deren Folgewirkungen auf die entsprechenden Unternehmen in Bezug auf die Top 5 Positionen Ihres Fonds.

McKesson Europe (5,4%): Als Pharmagroßhändler ist das Unternehmen generell nicht explizit von der Corona-Krise getroffen. Allerdings handelt es sich hierbei um ein Unternehmen in einem Beherrschungsvertrag. Die Aktien können aktuell zu ca. 24,50 Euro an McKesson angekauft werden. Dies stellt somit eine theoretische Untergrenze für den Preis der Aktie dar, die bisher nicht unterschritten wurde. Ein Unterschreiten ist im Grunde kaum und nur kurzfristig zu erwarten, da sich hierdurch eine Arbitrage-Möglichkeit ergeben würde.

Nomad Foods (4,1%): Nomad Foods ist ein Tiefkühlkosthersteller, unter anderem mit den Marken Iglo und Findus. Das Unternehmen hat bisher keine Probleme die Supply-Chain aufrecht zu erhalten und die Logistik abzuwickeln, wenngleich dies das größte Risiko darstellt. Denn im Gegensatz zu vielen anderen Gütern ist Tiefkühlkost eher Profiteur der aktuellen Krise. Frosta, welche ebenfalls im Portfolio mit 2% gewichtet ist, berichtete bereits in der Presse über 50% mehr Umsatz bei der Marke. Da Restaurants nicht geöffnet haben gehen wir davon aus, dass dies nicht nur Vorzieheffekte sind und beide Firmen stark von der Krise profitieren. Auch andere Tiefkühl-Konkurrenten haben ähnliche Zahlen wie Frosta berichtet, somit scheint die ganze Branche zu profitieren.

Kabel Deutschland (3,8%): Wie bei McKesson Europe handelt es sich um einen Beherrschungsvertrag (mit Vodafone). Auch hier liegt nur ein geringer direkter Einfluss der Krise auf das Geschäft vor, da die Kabelnetzte aktuell eher überlastet sind und die Nachfrage nach höherer Übertragungsraten (teurere Verträge) eher steigen sollte.

Allgeier (3,4%): Das Unternehmen plant für dieses Jahr eine Separation von IT-Dienstleistungsgeschäft und IT-Personaldienstleistung. Hierdurch sollte sich die massive Unterbewertung des Unternehmens reduzieren. Aufgrund der aktuellen Situation könnte es sein, dass dies etwas verschoben wird. Das ändert allerdings wenig an der Bedeutung dieses Triggers für eine Neubewertung. Das Unternehmen beschäftigt viele Mitarbeiter, die per se im Home-Office arbeiten oder arbeiten können, spürt aktuell noch kaum Einfluss durch die Krise und hat aufgrund der diversifizierten Kundenstruktur und der Art der Projekte auch die Hoffnung, dass dies so bleibt. Das hatte sich zuletzt auch in der Finanzkrise bewahrheitet. Viele Firmen investieren auch in der Krise in kritische IT-Projekte, zudem entwickelt Allgeier auch Online-Shops für Einzelhändler. Wir sind im engen Austausch mit der Firma, bisher erscheinen die Auswirkungen eher sehr gering zu sein.

Facebook (3,3%): Facebook profitiert einerseits durch massive Zunahme der Nutzung, leidet aber andererseits unter zurückgefahrenen Werbebudgets. Aufgrund der Effizienz von Werbung auf Facebook im Vergleich zu alternativen Werbemöglichkeiten gehen wir allerdings davon aus, dass die Budgets für Werbung auf Facebook eher zuletzt und/oder weniger reduziert werden, bzw. Unternehmen diese Phase teilweise auch massiv nutzen (z.B. Streamingdienste wie Disney+). Der Unternehmenswert sollte also in langfristiger Sicht nur geringfügig betroffen sein.

Welche volkswirtschaftlichen Entwicklungen erwarten und beziehen Sie in Ihr Vorgehen ein (V-förmige, U-förmige, L-förmige, W-förmige Entwicklung etc.)?

Aktuell ist noch nicht absehbar, in welcher Form sich die Wirtschaft erholt. Daher gilt es auch in den nächsten Monaten sehr agil agieren zu können. Mit jeder Woche mehr oder weniger „Lock-Down“ verbessern oder verschlechtern sich die Aussichten auf eine schnelle Erholung. Zu beachten ist auch, dass sich die Wirtschaft nicht einheitlich erholen wird. Beispielsweise wird die Tourismus- und Flugbranche deutlich härter getroffen (und länger brauchen, um sich zu erholen), als beispielsweise viele Unternehmen im IT-Bereich, bzw. Unternehmen mit geringen Fixkosten. Aktuell gehen wir davon aus, dass – in Anbetracht der Anzeichen einer Lockerung der Lock-Downs und der massiven finanziellen, staatlichen Unterstützung (die im Gegensatz zur Finanzkrise auch von der Bevölkerung akzeptiert wird) eine gewisse Erholung einsetzen wird. Vermutlich ist dies eine stufenweise Entwicklung und etwas komplexer als von

den Buchstaben dargestellt. Sinkende Fallzahlen werden zu weiteren Öffnungen führen, was wiederum zu steigenden Fallzahlen führen könnte, wenn die Bevölkerung sich weniger vorsichtig verhält. Dies könnte wieder zu einer Verschärfung führen etc. Diese Sägezahn-förmige Entwicklung könnte einem W mit mehreren Spitzen ähneln. Wir gehen davon aus, dass im Sommer die Fallzahlen abnehmen könnten und dann erneut im Herbst ansteigen. Daher beobachten wir die Situation sehr genau und verfolgen die aktuellen wissenschaftlichen Erkenntnisse und politischen Entwicklungen, um schnell auf neue Erkenntnisse reagieren zu können. Die Schlussfolgerungen daraus waren auch der Grund, warum wir bereits im Februar 2020 abgesichert hatten. Wir haben allerdings nicht mit solch extremen „Lock-Downs“ gerechnet und haben daher etwas zu früh die Absicherung reduziert.

Planen Sie eine grundsätzliche Anpassung in der Länder-/ Größe- und Branchenstruktur in den nächsten Monaten?

Die Aufteilung ergibt sich primär Bottom-Up. Es ist gut möglich, dass sich die Aufteilung bis Jahresende verändert. So ist zuletzt beispielsweise der Anteil an Unternehmen mit höherer Liquidität der Aktie gestiegen. Gleiches gilt für den Anteil an Unternehmen aus Nordamerika und Unternehmen mit einem agilen Geschäftsmodell und Wachstumschancen trotz der Krise.

Wo sehen Sie die größten Herausforderungen in den nächsten Monaten und wie wollen Sie diesen begegnen?

Die Corona-Krise wird uns noch lange begleiten: Zunächst stellt sich die Frage wann, in welcher Form und wo die aktuellen Lock-Down Regelungen gelockert werden. Dies hat einen großen Einfluss auf das Erholungspotential und auch auf die Tiefe des temporären Einschnittes in die Weltwirtschaft. Im Anschluss wird sich zeigen, welche Branchen wie stark betroffen sind, wie signifikant und langfristig die negativen Auswirkungen sind und wie signifikant und wirkungsvoll die Stimuli auf der anderen Seite sind (was auch zu einer positiven Überraschung führen kann, denn viele Unternehmen nehmen aktuell günstige, garantierte Kredite auf – die fortfolgend zu einem Investitionsüberschuss führen können). Die Gefahr einer zweiten Welle, bzw. temporären Lock-Downs in bestimmten Gebieten kann auch über den Sommer nicht ausgeschlossen werden. Im Herbst stehen die Wahlen in USA an, zudem wird sich dann die Frage stellen, ob und wie man mit der nächsten Grippe-Saison, sowie einer zweiten Corona-Welle, umgeht (Kapazität der Gesundheitssysteme, Verfügbarkeit von Behandlungsmethoden, Verfügbarkeit eines Impfstoffes, Verfügbarkeit von Tests (sowohl auf Infektion, als auch auf Immunität), Gewissheit über die bereits bestehende Infektionsrate in der Bevölkerung. Wir gehen davon aus, dass das Jahr 2020 für alle Investoren sehr anspruchsvoll wird, keine pauschalen Erwartungen und Positionierungen abgegeben werden können und neben aller Risiken auch eine sehr große Chance für aktiv gemanagte Fonds besteht, Chancen zu nutzen und Risiken gezielt zu vermeiden – und so ihre Daseinsberechtigung gegenüber passiven Investmentmöglichkeiten unter Beweis stellen können. Es gilt daher die Lage kontinuierlich zu beobachten, Modellierungen (speziell Cash Flow) anzupassen, rational und mit wenig Emotionalität zu agieren und somit sowohl bei der Selektion von Investments als auch bei der Entscheidung über eine Absicherung richtig zu liegen und langfristigen Mehrwert für uns und unsere Investoren zu generieren. Ein wirkliches Ende der Corona-Situation wird vermutlich durch einen Impfstoff erreicht. Dies kann zwar schon recht schnell, aber eventuell auch erst in 1-2 Jahren verfügbar sein. Bis dahin gibt es aber trotzdem ausreichend Maßnahmen, welche das öffentliche Leben normalisieren und die Wirtschaft wieder langsam beleben sollten. Diese Gemengelage beobachten wir weiter genau.

Wie gehen Sie mit Emittenten-Risiken und auch Counterpart-Risiken auf der Bankenseite um?

Das Emittenten Risiko betrifft im Grunde sowohl Anleihen als auch Aktien. In allen Fällen ist es sehr wichtig gut zu verstehen, wie die Unternehmen aufgestellt sind. Das bedeutet: Liquiditätssituation, Refinanzierungen, Working-Capital Bedarf, Agilität in der Steuerung der Kosten, etc. – auch unter Berücksichtigung der staatlichen Unterstützungsmaßnahmen, die die Risiken teilweise reduzieren. Auf der Bankenseite ergibt sich nur ein geringes Counterpart-Risiko, da nur wenig Derivate eingesetzt werden, und es sich dabei in der Regel um regulierte

Futures handelt. Das Vermögen ist ein Sondervermögen, daher sind die Investments geschützt. Einzig die Kasse-Position ist grundsätzlich einem Risiko ausgesetzt. Allerdings wird dieses deutlich reduziert, da der Großteil der Kasse-Position stattdessen in Xetra-Gold investiert ist (s. o.).

Wie positionieren Sie sich bezüglich Ihrer Anleihequote?

Auch Anleihen kamen mitunter deutlich unter Druck, die Liquidität ist teils sehr gering. Zwar ergeben sich aktuell auch in diesem Bereich große Opportunitäten, doch meist ist es schwierig tatsächlich an Stücke zu kommen. Auch erholen sich Anleihen mitunter deutlich träger als Aktien. Deshalb liegt der Fokus aktuell etwas stärker auf Aktien. Mittelfristig könnte es aber durchaus sein, dass auch mehr Opportunitäten im Bereich Anleihen genutzt werden und die Quote vom derzeitigen Niveau etwas ansteigt. Wir achten aber immer sehr genau auf die Liquidität des Portfolios.

Wie schätzen Sie die teils deutlichen Bewertungsverwerfungen einiger Anleihen ein? Sehen Sie günstige Einstiegschancen bei Anleihen allgemein?

Wie oben beschrieben gibt es teils massive Bewertungsverwerfungen. Meist betrifft das aber vor allem weniger liquide Anleihen, teilweise sind die ausgewiesenen Kurse keine tatsächlich handelbaren Kurse. Einige Kurse haben sich auch bereits wieder normalisiert. Wie oben beschrieben kann es durchaus interessante Opportunitäten geben.

Sehen Sie erhöhte Ausfallrisiken im Portfolio?

Auch wenn eine Krise wie diese die Ausfallrisiken per se sicherlich eher erhöht als reduziert, sehen wir – auch unter Anbetracht der staatlichen Hilfsprogramme – aktuell keine signifikant erhöhten Ausfallrisiken.

Planen Sie Anpassungen bzgl. Duration, Bonität oder Region?

Nein, aktuell nicht beabsichtigt. Auch hier primär Bottom-Up gesteuert mit Fokus auf überschaubare Duration und Unternehmen aus Europa oder Nordamerika. D. h. es wird in Anleihen investiert, die aufgrund ihrer Struktur/Prospekt, oder aufgrund von positiven Veränderungen im Unternehmen überproportional profitieren können ohne dabei zu hohe Risiken wie Durationsrisiko einzugehen und somit trotz Tiefzinsphase eine attraktives Chance-/Risikoverhältnis aufweisen.

Welche Rolle spielt Gold in der aktuellen Allokation?

Obwohl Gold während der Marktkorrektur teilweise nicht die gewünschte gegenläufige Entwicklung gezeigt hat, erachten wir es aktuell als attraktives Investment. Schon in vorherigen Krisen zeigte sich, dass sich Gold aufgrund unterschiedlicher Faktoren, teils technischer Natur wie Margin-Calls, nicht immer unkorreliert und erwartungsgemäß verhält. Mit der Aussicht auf enorm ansteigende Bilanzsummen der Zentralbanken und Schuldenlevels der Länder erachten wir die Perspektive für Gold nun aber mit Stabilisierung der Märkte als positiv wie selten zuvor.

Anhang II: Übersicht über Nachbesserungsrechte des Fonds

Durch Investments in Sondersituationen, wie zum Beispiel 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*
DMG Mori AG	23.000	859.050	Andienung 2020 BuG*
Kabel Deutschland AG	35.000	110.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Kabel Deutschland AG	42.000	133.140	Garantiedividende 2019 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*
McKesson Europe AG (ex Celesio AG)	250.815	208.176	Garantiedividende 2019 BuG*
Nachbesserungsvolumen gesamt		10.958.974	

*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen

Stand 07.04.2020

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 <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.