

11. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.07.2019-30.09.2019

Köln, 07. Oktober 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	0,25	-0,07	1,09				10,29

Die Allokation am 30.09.2019, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	68%
davon Aktien mit Anleihecharakter:	18%
Anleihen:	23%
davon Hybridanleihen:	8%
davon Wandelanleihen:	13%
davon Senior Anleihen:	2%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	7%
Kasse:	2%
Derivate:	0%

Deutschland:	41%
Restl. Europa:	34%
Nordamerika:	15%
Asien:	0%
Sonstiges:	1%
Kasse (inkl. Gold):	9%

Stand: 30.09.2019, Quelle: Axxion S.A.

Im Anhang finden Sie eine Übersicht über die aktuell vom Fonds gehaltenen Nachbesserungsrechte, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Volumen von 9.966.784 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 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

Nach wie vor bestimmen (geo-)politische Themen das Marktgeschehen

Gold war im letzten Quartal Profiteur dieses spannungsgeladenen Umfelds

Es gibt keinen Grund den Teufel an die Wand zu malen: Es gibt durchaus auch Hoffnung und wir hielten und halten eine ausgewogene Positionierung für sinnvoll

Der Fonds entwickelte sich – auch gerade dank Spezialsituationen - positiv und stabil

Die Aktie von PNE profitierte zunächst durch die gestiegene gesellschaftliche und politische Aufmerksamkeit für Nachhaltigkeit, dann zusätzlich wegen Gerüchten eines Übernahmeangebotes

Marktumfeld

Auch das dritte Quartal 2019 war, wie von uns für das ganze Jahr erwartet, von einer gewissen Volatilität geprägt. Nach wie vor bestimmen die Themen Handelskonflikt, Zentralbankpolitik und insbesondere in Europa der bevorstehende Brexit die Stimmungslage. Hinzu kamen noch Angelegenheiten wie das Impeachment-Verfahren in den USA und ein Drohnenangriff auf eine Saudi-Arabische Öltraffinerie. Allerdings scheint der Kapitalmarkt auf einzelne Tendenzen und Meldungen in den politischen Streitigkeiten immer weniger deutlich zu reagieren – nicht zuletzt, da einer Verschärfung der Fronten bisher stets ein partielles Zurückrudern folgte. Zuletzt rückten dafür eher Rezessions Sorgen wieder in den Vordergrund, nachdem verschiedene Indikatoren auf eine Abschwächung, auch in den USA, hinweisen. Damit einher geht allerdings auch die Erwartungshaltung einer (weiteren) Lockerung der Zentralbankpolitik. Letztlich ist genau diese Konstellation (wie im letzten Quartalsbericht beschrieben) für uns der Grund gewesen, einen Teil der zuletzt etwas höheren Kasse-Position, die wir in einer solchen Phase aus strategischen Gründen für sinnvoll erachten, lieber in fast ebenso liquides (Xetra-)Gold zu investieren. Sowohl politische und wirtschaftliche Unsicherheit als auch eine auf einer weiteren Lockerung der Notenbankpolitik basierenden globalen Erholung wären grundsätzlich positive Szenarien für Gold, zumal die Opportunitätskosten im Umfeld negativer Zinsen ebenfalls unterstützend wirken. Xetra-Gold konnte im 3. Quartal ca. 8,5% zulegen. Die Gewichtung im Fonds beträgt aktuell knapp 7%.

Auf der anderen Seite sind aber auch teilweise leicht positive Tendenzen globaler wirtschaftlicher Indikatoren zu erkennen und auch der US Arbeitsmarkt zeigt sich bisher noch stark. Wir gehen daher davon aus, dass sich die Gemengelage auch im vierten Quartal wenig verändert und wir weiterhin mit volatilen Phasen rechnen müssen.

Die Positionierung des Fonds hat sich das Quartal über nur geringfügig verändert. Zuletzt hat sich die Netto-Aktienquote des Fonds leicht auf aktuell ca. 50% erhöht, nachdem diese zuvor bei ca. 44% gelegen hatte. Dies ergab sich aus einer Vielzahl an - aus unserer Sicht - aktuell spannender Opportunitäten und einer leichten Zuversicht bzgl. der Marktentwicklung in den kommenden Wochen. Allerdings ist der Fonds in Summe nach wie vor, entsprechend unserer Einschätzung der Lage, eher ausgewogen/defensiv positioniert, so dass sich die Quote in nächster Zeit voraussichtlich nicht erhöht – und je nach Verlauf auch wieder reduzieren könnte. In Summe konnte der Fonds, trotz defensiver Positionierung, in diesem Umfeld eine relativ stabile und positive Entwicklung verzeichnen. Maßgeblich dazu beigetragen hat, wie schon im gesamten Jahr, der Portfolio-Baustein „Aktien mit Anleihecharakter“. Hierauf gehen wir im Verlauf des Berichts noch näher ein.

Wir erwarten in den nächsten Wochen Märkte, die nach wie vor von den Themen Handelskonflikt, Wirtschaftsdaten und Zentralbankpolitik geprägt sind. Einher damit geht auch, dass die Entwicklung sich nur bedingt abschätzen lässt und vermutlich weiterhin volatil bleiben wird. Entsprechend ist der Fonds aktuell weiterhin ausgewogen positioniert. Mehr hierzu können Sie im Abschnitt *Ausblick* erfahren.

Entwicklung im Bereich Aktien – positive Beiträge

Einen signifikant positiven Beitrag im dritten Quartal brachte das Investment bei PNE ein. Der Projektierer für Windenergie (der zuletzt erfolgreich auch weitere Segmente im Bereich nachhaltige Energie erschließen konnte) litt zuletzt unter der schwierigen Marktsituation in Deutschland, die durch ein neues Ausschreibungsverfahren ins Chaos geriet. Im Ergebnis führte dies dazu, dass zuletzt kaum noch (profitable) Projekte in Deutschland durchzuführen waren und es so zu einem „Loch“ im Ausbau von Windenergie kam. Das Unternehmen wurde am Kapitalmarkt vernachlässigt, bzw. gemieden, obwohl es nicht allein vom deutschen Markt abhängig ist, seine Strategie massiv verbessert und ausgeweitet hatte und zudem nach wie vor über eine wertvolle Pipeline an Projekten in Deutschland verfügt, die früher oder später von Bedeutung sein sollte. Denn ohne den Ausbau der Windenergie wird Deutschland seine Klimaziele deutlich verfehlen. Letztlich basiert das Geschäftsmodell von PNE mitunter darauf, unsere Gesellschaft in eine nachhaltigere Umwelt zu überführen. Wir waren der Meinung, dass Unternehmen im Bereich Erneuerbare Energie unter anderem aus diesem Grund wieder zurück in den Fokus der Märkte rücken sollten und erachteten unter anderem PNE als deutlich

Die Aktie von United Internet profitierte von einem Deal zur Streckung der 5G-Lizenzkosten – wir erwarten in der nahen Zukunft weitere, positive Trigger

TUI wurde zuletzt von einigen, primär temporären, Problemen getroffen. Mitunter durch die Pleite von Thomas Cook entwickelte sie sich zuletzt wiederum sehr positiv

Im Zuge eines schwachen Pfundes gab On the Beach eine Gewinnwarnung – das Pfund erholte sich aber wieder deutlich und wir erwarten einen geringeren und per se lediglich temporären Effekt

unterbewertet. Gleichzeitig war das Risiko von dauerhaften Kursverlusten durch die Substanz in der Bilanz (Windparkportfolio) und durch die Pipeline an attraktiven, zukünftigen Projektflächen (beispielsweise aufgrund bereits vereinbarter Pachtverträge) aus unserer Sicht gering. In vorherigen Berichten hatten wir angemerkt, dass das Unternehmen auch für eine Übernahme in Frage kommen könnte. Im Rahmen der Ankündigung eines möglichen Übernahmeangebots konnte die Aktie nun nochmals deutlich zulegen. Der Fonds hat nach dem starken Anstieg der Aktie einen kleinen Teil der Gewinne realisiert, hält aber nach wie vor - in Antizipation mehrerer möglicher Bieter für das Unternehmen und der möglichen Chance auf einen Beherrschungsvertrag oder Squeeze-out - eine signifikante Position.

Ebenfalls positiv entwickeln konnte sich die Aktie von **United Internet**. Dies war primär durch eine Meldung bedingt, wonach 1&1 Drillisch die Kosten für die ersteigerten 5G-Lizenzen über einen Zeitraum bis 2030 hin strecken kann. Im Gegenzug vereinbarten die Netzanbieter eine verbindliche Netzabdeckung. Dies impliziert für 1&1 Drillisch geringere Einmalinvestitionskosten und weniger Kapitalbedarf (und damit auch weniger Zinskosten). Die nächsten Monate werden für United Internet aus mehrerer Hinsicht spannend: Zunächst steht das Ergebnis des Arbitration-Verfahrens aus, in dem die gerechten Kosten für die Nutzung des Telefónica-Netztes bestimmt werden. Dies könnte sehr attraktive Einsparungen im Vergleich zum Status Quo für 1&1 Drillisch bedeuten. Gegen Ende des Jahres, bzw. Anfang 2020 erwarten wir zudem Details zum National Roaming Vertrag und potentiellen Kooperation(en) bzgl. Netzausbau. Im Laufe des Jahres 2020 erwarten wir dann auch wieder mehr Fokus auf den Hosting-Bereich, der in absehbarer Zeit wohl an die Börse gebracht werden kann und dessen Wert aktuell vom Markt unterschätzt wird.

Mit **TUI** entwickelte sich eine weitere Aktie positiv, die zuletzt schwierigere Zeiten durchlebte. Der Fonds hatte Anfang des Jahres eine Position aufgebaut, nach dem die Aktie deutlich unter 10 Euro gefallen war – ein Niveau, das bei einer Dividendenrendite von über 7% und einem einstelligen KGVe unserer Meinung nach mit ausreichender Sicherheitsmarge unter dem fairen Wert des Unternehmens lag. TUI ist heutzutage weit mehr als ein Reisevermittler. Ein sehr großer Teil des Wertes der Firma liegt in den eigenen Kreuzfahrtschiffen, Hotels und Ausflugsangeboten, sowie zielgerichteten Aktivitäten in den Destinationen. Damit unterscheidet sich das Unternehmen auch deutlich vom (bisherigen) Konkurrenten Thomas Cook, zumal TUI über eine sehr solide Bilanz verfügt. Ein harter Preiskampf im Bereich „Billigflieger“, Brexit-Unsicherheiten und Sonderbelastungen durch das Flugverbot der Boeing 737 MAX führten dennoch dazu, dass sich der Kurs das Jahr über dennoch nicht sonderlich positiv entwickelte. Letztlich war es nun die Insolvenz von Thomas Cook, von der die Aktie profitierte.

Hierdurch sollte TUI seinen Marktanteil in UK stark steigern können, gleichzeitig sollte sich der Preiskampf dort entspannen. Zudem verfügen nun viele Hotels in den beliebten Urlaubszielen über plötzlich freigewordene Kapazität, die sie den Reiseanbietern nun möglicherweise günstiger anbieten werden.

Entwicklung im Bereich Aktien – negative Beiträge

Im dritten Quartal gab es allerdings auch „Sorgenkinder“. Die Kursentwicklung entspricht dabei nicht unbedingt der Unternehmensentwicklung – teils liegen die Gründe in der Vergangenheit oder sollten nur temporärer Natur sein, teils bedürfen sie aber auch einer weiterhin engen Betrachtung.

Im August veröffentlichte der Betreiber einer britischen Reiseplattform **On the Beach** eine Gewinnwarnung. Hintergrund war, dass das Unternehmen sich aufgrund der Schwäche des Pfundes kurzzeitig in einer wettbewerblich schwierigen Lage gegenüber den anderen Reiseanbietern befand. Denn während On the Beach über seine Plattform dynamisch und quasi ad hoc Reisen anbietet, sind viele Tour-Anbieter für eine gesamte Saison weitestgehend abgesichert. Ein schwaches Pfund macht somit Reisen für On the Beach Kunden temporär teuer. Allerdings hat sich das Pfund schon kurz nach der Warnung wieder erholt und ist aktuell auf einem Niveau, auf dem das Unternehmen von diesem Effekt wieder weniger bis gar nicht betroffen sein sollte. Hinzu kommt, dass es sich per se lediglich um ein temporäres Ereignis handelt, das sich im umgekehrten Fall auch ebenso positiv auswirken würde – und auch On the Beach von der genannten Pleite Thomas Cooks deutlich profitieren sollte. Wir sind daher nach wie vor sehr positiv gestimmt und der Fonds nutzte daher die kurzzeitige Schwäche der Aktie, um die Position aufzustocken.

Bei MAX Automation dauern die „Aufräumarbeiten“ noch an, was sich auch am Kurs der Aktie bemerkbar machte

Ein weiteres Unternehmen, bei dem nicht alles rund lief: Allgeier muss den Bereich Personaldienstleistung restrukturieren, bevor er (wie angekündigt) verkauft oder platziert werden kann

Per Kapitalerhöhung ergab sich die Chance zu einem attraktiven Preis bei der Umweltbank einzusteigen

Der Fokus der Bank ist Nachhaltigkeit - sowohl in Kreditvergabe als auch in der internen Kultur. Wir erachten dies - gerade in der deutschen Bankenlandschaft - mittelfristig als massiven Wettbewerbsvorteil

Mit Altlasten zu kämpfen hat **MAX Automation**. Wir hatten über das Unternehmen schon öfters berichtet, welches seit Anfang/Mitte 2018 in Schwierigkeiten geraten war. Damals hatte das Unternehmen plötzlich hohe Sonderbelastungen angekündigt, die durch aus dem Ruder gelaufene Projekte entstanden waren. Ein neues Management und eine neue Struktur sollen nun verhindern, dass dies nochmals passiert. Gleichzeitig trennt sich das Unternehmen von einigen Unternehmensteilen und Standorten. Da es für diese bisher teilweise keine Käufer fand, werden sie zum Teil abgewickelt – was auch dieses Jahr noch belastend wirkt. Im Hintergrund entwickelt sich das Kerngeschäft aber sehr gut und weist einen hohen Auftragseingang auf. Das Konzernergebnis der fortgeführten Geschäftsbereiche legte im ersten Halbjahr 2019 um 25,0 % zu und konnte somit den langfristigen positiven Trend beibehalten. Gleichzeitig erhöhte sich auch der Auftragseingang um 23,4%, der von globalen Megatrends wie E-Mobility, Digitalisierung, demografischer Wandel und CO₂-Reduktion profitiert. Wir erwarten, dass sich nach Durchschreiten der aktuellen Talsohle in der neuen Struktur schon bald wieder positive Meldungen mehren sollten und halten daher aktuell an der Position, welche zuletzt aufgrund der sehr positiven Entwicklung im Kerngeschäft leicht aufgestockt wurde, fest. Eine dritte Aktie mit negativem Performancebeitrag ist der IT-Dienstleister **Allgeier**. Das Unternehmen hatte angekündigt den Bereich „Experts“, ein IT-Personaldienstleister, per IPO an die Börse bringen zu wollen und/oder zu verkaufen. Aufgrund einer Eintrübung im Geschäft hat das Unternehmen dann allerdings wieder Abstand hiervon genommen – was am Kapitalmarkt nicht sonderlich gut ankam. Nach wie vor schlummert allerdings unserer Meinung nach in einer separaten Bewertung der Unternehmensteile ein deutlich höherer Wert und wir gehen davon aus, dass dieser auch mittelfristig gehoben werden kann. Aktuell soll nun zunächst der Bereich Personaldienstleistung restrukturiert werden, bevor die angekündigten strukturellen Maßnahmen zum Heben dieses Wertes angegangen werden.

Entwicklung im Bereich Aktien – sonstige Ereignisse

Der Fonds nahm an einer Kapitalerhöhung der **Umweltbank** teil und baute hierdurch eine derzeit noch kleinere Position auf. Die Umweltbank verbindet Finanzen und Soziales und vergibt Kredite ausschließlich für Umwelt- und Sozialprojekte. Was sich zunächst wie eine Einschränkung anhört stellt sich als immenser Wettbewerbsvorteil dar. Wichtige Kriterien für den Erfolg traditioneller Banken sind das Wachstum der Einlagen und vergebenen Kredite, aber auch deren Kosten, Renditen und Risiken. Die meisten Banken in Deutschland schneiden hier fast durchweg schlecht ab. Dies hat unter anderem mit dem großen Wettbewerb hierzulande zu tun, aber auch mit der vorherrschenden Kultur, welche in der Vergangenheit mit wenig Wert auf Aufrichtigkeit oder Nachhaltigkeit gelebt wurde. Die Folge sind schlechte Kreditvergabe, immense Strafen, verlorenes Kundenvertrauen und schwache Bilanzen.

Diametral zu dieser Kultur steht die Umweltbank mit Fokus auf Nachhaltigkeit. Dies zahlt sich auch in finanzieller Hinsicht aus. In den oben angesprochenen Erfolgsfaktoren schneidet die Bank überall mit Bestnoten ab und ist eine der profitabelsten und schnellst wachsenden Banken in Deutschland, da Kunden die Philosophie honorieren.

So sind bspw. die Zinsen für Projekte im Solar- und Windbereich sehr auskömmlich und zudem relativ sicher da dem Kredit reale Wertgegenstände gegenüberstehen. In Gesprächen mit der Bank wurde uns mitgeteilt, dass es z.B. im Windbereich noch nie zu einem Verlust bei einem Kredit kam. Zudem ist die Bilanz extrem solide, nach der Kapitalerhöhung quasi überkapitalisiert. Damit ist die Bank für zukünftiges Kreditwachstum gerüstet. Der Fonds konnte die Aktie dieser überdurchschnittlichen Bank zu durchschnittlicher Bewertung kaufen. Kurzfristig ist der Aktienkurs einer Bank natürlich auch von der Entwicklung der Zinsen abhängig, aber langfristig sollte die Bank durch die beschriebenen Wettbewerbsvorteile zu den Gewinnern gehören.

Entwicklung im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Im letzten Quartalsbericht hatten wir über die aktuellen Situationen um Axel Springer, First Sensor, Osram und Metro geschrieben. Während der Fonds bei den beiden erst genannten eine Position aufgebaut hatte, wurden Osram und Metro lediglich beobachtet.

Die Position in Aktien von **Axel Springer** wurde quasi erfolgsneutral wieder verkauft, mit **First Sensor** konnte der Fonds dagegen einen sehr positiven Wertbeitrag generieren

E.ON erhielt die Freigabe zum Kauf von **innogy**. Wir erwarten demnächst den Vollzug des Squeeze-Outs und damit das (vorübergehende) Ende eines sehr erfolgreichen Investments aus dem Bereich „Aktien mit Anleihecharakter“

Im Rahmen des erhöhten Angebots für **SinnerSchrader** diente der Fonds den Großteil der Position mit einem Ertrag von ca. 4% an

Nach Anhebung der Guidance entwickelte sich **Encavis** weiterhin sehr positiv

Die Position **Kabel Deutschland** wurde zu attraktiven Kursen ausgebaut

Brenntag: Zuletzt wurde die Position in der Aktie reduziert und hierfür zusätzlich in der Wandelanleihe aufgebaut

Sehr attraktiv erscheint uns das Profil der **SAF-Holland** Wandelanleihe: Attraktive Rendite, kurze Restlaufzeit und Potential aufgrund der Optionskomponente

Das Angebot für **Metro** ist gescheitert, bei **Osram** ist Stand heute zunächst ebenfalls das Angebot von **AMS** für **Osram** gescheitert. Den Fall beobachten wir weiterhin.

Erfolgreich verlaufen ist das Angebot für **Axel Springer**. Die Position, die der Fonds aufgebaut hatte, wurde zu 63 Euro verkauft, zunächst also ohne Ertrag. Auch hier sind wir aber noch in Lauerstellung, sollte sich etwas hinsichtlich Kapitalmaßnahme (hier Squeeze-Out) tun. Nach wie vor im Bestand sind die Aktien von **First Sensor**. Nachdem der Fonds aufgrund der attraktiven Situation frühzeitig investiert hatte, ist nun die Angebotsfrist (und auch Nachfrist) abgelaufen und der Bieter **TE Connectivity** verfügt über ca. 72% der Aktien. Das reicht aus, um nach Vorliegen aller kartellrechtlichen Freigaben einen Beherrschungsvertrag abzuschließen. Entsprechend positiv entwickelte sich die Aktie, die seit Kauf nun ca. 18% gestiegen ist.

Dies ist einer der oben erwähnten positiven Beiträge des Bausteins „Aktien mit Anleihecharakter“. Während das Risiko meist geringer als bei klassischen Aktien ohne „Floor“ ist, bietet sich hier dennoch durchaus eine attraktive Renditechance. Im Fall von **Axel Springer** hatte sich diese (bisher) nicht ergeben, allerdings hat dieses Investment entsprechend auch kaum einen negativen Beitrag eingebracht. Im Fall von **First Sensor** aber konnte der Fonds signifikant positiv profitieren.

Ein weiteres Beispiel in diesem Bereich ist **innogy**. Hier ist nun die Freigabe der Kartellbehörden erfolgt. Der Fonds hatte bereits zu Beginn des Jahres 2018, kurz nach der Ankündigung des Deals, investiert und den größeren Teil der Stücke nicht angedient – in Antizipation einer Strukturmaßnahme. Mittlerweile ist klar, dass E.ON einen Squeeze-Out durchführen wird. Die Aktie entwickelte sich seit Investition kontinuierlich positiv, weitestgehend unabhängig von den Marktbewegungen, und weist seit Kauf inkl. Dividenden eine positive Rendite von rund 30% auf. Aktuell hält der Fonds die nicht angedienten Aktien noch, da wir die Nachbesserungsrechte nach dem Squeeze-Out für attraktiv erachten.

Auch bei **SinnerSchrader**, ein neues Investment in Q2 2019, das wir im letzten Quartalsbericht beschrieben hatten, gab es Neuigkeiten. Kurz nachdem der Fonds investiert hatte, gab **Accenture** bekannt, sich bilateral mit einem größeren Investor darauf geeinigt zu haben, dessen Stücke zu 13,40 Euro pro Aktie zu kaufen. Daraufhin wurde das laufende Delisting-Angebot für alle anderen Investoren ebenfalls auf 13,40 Euro erhöht. Der Fonds diente den größten Teil der Stücke an, und konnte so innerhalb von rund sechs Wochen einen Ertrag von knapp 4% erwirtschaften, bei kaum vorhandenem Risiko.

Auch im Bereich Fremdkapital gab es positive Nachrichten. **Encavis** meldete gute Halbjahreszahlen und passte die Guidance erneut nach oben an. In Verbindung mit der generell gestiegenen Wahrnehmung für die Themen nachhaltige Energiegewinnung und stabile Rendite im Tiefzinsumfeld konnte die Aktie, und damit auch die Wandelhybridanleihe, deutlich profitieren.

Aufgestockt hat der Fonds die Position in **Kabel Deutschland**. Der Fonds nutzte die leichte Schwäche der Aktie in den vorangegangenen Monaten, um in Erwartung eines möglicherweise positiven erstinstanzlichen Urteils im Spruchverfahren die Position auszubauen.

Neue Investments

Zuletzt machte der Fonds einige neue Investments, bedingt durch aktuell vieler vorliegender spannender Opportunitäten, die die Märkte bieten. So investierte der Fonds neu in die Wandelanleihe von **Brenntag**. Im Gegenzug wurde die Position in der Aktie etwas reduziert. Hintergrund ist, dass wir **Brenntag** eine hohe Kreditwürdigkeit zusprechen und in der Aktie großes Potential sehen – gleichzeitig aber auch die Gefahr erkennen, dass die Aktie in Zeiten von Rezessionsorgen unter Druck geraten kann. Durch die Kombination aus den nun gehaltenen Wandelanleihen und Aktien erachten wir das Risiko/Rendite Verhältnis der Gesamtposition als noch attraktiver.

Neu im Portfolio befindet sich die Wandelanleihe von **SAF-Holland**. Wir erachten die Aktie als unterbewertet, denn die Firma hat ein sehr profitables Ersatzteilegeschäft, welches von einem Abschwung kaum betroffen sein sollte.

Die Aktie könnte, wenn es wirtschaftlich besser läuft als aktuell befürchtet, auch schnell wieder zurück auf alte Kursniveaus steigen, die über dem Ausübungskurs der Wandelanleihe liegen. Dennoch ist aus unserer Sicht die Wandelanleihe attraktiver. Diese bringt eine Rendite von ca. 3% bei einer Laufzeit von knapp einem Jahr, und das unabhängig davon, ob die Aktie in Zeiten erhöhter Unsicherheit doch noch weiter fällt. Sollte aber doch das Szenario einer positiven Kursentwicklung eintreten, so würde der Fonds dennoch davon profitieren können.

Einige Positionen befinden sich aktuell noch im Aufbau können deswegen noch nicht genannt werden. Über die neue Position **Presidio** schreiben wir im angehängten Fallbeispiel.

Fazit

Im 3. Quartal gab es einige Events und Trigger bei Investments des Fonds, die dazu beitrugen, dass sich dieser in Summe stabil und positiv entwickelte. Daneben gab es aber auch viele Opportunitäten – zum einen der Unsicherheit an den Märkten, zum anderen aber auch der Aktivität von Unternehmen und Investoren geschuldet. Auch wenn aktuell über allem die herrschenden Themen Handelsstreit, Brexit und Zentralbankpolitik schweben, ist dies ein Umfeld, in dem wir uns Wohlfühlen und der Fonds seine Stärken und Einzigartigkeit unter Beweis stellen kann. Für das vierte Quartal erwarten wir ein ähnliches Bild und sind zuversichtlich weiterhin spannende Opportunitäten zu identifizieren. Auch wenn wir die generelle Marktentwicklung nicht vorhersehen können sehen wir den Fonds aktuell ausgewogen aufgestellt, um unabhängig hiervon eine attraktive Entwicklung aufzuweisen.

Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen

Wir sind zuversichtlich auch im 4. Quartal viele Opportunitäten nutzen zu können, unabhängig von der Marktentwicklung

Wir erwarten ein viertes Quartal, das, ähnlich wie der bisherige Jahresverlauf, schwer zu prognostizieren und von (geo-)politischen Faktoren beeinflusst sein wird. Der Brexit, bzw. dessen Verschiebung steht an, eine Delegation aus China reist in die USA, von der FED wird eine weitere Zinssenkung erwartet. Wie all dies ausgeht ist schwer zu sagen. Hinzu kommen die nun immer mehr beachteten Wirtschaftsdaten und Stimmungsbarometer. Es ist nicht auszuschließen, dass es eine zumindest temporäre Einigung im Handelsstreit gibt, ebenso wie eine Lösung im Brexit. Wir sehen es nicht als unsere Kernkompetenz an hier Wetten einzugehen, sondern uns vielmehr möglichst ausgewogen zu positionieren, um von positiven Wendungen zu profitieren, aber von negativen Meldungen auch nicht zu sehr betroffen zu sein. Insbesondere die aktuelle Volatilität an den Märkten bietet uns immer wieder interessante Investmentgelegenheiten. Mit Bausteinen wie aktuell Gold (und/oder Kasse), einer möglichen temporären Absicherung über Futures und generell Gewinnmitnahmen, versuchen wir dem auf Portfolioebene Rechnung zu tragen.

Es stehen in der nächsten Zeit zudem einige Trigger/Events an, die zu marktunabhängigen Beiträgen führen sollten

Viel wichtiger ist es uns aber, durch diversifizierte, globale Sondersituationen attraktive, zusätzliche Renditen zu generieren. Hier erwarten wir im 4. Quartal einige Möglichkeiten: So steht das Ergebnis des Arbitration-Verfahrens zwischen Telefónica Deutschland und 1&1 Drillisch an, sowie die Entscheidung in erster Instanz im Spruchverfahren von Kabel Deutschland. Wir erwarten Neuigkeiten bzgl. der möglichen Übernahme von PNE. Das Closing der Übernahme von Celgene steht an und zuletzt wurden Pflichtangebote für die Aktien von All for One und Nordex angekündigt – neue Sondersituationen, mit denen wir uns gerne auseinandersetzen.

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: Spannende Sondersituationen auch im Ausland – Presidio

Zusammenfassung: Presidio ist ein amerikanisches IT-Unternehmen, für das ein Übernahmeangebot zu 16 USD pro Aktie gemacht wurde. Aufgrund einer speziellen Klausel im Angebot war es dem Unternehmen allerdings möglich, für eine definierte Zeitdauer nach weiteren Angeboten Ausschau zu halten. Der Fonds investierte kurz vor Ende dieser Periode zu einem Kurs knapp unter dem bestehenden Angebot von 16 USD – um im Falle eines alternativen Angebots mit sehr kurzer Haltedauer und damit geringem Risiko profitieren zu können, gleichzeitig aber kaum Verluste in Kauf nehmen zu müssen, falls kein weiteres Angebot einging. Tatsächlich gab es ein alternatives Angebot und aktuell sind nun 16,60 USD pro Aktie geboten. Diese handelt zu ca. 16,80 USD, inkl. Dividende also ca. 5% im Plus im Vergleich zum Kaufzeitpunkt vor 2 Wochen.

Auch in den USA gibt es spannende Sondersituationen mit attraktivem Renditepotential bei kaum vorhandenem Risiko

Anhand des Beispiels **Presidio** möchten wir Ihnen zwei Dinge näherbringen. Zum einen wie vielseitig der globale Pool an spannenden Sondersituationen ist, und zum anderen wie wir solche Ideen generieren. Mit letzterem wollen wir zunächst beginnen:

Durch unser Netzwerk wurden wir auf eine aktuelle Sondersituation in den USA aufmerksam: Ein Private Equity Investor hatte ein Angebot für ein börsennotiertes Unternehmen abgegeben, woraus eine komplexe, aber interessante Situation entstand. Wir analysierten und beobachteten die Situation, investierten aber aus unterschiedlichen Gründen nicht. Die Situation änderte sich tatsächlich auch grundlegend, als ein anderes Unternehmen dem Übernahmeziel ein höheres Angebot machte. Dies erfolgte im Rahmen einer seltenen Klausel im Angebot, das dem Übernahmeziel erlaubte weitere Angeboten – proaktiv – einzuholen. Dies weckte unser Interesse, wir analysierten die Situation und suchten per Screening und mit unterschiedlichen Software-Tools nach ähnlich gelagerten Situationen. Dabei fanden wir drei Unternehmen, die Ziel von Übernahmen waren und ähnliche Klauseln vereinbart hatten und analysierten die drei Situationen individuell. Eines der Unternehmen stach unserer Meinung nach heraus – im Sinne einer attraktiven Klausel tief in den Angebotsunterlagen verborgen - in Verbindung mit einer interessanten Historie, einem attraktiven Geschäftsmodell und einer nicht besonders ambitionierten Bewertung.

Der Teufel liegt im Detail: Die Facetten dieser Situation ergaben ein attraktives Gesamtbild

Im nächsten Schritt arbeiteten wir uns in die generelle rechtliche, aber auch individuell spezielle Situation ein. D.h. Analyse des Angebots und der genauen Interpretation der Klausel, aber auch Analyse des fundamentalen Werts des Unternehmens und der Risiken eines Scheiterns des laufenden Angebots. Ein Scheitern wäre aus regulatorischen Risiken möglich gewesen, wenn auch sehr unwahrscheinlich – damit ein geringes, aber vorhandenes Risiko. Der Zeitpunkt einer möglichen Stellungnahme der Behörde lag aber noch ausreichend in der Zukunft. Dennoch setzten wir uns auch damit auseinander, auf welchem Niveau die Aktie in diesem Fall handeln könnte.

Das Prinzip ist in USA etwas anderes als hier – aber ähnlich strukturiert und analysierbar. Entscheidend ist es zu wissen wonach man sucht

Das Angebot lag bei 16 USD pro Aktie, welche knapp darunter handelte. Auch aus dieser Perspektive war das Risiko also gering, denn sollte kein Alternativangebot eingehen könnte die Aktie immer noch zu vermutlich ebenfalls knapp unter 16 USD wiederverkauft werden, oder auch im Rahmen des Angebots dann zu 16 USD abgegeben werden. Entscheidend war es aber auch zu evaluieren, wie wahrscheinlich ein Gegenangebot überhaupt sein könnte – also wie ambitioniert der gebotene Preis bereits erscheint und ob es möglicherweise andere Interessenten gibt. Auch hier geben die Unterlagen Aufschluss, die in den USA in der Regel den genauen Hergang bis zum Übernahmeangebot beschreiben.

Der Case ging auf und der Fonds konnte eine solide Rendite generieren

Hieraus folgte, dass unserer Meinung nach ein Gegenangebot zum Ende der Frist hin durchaus im Bereich des Möglichen lag, gleichzeitig die Aktie allerdings nur über eine Haltedauer von wenigen Tagen gehalten werden müsste. Daraus ergab sich ein sehr spannendes Rendite-/Risiko-Profil. Und tatsächlich meldete sich eine weitere Partei und bot indikativ 16,50 USD pro Aktie. Daraufhin entschloss sich der Erstbieter das Angebot auf 16,60 USD pro Aktie zu erhöhen. Aktuell handelt die Aktie nun zu ca. 16,78 USD, da die Gegenpartei in Aussicht stellte evtl. bis zu 17 USD pro Aktie zu bieten. Ein Teil des Gewinns hat der Fonds bereit realisiert. Da noch die Chance auf einen Bieterkampf besteht, hält der Fonds aber auch noch einen Teil der Aktien.

Es gibt global eine Vielzahl spannender Sondersituationen, entscheidend ist oft zu wissen wie man diese findet und effizient analysiert

Das Beispiel zeigt, dass es immer wieder spannende Situationen an den globalen Kapitalmärkten gibt, die wir erschließen möchten. Auch ist es und wichtig zu betonen, dass ein solches Ereignis kein Einzelfall ist. Und während wir die erste, zuvor beschriebene Situation zwar verpassten, nutzen wir sie gleichwohl, um zu lernen und die Opportunität nun im Fall von Presidio nutzen zu können. Wir werden auch zukünftig nach derart gelagerten Situationen Ausschau halten, denn nachdem wir uns nun in dieses Thema eingearbeitet haben und genau wissen wie wir sie finden und wo die wichtigen Stellschrauben (bzw. entscheidenden Paragraphen - im mitunter hunderte Seiten umfassenden Angebot) liegen, können wir dies zukünftig noch effizienter abarbeiten. Dies gilt auch für viele andere Sondersituationen, die zwar allesamt individuell zu betrachten sind, aber dennoch im Grundprinzip Parallelen aufweisen, die es ermöglichen ein relativ großes Universum an Opportunitäten und Marktnischen zu nutzen.

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*
McKesson Europe AG (ex Celesio AG)	250.815	208.176	Garantiedividende 2019 BuG*
Nachbesserungsvolumen gesamt		9.966.784	

*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
Quelle: Axxion, Stand 07.10.2019

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.