

4. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.10.2017-31.12.2017

Köln, 06. Januar 2018

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

Die Allokation am 31.12.2017, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	73%	Deutschland:	34%
<i>davon Aktien mit Anleihecharakter:</i>	25%	Restl. Europa:	31%
Anleihen:	19%	Nordamerika:	25%
<i>davon Hybridanleihen:</i>	3%	Asien:	0%
<i>davon Wandelanleihen:</i>	7%	Sonstiges:	1%
<i>davon Senior Anleihen:</i>	9%	Kasse:	9%
Kasse:	9%		
Derivate:	0%		

Stand: 31.12.2017, Quelle: Axxion S.A.

Mit dem Jahr 2017 geht das erste volle Jahr für den Fonds zu Ende. Zunächst möchten wir kurz auf dieses zurückblicken. Insgesamt war es sicherlich ein gutes Börsenjahr, geprägt von Phasen mit geringer Volatilität, sowie Phasen, die zumindest etwas schwankungsreicher waren (wenngleich im historischen Vergleich noch immer als ruhige Phasen einzuordnen). Auslöser für Volatilität, im positiven wie negativen Sinne, waren oft politischer Natur: Die Wahl von Präsident Trump in den USA, Wahlergebnisse in Europa oder auch die Konflikte um Nordkorea und andere Krisengebiete. Hinzu kamen richtungsweisende Entscheidungen der Notenbanken, bzw. die Frage inwiefern diese den Erwartungen der Märkte entsprechen würden. Damit einher gingen auch Zins- und Währungsschwankungen. Während es an den Zinsmärkten letztlich noch relativ ruhig zugeht schwankte gerade das Währungspaar Euro/US Dollar doch etwas mehr in eine Richtung als mancher vielleicht erwartet hätte. Beschlossen wurde das Jahr dann mehr oder weniger mit der Steuerreform in den USA, deren Auswirkungen sehr vielseitig werden können. Während in erster Ableitung vermutlich zunächst höhere Unternehmensgewinne zu erwarten sind darf man potentielle inflationäre Auswirkungen nicht unterschätzen. Unabhängig von der Gemengelage an den Märkten fanden wir das ganze Jahr über immer wieder spannende Investmentmöglichkeiten. Über die Entwicklungen rund um Stada, United Internet, Diebold Nixdorf, NXP, Inmarsat, Nomad Foods und SGL Carbon hatten wir bereits berichtet. Es gab daneben aber eine Vielzahl weiter interessanter Opportunitäten, wie die Bellevue Group, die das Portfolio der erfolgreichen Beteiligungsgesellschaft *BB Biotech* verwaltet und im Vergleich zu den daraus resultierenden Erträgen äußerst günstig bewertet war. Günstig bewertet erschien uns auch der IPO von JOST Werke. Die Entwicklungen rund um PNE Wind (hier erfolgte der Einstieg eines aktivistischen Investors und eine teilweise Neuausrichtung der Firma) verfolgen wir ebenso aktiv wie die angestrebte Übernahme von Time Warner durch AT&T in den USA und den geplanten Zusammenschluss von Linde und Praxair, der zu einem Squeeze-Out der Linde-Altaktionäre führen könnte. Aus solchen Entwicklungen können sich, wie im Fall von PNE Wind und Time Warner, auch interessante Investmentmöglichkeiten im Fremdkapitalbereich ergeben. Auch in anderen Nischen, wie z.B. bei Beherrschungsverträgen, gab

es interessante Entwicklungen. Beispielsweise McKesson Europe (ehemals Celesio): Der BGH hatte hier durch Ablehnung der Revision eines OLG-Urteils entschieden, dass bei einer öffentlichen Übernahme die Inhaber einer Wandelschuldverschreibung nicht bessergestellt werden dürfen als die regulären Aktionäre. Dies sind nur einige Beispiele, die uns im Jahr 2017 begleitet hatten.

Aus unserer Sicht entscheidend darüber, ob ein individuelles Investment sinnvoll ist oder nicht, ist der Preis im Verhältnis zum fairen Wert in Verbindung mit dem potentiellen Verlustrisiko. Zudem wichtig sind uns dabei auch abzusehende Events, bzw. konkrete Werttreiber, die zu einer Neubewertung führen. Unser Ziel ist es Chancen zu finden, die eine attraktive Rendite versprechen, gleichzeitig aber ein begrenztes Verlustrisiko aufweisen. Sicherlich finden sich solche Investments zu Zeiten eher hoher Aktienbewertungen und tiefer Zinsen nicht in der Vielzahl wie es zu anderen Phasen der Fall war. Aber immer wieder, und letztlich unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung, ergeben sich in vielen Nischenbereichen spannende Opportunitäten. Das zeigte auch das Jahr 2017, und es wird weiterhin unser Ansporn und unsere Leidenschaft sein, diese zu identifizieren und dann im Portfoliokontext und unter Berücksichtigung exogener Risiken zu gewichten. Wir sind der Meinung, dass gerade in der aktuellen Marktphase eine Diversifikation der Renditetreiber und Risikoquellen entscheidend ist. Dies erfordert keine Streuung auf unverhältnismäßig viele Einzeltitel, denn das Risikomanagement beginnt damit die Risiken der Einzelinvestments zu kennen und im Kontext des Portfolios zu begrenzen.

Nicht verschweigen wollen wir, dass es auch in diesem Jahr Investments gab die sich nicht wie erwartet entwickelten. Das muss nicht immer negativ sein, denn es gab auch Situationen in denen ein Event zu einer unerwartet positiven Kursreaktion geführt hat. Allerdings sind auch manche Werttreiber (noch) nicht eingetreten, haben nicht die erwartete Kursentwicklung herbeigeführt oder wurden durch eine nicht vorhergesehene Entwicklung überlagert. Und so konnten wir dieses Jahr, wie es auch in all den kommenden Jahren der Fall sein wird, die eine oder andere wichtige Erkenntnis für die Zukunft für uns ableiten.

Auch 2018 wird es viele spannende Situationen geben, und wir werden unser Bestes dafür geben diese auch weiterhin für den Fonds zu finden.

Auch in diesem Quartalsbericht möchten wir Ihnen zwei Investmentbeispiele vorstellen: Die Wandelanleihe der **General Cable Corp.** sowie die Aktie der **Porsche SE** als Holdinggesellschaft für Volkswagen Stammaktien.

Des Öfteren werden wir gefragt, wie unsere Ideen entstehen. Der Prozess ist sehr unterschiedlich und vielseitig und basiert in erster Linie auf vielem Lesen, Austausch und Unternehmensmeetings, in Verbindung mit Neugier und Querdenken. Am Beispiel der Wandelanleihe von **General Cable** wollen wir dies skizzieren.

Am 04. Dezember lief die Meldung über den Bloomberg Ticker, dass das Unternehmen durch den Konkurrenten Prysmian übernommen werden soll. Eine solche Übernahme-situation birgt viele Chancen, aber auch Risiken. In der Regel ist der Übernahmepreis bekannt (hier: 30 USD pro Aktie) und die Einschätzung der regulatorischen Risiken essentiell wichtig. Die Aktie handelt bei relativ sicheren Deals meist mit einem leichten Abschlag zum Angebot (als Verzinsung bis zum Abschluss der Übernahme). Spekuliert der Markt auf ein konkurrierendes Angebot, so kann der Preis auch über den gebotenen Preis steigen. Oft ist dieser Prozess aber recht effizient und Opportunitäten ergeben sich dann durch eine grundsätzlich falsche Einschätzung des Marktes, z.B. bzgl. der regulatorischen Risiken oder des evtl. über die Zeit gestiegenen fundamentalen Wertes eines Übernahmeziels (wie unserer Meinung nach unter anderem bei NXP Semiconductors der Fall). Etwas weniger effizient reagieren aber oft speziellere Wertpapiere, wie Wandelanleihen. Es kann also durchaus interessant sein zunächst zu überprüfen, ob das Übernahmeziel eine Anleihe oder Wandelanleihe ausstehen hat. Im Fall von General Cable ist dies der Fall (4,5% Kupon, Laufzeit bis 2029).

Wichtig ist es nun möglichst schnell alle Fakten zusammenzutragen um dann zu berechnen, welche Implikation die Übernahme für die Wandelanleihe hat. Die Wandelanleihe an sich hatten wir in unseren vorherigen Quartalsberichten bereits vorgestellt – sie bietet in aller Regel eine laufende Rendite durch den Kupon und gleichzeitig die Möglichkeit der Wandlung in Aktien eines Unternehmens. Wie viele Aktien der Investor für eine Wandelanleihe erhält wird bei Emission im Prospekt festgelegt (meist definiert als Wandlungspreis). Auch festgelegt wird darin, was z.B. bei Dividendenzahlungen und im Falle einer Übernahme passiert. Für den Fall einer Übernahme hält das Prospekt dieser Wandelanleihe bzgl. der Anpassung des Wandlungspreises folgende Tabelle bereit:

Date	Stock Price																
	\$30.00	\$34.50	\$37.50	\$39.00	\$43.50	\$48.00	\$52.50	\$60.00	\$67.50	\$75.00	\$90.00	\$105.00	\$120.00	\$135.00	\$150.00	\$180.00	\$210.00
Settlement Date	6.1224	6.1224	6.1224	6.1224	5.4769	4.8898	4.4061	3.7672	3.2723	2.8788	2.2930	1.8777	1.5688	1.2303	1.1413	0.8618	0.6667
November 15, 2010	6.1224	6.1224	5.9988	5.7344	5.0568	4.5131	4.0647	3.4737	3.0171	2.6540	2.1138	1.7309	1.4458	1.2257	1.0510	0.7925	0.6117
November 15, 2011	6.1224	6.1144	5.5522	5.3078	4.6748	4.1695	3.7527	3.2053	2.7835	2.4481	1.9500	1.5970	1.3340	1.1308	0.9693	0.7298	0.5619
November 15, 2012	6.1224	5.6589	5.1305	4.9000	4.3091	3.8377	3.4520	2.9471	2.5566	2.2486	1.7912	1.4674	1.2261	1.0395	0.8910	0.6704	0.5153
November 15, 2013	6.1224	5.1995	4.7020	4.4941	3.9402	3.5025	3.1470	2.6828	2.3270	2.0471	1.6326	1.3398	1.1217	0.9529	0.8185	0.6184	0.4774
November 15, 2014	6.1224	4.7133	4.2434	4.0511	3.5392	3.1368	2.8131	2.3926	2.0737	1.8241	1.4567	1.1980	1.0055	0.8566	0.7378	0.5606	0.4351
November 15, 2015	6.1224	4.1654	3.7304	3.5479	3.0796	2.7144	2.4259	2.0537	1.7747	1.5592	1.2445	1.0243	0.8610	0.7346	0.6338	0.4831	0.3760
November 15, 2016	6.1224	3.5856	3.1684	2.9889	2.5602	2.2319	1.9804	1.6611	1.4276	1.2503	0.9958	0.8197	0.6896	0.5890	0.5087	0.3884	0.3027
November 15, 2017	6.1224	2.9411	2.5441	2.3618	1.9729	1.6786	1.4634	1.2059	1.0247	0.8918	0.7073	0.5822	0.4901	0.4189	0.3620	0.2768	0.2160
November 15, 2018	6.1224	2.2461	1.8531	1.6667	1.2996	1.0292	0.8423	0.6585	0.5445	0.4671	0.3690	0.3033	0.2546	0.2168	0.1865	0.1412	0.1088
November 15, 2019	6.1224	1.6714	1.2799	1.1111	0.6591	0.3264	0.0938	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
November 15, 2024	6.1224	2.0690	1.5454	1.3217	0.7675	0.3740	0.1090	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
November 15, 2029	6.1224	1.7746	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Quelle: Form 424B3 – SEC Filing von General Cable am 15.12.2009

Hiermit lässt sich berechnen, welche Anpassung im Falle einer Übernahme zu einem bestimmten Preis und an einem bestimmten Tag vorzunehmen ist. Die Berechnung wird allerdings in diesem Fall etwas komplizierter: Ebenfalls Anpassungen gibt es für Dividenden – und das bereits seit 2009. Nun hat sich nicht nur der Wandlungspreis selbst seit 2009 durch Dividenden verändert, sondern auch sämtliche Werte der obigen Tabelle – sowohl der relevante Aktienkurs in der obersten Zeile, als auch jeglicher Wert in der Tabelle. Der Investor muss also zunächst den aktuellen Wandlungspreis ermitteln (in der Regel wird dieser in Bloomberg vorgehalten), die Tabelle neu berechnen und dann eine Schätzung für den Tag der Übernahme haben (ergibt sich in vielen Fällen aus den Pressemitteilungen zur Übernahme). Unserer Meinung nach wurde dies zwar auch von einigen Investoren zumindest grob gemacht, so dass die Wandelanleihe relativ schnell nach oben gesprungen ist. Vergessen wurde dabei aber, dass General Cable bis zur Übernahme noch 2-3 Dividenden zahlen wird. Die Tabelle muss also auch nach vorne blickend und basierend auf zu erwartenden Dividendenzahlungen angepasst werden. Auch die Information, ob und in welchem Umfang noch Dividenden gezahlt werden dürfen ist dementsprechend von Bedeutung und muss ermittelt werden. Dadurch ergab sich nach unseren Berechnungen ein interessantes Chancen-/Risikoprofil mit einer potentiellen Rendite von 8-9% (annualisiert).

Aufgrund der Komplexität der Vorgehensweise ist nachvollziehbar, dass es hier durchaus zu Ineffizienzen kommen konnte. Diese ergeben sich weniger aufgrund der allgemeineren Marktentwicklung, so dass man davon ausgehen kann, dass solche Opportunitäten in jeder Marktphase vorkommen. Hat man die Berechnungen gemacht und verifiziert, die Übernahmewahrscheinlichkeit kalkuliert und ein Gefühl für das Verlustrisiko im Falle eines Scheiterns, so ergibt sich hieraus ein potentielles neues Investment. Wir sind der Meinung, dass der Markt in dieser Situation eine Ineffizienz aufwies und die Wandelanleihe ein spannendes Investment war und nach wie vor ist.

Im Jahr 2008 spielte sich an der deutschen Börse ein wohl für viele unvergessliches Ereignis ab: innerhalb kürzester Zeit entwickelte sich Volkswagen zum am wertvollsten bewerteten Unternehmen der Welt. Hintergrund war der Übernahmever such durch **Porsche**. Porsche hatte bereits im Jahr 2005 eine Beteiligung in Höhe von ca. 20% der Stammaktien an Volkswagen bekanntgegeben, 2007 lag der Anteil bei 31%. Gleichzeitig wurde eine Holdingstruktur eingeführt, in der die Porsche Holding (Porsche SE) unter anderem den Anteil an Volkswagen hielt. Im Oktober 2008 meldete Porsche dann über 42% Anteil in Verbindung mit Optionsgeschäften, die die Möglichkeit auf weitere ca. 31% boten. Das Land Niedersachsen hielt nach wie vor 20% der Aktien, so dass nur ungefähr 6-7% der Volkswagen Stammaktien unter Abzug der durch die Optionen kaufbaren Aktien übrigbleiben. Leerverkäufer hatten aber rund 12% der Aktien geliehen und verkauft – und mussten ihre Bestände nun zu immer höheren Preisen zurückkaufen. Es entstand ein sogenannter Short-Squeeze. Viele der Hedge-Fonds, die auf fallende Volkswagen Kurse gewettet hatten, erlitten hohe Verluste (die Aktie erreichte Kurse von über 1000 Euro).

Im Januar 2009 gab Porsche dann bekannt über 50% der Volkswagen-Stammaktien direkt zu halten. Allerdings gab es in der Folgezeit Probleme mit den Bankkrediten zur Finanzierung der Übernahme, so dass Porsche die Pläne zur Übernahme letztlich aufgab. Stattdessen sollte nun ein integrierter Automobilkonzern unter Führung von Volkswagen geschaffen werden. Hierzu beteiligte sich Volkswagen wiederum an Porsche, zudem war für 2011 eine Verschmelzung von Porsche und Volkswagen geplant. Allerdings hatten einige Hedge-Fonds und Investoren Klage gegen Porsche eingereicht, mit dem Vorwurf einer „künstlich und bewussten“ Verknappung des Marktes (denn eine Übernahmeabsicht hatte Porsche zunächst verneint gehabt). Aufgrund der latenten Risiken von Schadenersatzansprüchen wurde die Verschmelzung bisher nicht durchgeführt. Nach einer weiteren Transaktion im Jahr 2012 hält die Porsche SE aktuell 52,20% der Volkswagen Stammaktien, das operative Porsche Geschäft wiederum ist Teil des Volkswagen Konzerns.

Soviel zur Historie der Porsche SE. Bevor wir uns nun dem aktuellen Geschehen widmen noch ein Hinweis zur Aktionärsstruktur der Porsche SE selbst: Auch hier gibt es Stamm- und Vorzugsaktien. Erstere sind in Besitz der Familien Porsche und Piëch. Die Vorzugsaktien dagegen werden an der Börse gehandelt.

Für die Bewertung der Porsche SE Holding sind mehrere Faktoren entscheidend. An erster Stelle steht natürlich der Wert der in der Holding gehaltenen Vermögenswerte: Volkswagen Stammaktien, Nettokasse (in der Holding gehaltene Kasse abzüglich Verbindlichkeiten), sowie weitere Beteiligungen (zum Kaufzeitpunkt handelte es sich hierbei in erster Linie um eine Beteiligung am Entwicklungsdienstleister Bertrandt, ebenfalls börsennotiert). Weiterhin muss man bedenken, dass der Vorzugsaktionär über kein Stimmrecht verfügt und es sich bei einer Holding um eine Gesellschaft ohne operative Assets handelt, die zudem Kosten auf Holdingebene verursacht. In der Regel ist aus diesen Gründen ein Abschlag auf den reinen Wert der Vermögensgegenstände vorzunehmen. Zudem muss man die potentiellen Schadensansprüche gegen die Porsche SE einkalkulieren. Für die maximale Höhe der Ansprüche kalkulieren wir basierend auf den laufenden Klageverfahren ca. 5 Mrd. Euro ein.

Berechnete man Ende 2016 / Anfang 2017 den Wert der Vermögensgegenstände in der Holding und zog hiervon die maximalen Schadenersatzansprüche ab, so verblieb nach unseren Berechnungen dennoch ein Kurspotential von über 27%, bzw. über 59% sollte es zu keinen Strafzahlungen kommen. Somit erschien uns der implizierte Holdingabschlag selbst in einem negativen Szenario mehr als eingepreist. Neuigkeiten zum Stand der Verfahren hatten wir die letzten Jahre immer wieder verfolgt, so dass wir zu der Einschätzung kamen, dass die Durchsetzung von Schadenersatzansprüchen sehr schwierig sein wird und die hieraus entstehenden potentiellen Kosten zumindest deutlich unter den veranschlagten ca. 5 Mrd. Euro liegen sollten. Wir sahen für die Holding selbst daher den konkreten Werttreiber weiterer Ergebnisse aus den Gerichtsverfahren, welche die Wahrscheinlichkeit einer Strafzahlung weiter senken sollten. Dies würde dabei gleichzeitig die Wahrscheinlichkeit einer potentiellen Verschmelzung der Porsche SE mit Volkswagen erhöhen (im Falle einer Verschmelzung würde sich der komplette Discount aufheben). Weiteres Kurspotential sahen wir aber auch im Status Quo durch eine Normalisierung des Abschlags an sich.

Allerdings gab es noch eine zweite, spannende Komponente: Die Volkswagen Aktie selbst. Denn wenn alle Faktoren rund um die Bewertung der Porsche SE gleichbleiben, würde sich der Wert durch Kursbewegungen der Volkswagen Aktie entsprechend bewegen.

Die Volkswagen Aktie erschien uns in diesem Zeitraum ebenfalls günstig. Nach wie vor bestand Unsicherheit bezüglich Strafzahlungen, es zeichnete sich aber eine (für Volkswagen aus unserer Sicht als positiv zu wertende) Klärung in den USA ab. Auch hier erschien der implizite Abschlag aufgrund dieser Risiken tendenziell hoch. Der Druck, der auf den Volkswagen Konzern entstand, hatte aber auch potentiell positive Auswirkungen. Es war unserer Meinung nach nun möglich die Restrukturierung der Marke Volkswagen anzugehen. Diese weist chronisch schwache Margen auf, was unter anderem auf die Macht der Gewerkschaften und die hohen und wenig effizienten Forschungsausgaben zurückzuführen ist. Verglich man das Absatzwachstum mit dem Anstieg der Lohn- und Investitionskosten im Zeitraum 2011-2015 bei der Marke Volkswagen ergab sich ein fast schon absurdes Bild (Auslieferungen ex China JV ca. +6%, Lohnkosten ca. +50%, Investitionskosten ca. +85%). Durch eine möglicherweise bessere Verhandlungsposition gegenüber den Gewerkschaften, sinkende Fertigungskosten durch den modularen Querbaukasten und effizientere Forschung & Entwicklung ergab sich ein nachvollziehbares Margenpotential.

Bei der Bewertung von Volkswagen nicht vergessen darf man auch die anderen Marken im Konzern. Neben der LKW-Sparte sind hier vor allem die Marken Porsche und Audi zu nennen. Einer Analystenstudie von J.P. Morgan aus dem Jahr 2016 zufolge machte die Marke Volkswagen am Wert des Unternehmens nur 22% aus (Anteil am Wert pro Aktie). Wir sahen dies ähnlich. Durch den hohen Gewinnanteil am Gesamtgewinn von Porsche und Audi interpretierten wir Volkswagen nicht nur als Massenproduzent, sondern auch als Luxusmarkenhersteller. Hätte man zum Beispiel für Porsche eine vergleichbare Bewertung wie die von Ferrari herangezogen, so hätte allein dies nach unseren Berechnungen schon fast dem Wert des ganzen Konzerns entsprochen. Ferrari verfügt durch den Luxuscharakter sicherlich über eine der stabilsten Absatzentwicklung im Automobilbereich und ist weniger von Zyklen betroffen als viele andere Automobilhersteller. Andererseits ist der jährliche Absatz von Neuwagen, und damit das Wachstum ex Preissteigerungen, beschränkt. Zudem sind Assets wie Bentley und Lamborghini im Konzern kaum beachtet und ihnen wird kaum Wert beigemessen. Dabei könnte Lamborghini durch einen neuen SUV bereits den Absatz verdoppeln und damit in die Nähe des Absatzes von Ferrari kommen. Der Wert der Beteiligung an Lamborghini ist also durchaus signifikant, wenn man bedenkt, dass Ferrari aktuell einen Marktwert von über 18 Mrd. Euro aufweist. Im VW Konzern schlummern somit immer noch erhebliche Werte. Wir erwarten zukünftig auch mehr Druck von Aktionären mit der Absicht, diese Werte zu heben (dies betrifft auch die LKW Sparte mit MAN und Scania). Zudem

erscheint uns Volkswagen seit dem Dieselskandal offener und freundlicher gegenüber Investoren eingestellt zu sein.

Zusammenfassend ergab sich aus unserer Sicht eine Investmentmöglichkeit mit vielen konkreten Werttreibern – und damit auch einer Streuung von Risikoquellen: Die Entwicklung der Volkswagen Aktie, die Entwicklung der Schadensersatzansprüche gegen Porsche, sowie des Abschlags der Holding gegenüber ihrem inneren Wert. Diese sollten, wenn auch nicht gänzlich, eine gewisse Unabhängigkeit zueinander haben. Durch den damals unserer Meinung nach sehr hohen Abschlag sahen wir das Kurssteigerungspotential im Vergleich zum Verlustrisiko als sehr attraktiv und asymmetrisch an.

Nachdem der Fonds im Dezember 2016 bereits die erste Position aufgebaut hatte, wurde im Dezember 2017 die Position verkauft. Dies hat mehrere Gründe. Zum einen hat sich mittlerweile die Bewertung von Volkswagen signifikant erhöht. Grund hierfür sind unter anderem die angestrebte und teilweise bereits eingetretene Margenverbesserung (im Rahmen der Strategie 2025 gab es Ende November 2017 ein Update) und mehr Klarheit bzgl. der Strafzahlungen. Zum anderen hatte der zuständige Richter einer Musterklage im Prozess gegen die Porsche SE am ersten Verhandlungstag im Oktober 2017 durchblicken lassen, dass er die veröffentlichten Meldungen von Porsche aus dem Jahr 2008 nicht für grob irreführend hält. Hierdurch hatte sich der Abschlag der Porsche SE Aktie reduziert. Die Aktien bleiben weiterhin interessant, jedoch könnte der starke Euro zunächst das Ergebnis belasten. In der Vergangenheit haben wir des Öfteren beobachtet, dass Markt und Analysten relativ träge dabei sind Veränderungen wie Währungsentwicklungen mit in ihre Erwartungen einfließen zu lassen.

Wir hoffen, dass Ihnen diese Beispiele erneut einen kleinen Einblick in unsere Arbeit gegeben haben. Wir möchten uns an dieser Stelle nochmals herzlich für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen bedanken und hoffen Sie als Investmentpartner noch mit vielen weiteren Quartalsberichten erfreuen zu dürfen. Bei Rückfragen können Sie sich gerne bei uns melden.



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann

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 Werbebezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein 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.