

10. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.04.2019-30.06.2019

Köln, 12. Juli 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	4,36	-2,43	0,37							8,90

Die Allokation am 30.06.2019, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	70%
davon Aktien mit Anleihecharakter:	20%
Anleihen:	21%
davon Hybridanleihen:	7%
davon Wandelanleihen:	12%
davon Senior Anleihen:	2%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	5%
Kasse:	4%
Derivate:	0%

Deutschland:	45%
Restl. Europa:	33%
Nordamerika:	12%
Asien:	0%
Sonstiges:	1%
Kasse (inkl. Gold):	9%

Stand: 30.06.2019, 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

Volatiles 2. Quartal: Handelsstreit, Konjunktursorgen und Notenbankpolitik bestimmen die Stimmung

Die Hoffnung auf eine lockere Geldpolitik sorgte zuletzt für positives Momentum

Im Laufe des April und Mai wurde der Fonds defensiver positioniert (Netto-Aktienquote Ende Mai 30%). Aufgrund der FED-Kommunikation wurde die Absicherung wieder reduziert (Netto-Aktienquote Ende Juni ca. 43%)

Der Fonds baute erstmals eine Position in Gold (Xetra-Gold auf)

Marktumfeld

Das zweite Quartal des Jahres 2019 wies eine relativ heterogene Entwicklung auf. Zunächst hielt die positive Dynamik seit Jahresbeginn weiter an, bzw. setzte sich fort. Begleitet wurde diese Phase allerdings von nach wie vor gemischten Konjunkturdaten. In Folge einer erneuten Eskalation des Handelsstreits machten sich dann allerdings wieder vermehrt Sorgen breit, was zu einer volatilen Phase im Mai führte. Diese kehrte sich wiederum in ein positives Momentum um, nach dem allen voran die FED eine lockere(re) Zinspolitik in Aussicht stellte. Wie erwartet sind die Märkte damit wieder volatil geworden.

Nüchtern betrachtet wird der Markt aktuell wohl von drei grundlegenden Themen bestimmt: 1) Der Handelsstreit und seine potentiellen Auswirkungen. Hierbei ist nicht unbedingt die direkte Ableitung der durch Zölle entstehenden Belastung des GDPs von Relevanz, sondern mittelfristig wohl eher die Auswirkung auf das Vertrauen von Konsumenten und Unternehmen in die wirtschaftliche Lage. 2) Daraus resultiert der zweite Faktor, der Zustand der Weltwirtschaft. Auf der einen Seite deuten viele Faktoren auf ein deutliches Abkühlen hin. Auf der anderen Seite besteht Hoffnung, dass eine Lösung des Handelsstreits einen Schub geben könnte. 3) Und zum Dritten steht die Notenbankpolitik im Fokus, in Verbindung mit der Hoffnung, dass eine lockere Geldpolitik der FED die Konjunktur wieder antreibt. Tatsächlich kann man aus der aktuellen Zinskurve die implizierten Erwartungen für die Zinspolitik der FED ableiten, zumindest in der Theorie. Und die besagt, dass schon bald mehrere Zinssenkungen erfolgen sollten.

In Folge der starken Kursanstiege im April wurde der Fonds durch Gewinnmitnahmen bei einzelnen Positionen etwas defensiver positioniert, wodurch sich die Netto-Aktienquote leicht reduzierte. Im Zuge der Eskalation des Handelsstreits wurde zusätzlich eine größere Absicherung über Index-Futures (primär Euro Stoxx 50) durchgeführt. Dies führte zu einer Netto-Aktienquote (ohne Aktien mit Anleihecharakter) von rund ca. 30% per Ende Mai. Hierdurch entwickelte sich der Fonds in dieser Phase verhältnismäßig stabil. Im Rahmen der Andeutung einer potentiell lockeren Notenbankpolitik und attraktiveren Bewertungen nach der Schwächephase wurde die Absicherung wieder reduziert (Netto-Aktienquote Ende Juni ca. 43%). Zudem wurden einige neue Positionen aufgebaut - mitunter brachte (und bringt) die Volatilität der Märkte spannende Opportunitäten hervor. Im Juni wurde zudem erstmals eine Position in Gold aufgebaut (Xetra-Gold). Die Beweggründe hierfür möchten wir Ihnen kurz näher erläutern:

Wir befinden uns aktuell in einer Situation, die wohl vor einigen Jahren (vllt. sogar Monaten) als unmöglich abgestempelt worden wäre. Nach einem sehr langen Zyklus deuten Konjunkturdaten auf eine globale Verlangsamung der Wirtschaft hin. Zuletzt wurde diese zwar noch einmal durch die Steuerreform in den USA unterstützt, das protektionistische Vorgehen der USA sorgt zuletzt allerdings nicht unbedingt für Rückenwind. Dem entgegen wirken sollen niedrige Zinsen. Der Spielraum hierfür ist in Europa begrenzt. Trotz einem langanhaltenden Zyklus befindet sich die Zentralbank zins technisch wohl nahe dem Minimum. Offiziell lässt die unter dem Zielbereich liegende Inflation keine Zinserhöhung zu. In der Realität aber bedarf es der niedrigen Zinsen, um die Staatsfinanzierung manch eines Staates in Europa zu ermöglichen. Themen wie ein erneutes Anleihekaufprogramm stehen wieder auf der Tagesordnung und so rentieren deutsche, zehnjährige Staatsanleihen um -0,4% (p.a.), das griechische Pendant rund 2,1% (p.a.). Selbst erste Sub-Investmentgrade Unternehmensanleihen (*Junk Bonds*) handeln mit negativer Rendite, der Investor bezahlt quasi für das Recht dem Unternehmen Geld leihen zu dürfen und die Risiken zu tragen.

Es erscheinen aktuell zwei negative Szenarien nicht ausgeschlossen: eine erneute Iteration lockerer Geldpolitik in Verbindung mit einer Erhöhung der Geldmenge und damit Risiken von Vertrauensverlust in Geld und Inflation - letztere wäre dann ein Werkzeug, um den Realwert der Staatsschulden zu senken. In einem solchen Szenario wäre Gold sicherlich eine gefragte Anlage. Oder aber eine Rezession und/oder ein Auseinanderbrechen der Europäischen Währungsgemeinschaft. Auch in diesem Falle würde Gold als *Sicherer Hafen* vermutlich einen positiven Beitrag leisten. Sowohl wann als auch ob diese Szenarien eintreffen lässt sich nicht mit Sicherheit prognostizieren. Das Beispiel Japan zeigt, wie lange sich eine solche Situation hinziehen kann, aber auch zu welchen extremen Maßnahmen die „Währungshüter“ greifen können. Diese Überlegungen sind nicht gänzlich neu. Nun allerdings lässt sich auch global ein sehr ähnliches Bild zeichnen.

Der Anstieg der Zinsen in den USA und anderen Regionen scheint vorerst vorbei, was zudem die Opportunitätskosten für Gold senkt und das Edelmetall so noch attraktiver macht. Ob nun die FED nach den Wünschen der Märkte und des amerikanischen Präsidenten deutlich die Zinsen senkt, oder widersteht – die Aussichten in beiden Fällen führen unserer Meinung nach zu einem Umfeld, in dem Gold ein beliebtes Investment sein sollte und Rezessions- und Inflationsrisiken in unserem Portfolio, zumindest teilweise, absichert. Auch bietet das Investment in Gold gegenüber der Alternative Kasse Vorteile: Die Opportunitätskosten gegenüber der negativen Verzinsung der Kasse sind geringer, die Liquidität der Position hoch genug, um in kürzester Zeit fast ebenso flexibel agieren zu können und die Menge an Gold ist im Gegensatz zu traditionellen Währungen begrenzt.

Wir erwarten in diesem Umfeld weiterhin ein volatiles Bild an den Märkten, in denen sich Hoffnung und Sorgen abwechseln können. Mehr hierzu können Sie im Abschnitt Ausblick erfahren.

Entwicklung im Bereich Aktien – positive Beiträge

Insgesamt verlief das zweite Quartal in Bezug auf die Entwicklung einzelner Positionen ohne größere Ausschläge in die eine oder andere Richtung. Im Zuge der weiteren positiven Entwicklung der Aktie von **Nabaltec** wurde diese Position zuletzt wieder reduziert. Die Aktie ist im Vergleich zum Einstandskurs nun knapp 60% im Plus, wodurch die Sicherheitsmarge zum fairen Wert, der unserer Meinung nach noch über dem aktuellen Kurs liegt, kleiner geworden ist.

Allgemein wurden bei einigen Positionen Gewinne realisiert, unter anderem bei **Facebook** und **Wüstenrot & Württembergische (WuW)**. Nach einem schwierigen Jahr 2018, worüber wir an dieser Stelle zuvor berichtet hatten, konnte sich WuW, getrieben von soliden Zahlen, deutlich erholen. Ursprünglich sahen wir bei diesem Investment auch einen Werttreiber in potentiell steigenden Zinsen und der Veräußerung der WuW Bank. Aktuell sehen wir den Treiber steigender Zinsen (nach einem zeitweisen Anstieg) aber kurz- bis mittelfristig nicht eintreten. Die Wüstenrot Bank wurde mittlerweile an die Oldenburgische Landesbank verkauft. Aus diesen Gründen wurde die Position nun reduziert. Im Falle von Facebook handelte es sich um eine Anpassung der Quote, da sich durch die außerordentlich positive Entwicklung der Aktie in diesem Jahr (im laufenden Jahr ca. +50%) der prozentuale Anteil am Portfolio entsprechend vergrößerte. Das Unternehmen hatte zuletzt eine eigene *Kryptowährung* (Libra) angekündigt, die gemeinsam mit namhaften Partnern entwickelt werden soll. Diese soll an einen Korb bestehend aus verschiedenen Währungen geknüpft sein und ist daher deutlich schwankungsärmer als zum Beispiel Bitcoins. Sicherlich hat Libra Potential, ein zukünftig genutztes und gefragtes Zahlungsmittel zu werden. Aus unserer Sicht ist dies aber aus einer anderen Perspektive positiv zu werten: Es zeigt auf, welches Potential Facebook neben Werbeeinnahmen beispielsweise auch im Bereich Zahlungsverkehr hat.

Verkauft wurde die Position in **Dave & Buster's**. Wir hatten über diesen amerikanischen Restaurantbetreiber im letzten Quartalsbericht berichtet. Auch diese Aktie wies eine sehr positive Kursentwicklung auf. Gleichzeitig machten wir uns allerdings ein Bild vom operativen Geschäft vor Ort in USA (in Verbindung mit dem Besuch der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway) und erkannten, dass mehr und mehr Konkurrenz aufkommt. Zwar hatten wir von den Restaurants einen sehr guten Eindruck, doch erschien uns die Kursentwicklung aufgrund der Konkurrenzsituation etwas überzogen. In Verbindung mit den generellen Konjunkturaussichten entschieden wir daher, die Position mit Kursgewinnen von rund 15% zu verkaufen.

Entwicklung im Bereich Aktien – negative Beiträge

Das Portfolio entwickelte sich zuletzt verhältnismäßig stabil, auch im Bereich negativer Kursbewegungen gab es wenige starke Ausschläge zu verzeichnen. Nach wie vor schwächer entwickelte sich die Aktie von **United Internet**. Im Juni endete die Versteigerung von Lizenzen für 5G-Spektrum in Deutschland, an der 1&1 Drillisch erfolgreich teilnahm. Zum aktuellen Zeitpunkt (12. Juli 2019) hält United Internet 75,1% an 1&1 Drillisch. Nun laufen die Verhandlungen über National Roaming Vereinbarungen. Erst wenn diese abgeschlossen sind erwarten wird, dass United Internet / 1&1 Drillisch klar darlegen wird wie der Netzbau geplant ist und welche Investitionen notwendig sein werden.

Nach starker Performance wurde die Position in Nabaltec reduziert

Auch die Positionen in Facebook und Wüstenrot & Württembergische wurden zuletzt reduziert

Die Aktie von Dave & Buster's wurde nach Due Diligence vor Ort mit knapp 15% Kursgewinn verkauft – aufgrund der zunehmenden Konkurrenz

Im 2. Quartal lieferten wenige Aktien negative Beiträge. Die Aktie von United Internet war allerdings weiterhin schwach

Unserer Meinung nach bietet der geplante Netzausbau deutlich mehr positives Potential als der Markt aktuell impliziert

Im Rahmen des Zusammenschlusses von E-Plus und Telefonica und auch im Zuge der Ausgestaltung der Frequenzauktion waren alle beteiligten Parteien aufgerufen Stellung zu beziehen. Diese Stellungnahmen sind öffentlich zugänglich. Gleiches gilt für Zugeständnisse, die Telefonica zum Erreichen der Genehmigung für den Zusammenschluss abgab – und mehrmals anpasste. Unserer Meinung nach geht aus diesen Unterlagen klar hervor, dass von Seiten des Regulators ein perspektivischer vierter Netzanbieter nicht nur gewünscht, sondern relativ klar gefördert wird. Die Bedingungen unter denen 1&1 Drillisch das Netz ausbauen könnte sind wohl historisch gut und einzigartig. Hinzu kommt, dass mit der Marke 1&1 und dem aktuellen Kundenstamm von Beginn an eine große Kundenmasse vorhanden ist. Daher wäre das Unternehmen nicht gezwungen mit aggressiven Preisen einen Kundenstamm aufzubauen und eine Marke zu etablieren. Auch unterschätzt werden unserer Meinung nach die langfristigen Einsparungen in dreistelliger Millionenhöhe durch den Wegfall der Netzmieten. Wir sehen daher langfristig einen positiven Business-Case, wenngleich die Investitionskosten zunächst im Vordergrund stehen. Letzteres ist am Kapitalmarkt, aufgrund des oft kurzfristigen Fokus, nicht gerade beliebt und wir vermuten hierin auch den Grund für die anhaltende Schwäche der Aktie. Der Vorstand und Großinvestor Ralph Dommermuth sieht das offenbar aber anders und lässt sich in seinem Handeln nicht von kurzfristig orientierten Marktteilnehmern beirren. Dies zeigt sich auch daran, dass United Internet zuletzt die 1&1 Drillisch Position etwas aufstockte, was positiv zu werten ist. Neben der Thematik um 1&1 Drillisch und den Netzausbau sollte aber auch bald wieder das Thema Hosting in den Vordergrund rücken, sofern United Internet einen IPO oder eine andere Maßnahme des operativ gut laufenden Geschäftsbereichs anstrebt. Aus diesen Gründen, sowie der Tatsache, dass das Geschäftsmodell relativ konjunkturreäsent ist, sind wir weiter von dem Investment überzeugt.

Kapitalmaßnahmen, wie Kapitalerhöhungen oder Platzierungen durch Großaktionäre, können eine interessante Chance darstellen, wie bei Allgeier und 7C Solarparken

Entwicklung im Bereich Aktien – sonstige Ereignisse

Auch im zweiten Quartal ergab sich die Möglichkeit an einer Kapitalmaßnahme teilzunehmen. Der Fonds nahm an der Kapitalerhöhung von **Allgeier** teil. Der Anteil im Portfolio an Allgeier wurde dabei allerdings nur leicht erhöht. Das Unternehmen hatte die Maßnahme schon vor längerer Zeit angekündigt, was möglicherweise dazu führte, dass Investoren mit einem Kauf der Aktie abwarteten. Da die angebotenen Aktien zu einem aus unserer Sicht interessanten Preis platziert wurden und es zuvor vermutlich einen Überhang wegen der angekündigten Kapitalerhöhung gegeben hat, nahm der Fonds hieran teil. Tatsächlich konnte man einen Anstieg nach der erfolgreichen Durchführung beobachten.

Zudem nahm der Fonds, ebenfalls in kleinerem Gewicht, an der Kapitalerhöhung von **7C Solarparken** teil. Das Unternehmen kauft, optimiert und betreibt Solarparks und verfügt über ein unserer Meinung nach exzellentes Management. Im Rahmen der Kapitalerhöhung war es dem Fonds möglich Aktien mit einem interessanten Discount zum Börsenkurs zu erwerben. Aufgrund der hohen Nachfrage und der daher reduzierten Zuteilung ergab sich aber eine kleinere Position von etwas unter 1%. Unsere weiteren Investments im Bereich regenerative Energien wie PNE Wind, Energiekontor und Encavis (Wandelanleihe) konnten zuletzt allesamt von einem gestiegenen Bewusstsein für die Branche und ihre Schlüsselrolle für das Erreichen der Klimaziele profitieren. Auch die Aussicht auf längerfristig tiefe Zinsen unterstützt die Bewertung dieser Unternehmen, deren Wind- und/oder Solarparks relativ stabile Einnahmen über viele Jahre generieren (deren Wert per heute bei niedrigeren Zinsen höher liegt). Weiterhin stiegen zuletzt die Strompreise an, unter anderem getrieben durch höhere Preise für CO₂-Zertifikate. Und nicht zuletzt die Europawahl (sehr gutes Abschneiden grüner Parteien) zeigte, dass dies nicht nur politischer Wille, sondern noch viel mehr ein Wunsch der Gesellschaft, ist.

Die Aktien von EDP wurden erfolgreich verkauft. Eine Anleihe von L Brands wurde im Rahmen eines attraktiven Tender-Angebots angeeignet.

Entwicklung im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Die Position in **EDP**, dem portugiesischen Versorger, verkaufte der Fonds im Laufe des 2. Quartals nach dem der Investmentcase aufgegangen war (ca. 5% Kursgewinn bei geringem Risiko in rund 2 Monaten). Wir hatten diesen im letzten Bericht beschrieben. Im Rahmen eines Tenderangebotes wurde eine Anleihe von **L Brands** angeeignet (erzielte Rendite dadurch über 4% p.a.). Das Unternehmen ist Mutter von Victoria Secret (Unterwäsche) und Bath & Body Works (Körperpflege, Parfüm und duftende Wohnraum-Accessoires). Wir hatten bei dieser Anleihe mit relativ hohem Kupon auf einen solchen potentiellen Tender spekuliert. Auch ohne diesen wäre die Rendite im Verhältnis zur Laufzeit mit über 3% gut gewesen. Durch die zusätzliche Chance auf einen vorzeitigen Rückkauf ergab sich aber ein noch besseres Profil.

Bayer profitierte von zuletzt auch positiven Nachrichten, der Prozess wird aber noch andauern

Neuigkeiten gab es auch im laufenden Quartal bei **Bayer**. Hier ist der Fonds nach wie vor in eine Pflichtwandelanleihe investiert. An kaum jemandem wird die Glyphosat-Problematik vorbeigegangen sein. Zuletzt gab es allerdings Neuigkeiten, die nicht (nur) direkt mit Gerichtsverhandlungen zu tun hatten. Zum einen gab der Hedgefonds von Paul Singer (*Elliott*) offiziell bekannt, bei Bayer investiert zu sein. Zudem stellte Bayer einen Experten für Vergleichsverhandlungen an. Voran zu gehen scheint auch der geplante Verkauf der Animal Health Sparte. In Summe legte die Bayer Anleihe im Rahmen dieser Meldungen wieder ein gutes Stück zu. Hinzu kommen die Zinseinnahmen durch den relativ hohen Kupon von 5,625%. Klar ist, dass niemand die Kosten wirklich vorhersagen kann, aber auch, dass der Kapitalmarkt gerne zu Übertreibungen neigt und dies auch hier der Fall zu sein scheint. In einem Gespräch, das wir hierzu mit einem sehr erfahrenen Anwalt geführt haben, wurde dies nochmals untermauert. So vertrat dieser die Meinung, der Markt habe den Worst-Case nicht nur einmal, sondern gar dreifach eingerechnet. Wir gehen davon aus, dass ein für Bayer positives Gerichtsurteil, ob in einem Erstverfahren oder in der Revision, die Situation deutlich verändern würde und ein sehr positives Event für die Aktie, und damit auch die Anleihe, darstellen könnte.

Zuletzt gab es wieder mehrere Übernahmeangebote in Deutschland

Neue Investments

Der Fonds hat im Bereich Aktien mit Anleihecharakter verschiedene Positionen neu aufgebaut. Zuletzt gab es in Deutschland wieder etwas Bewegung im Rahmen Übernahmeangebote. So gab es zuletzt Angebote für Axel Springer, First Sensor, Osram und Metro. Im Rahmen dieser Angebote investierte der Fonds bei **Axel Springer** und **First Sensor** – mehr hierzu im Bereich Fallbeispiel.

In den USA hat der Fonds im Rahmen eines Übernahmeangebots in Allergan investiert

Auch in den USA gab es Aktivität, hier fanden wir speziell das Übernahmeangebot von Abbvie an Allergan spannend. Der Fonds hat in die Aktie von **Allergan** investiert, die zu einem deutlichen Abschlag von um 9% zum Angebotspreis, bestehend aus 120,30 USD in Cash und 0,866 Abbvie Aktien, handelte (Wert des Abbvie Aktienanteils aktuell ca. 60 USD, in Summe liegt der Wert des Angebots aktuell also bei ca. 180 USD). Die Überlappung der Geschäftsbereiche ist sehr überschaubar, wodurch regulatorische Risiken als gering einzuschätzen sind. Eine Zustimmung durch die Aktionäre von Abbvie, die kritisch sein könnte, ist nicht notwendig. Lediglich bzgl. der Dauer, bis der Deal durchgeführt werden kann, besteht aktuell gewisse Unsicherheit. Die Aktien-Komponente (0,866 Abbvie Aktien) sorgt für eine gewisse Variabilität des Angebotswertes, die beidseitig wirken kann – im aktuellen Umfeld erachten wir Pharma generell allerdings als attraktiven Sektor aufgrund der verhältnismäßig stabilen Erträge. Zudem erachten wir die Bewertung von Abbvie, deren Aktie nach Bekanntgabe des Deals zunächst viel, aktuell nicht als übermäßig hoch und sehen daher in dieser Komponente eher Chance als Risiko (die allerdings per se nur rund 1/3 des Angebotswertes ausmacht).

Der Fonds hat aufgrund des nun attraktiven Chance-Risiko Profils eine Position in DMG Mori (in Beherrschungsvertrag) aufgebaut

Zuletzt wurden neue Positionen in Aktien von Unternehmen in einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag aufgebaut. Zum einen handelt es sich dabei um **DMG Mori** (zuvor Gildemeister). Hier bildet in der Regel der Preis, zu dem die Aktie an das beherrschende Unternehmen angedient werden kann, eine theoretische Untergrenze (*Floor*) für die Aktie. In den letzten Jahren war die Aktie aus unserer Sicht zu weit entfernt von diesem schützenden Floor, trotz grundsätzlich interessanter Chancen auf eine Nachbesserung im Rahmen des laufenden Spruchverfahrens. Nun aber ist die Aktie zurück in einen Bereich gefallen, in dem wir diese aus der Chance-Risiko Betrachtung als interessant einschätzen.

Auch die Aktie von SinnerSchrader (ebenfalls in Beherrschungsvertrag) erscheint uns aktuell sehr interessant

Weiterhin wurde eine Position in Aktien von **SinnerSchrader** aufgebaut, die von Accenture beherrscht wird. Diesen Fall verfolgen wir schon länger, denn Accenture hatte in der damaligen Angebotsunterlage relativ deutlich formuliert, das beherrschte Unternehmen in drei Phasen mehr und mehr integrieren zu wollen. Wir erachteten daher die Möglichkeit eines zukünftigen neuen Angebots, um weitere Stücke zu erwerben als realistisch an. Nun hat Accenture ein Delisting für die Aktie angekündigt, was mit einem Delisting-Angebot einhergeht. Dieses liegt bei 12,80 Euro und ist ein Indiz dafür, welchen Preis Accenture bereit ist zu bezahlen. Wir gehen davon aus, dass Accenture nur wenige Stücke angedient bekommt und fortfolgend gezwungen sein wird, über ein höheres Angebot nachzudenken. In der Zwischenzeit macht sich eine Besonderheit positiv bemerkbar, die generell nur selten beachtet wird. Der Preis, zu dem Minderheitsaktionäre ihre Aktien während des Spruchverfahrens andienen können, wird grundsätzlich mit 5% über dem Basiszins verzinst. Dagegen werden allerdings die jährlichen Ausgleichszahlungen (Dividenden) gerechnet, wodurch in vielen Fällen keine oder nur eine geringe Anpassung erfolgt. Diese ist aber im Fall von SinnerSchrader recht gering (0,23 Euro), wodurch der Andienungspreis, der den oben beschriebenen Floor darstellt, kontinuierlich

steigt. Das Verlustrisiko ist also schon heute kleiner als es auf den ersten Blick erscheint und sollte unseren Berechnungen nach zum Ende der minimalen Laufzeit des Beherrschungsvertrags von fünf Jahren nahe der zuletzt gezahlten Preise liegen.

Fazit

Der Rückblick auf das 2. Quartal fällt gemischt aus. Einem auch für den Fonds starken April folgte ein etwas turbulenter Mai. Die verschiedenen Fondsbausteine, die zuvor durchgeführten Gewinnmitnahmen und der Aufbau einer größeren Absicherung wirkten dämpfend. Im Juni erholten sich die Märkte wiederum im Zuge der lockeren Notenbankkommunikation. In dieser Zeit verhielten sich die Titel des Portfolios fast durchgehend stabil, ohne größere Bewegungen. Dies führte zu einer lediglich leicht positiven Performance des Fonds im Juni. Die Betrachtung der Fondspreisentwicklung auf Monatsbasis, ob April oder Juni, macht aus unserer Sicht aber generell nur wenig Sinn. Auch einzelnen Quartale stellen einen sehr kurzen Betrachtungszeitraum dar. Gerade in einer Zeit immer kurzfristiger orientierter Marktteilnehmer macht das Investieren auf Sicht von mehreren Jahren mit langfristigem Horizont viel Sinn. Damit kann zwar eine teilweise höhere Volatilität einhergehen, doch gerade in diesem weit-sichtigen Handeln sehen wir einen Wettbewerbsvorteil als opportunistischer und aktiver Investor.

Positiv erachten wir die zuletzt wieder zunehmende Aktivität der Unternehmen, sei es im Bereich Übernahmesituationen oder auch Strukturmaßnahmen. Hieraus ergeben sich viele spannende Opportunitäten, meist mit marktunabhängigem Charakter, die der Fonds nutzt.

Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen

Der Fonds ist aktuell leicht defensiv bis ausgewogen positioniert, die Netto-Aktienquote liegt bei ca. 43%

Bereits zu Beginn des Berichts haben wir dargelegt, warum der Fonds zuletzt erstmals in Gold (Xetra-Gold) investiert hat. Diese Komponente ist aus unserer Sicht im aktuellen Umfeld ein wichtiges Element. Die Quote, die Ende Juni 2019 bei ca. 5% und aktuell (12. Juli 2019) bei rund 6% liegt, könnte auch noch leicht erhöht werden.

Nach vorne blickend erwarten wir weiterhin volatilere und sensiblere Märkte. Die bald startende Berichtssaison könnte bei positiven und vor allem auch negativen Überraschungen zu stärkeren Kursreaktionen führen. Hieraus könnten sich Opportunitäten ergeben, gleichzeitig gilt es negative Überraschungen bei den eigenen Investitionen nach Möglichkeit zu antizipieren – sofern möglich. Auch hier spielt Gold eine Rolle. Sollten Unternehmen beispielsweise durch (Kosten-)Inflation getroffen werden, wäre dies als positiv für Gold anzusehen.

Im Fokus werden wohl die nächsten Zentralbankentscheidungen in Verbindung mit der jeweiligen Kommunikation sein. Während die Wirtschaftsdaten zuletzt weiterhin eher schwach erscheinen sollte der Hebel von deutlichen Zinssenkungen, primär der FED, nicht unterschätzt werden. In dieser Hinsicht ist aus unserer Sicht also aktuell für den Markt weder extremer Pessimismus noch übertriebener Optimismus angesagt. Hinzu kommt das nun seit mehr als einem Jahr andauernde Thema des Handelsstreits. Eine baldige Lösung, aber auch eine weitere Eskalation, kann nicht ausgeschlossen werden.

Wir sehen gerade in diesem Umfeld neben Gold den Baustein von Aktien mit Anleihecharakter als sehr guten Weg, um ohne zu große Risiken bzgl. der generellen Marktentwicklung einzugehen, dennoch spannende Renditen generieren zu können. Die Netto-Aktienquote liegt aktuell bei ca. 43% und setzt sich aus ca. 50% Aktienquote und -7% Euro Stoxx 50 Future zusammen.

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: Übernahmesituationen in Deutschland – First Sensor, Axel Springer, Osram, Metro

Zusammenfassung: Zuletzt gab es in Deutschland wieder einige Übernahmeangebote. Bei First Sensor sehen wir gute Chancen auf einen Beherrschungsvertrag, weshalb wir die Aktie interessant finden. Auch bei Axel Springer könnte dies eintreten, allerdings erscheint dies eher unwahrscheinlich. Dennoch ist die Aktie aktuell interessant. Osram erachten wir als riskant, denn sollte die Übernahme scheitern wäre das Verlustpotential wohl hoch. Am vielleicht schwierigsten zu beurteilen ist für uns aktuell Metro, denn wir sind uns nicht sicher ob hier überhaupt ein erfolgreicher Abschluss des Angebots beabsichtigt wird. Daher ist der Fonds hier aktuell nicht investiert.

Mit einem Fokus auf Übernahmesituationen und (sich teilweise daraus ergebenden) Strukturmaßnahmen sind Fälle wie zuletzt First Sensor, Axel Springer, Osram und Metro für den Fonds erfreuliche Events. Um Ihnen zu ermöglichen unsere Gedankengänge in solchen Situationen nachzuvollziehen möchten wir diese vier Situationen in Kürze darstellen.

First Sensor stellt insofern eine Besonderheit dar, als dass das Angebot keiner Mindestannahmeschwelle unterliegt. Hieran scheiterten zuletzt vermehrt Deals in Deutschland

First Sensor: First Sensor stellt aus zwei Aspekten ein spannendes Investment dar. Zum einen ist das Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von aktuell knapp 300 Mio. Euro eher klein und somit unter dem Radar vieler Marktteilnehmer. Zum anderen haben die aktuellen Großaktionäre sich bereits dazu verpflichtet ihre Stücke an das übernehmende Unternehmen, TE Connectivity, anzudienen. Hierdurch erreicht TE Connectivity bereits einen Anteil von über 67%, der in der Regel ausreicht um die benötigten 75% der Stimmrechte auf der Hauptversammlung zum Abschluss eines beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zu erreichen. Daher untersteht das Angebot auch keiner Mindestannahmeschwelle, an der Übernahmen in Deutschland zuletzt vermehrt gescheitert sind. Das Risiko liegt also primär in den erforderlichen Freigaben verschiedener Behörden. Dieses Risiko erscheint eher klein. Zum einen ist in der Angebotsunterlage keine Notwendigkeit einer Freigabe aus China genannt, die zuletzt teils zu Schwierigkeiten führen konnte. Zum anderen bedarf es zwar neben fusionsrechtlichen Freigaben auch außenwirtschaftliche Freigaben, die in der Regel länger dauern. Wir erkennen aktuell aber nur wenig Gründe dafür, dass diese nicht erteilt werden. Weiterhin erklärte das Management von First Sensor in einem Interview, dass es mehrere Interessenten für das Unternehmen gab. Selbst im Falle eines Scheiterns der Übernahme sollte First Sensor daher potentiell ein Übernahmeziel bleiben.

Aufgrund der hohen Wahrscheinlichkeit eines zukünftigen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, der weiteres Kurspotential bedeuten würde, hat der Fonds eine erste Position in First Sensor aufgebaut. Mit weiterer Klarheit im Prozess bzgl. der erforderlichen Freigaben (und damit sinkendem Risiko) könnte diese Position noch ausgebaut werden.

Auch Axel Springer stellt eine interessante und abnormale Situation dar, deren Ausgang aber noch etwas unklar ist

Axel Springer: Auch die Situation um Axel Springer ist speziell. Hier gab es eine Vereinbarung zwischen Großaktionärin Friede Springer und der Private Equity Gesellschaft KKR, wie das Unternehmen für die Zukunft ausgerichtet werden soll. Im Rahmen dessen entschloss sich KKR zu einem Übernahmeangebot. Dieses liegt mit 63 Euro auf einem recht hohen Niveau und unterliegt einer Mindestannahmequote von 20%. Dies klingt auf den ersten Blick niedrig, aber aufgrund des geringen Streubesitz handelt es sich effektiv um eine deutlich höhere Schwelle. Kartellrechtliche Risiken sind in diesem Fall eher gering, so dass sich primär die Frage stellt, ob die Annahmequote erreicht wird – und ob dann überhaupt Strukturmaßnahmen, wie ein Squeeze-Out, folgen. Denn im Gegensatz zu klassischen Übernahmen hat man in diesem Fall mit Frau Springer und KKR zwei Großaktionäre. Der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrags scheint daher eher unwahrscheinlich. KKR hat allerdings in der Angebotsunterlage kommuniziert im Falle eines erfolgreichen Abschlusses ein Delisting in Betracht zu ziehen. Auffällig war zudem, dass KKR und auch Axel Springer in der Kommunikation stets vermieden Themen wie Beherrschungsvertrag und Squeeze-Out anzusprechen. Wir gehen davon aus, dass, um die Ziele der Großaktionäre zu erreichen, ein Squeeze-Out der präferierte Weg wäre, ähnlich wie zuletzt im Fall GfK. Dies würde weiteres Kurspotential bedeuten. Der Fonds hat daher auch hier eine erste Position aufgebaut. Entscheidend für das Kurspotential werden die Andienungsquoten sein. Je nach Verlauf könnte die Position daher ausgebaut, aber auch verkauft oder angedient werden.

Im Fall von Osram erachten wir die Risiken aktuell zu hoch, um eine signifikante Position aufzubauen

Osram: Lange war spekuliert worden, ob die Private Equity Investoren Bain und Carlyle ein Übernahmeangebot für Osram abgeben werden. Osram hatte zuletzt mit mehreren negativen Meldungen für Aufsehen gesorgt, was den Kurs der Aktie trotz Übernahmespekulation mehr und mehr drückte. Nun aber haben sich die Private Equity Investoren zu einem Angebot entschlossen und bieten 35 Euro pro Aktie. Sie möchten nach aktuellem Stand 70% der Aktien angedient bekommen, sonst scheidert das Angebot. Zunächst klingt 70% nach einer typischen Quote für ein Unternehmen, das einen Beherrschungsvertrag beabsichtigt. Wir gehen davon aus, dass dies auch Ziel wäre. Dies würde eine spannende Situation darstellen, denn in einem Spruchverfahren könnte ein deutlich höherer Wert für Osram ermittelt werden. Noch sind wir hiervon aber weit entfernt, denn die Schwelle von 70% erscheint uns sehr ambitioniert. Zum einen wird es, siehe Stada, eine Reihe von Investoren geben, die auf eine Strukturmaßnahme wetten und ihre Aktien nicht andienen. Zum anderen aber gibt es viele Investoren, die die Aktien zu deutlich höheren Preisen eingekauft hatten. Nicht zuletzt ist auch Osram davon betroffen, dass Indexfonds einen gewissen Anteil halten und zunächst ihre Stücke nicht andienen können. Das Risiko, dass die Aktie von Osram fällt sollte die Übernahme scheitern, erachten wir als signifikant. Denn dann wären vermutlich zunächst auch die Übernahmespekulationen beendet. Daher ist die Situation aus unserer Sicht aktuell zu riskant für ein signifikantes Investment. Wir beobachten den Fall aber eng und sollte sich abzeichnen, dass die Übernahme erfolgreich ist, so könnte sich ein interessantes Investment ergeben.

Metro ist ein schwieriger Fall: Wir sind nicht sicher, ob der Erfolg des Angebots überhaupt beabsichtigt wird

Metro: Der vielleicht am schwierigsten zu beurteilende Fall ist Metro. Nicht nur aus fundamentaler Sicht ist das Unternehmen schwer zu beurteilen. Es verfügt definitiv über viel Potential, fraglich ist für uns allerdings wie (und wer) dieses abrufen kann. Nun aber befindet es sich in einer komplexen Situation. Daniel Křetínský und Patrik Tkáč hatten zuletzt Aktien der Metro gekauft und halten aktuell rund 17,5% der Aktien. Per Pressemitteilung gaben sie nun bekannt, dass sie beabsichtigen ein Übernahmeangebot für Metro Aktien abzugeben, mit dem Ziel einen Beherrschungsvertrag abzuschließen. Wie man aus der letzten Vergangenheit weiß lockt dies viele Investoren an, die dann auf einen solchen spekulieren und ihre Aktien nicht andienen. Es erschien uns daher etwas komisch, dass dies so offensiv kommuniziert wurde. Mittlerweile wurde auch die Angebotsunterlage veröffentlicht, und eine Annahemequote von 67,5% bestimmt. Diese würde vermutlich für einen Beherrschungsvertrag reichen (es wird eine Mehrheit von 75% auf der Hauptversammlung benötigt. In der Regel reichen allerdings etwas weniger Stimmrechte aufgrund der nicht vollständigen Anwesenheit der Aktionäre auf der Hauptversammlung), erscheint aber schwierig zu erreichen. Zum einen gibt es wohl viele Investoren, die Metro einen deutlich höheren Wert zurechnen. Zum anderen gibt es weitere Großaktionäre, wie die Otto Beisheim Stiftung und Meridian Stiftung, die laut Zeitungsberichten dazu tendieren, das Angebot nicht anzunehmen (zusammen knapp 21%). Überrascht hat uns nun, dass Großaktionär Haniel sich auf einen Deal eingelassen hat, den wir wie folgt verstehen: Haniel dient ihre ca. 15% Aktien im Rahmen des Angebots an. Sollte das Angebot erfolgreich sein, so würden diese Aktien also an Daniel Křetínský und Patrik Tkáč übergehen. Sollte das Angebot nicht erfolgreich sein, so hätten die beiden die Option die Aktien Haniel knapp 10% günstiger (14,50 Euro statt 16 Euro, Amended H-Option Agreement) abzukaufen. Dabei könnten zunächst nur so viele Aktien gekauft werden, dass die Schwelle von 30% gerade eingehalten (nicht überschritten) wird, und somit kein Pflichtangebot abgegeben werden müsste. Wir vermuten daher, dass möglicherweise gar nicht die Absicht besteht mit dem Angebot erfolgreich zu sein, oder aber dieses opportunistisch gemacht wurde und viel mehr auf diesem Wege der Anteil relativ günstig auf knapp 30% aufgebaut werden könnte. Aus diesem Grund beobachten wir die Situation aktuell, der Fonds hat aber bisher keine Position aufgebaut.

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 12.07.2019

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.