

## 12. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)  
im Zeitraum 01.10.2019-31.12.2019

Köln, 07. Januar 2020

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

wir danken Ihnen sehr für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Anhand unserer Quartalsberichte möchten wir Ihnen einen Einblick in unser Vorgehen und unsere Denkweise ermöglichen. Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung, unsere Kontaktdaten finden Sie am Ende des Berichtes.

Die monatliche Entwicklung des NAVs des **SQUAD Aguja Opportunities I** seit Auflage am 05.12.2016:

In %	Jan.	Feb.	Mär.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Jahr
2016												1,62	1,62
2017	1,17	1,53	1,80	2,03	2,68	-0,07	0,67	-1,30	2,38	1,28	0,91	0,44	14,31
2018	0,66	-2,60	-3,50	0,77	0,25	-1,08	1,83	-0,38	0,24	-5,80	-0,49	-2,05	-11,72
2019	4,52	1,49	0,46	4,36	-2,43	0,37	0,25	-0,07	1,09	2,99	2,63	1,86	18,75

Die Allokation am 31.12.2019, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	71%
davon Aktien mit Anleihecharakter:	13%
Anleihen:	21%
davon Hybridanleihen:	6%
davon Wandelanleihen:	14%
davon Senior Anleihen:	1%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	5%
Kasse:	4%
Derivate:	0%

Deutschland:	43%
Restl. Europa:	35%
Nordamerika:	12%
Asien:	0%
Sonstiges:	1%
Kasse (inkl. Gold):	9%

Stand: 31.12.2019  
Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen

Im Anhang finden Sie eine Übersicht über die aktuell vom Fonds gehaltenen Nachbesserungsrechte, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Volumen von 10.099.924 Euro umfassen.

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

## Rückblick: Verlauf des letzten Quartals und Positionierung

**Positives Endquartal:  
Das Jahr endete mit  
einer Rally**

**Durch das Eintreffen  
einiger positiver  
Events und damit ver-  
bundener Verkäufe  
veränderte sich die  
Portfolioaufstellung  
leicht**

**Über DAX Put-Optio-  
nen war der Fonds bis  
Mitte Dezember par-  
tiell abgesichert, ak-  
tuell ist die Netto-Ak-  
tienquote temporär  
erhöht**

**Gold erachten wir im  
aktuellen Umfeld wei-  
terhin als ein gutes  
Absicherungsinvest-  
ment**

### **Marktumfeld**

Nach einem leichten Rücksetzer zu Beginn des 4. Quartals starteten die Märkte eine Jahresendrally, die sowohl für europäische als auch für amerikanische Aktien zu einem letztlich sehr positiven Jahresergebnis führten. Getrieben wurde diese Rally durch Hoffnung auf bessere Konjunkturdaten aufgrund der lockeren Notenbankpolitik, in Verbindung mit der Einigung auf einen Phase 1 Handelsdeal zwischen den USA und China und letztlich auch der etwas größeren Klarheit bzgl. Brexit.

In unserem letzten Quartalsbericht hatten wir beschrieben, dass der Fonds mit einer ausgewogenen Positionierung in das letzte Quartal startet. Denn obwohl wir nicht unbedingt mit einem solch starken Anstieg der Märkte zum Jahresende gerechnet haben, sahen wir gleichfalls keinen Grund den Teufel an die Wand zu malen. Zwar wären unsere Investments auch kurzfristig von einer Rezession oder Systemkrise betroffen, langfristig sollte aber selbst in einem solchen Fall kein bleibender Wertverlust entstehen, da die meisten Firmen eher von langfristigen Trends wie Nachhaltigkeit oder technologischem Fortschritt profitieren. Zudem sind die Investments in Aktien mit Anleihecharakter, Fremdkapital und Gold in der Krise eher stabil, bzw. könnten zu den Gewinnern gehören. Die Positionierung des Fonds veränderte sich im Verlauf des Quartals somit auch nur geringfügig und ist weitestgehend auf eingetretene Events bei einzelnen Investments zurückzuführen, die zur Desinvestition dieser führten. So verringerte sich temporär die Quote der Aktien mit Anleihecharakter, unter anderem da Investments wie Presidio, PNE, Celgene und Allergan erfolgreich waren und verkauft wurden.

Bis Mitte Dezember hatte der Fonds eine Absicherung über (out of the money) DAX Put Optionen, welche die Netto-Aktienquote reduzierte. Durch die Wahl von Optionen als Absicherungsinstrument verstärkte sich die Absicherung bei fallendem Indexstand und reduzierte sich bei steigendem Stand – das zugrunde liegende Nominal (Ausübungskurs multipliziert mit Anzahl und Kontraktgröße; nicht delta-adjustiert) machte bis zu knapp 20% des Fondsvolumens aus. Diese Absicherung bestand, um den nicht auszuschließenden Fall einer erneuten Eskalation im Handelsstreit zwischen den USA und China, aber auch einer erneuten Patt-Situation nach den Wahlen im britischen Parlament abzusichern. Absicherung bedeutet dabei für uns keine Wette gegen den Markt. Wir glauben, dass Unternehmen langfristig Wert für Investoren generieren und wollen daher langfristig investiert sein. Wir nutzen die Absicherung selektiv, um das Marktrisiko auf Portfolioebene zu reduzieren, wenn wir asymmetrische Risiken auf die Märkte zukommen sehen.

Nach der Einigung im Handelsstreit und dem Wahlergebnis in Großbritannien wurde die Absicherung aufgelöst. Dies führte zu einer zum Ende Dezember hin etwas höheren Netto-Aktienquote. Wir erwarten, dass sich diese Quote wieder etwas reduziert (zugunsten defensiverer Investments in den Bereichen Fremdkapital und Aktien mit Anleihecharakter).

An der Gold Position hält der Fonds aktuell weiterhin fest. Zum einen erscheint uns dies nach wie vor als sinnvolle Absicherung in Zeiten geopolitischer Unsicherheit und lockerer Zentralbankpolitik. Zum anderen aber sehen wir auch das Thema Inflation als potentiell wieder aufkommenden Werttreiber für Gold. Aktuell erachten wir die Position daher als gute Absicherung gegenüber dem Aktienanteil des Portfolios, die mitunter effizienter sein kann als ein Aktienindex-Future. Zudem erachten wir in Zeiten negativer Zinsen und geldpolitischer Experimente das Halten von Gold attraktiver als Kasse.

In Summe konnte der Fonds, trotz ausgewogener Positionierung, in diesem positiven Umfeld ebenfalls eine stabile und positive Entwicklung verzeichnen, was unter anderem dem Eintreten von verschiedenen, antizipierten Events zuzurechnen ist, auf die wir später noch etwas genauer eingehen.

Auch weiterhin erachten wir das Potential für Volatilität als nicht zu unterschätzen, wenngleich im Zuge der zuletzt positiven Entwicklungen (Handelsstreit, Brexit und teils Konjunkturdaten) auch durchaus mit weiterem Potential für die Märkte zu rechnen ist. Nicht zuletzt der Iran-Konflikt zeigt, wie schnell die Stimmung aktuell (in beide Richtungen) drehen kann – auch wenn dies vermutlich (und hoffentlich) lediglich eine kurzzeitige Eskalation im Nahen Osten darstellt. Entsprechend ist der Fonds aktuell weiterhin ausgewogen positioniert. Mehr hierzu können Sie im Abschnitt *Ausblick* erfahren.

Viele Aktien trugen im vierten Quartal zur positiven Fondspreisentwicklung bei

Insbesondere wiesen Titel, die zuletzt negative Beiträge einbrachten, eine positive Entwicklung auf – wie z.B. On the Beach im Zuge der höheren Klarheit bzgl. Brexit

Auch die Aktie von MAX Automation erholte sich deutlich, nachdem das Unternehmen die Prognose für das Kerngeschäft erhöhte

Allgeier vermeldete die geplante Abspaltung des Technologie- und Softwareentwicklungsbereichs und veröffentlichte eine sehr starke Guidance für das Jahr 2020

Mit den einzigen signifikant negativen Wertbeitrag lieferte die Aktie von United Internet

### **Entwicklung im Bereich Aktien – positive Beiträge**

Fast alle der investierten Aktien konnten im vierten Quartal eine positive Kursentwicklung aufweisen, unter anderem **Facebook** (ca. +15%), **Umweltbank** (ca. +18%) und auch **DiscoverIE** (ca. +34%), über die wir in letzter Zeit jeweils berichtet hatten. Letztere baute der Fonds etwas ab, um die Gewichtung zu adjustieren. Explizit eingehen möchten wir aber an dieser Stelle auf die drei Titel, die wir im letzten Quartalsbericht noch als Aktien mit negativem Beitrag im dritten Quartal beschrieben hatten.

Die höhere Aussicht auf Klarheit bzgl. des Brexits und das stärkere Pfund sind positive Faktoren für **On the Beach**. Im August hatte das Unternehmen aufgrund des damals schwachen Pfunds eine Gewinnwarnung gemeldet. Der Fonds hatte die Aktie zuletzt noch aufgestockt. Im kommenden Jahr könnte das Unternehmen durch ein stärkeres Pfund, wieder zunehmende Reiseaktivität in Großbritannien und insbesondere den Gewinn von Marktanteilen von Thomas Cook (insolvent) operativ ein starkes Ergebnis erzielen, speziell im zweiten Halbjahr. Im Gegensatz zu Thomas Cook vermittelt On the Beach Reisen und verfügt somit über ein deutlich solideres, weniger kapitalintensives Geschäftsmodell. Gerade das attraktive Angebot von On the Beach und anderen Online-Anbietern hat Thomas Cook zu schaffen gemacht. Langfristig sollte die Firma durch das strukturelle Wachstum des online Reisemarktes und der Expansion in Europa profitieren. Die Bewertung erscheint weiterhin sehr attraktiv, zumal das Unternehmen eine sehr solide Bilanz aufweist.

**MAX Automation** erhöhte im Oktober die Ergebniserwartung für 2019 für das Kerngeschäft. Sowohl Umsatz als auch EBITDA werden deutlich höher erwartet (Umsatz 320 bis 330 Mio. Euro, zuvor: mehr als 300 Mio. Euro und EBITDA 26 bis 28 Mio. Euro, zuvor: mehr als 20 Mio. Euro). Zudem meldete das Tochterunternehmen bdtronic einen großvolumigen Auftrag aus dem Bereich E-Mobilität, der über die nächsten Jahre zum Ergebnis beiträgt. Es zeigt sich, dass das Kerngeschäft, das von globalen Megatrends wie E-Mobilität, Digitalisierung, demografischer Wandel und CO<sub>2</sub>-Reduktion profitiert, gut aufgestellt ist. Die Aktie konnte sich im Zuge dieser positiven Meldungen wieder deutlich erholen. Der Fonds hatte die Position leicht aufgestockt. Wir erwarten, dass sich die positive Entwicklung im Kerngeschäft fortsetzt und die Altlasten, über die wir bereits berichtet haben, nach und nach an Relevanz für die Bewertung der Aktie verlieren.

Mit fast 60% Kursentwicklung erzielte die Aktie von **Allgeier** die höchste Performance im abgelaufenen Quartal. Nachdem im Spätsommer 2019 gemeldet worden war, dass die Abspaltung des Personaldienstleistungsbereichs auf Eis gelegt wurde und der Bereich restrukturiert werden sollte, verlor der Kapitalmarkt wohl Interesse an der Aktie. Nun aber konnte Allgeier wieder gute Zahlen für diesen Bereich vorzeigen. Auch die Technologie- und Softwareentwicklung entwickeln sich nach wie vor sehr gut. Es wird nun geplant, diesen Bereich separat an die Börse zu bringen, um die hierin schlummernde, deutlich höhere Wertigkeit der Gesellschaft zu heben. Zudem meldete das Unternehmen ebenfalls eine höhere Ergebniserwartung für das Jahr 2019 und eine sehr starke Guidance für das aktuelle Jahr. Sollten diese Zahlen erreicht werden und sich die Bewertung der Technologie- und Softwareentwicklungsbereiche nach einer entsprechenden Strukturmaßnahme der Bewertung der Peerunternehmen annähern, so erscheint das Potential der Aktie nach wie vor hoch.

Mit knapp 22% Kursentwicklung im abgelaufenen Quartal steuerte auch ein neues Investment, die Aktie des Recyclingunternehmens **Renewi**, zur Performance bei. Dieses Investment wird im Bereich *Neue Investments* etwas näher erläutert.

### **Entwicklung im Bereich Aktien – negative Beiträge**

Mit einer Entwicklung von ca. -11% brachte die Aktie von **United Internet** den größten negativen Wertbeitrag. Über diese Aktie hatten wir schon mehrfach berichtet (zuletzt im letzten Quartalsbericht unter Aktien mit positivem Beitrag), so dass wir den Kommentar an dieser Stelle knapphalten wollen. Wir erwarten, dass in absehbarer Zeit mehrere potentielle Trigger zu einer positiven Entwicklung führen sollten, wie unter anderem Klarheit über den National Roaming Partner und den Netzaufbau, sowie zunehmender Fokus auf einen potentiellen IPO der Hosting Sparte. Der Fonds hat die Positionierung in der Aktie daher zuletzt nicht verändert.

Per Kapitalerhöhung ergab sich die Chance zu einem attraktiven Preis weitere 7C Solarparken Aktien zu erwerben und weiter in Nachhaltigkeit zu investieren

### **Entwicklung im Bereich Aktien – sonstige Ereignisse**

Erneut platzierte 7C Solarparken Aktien, um ihr Wachstum zu finanzieren. Der Fonds nahm hieran teil und konnte damit auch im vierten Quartal im Zuge einer Kapitalerhöhung Aktien zu einem attraktiven Abschlag kaufen. Wir schätzen das nachhaltige Geschäftsmodell unter der hervorragenden Führung von Steven De Proost, der auf smarte Art und Weise ein Solarpark-Portfolio (bzw. erneuerbare Energie - geringe Beimischung von Windparks) aufbaut. Durch verschiedene Maßnahmen gelingt es dabei, nicht nur interessante Parks hinzuzukaufen, sondern auch u.a. durch technische Maßnahmen Wertsteigerungspotential aufzudecken. Wir freuen uns, dass auch durch das Geld des Fonds Investitionen in eine nachhaltigere Zukunft erfolgen können, denn im Gegensatz zum Kauf der Aktien über den Markt fließt dabei dem Unternehmen tatsächlich Geld zu.

### **Entwicklung im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter**

Wie zuvor angesprochen gab es zuletzt einige Events, die zum Verkauf der jeweiligen Fondsinvestments in Sondersituationen führten.

Sowohl der Investmentcase bei Celgene, als auch bei Allergan ging auf: In beiden Fällen reduzierte sich der Spread zwischen Aktienkurs und Angebotspreis (Übernahmesituationen) deutlich

Verkauft wurden die Aktien von Celgene, Allergan und PNE. In allen drei Fällen handelte es sich um Übernahmesituationen. Im Falle des amerikanischen Pharmakonzerns **Celgene** (Übernahme durch Bristol-Myers) erachteten wir den *Spread*, also die Differenz zwischen Wert des Übernahmeangebots und Aktienkurs von Celgene, als zu hoch (über 10%). Die regulatorischen Risiken erschienen gering. Aus unserer Sicht stellte die Übernahme für die Aktionäre beider Firmen einen erheblichen Vorteil dar, auch wenn kurzfristig orientierte Anleger versucht hatten dies anders darzustellen. Tatsächlich verringerte sich der Spread am Markt zunehmend, da wohl immer mehr Investoren unsere Meinung teilten. Als dieser Spread dann entsprechend klein wurde und unser Investmentcase aufging, verkaufte der Fonds die Aktien mit einem Kursgewinn von ca. 11,5%. Ähnlich gelagert war der Fall bei **Allergan**, ebenfalls ein Pharmakonzern. Hier machte AbbVie ein Übernahmeangebot, bestehend aus einer Barkomponente und einer Aktienkomponente (Aktien von AbbVie). Da wir nicht nur den Spread als zu groß erachteten, sondern auch Potential sahen, dass der Kurs von AbbVie steigt (was aufgrund der Aktienkomponente auch den Kurs von Allergan positiv beeinflusst) erachteten wir die Situation als spannend. Auch hier engte sich der Spread ein. Zudem entwickelte sich die Aktie von AbbVie positiv. Die Aktien wurden letztlich verkauft, als die Differenz zum Angebotswert entsprechend gering wurde. Der in relativ kurzer Zeit erzielte Kursgewinn der Aktie betrug rund 15%.

Für PNE gab es ein Angebot zu 4 Euro je Aktie. Der Fonds verkaufte seine Aktien daraufhin zu diesem Preis mit damit ca. 49% Kursplus

Über **PNE** haben wir bereits mehrfach berichtet. Nach Ankündigung eines Übernahmeangebots erfolgte dieses dann zu 4 Euro pro Aktie. Der Fonds verkaufte die Aktien zu diesem Preis und hält aktuell keine Position in PNE. Nachdem die Aktie – unter anderem im ersten Halbjahr 2018 – eine gewisse Volatilität mit sich brachte, ging der Investmentcase damit letztlich auf. Mit einem Kursplus von ca. 49% zum durchschnittlichen Einstandskurs trug die Aktie mit einem Renditebeitrag (Kursgewinn & Dividenden) für den Fonds von 1,24% letztlich sehr positiv zur Fondsentwicklung bei. Zudem wurde die Position in **Presidio** verkauft. Über diesen Fall hatten wir im letzten Quartalsbericht geschrieben, damals hatte der Fonds nach der Erhöhung des Angebotspreises bereits einen Teil der Aktien verkauft. Mittlerweile wurde die Position komplett verkauft.

Die Encavis Wandelanleihe wurde nach sehr starker Entwicklung reduziert. Die Wandelanleihe von Bayer wurde in Aktien gewandelt, die Position etwas reduziert

Positionsanpassungen wurden bei Encavis und Bayer vorgenommen. Wenngleich wir die Entwicklung von **Encavis** weiterhin als positiv erachten und auch die Wandelanleihe als sehr spannend strukturiertes Investment sehen, hat der Fonds aufgrund der sehr positiven Kursentwicklung die Position reduziert. Fällig, und damit pflichtgewandelt, wurde die Wandelanleihe von **Bayer**. Zuvor hatte der Fonds das Instrument noch etwas reduziert, nach Lieferung der Aktien wurde die Position etwas weiter reduziert. Wir erachten die Aktie nach wie vor als interessant. Da das Risikoprofil gegenüber der Pflichtwandelanleihe aber höher ist, hat der Fonds die Position reduziert – zumal sich die Bayer Aktie zuletzt erholen konnte. Der negative Renditebeitrag der Wandelanleihe für den Fonds betrug damit in Summe -0,16% (unter Berücksichtigung der Zinseinnahmen).

Das LG München passte die Abfindungs-/Ausgleichszahlung bei Kabel Deutschland nicht an, das Verfahren geht zum OLG München

Neues gab es bei Kabel Deutschland und First Sensor. Im Spruchverfahren zu **Kabel Deutschland** entschied das LG München, den Abfindungsbetrag und die Ausgleichszahlung nicht zu erhöhen. Wir hatten recht gute Chancen gesehen, dass diese erhöht werden könnten. Das Verfahren geht nun in nächster Instanz an das OLG München. Die Chance auf eine Erhöhung besteht damit weiterhin. Bis zu einem Urteil des OLG Münchens erhält der Fonds weiterhin eine attraktive Verzinsung in Form der Dividende (Ausgleichszahlung). Wir erachten die Aktie daher nach wie vor als interessant, der Fonds hält weiter an der Position fest.

Der neue Großaktionär von First Sensor kündigte (wie von uns erwartet) Verhandlungen über einen Beherrschungsvertrag an

Der Fonds hat zuletzt eine Position im Recyclingunternehmen Renewi aufgebaut, das auch gleich im vierten Quartal einen guten Performancebeitrag leistete

Zudem wurde eine Position in der Wandelanleihe des französischen Spieleentwicklers Ubisoft aufgebaut. Diese könnte bei einer Erholung der Aktie partizipieren, gleichzeitig ist sie aber aufgrund der soliden Bilanz deutlich weniger riskant

Nachhaltigkeit ist für uns ein wichtiges Thema. Nachhaltigkeit und gute Rendite sind aber kein Widerspruch, sondern können Hand in Hand gehen

Aus unserer Sicht positive Nachrichten gab es bei **First Sensor**. Der neue Großaktionär TE Connectivity kündigte an, mit First Sensor in Verhandlungen über einen Beherrschungsvertrag einsteigen zu wollen. Im Zuge dessen machte die Aktie nochmals einen Sprung, denn in der Regel handeln Aktien nach einer solchen Ankündigung mit einer gewissen Prämie zu einem (möglichen) Abfindungsbetrag. Dieser wurde mit der Ankündigung quasi (im Sinne des 3-monatigen, volumengewichteten Durchschnittskurs) festgezurret.

### **Neue Investments**

Zuletzt baute der Fonds einige neue Positionen auf. Auf zwei davon möchten wir kurz eingehen. Zum einen sind dies die Aktien des Recyclingunternehmens **Renewi**. Hierbei handelt es sich zwar um eine normale Aktie, dennoch aber um eine Sondersituation mit Eventcharakter. Denn das Unternehmen betreibt in den Niederlanden eine Anlage, die verunreinigten Boden verarbeitet und recycelt. Der Betrieb der Anlage musste heruntergefahren werden, da niederländische Behörden die Nutzung von thermisch behandeltem Boden (einem Endprodukt aus dem Recycling des verunreinigten Bodenmaterials) untersagten und die Recyclingverfahren überprüfen wollten. Renewi ging von einer kurzen Phase eingeschränkter Aktivität aus und kommunizierte entsprechend – dies stellte sich allerdings als falsch heraus. Investoren verloren zunehmend die Geduld und die Aktie kam massiv unter Druck. Zum Ende des Jahres 2019 hin häuften sich allerdings die Anzeichen, dass die Behörden die Erlaubnis zur Wiederaufnahme der Verarbeitung erteilen könnten. Daraufhin erwarb der Fonds Aktien der Firma. Zwar wird es noch etwas dauern, bis die Anlage wirklich wieder voll ausgelastet werden kann, dann aber sollten sich sowohl das operative Ergebnis des Unternehmens wieder deutlich verbessern als auch die Bewertungskennzahlen normalisieren.

Weiterhin hat der Fonds in eine Wandelanleihe des französischen Spieleentwicklers **Ubisoft** investiert. Das Unternehmen lebt primär davon, immer wieder neue, erfolgreiche Spiele zu entwickeln und auf den Markt zu bringen und diese dann bestmöglich zu monetarisieren. Dabei ist es natürlich essentiell, dass diese Spiele von den Kunden gut aufgenommen werden. Dies war beim zuletzt veröffentlichten Spiel nicht der Fall, woraufhin das Management entschied, die nächsten Veröffentlichungen zu verschieben und noch weiter an diesen zu arbeiten. Denn nichts ist gravierender als durch halb fertige Produkte den guten Ruf zu verlieren. Im Zusammenspiel dieser beiden Faktoren verlor die Aktie deutlich. Allerdings verfügt Ubisoft über sehr beliebte Franchise wie Assassin's Creed, Far Cry und die Tom Clancy Reihe. Es ist daher zu erwarten, dass die zukünftigen Neuerscheinungen an alte Erfolge anknüpfen und die Aktie wieder deutlich aufwertet. Mit der Wandelanleihe würde man hieran profitieren, gleichzeitig ist das Risiko durch den Anleihecharakter gering, sollten die nächsten Spiele erneut weniger gut performen. Denn die Bilanz des Unternehmens ist sehr solide. Hinzu kommt, dass die Wandelanleihe auch im Falle einer Übernahme einen interessanten Anpassungsmechanismus aufweist.

### **Nachhaltigkeit**

Das Thema Nachhaltigkeit ist zwar in aller Munde, uns aber bereits seit Fondsaufgabe ein wichtiges Anliegen. Als Investoren bzw. Kapitalallokator, sehen wir uns gesellschaftlich in der Pflicht Nachhaltigkeit zu unterstützen. Denn diese zu ignorieren wäre aus langfristiger Sicht nicht nur für die Welt, sondern auch für die Kapitalmärkte, fatal. Nachhaltigkeit und gute Rendite stehen unserer Ansicht nach in keiner Weise im Widerspruch, sondern gehen Hand in Hand. Das größere Bewusstsein in der Gesellschaft für Nachhaltigkeitsthemen sorgt dafür, dass Unternehmen mit nachhaltigen Produkten profitieren – oder im umgekehrten Fall abgestraft werden. Für uns stellt Nachhaltigkeit somit auch einen Trigger für nachhaltig operatives Wachstum dar.

Daher sind wir immer auf der Suche nach Firmen, welche unseren Investmentkriterien entsprechen und eine nachhaltige Lösung für die Probleme unserer Zeit bieten. Uns geht es dabei weniger um das bloße Abhaken von ESG-Kriterien. Das Einhalten bestimmter Kriterien ist uns zwar auch sehr wichtig und Teil der Analyse. Grundsätzlich sind diese aber oft subjektiv und schwer bewertbar, wie beispielsweise bei Bayer. Einerseits steht das Unternehmen nach der Übernahme von Monsanto zurecht in der Kritik. Andererseits hat Bayer nun die Chance vieles besser zu machen, und gleichzeitig einen Beitrag zur Ernährung der Weltbevölkerung zu leisten.

Unser Investment im Bereich Nachhaltigkeit haben sich 2019 gut entwickelt. Die Zukunftsaussichten sind durch das gestiegene Bewusstsein von Politik und Gesellschaft sehr gut

Vielmehr geht es uns darum Unternehmer und Unternehmen zu entdecken, deren Produkte positive Veränderung mit sich bringen. Einzelne solcher Firmen haben wir in der Vergangenheit schon ausführlich beschrieben. Die Investments in 7C Solarparks, Energiekontor, Encavis und PNE haben aus unserer Sicht einen guten Beitrag zur Stabilität und/oder Performance gebracht. Durch die Teilnahme an Kapitalerhöhungen können diese Firmen weiter in den Ausbau regenerativer Energien investieren. Auch in Zukunft sehen wir in diesem Bereich weitere Chancen, da die regenerative Energiegewinnung immer günstiger und somit in immer mehr Regionen wirtschaftlicher als konventionelle Energie wird. Durch das Aufkommen von Elektroautos und anderen Speichermöglichkeiten sollte die Versorgungssicherheit zudem zunehmen. Zur Entwicklung der Elektromobilität trägt auch Nabaltec bei, über die wir bereits berichteten. Weitere positive Beiträge erwarten wir zudem von den Investments in die Umweltbank und Frosta. Erstere fördert mit ihren Krediten den Ausbau von regenerativer Energie und nachhaltigem Wohnen. Frosta wird nach langer Forschungsarbeit ihre Tiefkühlgeräte ohne Zusatzstoffe in Papier statt Plastiktüten verkaufen. Evtl. könnte dieses Knowhow auch an Konkurrenten lizenziert werden. Ein weiterer Trigger könnte die potentielle Einführung eines fleischlosen Burger-Pattys sein - im Gegensatz zu den meisten Konkurrenten vermutlich ohne Zusatzstoffe. Weitere Gründe für ein Investment in Frosta waren das hohe Wachstum der Marke und die niedrige Bewertung gegenüber der Konkurrenz. Nachhaltigkeit, operatives Ergebnis und Aktienkursentwicklung können also durchaus Hand in Hand gehen.

### **Fazit**

In Summe veränderte sich die Ausrichtung des Fonds im vierten Quartal wenig. Positionen wurden primär verkauft, nachdem entsprechende Events eingetreten waren. Gleichzeitig wurden einige neue Positionen, wie zuvor beschrieben, aufgebaut. Der Fonds partizipierte trotz ausgewogener Positionierung mit einer Netto-Aktienquote von rund 50% überproportional an der Marktentwicklung (Fondspreisentwicklung +7,7% vs. S&P 500 +8,7%, DAX +6,6%; jeweils 30.09.2019 – 31.12.2019), unter anderem auch aufgrund der starken Performance von Small- und Mid-Caps (SDAX +13,4%, MDAX +9,4%; jeweils 30.09.2019 – 31.12.2019).

### **Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen**

Das Jahr 2020 wartet abermals mit einer Vielzahl spannender (geo-)politischer Events auf

Das Jahr 2020 wird sicherlich ein spannendes Jahr: Es wird sich zeigen, wie sich die USA und China im Anschluss an den Phase 1 Deal verhalten, und ob sie sich wieder aneinander annähern. Der Brexit wird vermutlich vollzogen und die Verhandlungen über die Handelsbeziehungen zwischen der EU und UK beginnen. Hinzu kommt, dass es gegen Ende des Jahres Wahlen in den USA geben wird, deren Ausgang sicherlich auch eine hohe Kapitalmarktrelevanz haben wird (und damit auch schon der Wahlkampf und die Prognosen). Überdies kommen die möglicherweise etwas verbesserten Konjunkturzahlen/-erwartungen und nicht vorhersehbare geopolitische Themen dazu. Auch die Inflation könnte 2020 (wieder) ein Thema werden und damit auch das Verhalten der Zentralbanken, die vermutlich im zweiten Halbjahr 2019 einen nicht zu unterschätzenden Anteil an der Kapitalmarktrally hatten. Aktuell aber steht zunächst der Abschluss des Phase 1 Handelsdeals an, die anderen Themen werden uns vermutlich dann erst im weiteren Verlauf des Jahres beschäftigen.

Wir erachten das Umfeld aktuell als solide, der Fonds ist daher nach wie vor ausgewogen positioniert

Wir schätzen das Umfeld weiterhin als verhältnismäßig solide ein. Zwar sind die Märkte unserer Meinung nach nicht klar unterbewertet, auf der anderen Seite aber sehen wir auch keinen Grund für ein kurz bevorstehendes Kollabieren der Märkte. Dennoch leben wir aktuell in einer Phase erhöhter geopolitischer Volatilität, die sich mitunter auf die Märkte abfärbt. Durch den Fokus auf möglichst marktunabhängige Investments sollte der Fonds hiervon aber weniger betroffen sein. Wir erachten eine ausgewogene Positionierung weiterhin als sinnvoll.

Die zuletzt durch eingetretene Events reduzierte Quote von Aktien mit Anleihecharakter soll wieder ausgebaut werden

Zuletzt reduzierte sich der Anteil von Aktien mit Anleihecharakter aufgrund eingetretener Events leicht. Ziel ist es, diese Quote wieder zu erhöhen und im Gegenzug die Netto-Aktienquote wieder etwas zu reduzieren. Zu beachten ist hierbei allerdings, dass sich auch im Bereich Aktien Investments mit Eventcharakter befinden, die grundsätzlich etwas weniger Marktabhängigkeit aufweisen sollten. Die Quote in Gold hat der Fonds zuletzt (nach dem Stichtag 31.12.2019) wieder leicht erhöht (ca. 7%), gerade um eine Absicherung für die beiden oben genannten Themen Inflation und nicht vorhersehbare geopolitische Themen zu bilden. Langfristig erscheint uns ein Goldanteil aber auch gerade in Zeiten hoher Staatsschulden als sinnvoll.

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: Investieren und Spenden

**Zusammenfassung:** Statt auf ein Investment des Fonds einzugehen möchten wir an dieser Stelle - im Rahmen unserer Spendenaktion von Ende 2019 - darauf eingehen, inwiefern wir denken, durch effektives Spenden einen positiven Beitrag zur Gesellschaft leisten zu können und wo wir Parallelen zwischen Spenden- und Investitionsallokation sehen.

Wir möchten über die Allokation von Kapital hinaus einen positiven Beitrag zur Gesellschaft leisten

Spenden und Investieren weisen dabei einige Parallelen auf...

...denn auch beim Spenden ist entscheidend, wie effizient das zur Verfügung gestellte Kapital zur Generierung einer *gesellschaftlichen Rendite* eingesetzt wird

Und wie am Kapitalmarkt sind kleinere, aber dafür effizient aufgestellte Organisationen teilweise deutlich effektiver

Im Buch *Doing good Better* wird dieser Ansatz ans Spenden näher dargestellt

Wir sehen unsere Verantwortung nicht nur darin, durch Kapitalallokation eine aktive Rolle in der nachhaltigen Entwicklung unserer Gesellschaft zu spielen. Zwar ist Investieren unsere Leidenschaft und damit auch unsere absolute Hauptbeschäftigung. Durch Spenden können wir aber dennoch einen aktiven Beitrag zur langfristigen Verbesserung der globalen Lebensbedingungen leisten. Doch auch Spenden ist nicht einfach, oft verwässern die Beiträge in intransparenten und komplex aufgestellten Organisationen. Im Rahmen unserer Weihnachts-spendenaktion haben wir uns daher Gedanken über das Thema *effektives Spenden* gemacht. Es gibt viele Parallelen zwischen Investieren und Spenden. Ein Investment wird meist getätigt, um eine attraktive Rendite zu erwirtschaften. Bei einer Spende erwarten wir eine soziale Rendite in Form einer Verbesserung der Lebensumstände bei Menschen, Tieren oder Umwelt. Wie beim Investieren sind wir uns auch hier bewusst, dass nicht jedes Investment gleich viel „Rendite“ abwirft. Manche Investments werfen ein Vielfaches ihrer Investitionssumme ab und andere bringen weniger als erwartet ein. Durch den Zinseszinsseffekt kann schon ein kleines Investment langfristig zu einer großen Sache werden.

Wir glauben die gleichen Gesetze gelten auch für das Spenden und auch hier gibt es eine *Value Bewegung*, welche das Ziel verfolgt, den größtmöglichen Ertrag pro investierte Einheit zu erreichen. Diese Bewegung nennt sich *Effektiver Altruismus* und auch hier ist einiges an Analysearbeit notwendig. Leider ist die Welt der Spendenorganisationen oft wesentlich intransparenter als die Welt des Investierens, in der es regulatorische Dokumente gibt, welche uns eine Fülle an Informationen über Firmen geben und unsere Investitionsentscheidungen somit mit Daten und Fakten unterfüttern. Beim Spenden muss man hingegen oft viel Vertrauen aufbringen, dass die Spende auch dort ankommt, wo sie soll und auch wirklich den versprochenen Nutzen bringt. Leider scheinen große Hilfsorganisation teilweise genauso komplex zu sein wie einige Large-Caps an der Börse. Teilweise scheint es sehr schwierig zu sein, spezifische Informationen über die Projekte, deren *track record* und die weitere Verwendung neuer Spendengelder zu erhalten.<sup>1</sup>

Daher macht es mitunter mehr Sinn sich auf die *Small- und Mid-Caps* der Branche zu fokussieren. Denn es gibt wesentlich mehr transparente kleine Organisationen, welche sich auf ein Projekt fokussieren und ihren *track record* mit Daten belegen können. Einige dieser Projekte sind pro investierte Einheit um ein Vielfaches effektiver als andere. Natürlich ist es hier auch nicht einfach, genau diese Organisationen zu finden und zu analysieren.

Zum Glück gibt es daher die Nonprofit-Organisation *Givewell*, welche diese Arbeit übernimmt. Und auch hier gibt es wieder die Parallele zum Investieren, denn die Gründungsmitglieder hatten zuvor teilweise bei einem Hedgefonds gearbeitet. Als die Freunde damals Geld spenden wollten stellten sie schnell fest, dass es leider wenig Transparenz gab und eine Vielzahl von Hilfsprogrammen. Somit beschlossen Sie dies zu ändern und hauptberuflich die effizientesten Organisationen zu finden und zu analysieren.

Givewell beschreibt das Ziel ihrer Arbeit folgendermaßen: „Im Gegensatz zu Wohltätigkeitsprüfern, die sich ausschließlich auf das Finanzielle konzentrieren und die Verwaltungs- oder Fundraising-Kosten bewerten, führen wir gründliche Untersuchungen durch, um festzustellen, wie viel Gutes ein bestimmtes Programm (in Bezug auf gerettete Leben, verbesserte Leben usw.) pro ausgegebenem Dollar erreicht“.<sup>2</sup> Was uns auch gefällt ist die detaillierte Analyse, die teilweise in komplexen Excel-Modellen endet.

Spenden ist natürlich auch eine Herzensangelegenheit und es gibt sehr viele hilfsbedürftige Menschen. Für alle, die sich noch nicht sicher sind wo ihre Spende am besten aufgehoben ist oder welche anderen Möglichkeiten es gibt die Welt ein kleines bisschen besser zu machen, gibt das hervorragende Buch *Doing good Better* von William MacAskill einige erstaunliche Erkenntnisse.

<sup>1</sup> <https://blog.givewell.org/2011/12/28/mega-charities>

<sup>2</sup> <https://givewell.org/about>

## Anhang II: Übersicht über Nachbesserungsrechte des Fonds

Durch Investments in Sondersituationen, wie zum Beispiel Aktien von Unternehmen in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, entstehen über die Zeit sogenannte Nachbesserungsrechte. Nach Abschluss einer solchen Strukturmaßnahme folgt (primär in Deutschland und Österreich) oft ein gerichtliches Verfahren, in welchem die Angemessenheit der bezahlten Beträge überprüft wird.

Diese Nachbesserungsrechte werden ohne Wert im Fonds bilanziert und stellen dadurch „stille Reserven“ dar. Sollte es zu einer Nachbesserung kommen (vgl. zuletzt Fall MAN SE), so kommt es zu zusätzlichen, positiven Erträgen für den Fonds. Da die Anzahl dieser stillen Reserven über die Zeit wächst, möchten wir Ihnen als Investorinnen und Investoren anhand folgender Übersicht die Möglichkeit bieten, die aktuell bilanzierten Nachbesserungsrechte im Fonds nachzuvollziehen.

Bitte beachten Sie, dass es sich bei den angegebenen Stückzahlen um die dem gesamten Fonds zuzurechnenden Nachbesserungsrechte handelt (sowohl I-Tranche, als auch R-Tranche):

Bezeichnung	Stück	Volumen (in €)	Typ
Buwog AG	90.000	2.614.500	Squeeze-Out 2018
Diebold Nixdorf AG	39.852	2.192.657	Andienung 2018 BuG*
Diebold Nixdorf AG	38.000	133.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Kabel Deutschland AG	35.000	110.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Kabel Deutschland AG	42.000	133.140	Garantiedividende 2019 BuG*
Linde AG	23.500	4.452.310	Squeeze-Out 2019
McKesson Europe AG (ex Celesio AG)	55.500	46.065	Garantiedividende 2017 BuG*
McKesson Europe AG (ex Celesio AG)	250.815	208.176	Garantiedividende 2018 BuG*
McKesson Europe AG (ex Celesio AG)	250.815	208.176	Garantiedividende 2019 BuG*
<b>Nachbesserungsvolumen gesamt</b>		10.099.924	

\*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen

Stand 07.01.2020

## Kontakt

Fabian Leuchtner	fabian.leuchtner@aguja-capital.de	0221 9823 9413
Dimitri Widmann	dimitri.widmann@aguja-capital.de	0221 9823 9414

## Wichtige Hinweise

Die in dieser Publikation enthaltenen Fonds- und Marktinformationen sind zu allgemeinen Informations- sowie Werbezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Markt Recherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Diese Publikation stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Publikation enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne Zustimmung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Weder die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH, die Aguja Capital GmbH und Morningstar noch ihre jeweiligen Organe/Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer ([www.axxion.lu](http://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](http://www.axxion.lu) können Sie sich Ihre individuelle Wertentwicklung unter Berücksichtigung aller Kosten berechnen lassen. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt. Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Diese Publikation und die in ihr enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieser Publikation sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.