

I: DE000A2QND1
X: DE00A3DDTK9

S: LU2858698389
X: LU2858698462
Y: LU2858698546



FOUNTAIN SQUARE
ASSET MANAGEMENT

04.12.2025

Sehr geehrte Damen und Herren,

Moin aus Hamburg,

das zweite Halbjahr 2025 war für unseren Event-Driven-Credit-Ansatz mit Fokus auf idiosynkratischen Sondersituationen intensiv. Einige Gründe wurden in den Vormonaten skizziert und können [hier in unserem Investors Hub](#) über die Briefings abgerufen werden. Solche Phasen wie in Q3 und nun auch in Q4 gab es seit Auflage des Colibris in 12/2021 immer wieder. Diese sind im Fonds-NAV nicht erfreulich, vor allem wenn diese wie jetzt erstmals in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen auftreten, während Upside-Events (ebenfalls unten skizziert) sich noch materialisieren müssen. An letzterem arbeiten wir täglich im Maschinenraum akribisch. Folgend möchten wir gerne in Kürze und vorab des üblichen Briefings (dieses kommt nächste Woche) ein paar kurze Hintergründe schildern.

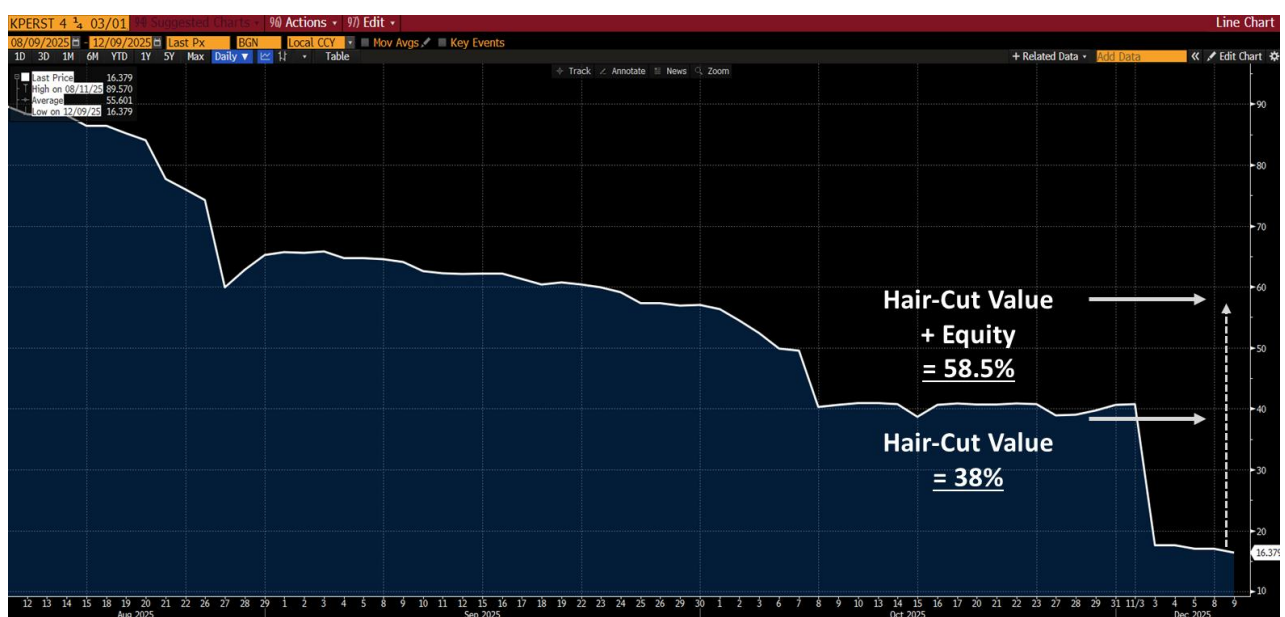
Es gab sowohl im Colibri als auch im Toucan zwei wesentliche und sehr auf die jeweiligen Sondersituationen bezogene Treiber:

- **Sondersituation – „Verhandlungen sind eröffnet“:** Am vergangenen Freitag hat der Telekommunikationsriese *Altice International* bekanntgegeben, einige Assets aus der sog. „Restricted Group“ herauszulösen und mit neuen Krediten zu finanzieren. Diese neuen Kredite stünden (der Konjunktiv II ist an dieser Stelle bewusst gewählt) im Gläubigerrang über den bislang ausstehenden Anleihen. Dadurch würde sich der „Recovery Value“, also der Wert, den man erhält, wenn ein Emittent ausfällt, reduzieren. Die Anleihen notierten zuvor im Kurs bei ca. 74.50%, gingen nach den News der aggressiven Vorgehensweise vom Wochenende am Montag auf ca. 66% zurück. Der faire Wert der Bonds wurde in einem defensiven Szenario (Multiples im Modell also geringer als vom Markt angenommen) bei ca. 85% gesehen, liegt nun je nach Ausgestaltung des Szenarios bei aktuell 60-65%. Diese beim Einstieg war und ist weiterhin eine Verhandlung mit dem Eigner der Telekommunikationsgruppe. Daher liegt die Vermutung nahe, dass dieser Move „nur“ der erste Akt im Rahmen aggressiver Verhandlungen ist, um die Gläubiger direkt zu Beginn unter Druck zu setzen. Bereits bei einem anderen Teil des Konglomerats, der *Altice France (SFR)*, hat man im Frühjahr einen 15% Schuldenschnitt auf ca. 85% herausgehandelt. Heute notieren diese neu organisierten Bonds zwischen 95%-100% im Kurs und liefern eine spannende Blaupause. Besonders interessant ist folgender Zeitablauf bei Altice France:
 - **15.05.2024:** Glasfaser-Asset aus Altice France herausgedreht
 - **25.02.2025:** Einigung zwischen Altice France Anleiheinvestoren und Patrick Drahi
 - **26.02.2025:** Patrick Drahi dreht Glasfaser-Asset wieder hin Altice France hinein

Beide Fonds sind in einer sog. Cooperation-Group, also einer Gläubigergruppe organisiert (keine Kosten für die Fonds TER). Auch die juristische Sichtweise über das einfache Herausdrehen einzelner Teile aus der Gruppe wird geprüft, womit sich der Konjunktiv von oben erklärt.



- Technik – „Keine Kurse, eine Bewertung“:** Die Position bei einem Weltmarktführer im Packaging, *Klöckner Pentaplast*, hatte für fundamentalen Gegenwind in Q3 gesorgt. Ein Restant von unter 0.39% Gewichtung im Colibri bzw. 0.63% im Toucan waren verblieben. Hintergrund ist, dass die Position zuletzt bei ca. 40% im Kurs notierte. Die Restrukturierung in Händen der Gläubiger wurde vor kurzem genehmigt. Diese sieht eine Reduzierung des ausstehenden Anleihebeitrags von 100% auf 38% vor (sog. Haircut). Zudem gibt es eine Einbuchung von Equity. So erklärte sich also der Kurs von 40%, bei dem nahezu das gesamte Downside eingepreist, der Wert des Eigenkapitals aber auf fast 0% gestellt war. Das EK ist also eine Upside-Option, wenn die Erholung nach Entschuldung kommen sollte. Der genehmigte Erholungsplan sieht dabei sogar eine Recovery von 100% in den nächsten vier bis fünf Jahren vor, wir würden diesen eher bei ca. 60% sehen. In der aktuellen Woche hingegen haben sich wichtige Market Maker zurückgezogen. Es werden also nur noch wenige Quotes gestellt. Das Rating wurde auf D gestellt, die Implementierung muss technisch umgesetzt werden, Window-Dressing auf den Büchern der Banken vor Weihnachten spielt eine Rolle uvm. Daraufhin ist der Bewertungskurs am OTC-Anleihemarkt auf <20% gefallen. Wir erhalten von Brokern (nicht Banken/Dealern), die i.d.R. Fonds in London vertreten, täglich anfragen, ob wir unsere restlichen Bestände in beiden Fonds veräußern möchten. Das ergibt bei Levels unter 38% (zur Erinnerung – hier ist Equity 0% wert), wenig Sinn. Es handelt sich also um sehr technischen Gegenwind, der dann nach erfolgter Neuordnung der Anleihen (Rating wird wieder aufgenommen etc.) wettgemacht werden sollte.




OCTUS | Formerly Reorg

Kloeckner Pentaplast

Kloeckner Pentaplast Makes Case for Confirmation of Prepackaged Plan, Expects to Emerge as €1.65B Company, **Projects 45%-69% Recoveries for 1Ls**, 6% for 2Ls; UST Continues to Object

Mon Dec 15, 2025 11:48 AM ET

Summary
⚡ Powered by AI at Octus

Weiterhin gab es spannende News bei einigen Namen, die in beiden Fonds liegen:

- Das spanische Bauunternehmen **OHLA** hat sein EBITDA um 30% steigern können und einen neuen Großauftrag an Land gezogen. Den Rückenwind möchte man nutzen und in 2026 die zu teuren Senior-Secured Anleihen refinanzieren. Diese sind ab August 2026 kündbar, haben einen Kupon von 9.5% und notieren lediglich bei ca. 94% im Kurs. Trotz guter News hat sich die 335Mio. EUR starke Anleihe bisher nicht bewegt, Kurspotential also voraus à [OHLA planea repagar en 2026 su deuda con un nuevo bono para bajar los altos intereses que paga ahora.](#)
- Das ebenfalls in Madrid ansässige Unternehmen **Amara NZero** hat ebenso berichtet. Der Umsatz ist um +18% auf 615Mio. EUR gestiegen, die Liquidität liegt bei über 100Mio. EUR inkl. 37Mio. EUR RCF, der weiterhin nicht gezogen ist. Der Kupon soll und kann im Januar bezahlt werden. Probleme macht noch die Marge, welche bei lediglich 5.7% liegt (EBITDA). Der Besitzer CINVEN hat erst in H1 den Vorstand ausgetauscht, ist am Anfang der Bemühungen bei vollem Bewusstsein, um die Herausforderungen hin zur Rentabilität. Am Markt fassen den nur 265Mio. EUR großen Bond (es waren 270Mio. EUR begeben, 5Mio. EUR hat man zurückgekauft à weiterer Katalysator) nur wenige an. Rückkaufangebote unter Par oder auch ein Haircut wären denkbar und würden unsere Unterstützung finden.
- Das nicht gelistete Immobilienunternehmen **Vivion** hat zuletzt eine Kapitalerhöhung durchgeführt, um (zu teure) Anleihen zurückzukaufen. Dabei hat der Vorstand uns **direkt kontaktiert, ob wir ihnen unsere Papiere verkaufen** möchten. Eine derart offene Art der Kommunikation gibt es nicht häufig. Da die Papiere mit einem 6.50% Cash-Kupon + 1.75% PIK (in Summe also 8.25%) lediglich bei 100% notierten, haben wir den Carry weiter fleißig mitgenommen. Nun kam es zur erwarteten Neuemission bei einem Kupon von 5.625%, wodurch die in den Fonds liegenden Bonds zeitnah ausgebucht werden.

Es sind zudem auch **zwei ganz neue Ideen** dabei. Einerseits eine spannende Struktur innerhalb einer einzelnen Anleihe aus Italien. Weiterhin eine Sondersituation, die u.a. durch eine Entscheidung der britischen Aufsichtsbehörde OFGEM getrieben ist. Über beides wird dann im monatlichen Briefing ausführlich berichtet.

Zusammenfassend möchten wir mitteilen, dass wir im gesamten Team über diesen Gegenwind im Fonds-NAV nicht erfreut sind. An den Positionen hingegen wird aufgrund der skizzierten Sondersituationen festgehalten. Auch neue Events werden aufgenommen, um künftig wieder Quartale mit marktunabhängiger und dann natürlich positiver Wertentwicklung für Sie erwirtschaften zu dürfen. Wir bleiben eng am Ball.

Bei weiteren Rückfragen kommen Sie gerne jederzeit auf uns zu.

Herzliche Grüße aus Hamburg

Andreas Meyer
Gründer & CIO

Fountain Square Asset Management GmbH
Große Elbstraße 45 | 22767 Hamburg | Germany

Die in dieser E-Mail enthaltenen Informationen sind vertraulich. Diese E-Mail ist ausschliesslich fuer den Adressaten bestimmt und jeglicher Zugriff durch andere Personen ist nicht zulaessig. Falls Sie nicht einer der genannten Empfaenger sind, ist jede Veroeffentlichung, Vervielfaeltigung, Verteilung oder sonstige in diesem Zusammenhang stehende Handlung untersagt und unter Umstaenden ungesetzlich. Sollte diese Nachricht nicht fuer Sie bestimmt sein, so bitten wir Sie, den Absender unverzueglich zu informieren und die E-Mail zu loeschen. The information in this e-mail is confidential. It is intended solely for the addressee and access to the e-mail by anyone else is unauthorised. If you are not a named recipient, any disclosure, copying, distribution or any action taken or omitted to be taken in reliance on it, is prohibited and may be unlawful. If the notice is not intended for you, please notify the sender immediately and delete the e-mail."