

16. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.10.2020 - 31.12.2020

Köln, 14. Januar 2021

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 Gesamtentwicklung des NAVs **SQUAD Aguja Opportunities I** seit Auflage am 05.12.2016 beträgt zum Stichtag (31.12.2020) 67,21%, bzw. 13,34% p. a.

Die monatliche Entwicklung des NAVs seit Auflage Prozent in der Übersicht:

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
2020	0,08	-3,08	-11,12	10,86	2,81	1,84	1,67	7,73	2,61	4,14	7,31	7,65	35,28

Die Allokation am 31.12.2020, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	82%*
davon Aktien mit Anleihecharakter:	16%
Anleihen:	10%
davon Hybridanleihen:	2%
davon Wandelanleihen:	8%
davon Senior Anleihen:	0%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	4%
Kasse:	4%
Derivate:	0%

Deutschland:	35%
Restl. Europa:	39%
Nordamerika:	16%
Asien:	0%
Sonstiges:	2%
Kasse (inkl. Gold):	8%

***Nettoaktienquote** (Aktien-Exposure nach Absicherung und ohne Aktien mit Anleihecharakter): 58%

Stand: 31.12.2020; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; aufgrund von Rundungsdifferenzen kann die Summe von 100% abweichen.

Im Anhang finden Sie eine Übersicht über die aktuell vom Fonds gehaltenen **Nachbesserungsrechte**, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Volumen von 13.872.894 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.

Ein besonderes Jahr: Rückblick auf 2020

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

Ein besonderes Jahr 2020 geht zu Ende. Im Anhang blicken wir nochmals auf die Fondsstrategie und die Performancekontributoren.

Rückblickend zeigt sich, dass verschiedene Faktoren für den Erfolg wichtig waren. Hierzu gehört neben der Bottom-up Analyse auch der „Blick aufs Ganze“ und daraus abgeleitete Einflüsse auf einzelne Unternehmen...

...aber auch die Steuerung des Marktrisikos im Sinne des Netto-Aktien-Exposures.

Wir hatten uns frühzeitig intensiv mit dem Corona-Virus beschäftigt und der Fonds bereits Anfang Februar Put-Optionen als Versicherung erworben.

Fortfolgend haben wir uns mit dem Einfluss auf einzelne Unternehmen beschäftigt und Szenarien modelliert. Unter anderem wurde daraufhin die TUI Aktie verkauft.

das Jahr 2020 war sicherlich in vielerlei Hinsicht ein ganz besonderes Jahr, und der SQUAD Aguja Opportunities I Fonds konnte dieses Jahr mit einer Performance von 35,28% erfolgreich beenden. Wir wissen, dass sich einige von Ihnen explizit dafür interessieren, wie diese Wertentwicklung trotz verhältnismäßig niedrigem Netto-Aktien-Exposure (durchschnittlich im Bereich 50-55%) zustande kam, und wie replizierbar der bisherige Erfolg ist. Zudem verzeichneten wir zuletzt auch deutlich mehr Interesse neuer Investoren. Aus diesem Grund möchten wir den „*Quartalsbericht*“ mit einem kurzen Rückblick auf das ganze Jahr beginnen und zudem im **Anhang** nochmals näher auf das Fondskonzept und die Performancekontribution in 2020 eingehen. Dabei wollen wir auch erläutern, wie die Performance im Kontext unserer Philosophie einzuschätzen ist.

Allen voran hat uns alle im Jahr 2020 die Corona-Pandemie getroffen und gezeigt, wie angreifbar die Menschheit ist. Man möchte sich gar nicht vorstellen, dass die Mortalität einer solchen Pandemie auch noch hätte deutlich höher sein können. Beim Rückblick auf das Jahr 2020 ist es wichtig den Fokus des Ansatzes kurz zu verdeutlichen. Zwar hat dieser einen starken Fokus auf individuelle *Bottom-up*-Investments aus den Bereichen Aktien, Sondersituationen und (Wandel-)Anleihen. Wir erachten aber durchaus auch das Weltgeschehen und maßgebende politische und ökonomische Entwicklungen für wichtig. Gerade in der Corona-Krise ist die Relevanz dessen nochmal sichtbar geworden. Oft wird zwar das Argument angebracht, dass sich viele makroökonomische Ereignisse nicht vorhersehen lassen und daher besser zu ignorieren sind (in den meisten Fällen stimmen wir hier auch zu). Jedoch gibt es immer auch Ereignisse, die einen starken Einfluss auf einzelne Branchen haben und in denen ein einzelnes Jahr den Wert einer Firma mehr beeinflussen kann als die letzten zehn Jahre zusammen. Wir denken hier beispielsweise an die Finanz-Branche im Jahr 2008 oder die Tourismus-Branche in 2020. Gerade Firmen, die mit großen operativen Hebeln agieren (wie z. B. starre und hohe Kostenstrukturen und/oder niedrige Kapitalrenditen in Verbindung mit einer hohen Verschuldung) können in einem solchen Jahr Verluste generieren, die Jahre brauchen, um wieder ausgeglichen zu werden. Genau diese Aspekte haben unser Handeln und unsere Analyse Anfang 2020 stark beeinflusst.

Unsere Sicht aus der Vogelperspektive auf die Welt nutzen wir aber nicht nur für die Unternehmensanalyse. Gleichermäßen dient sie auch als Entscheidungsgrundlage für temporäre Portfolio-Absicherungen. Dabei wird die Flexibilität genutzt, dass der Fonds auch eine höhere Brutto-Aktienquote aufweisen kann und nicht an starre Quoten gebunden ist, beispielsweise, um in alle guten Ideen in Marktphasen wie 2020 investieren zu können - ohne dabei aber mehr Marktrisiko einzugehen, als wir in der jeweiligen Situation für einen flexiblen **Mischfonds** mit Fokus auch auf Kapitalerhalt für sinnvoll erachten. Wir wollen eben nicht Rendite durch Markt-Timing generieren, sondern durch *Alpha* aus unserer Titelauswahl. Beispielsweise haben wir im Verlauf des Jahres 2020 viele attraktive Investment Opportunitäten im Aktienbereich gefunden, der Fonds hat dabei aber auch Optionen und Futures genutzt, um das Marktrisiko zu steuern.

Aus dieser Betrachtungsweise heraus ist eine Absicherung gegenüber einer zum damaligen Zeitpunkt noch *potentiellen* Pandemie Anfang Februar über Put-Optionen auf den DAX entstanden. Denn schon sehr früh hatten wir uns mit dem Corona-Virus als potentielle Gefahr beschäftigt. Wie auch bei der Analyse von Unternehmen haben wir beim Corona-Virus damit begonnen Experten und wissenschaftliche Studien ausfindig zu machen. Dabei kamen wir immer mehr zum Schluss, dass eine Eindämmung sehr schwierig werden könnte. Zudem haben uns familiäre Kontakte nach China geholfen die dramatischen Folgen, die das Virus anrichten kann, einzuordnen.

Wir haben fortfolgend damit begonnen das Portfolio auf die Gefahren einer Pandemie hin zu durchleuchten, Gespräche mit Unternehmenslenkern zu führen und vor allem auch speziell die Cash-Flows der Unternehmen zu modellieren. Denn in einer Krise wie dieser ist Liquidität und ein stabiler Cash-Flow essentiell für die langfristige Perspektive eines Unternehmens. Hieraus leiteten sich dann weitere Entscheidungen ab, das Portfolio agil und ohne längere Prozesse anzupassen. Ein Beispiel hierfür ist der frühe Verkauf der TUI-Aktie Ende Februar. Hier war wie oben beschrieben ein hoher operativer Hebel vorhanden. Wir hatten ein Erliegen des

Die Marktverwerfungen führten aber auch zu immer mehr Opportunitäten. Zudem griffen Notenbanken und Regierungen stark ein und das Wissen über den Virus stieg. Dies führte dazu, dass der Fonds gegen Ende März die Absicherung abbaute und in Opportunitäten investierte.

Ein Anliegen: Das Jahr 2020 zeigte, wie anfällig die Menschheit ist, und wie schnell ein Riss durch die Gesellschaft gehen kann. Dabei ist es wichtig, bei einigen essentiellen Themen an einem Strang zu ziehen.

Das Thema *nachhaltiges Investieren* gehört hier dazu, wobei es keineswegs um *Greenwashing* gehen sollte. Wir möchten unser eigenes Framework entwickeln und transparent darstellen.

Reise-/Flugverkehrs als mögliches Szenario modelliert und kamen zu einem bedrohlichen Ergebnis für den Konzern. Auch ohne Umsatz hat die Firma hohe Kosten, die schwer gesenkt werden konnten. Dadurch wird es Jahre brauchen, bis potenzielle Verluste wieder ausgeglichen sind.

Mit den zunehmenden Marktverwerfungen ergaben sich dann allerdings immer mehr spannende Investitionsoportunitäten, und schon zu dieser Zeit hatten wir ein beherztes Eingreifen der Zentralbanken und Politik erwartet. Zudem fanden wir immer mehr wissenschaftliche Studien, welche die Sterblichkeitsrate des Corona-Virus konkretisierten. Die Rate war zwar immer noch hoch, es hätte aber noch viel schlimmer kommen können. Nach und nach löste der Fonds die Absicherung dann im Laufe des März auf. Damit sind wir zwar bewusst das „Risiko“ etwas höherer Schwankungen eingegangen (die dann auch eingetroffen sind). Aber aus unserer Sicht waren die Risiken mehr und mehr adäquat eingepreist. Die Marktverwerfungen führten zudem dazu, dass im Fonds eine Vielzahl spannender neuer Investments umgesetzt werden konnten, auch weil das Setup und das Fondsvolumen ein schnelles und agiles Handeln ermöglicht. Hierdurch erhöhte sich fortfolgend in den April hinein die Brutto-Aktienquote deutlich. Der Fonds hatte die Möglichkeit, sehr gute Unternehmen, die uns sonst eigentlich immer zu teuer waren, zu attraktiven Preisen zu kaufen.

Zu diesem Zeitpunkt waren allerdings noch sehr viele Fragen bzgl. des Verlaufs der Pandemie und der Maßnahmen offen. Daher erachteten wir es als sinnvoll, die erhöhte Aktienquote über einen Indexfuture zu reduzieren. Letztlich ergaben sich auch im zweiten Halbjahr immer wieder spannende Opportunitäten, so dass die Aktienquote erhöht blieb, das Netto-Aktien-Exposure nach Absicherung aber im Bereich 50-55% lag. Auf den Verlauf im 4. Quartal gehen wir nachfolgend genauer ein.

Zuvor aber noch ein letzter allgemeiner Hinweis: Im Jahr 2020 zeigt sich auch, wie schnell sich eine Spaltung durch Gesellschaften ziehen kann. In Anblick der aktuellen Herausforderungen ist es aber umso wichtiger, an einem Strang zu ziehen. Wir hoffen, dass 2021 ein Schritt in diese Richtung erfolgt und erachten auch die Entwicklung zu mehr Bewusstsein für Nachhaltigkeit beim Investieren für relevant. Denn wie beim Corona-Virus verschließen wir - solange möglich - oft gerne unsere Augen vor ungemütlichen Dingen, die Verzicht erfordern. Die Corona-Pandemie, aber bspw. auch die globale Erderwärmung und viele andere Prozesse, unterliegen sogenannten *Kipp-Punkten*. Überschreiten sie ein gewisses Level, so ist das Geschehen unaufhaltsam. Im Nachhinein erscheinen einige der Maßnahmen, die es bedurft hätte, um die Pandemie von Beginn an einzuschränken, relativ simpel (bspw. die Maskenpflicht). Ein Abschmelzen der Polkappen ist ein ähnlicher irreversibler Kipp-Prozess, dessen Entwicklung irgendwann nicht mehr vom Menschen aufzuhalten ist. Eine schnelle Umstellung auf ein nachhaltiges Energiesystem erscheint ähnlich logisch wie eine frühe Maskenpflicht während der Pandemie.

Allerdings erscheint uns der aktuelle Umgang der Branche mit dem Thema noch sehr unklar und inhomogen. Wir haben daher entschieden, ein eigenes Framework zu entwickeln, an das wir uns halten wollen. Dabei ist es uns wichtig, unserem bisherigen Investmentansatz treu zu bleiben. Andererseits liegt uns das Thema aber seit Gründung am Herzen und wurde auch im allgemeinen Research-Prozess bereits berücksichtigt. Es gilt nun, dies zu formalisieren und transparent darzustellen. Uns ist aber auch wichtig kein *Greenwashing* zu betreiben, sondern aus Überzeugung heraus zu handeln.

Aus unserer Sicht sind Rendite und Nachhaltigkeit generell kein Widerspruch. Wenn knappe Ressourcen auf eine immer höhere Nachfrage stoßen, steigt deren Wert. Als Wirtschaftsingenieure hatten wir uns im Studium an der Universität Karlsruhe (KIT) bereits mit Themen wie regenerativen Energien, Batterie- und Brennstoffzellen-Technologien, aber auch Lebensmittelverfahrenstechnik auseinandergesetzt. Seitdem sind wir von diesen Technologien begeistert. Aufgrund dieser Erfahrungen sind auch die Investments in den letzten Jahren in Solar- und Windkraftbetreiber und -projektorer hervorgegangen.

In diesem Zusammenhang ist die Aguja Capital GmbH Ende 2020 **UN PRI** beigetreten.

Rückblick: Verlauf des letzten Quartals und Positionierung

Wie erwartet wurde das 4. Quartal geprägt durch die „2. Welle“ und die US-Wahlen. Dennoch verlief es in Summe positiv.

Auch im 4. Quartal ergaben sich spannende Opportunitäten, denn die Marktentwicklung verlief weiterhin nicht homogen.

Marktumfeld

Das vierte Quartal 2020 verlief erwartungsgemäß ereignisvoll, sowohl auf Ebene einzelner Unternehmen (hierzu später mehr), als auch betreffend des allgemeinen Geschehens. Im Oktober, speziell der zweiten Hälfte, dominierte die „Zweite Welle“ und daraus abgeleitete politische Maßnahmen das Marktgeschehen und führte zu einem spürbaren Dämpfer. Der Fokus richtete sich dann aber mehr und mehr auf die US-Wahl, die Märkte erholten sich bereits vor der Wahl wieder. Die letzten Wochen wurden dann von verschiedensten Themen bestimmt – das Verhalten von Donald Trump, die Ungewissheit bzgl. der Sitzverteilung im Senat, Brexit-Verhandlungen, Meldungen über Corona-Virus Mutationen und Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie. Trotz allem, und sicherlich auch begründet in den Maßnahmen der Zentralbanken, entwickelten sich die Märkte im letzten Quartal positiv, wodurch S&P 500 und DAX das Quartal tatsächlich positiv beendeten (S&P 500: 11,4%; DAX: 7,5% im letzten Quartal 2020).

Der Fonds startete und beendete das Quartal mit ähnlicher Positionierung: Wie bereits im vorherigen Quartalsbericht erläutert, erachten wir das zurückliegende (und auch das aktuelle) Umfeld als äußerst spannend für das Bottom-up Stock-Picking. Es gab auch im vierten Quartal eine Vielzahl spannender (neuer) Opportunitäten, die der Fonds umsetzte. Gleichzeitig aber war das globale Umfeld nur schwer berechenbar. Da der Fokus des Fonds in einer stabilen Wertentwicklung durch diversifizierte Investments liegt, halten wir es nach wie vor für sinnvoll, in einem solchen Umfeld diese erhöhte Brutto-Aktienquote durch Indexfutures auf ein ausgewogenes Niveau zu reduzieren.

Wir hoffen Ihnen mit dieser Übersicht einen Einblick in die „top-down“ Betrachtung ermöglichen zu haben. In den nächsten beiden Abschnitten gehen wir auf die Veränderung bei Einzeltiteln, sowie auf die aktuelle Positionierung und unsere Sicht der Dinge ein.

Entwicklung im Bereich Aktien

Positive & negative Beiträge

Im 4. Quartal trugen eine Vielzahl an Investments zur positiven Entwicklung bei.

Eine Vielzahl an Investments entwickelten sich im 4. Quartal sehr positiv, so dass sich die gute NAV-Entwicklung auf unterschiedliche Investments mit ganz unterschiedlichem Charakter verteilt. Gerade dies zeichnet den Fonds aus und soll ihn auch in Zukunft auszeichnen: Viele unterschiedliche Wertreiber, unterschiedliche Rendite-/Risiko-Profile und unterschiedliche Charaktere – aber allesamt auf ihre Art vielversprechend. Um dies zu verdeutlichen, möchten wir auf einige der positiven Entwicklungen näher eingehen.

Zwei Unternehmen aus der Spiele-Branche, die hierbei explizit zu nennen sind, sind EG 7 aus Schweden und Focus Home aus Frankreich.

Der Fonds hat im zweiten Halbjahr 2020 in die beiden Computerspiele-Unternehmen **EG 7** und **Focus Home** investiert. Beide Unternehmen fokussieren sich (aktuell) auf den Bereich PC und Konsolen. Dennoch sind die Gründe für die Investments und die Profile der Unternehmen recht unterschiedlich. Den Investments vorausgegangen war eine intensive Auseinandersetzung mit dem gesamten Sektor, den wir für sehr spannend erachten. Schon vor langer Zeit hatten wir begonnen uns mit diesem Sektor auseinanderzusetzen, beginnend mit der Analyse von Activision Blizzard vor vielen Jahren. Die Aktie wurde damals übermäßig belastet von der Sorge vor sinkenden World of Warcraft Spielerzahlen, und die Branche von den meisten Investoren verkannt. Der Sektor verfügt aber über verschiedene strukturell positive Treiber, unter anderem Digitalisierung (Vertrieb über digitale Plattformen statt in Ladengeschäften), eine stetig wachsende Zielgruppe und wesentlich mehr Kontinuität als man auf den ersten Blick vermuten würde.

Wir erachten die positiven Treiber für den Sektor allgemein als strukturell.

Die Corona-Pandemie führte sicherlich zu einigen einmalig positiven Effekten, wir erachten aber auch einige der Effekte als langfristigen, strukturellen Rückenwind. In unserer Sektor-Analyse fanden wir einige schon sehr hoch bewertete Unternehmen, vornehmlich aus England. Doch wir stießen auch auf zwei sehr spannende und noch unentdeckte Unternehmen, EG 7 aus Schweden und Focus Home aus Frankreich.

EG 7 wird von einem unserer Meinung nach starken Team geführt und könnte durch Übernahmen weiteren Wert heben.

Ersteres Unternehmen wird von einem jungen, agilen Gründer geführt und möchte durch geschickte Zukäufe ein Unternehmen mit hohem Synergiepotential aufbauen. Wir haben bereits mit unzähligen Management-Teams aus der Branche gesprochen und denken, dass EG 7 über eines der besten Teams in der Branche verfügt. Einerseits ist der Gründer selbst leidenschaft-

licher *Gamer* und hat bereits in der Vergangenheit erfolgreich Firmen in der Branche aufgebaut. Andererseits ist mit Alexander Albedj und der Stena Olsson Familie (einer der reichsten Familien Schwedens) zusammen mit Erik Nielsen auch große Expertise in Kapitalallokations-Themen vorhanden. Zudem sind alle genannten Personen selbst investiert und haben kurz vor unserem Einstieg laut Stimmrechtsmeldungen teilweise selbst nochmals Aktien gekauft. Mit eigenen Publishing- und Marketing-Kapazitäten kann EG 7 zudem kleinen Gaming-Studios helfen ihre Spiele zu veröffentlichen. Neben dem Team, der attraktiven Bewertung und guten Bilanz hat uns die hohe Optionalität durch potenziell attraktive Zukäufe gefallen. Die Aktie entwickelte sich bereits kurz nach Kauf infolge von zwei sehr attraktiven Übernahmen, gestiegener Visibilität und guten Ergebnissen sehr gut.

Focus Home befindet sich in einer spannenden (positiven) Transformation.

Das zweite Unternehmen, Focus Home, befindet sich dagegen in einer spannenden Transformation, über die wir im letzten Quartalsbericht schon geschrieben haben, worauf wir an dieser Stelle verweisen möchten. Sicherlich fallen diese beiden Unternehmen eher in den Bereich „Corona-Gewinner“, allerdings erachten wir den „Corona-Effekt“ auf die Unternehmen Großteils auch als strukturell. Zudem werden die Firmen den Großteil ihrer Spiele-Pipeline in 2021, 2022 und 2023 veröffentlichen, 2020 war ursprünglich eigentlich eher ein Übergangsjahr.

Über On the Beach und Renewi berichten wir schon mehrfach, zuletzt im letzten Quartalsbericht. Die Nachkäufe zahlten sich aus, die Aktien entwickelten sich zuletzt beide sehr positiv.

Gleichermaßen ist der Fonds aber auch in Unternehmen investiert, die man eher als „Impfstoff-Gewinner“ betrachten könnte. Und so trugen auch **On the Beach** und **Renewi** mit signifikantem Anteil zur Entwicklung in Q4 bei. In beiden Fällen hatten wir zuvor berichtet, dass der Fonds die Positionen nach und nach wieder ausgebaut hatte. Denn in beiden Fällen erachteten wir die Risiken gering, auch im Falle einer noch etwas länger andauernden Normalisierung. Der „Cash Burn“ der Reiseplattform On the Beach liegt bei ca. 1-2 Mio. Pfund pro Monat bei einem Enterprise Value von rund 500 Mio. Pfund (bei TUI liegt der monatliche „Cash Burn“ Berichten zufolge im dreistelligen Millionen-Bereich), gleichzeitig verfügt das Unternehmen über eine solide (und nochmals gestärkte) Bilanz, was einen weiteren klaren Unterschied zu TUI und anderen Reiseanbietern darstellt. Sobald Urlaubsreisen wieder möglich sind, erwarten wir, dass On the Beach weitere Marktanteile gewinnen wird. Auch Renewi wird von einer Normalisierung profitieren, zeigte aber gleichzeitig eine deutlich bessere Resilienz als der Markt erwartet hatte. Zudem ist das Unternehmen ein Vorreiter im Bereich Recycling und in mehrere vielversprechenden Projekte involviert, die nicht nur einen finanziellen Ertrag generieren, sondern auch einen positiven gesellschaftlichen Effekt (bzw. auf die Umwelt) haben sollten.

Auch die Aktien von Energiekontor (Erneuerbare Energie), Global Fashion Group und Pinterest entwickelten sich sehr positiv.

Zudem positiv trugen die Aktien von **Energiekontor**, **Global Fashion Group** und **Pinterest** bei. Auch diese Unternehmen weisen wiederum differenzierte Werttreiber auf. So ist der Kursverlauf von Energiekontor weniger mit der allgemeinen Marktentwicklung und/oder der Corona-Pandemie zu erklären, sondern viel mehr auf dem immer stärker werdenden Fokus auf *Renewables* und des Wertes einer über viele Jahre etablierten Projektpipeline. Die Global Fashion Group und Pinterest haben wir ebenfalls im letzten Quartalsbericht näher dargestellt. Beide Aktien wurden mit der positiven Kursentwicklung zuletzt etwas reduziert.

Schon mehrfach berichteten wir über Allgeier. Im abgelaufenen Quartal wurde der Spin-off nun vollzogen, wodurch sich das Investment nochmals positiv entwickeln konnte.

Zuletzt eingehen möchten wir noch auf **Allgeier**. Über das Unternehmen hatten wir auch schon zuvor berichtet. Nun trat das lange antizipierte Event des Spin-offs der IT-Beratungstochter Nagarro ein, wodurch der Wert dieser nun deutlich visibler geworden ist. Die Allgeier Aktie handelt in der Zwischenzeit auf dem Niveau, zu dem der Fonds die Position ursprünglich aufgebaut hatte (knapp 20 Euro), allerdings hat der Fonds nun pro Allgeier Aktie noch eine Nagarro Aktie eingebucht bekommen, die aktuell zu rund 85 Euro handelt.

Den einzig signifikanteren negativen Beitrag im letzten Quartal lieferte mit **XETRA-Gold** (ca. -5%, bzw. 25 bps) keine Aktie. Wir erachten die Position allerdings nach wie vor als sinnvoll. Mitunter könnte die expansive Geldpolitik früher oder später durchaus zu großen Inflations Sorgen führen.

Ab- und Ausbau von Positionen

Die Aktie der Modern Times Group wurde verkauft, einige andere Positionen reduziert und dabei Gewinne realisiert. Dagegen wurde beispielsweise Nomad Foods wieder aufgestockt.

Im abgelaufenen Quartal wurden einige Gewichtungen adjustiert. Aktien, die durch ihre positive Entwicklung ihrem fairen Wert deutlich näher kamen wurden reduziert. Hierzu gehören beispielsweise Pinterest und Energiekontor. Die Position in **Modern Times Group** wurde nach der positiven Kursentwicklung komplett verkauft. Das Unternehmen besteht aus einer Mobile-Games Sparte, die durch die Corona-Pandemie stark profitierte, sowie einer E-Sports Sparte (ESL), die deutlich betroffen ist (durch Absage von Events). Die Aktie hatte den fairen Wert fast erreicht, gleichzeitig schränkten Änderungen von Apple (IDFA) die Visibilität für die Mobile-Game Sparte etwas ein.

Im Gegenzug hierzu wurden Positionen in Titeln, in denen wir nach wie vor großes Potential sehen, ausgebaut. Hierzu gehört Nomad Foods (Mutterkonzern von unter anderem Iglo), die im zurückliegenden Jahr eine Vielzahl neuer Kunden gewonnen haben und auch von Trends wie Home-Office nachhaltig profitieren sollten.

Neue Positionen

Im Rahmen einer Kapitalerhöhung investierte der Fonds in den Projektierer von Erneuerbare Energie-Projekten ABO Wind.

Erneut gab es einige spannende Chancen, die der Fonds für Neu-Investments nutzte. Im Rahmen einer Kapitalerhöhung investierte der Fonds in die Aktie von **ABO Wind**. Das Unternehmen verfügt, ähnlich wie Energiekontor, über eine große Pipeline an zukünftigen Projekten im Bereich *Erneuerbare Energie*. Eine solche Pipeline ist schwer zu replizieren, da diese über viele Jahre und mit viel Erfahrung aufgebaut wurde. Den Wert, der einer solchen Pipeline zugemessen werden kann, zeigten zuletzt die Deals zwischen Nordex und RWE, sowie BayWa r.e. und Energy Infrastructure Partners. Das Unternehmen verbesserte zudem zuletzt durch ein XETRA-Listing die Handelbarkeit der Aktie.

Auch im Bereich der Large- (bzw. Mega-)Caps gab es spannende Opportunitäten, wie zum Beispiel Disney. Es kristallisiert sich weiter der wohl nachhaltige große Erfolg von Disney+ heraus.

Neu aufgebaut wurde ebenfalls eine Position in **Disney**. Zu Beginn der Corona-Pandemie stand das Unternehmen vor einer ungewissen Zukunft, der Fokus lag zunächst auf der Analyse der finanziellen Einbußen aufgrund der geschlossenen Theme-Parks, der geschlossenen Hotels und Kinos und der fehlenden Live-Sport Events (für ESPN). Doch auf der anderen Seite kristallisierte sich immer mehr heraus, welches Potential im Streaming-Dienst Disney+ steckt, und auch in der Bewertung für Disney selbst. Zum einen verfügt Disney bereits über eine einzigartige Bibliothek an Filmen, Serien und Franchises. Zum anderen wird diese Bibliothek nun immer stärker ausgebaut, und auch der Launch von neuen Filmen auf der Plattform, die ursprünglich für das Kino geplant waren, verlief positiver als erwartet. Das führte zu einem deutlich höheren Kundenwachstum als prognostiziert, und damit einem potentiell sehr hohen Wert für die Plattform. Wir erachten auch hier den Treiber als strukturell und erwarten nicht, dass die Nutzerzahlen nach der Pandemie rapide einbrechen.

„You only get one shot, do not miss your chance to blow“ – Disney hat die Chance in Bezug auf Disney+ wohl genutzt.

Der Kapitalmarkttag Ende des Jahres hat uns bzgl. Disney+ zudem noch zuversichtlicher gestimmt. Die Firma meint es ernst und wird viel qualitativ hochwertigen, wie auch lokal relevanten, Content auf die Plattform bringen. Dies sollte wiederum mehr User, eine höhere Kundenbindung und eine bessere Preissetzungsmacht zur Folge haben. Lange wurde daran gezweifelt, ob Disney überhaupt erfolgreich im Bereich Streaming werden kann. Im sehr zu empfehlenden Musical *Hamilton*, das bei Disney+ zu sehen ist, heißt es „You only get one shot, do not miss your chance to blow“. Wir denken der Schuss hat gesessen und Disney hat den Sprung ins Streaming Zeitalter geschafft. Zudem werden parallel die Erträge aus den Theme-Parks, Hotels und vermutlich auch für ESPN wieder auf vorherige Niveaus zurückkehren, und Disney damit zu einem wertvolleren Unternehmen machen können als vor der Pandemie.

Ein weiterer Large-Cap: Naspers aus Südafrika. Das Unternehmen hält einen großen Anteil an Tencent (mittlerweile indirekt über Prosus). Der hohe Discount bietet einen zusätzlichen Werttreiber.

Ein deutscher Small-Cap, ein amerikanischer Large-Cap – der Fondsansatz ist breit gefächert. Und ein weiteres neues Investment bringt nochmals einen ganz anderen Charakter mit sich. Der Fonds hat eine Position in **Naspers** aufgebaut. Naspers ist ein südafrikanisches Unternehmen, das sich vor vielen Jahren einmal an einem chinesischen Start-Up namens Tencent beteiligt hatte. Tencent, eines der bekanntesten chinesischen IT-Unternehmen ist mittlerweile zu einer globalen Größe aufgestiegen und unter anderem im Bereich Payments (per Weixin/WeChat App) und Gaming ein führender Player – nicht (mehr) nur in China. Tencent hat zudem sehr vielen interessante und wertvolle Unternehmensbeteiligungen, welche zu sehr attraktiven Preisen erworben werden konnten und bietet für vielen Firmen einen Zugang zum chinesischen Markt. Wir sehen die Firma auch für die nächsten Jahre sehr gut aufgestellt und den Wert der Firma aktuell nur wenig von Regulierung gefährdet.

Tencent ist schon ein sehr spannendes Unternehmen mit vielen potentiellen Werttreibern. Naspers bietet zusätzliche potentielle Werttreiber.

Das Unternehmen an sich ist schon sehr spannend, doch Naspers bietet nochmals weiteres Potential als Sondersituation: Die Beteiligung an Tencent wurde dermaßen wertvoll, dass das operative Geschäft kaum noch eine Rolle spielt(e). Viel entscheidender wurde und ist die Frage der Monetisierung der Beteiligung. Und hier machte Naspers zuletzt ernst. Zunächst gab es einen Spin-off, der unter dem Namen Prosus nun in den Niederlanden gelistet ist. Dabei wurden verschiedene Beteiligungen, unter anderem an Tencent, in Prosus ausgelagert. Prosus wurde damit zu einer spannenden Beteiligungsgesellschaft, deren Wert aktuell noch primär von Tencent geprägt wird. Naspers wiederum hält nun eine Beteiligung an Prosus. Die Unternehmen arbeiten daran, den Discount zwischen Naspers und dem Wert der (indirekten) Tencent-Beteiligung von rund 50% zu reduzieren. Beispielsweise wurde zuletzt ein Aktienrückkauf angekündigt. Neben dieser speziellen, komplexen, aber vielversprechenden Situation profitiert man jedoch auch an einer positiven Entwicklung der Tencent Aktie.

Nach wie vor ergeben sich im aktuellen Umfeld immer wieder spannende neue Ideen, die im Fonds umgesetzt werden – nicht nur im Bereich Aktien. Mehr hierzu im Ausblick.

Entwicklung im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Die Wandelanleihe von **AKKA Technologies** konnte sich nach einer Kapitalerhöhung (zu hoher Prämie!) deutlich erholen.

Auch im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter gab es im letzten Quartal wieder einiges an Aktivität. So trug die Wandelanleihe von **AKKA Technologies** in den letzten Monaten mit starker Kurserholung ebenfalls signifikant zur NAV-Entwicklung bei. Das R&D Outsourcing Unternehmen war stark getroffen, da die Hauptkunden im Bereich Flugzeugbau (u. a. Airbus) und Automobilunternehmen aktiv sind. Unter anderem eine vom Gründer (und CEO) Ricci und einer Gesellschaft der Groupe Frère gezeichnete Kapitalerhöhung zu einem Kurs 43% über dem vorherigen Schlusskurs (was auf eine starke Unterbewertung zum damaligen Zeitpunkt hingewiesen hat) führte zur starken Erholung der Anleihe, die allerdings noch immer mit deutlichem Abschlag zum Nennwert handelt.

Bei **Kabel Deutschland** gab es eine neue Wendung: Der Hedgefonds Elliott einigte sich mit Vodafone auf einen Verkauf seiner Aktien. Wir erachten die Situation weiterhin für spannend.

Ausgebaut wurde die Position in **Kabel Deutschland**. Nachdem im Zuge der Einladung zur Hauptversammlung klar war, dass der Sonderprüfungsbericht nun vorliegt, erschien die Optionalität positiv. Denn sollten in diesem Bericht neue Fakten geschaffen werden, so hätte dies positive Auswirkungen auf das laufende Spruchverfahren. Im Nachgang zur Hauptversammlung gab es dann etwas überraschende Neuigkeiten: Der Hedgefonds Elliott hat sich mit Vodafone darauf geeinigt, seine Aktien zu 103 Euro an Vodafone zu verkaufen. Hierdurch entsteht eine neue Situation, die aber nicht weniger spannend erscheint. Denn nach Vollzug dieser Transaktion wird Vodafone über 90% an Kabel Deutschland halten, ein Squeeze-out wäre also möglich.

Der Audi Squeeze-out wurde vollzogen, die Aktien ausgebucht und Nachbesserungsrechte verbucht (dieses wird in der Fondsbuchhaltung kein Wert zugerechnet).

Verkäufe und Reduzierung von Positionen

Im Rahmen des Vollzugs des Audi Squeeze-outs wurden die **Audi** Aktien gegen Cash-Zahlung ausgebucht. Im Gegenzug dafür wurden Nachbesserungsrechte verbucht, wie Sie in der Tabelle im Anhang nachvollziehen können. Diese werden ohne Wert verbucht, so dass lediglich ein positiver Effekt durch eine gerichtliche, nachträgliche Erhöhung der angemessenen Abfindung eintreten kann. Eine solche erachten wir, wie im letzten Bericht erläutert, als durchaus denkbar und auch in der Höhe potentiell signifikant. Ein Überblick über die aktuell im Fonds befindlichen Nachbesserungsrechte, auch aus vergangenen Strukturmaßnahmen, finden Sie im Anhang.

Neu investiert hat der Fonds zuletzt in **Siltronic**. Für das Unternehmen liegt ein Übernahmeangebot vor, das unserer Meinung nach erhöht werden könnte.

Neue Positionen

Neu aufgebaut wurde eine Position im Halbleiterunternehmen **Siltronic**. Für das Unternehmen liegt ein Übernahmeangebot der taiwanesischen Global Wafers vor. Strategisch macht der Zusammenschluss von Siltronic und Global Wafers viel Sinn, da hohes Synergiepotential vorliegt. Wacker Chemie, die noch einen ca. 30%-igen Anteil an Siltronic halten, einigte sich mit Global Wafers darüber, ihre Aktien im Rahmen eines Angebotes anzudienen. Der gebotene Preis von 125 Euro (zzgl. Dividende) erscheint opportunistisch, gerade in Anbetracht der aktuellen Dynamik im Sektor. Eine Erhöhung des Angebots erscheint also durchaus möglich. Daneben sind aber auch potentielle zukünftige Strukturmaßnahmen wie ein Beherrschungsvertrag denkbar und interessant. Die Situation ist dynamisch, und je nach Nachrichtenlage wird entschieden, wie der Fonds mit der Position weiter umgeht.

Ein Übernahmeangebot angekündigt wurde auch für **Hunter Douglas**. Auch hier halten wir eine Nachbesserung für denkbar.

Ebenfalls ein Übernahmeangebot angekündigt wurde für **Hunter Douglas**. Das Unternehmen ist uns aus dem früheren Fondsinvestment bereits gut bekannt. Der Hersteller von Jalousien und Fassadenverkleidungen befindet sich mehrheitlich im Besitz von CEO Ralph Sonnenberg, der es nun wieder von der Börse nehmen möchte. Zu diesem Zweck hat er ein Angebot zu 64 Euro pro Aktie angekündigt, was unserer Meinung nach deutlich unter dem fairen Wert des Unternehmens liegt. Da eine realistische Option auf eine Nachbesserung vorliegt, gleichzeitig aber auch die Möglichkeit die Aktien mit kleinem positivem Ertrag anzudienen bestehen würde, erscheint das Investment aus Rendite-/Risiko-Betrachtung attraktiv.

Die Situation um **Rocket Internet** erschien uns ebenfalls als spannend. Allerdings ist der Zeithorizont schwer einschätzbar.

Eine kleinere Position wurde auch in **Rocket Internet** aufgebaut. Hierbei handelt es sich aktuell nicht um eine Aktie mit Anleihecharakter im eigentlichen Sinne, da nach dem Delisting-Angebot kein Übernahmeangebot vorliegt. Allerdings ist bekanntlich der innere Wert der Rocket Internet Aktie deutlich höher als der Börsenkurs und der im Delisting-Angebot gebotene Preis. Wir sehen hier eine gewisse Optionalität für eine positive Entwicklung bei geringem Risiko – allerdings mit zeitlich noch recht unklarem Trigger. Daher wurde die Position zunächst geringer gewichtet.

Fazit

Für die Entwicklung des Fonds im Jahr 2020 und im letzten Quartal sehen wir drei Hauptfaktoren: der flexible und agile Ansatz, das Marktumfeld und die Erfahrungen und Lehren aus den vergangenen Jahren.

Das Jahr 2020 wird in vielerlei Hinsicht in die Geschichte eingehen. Es war ein spannendes Jahr für einen aktiven, opportunistischen Mischfonds, welches viele Möglichkeiten bot. Hierzu war es allerdings notwendig die Flexibilität und Agilität konsequent umzusetzen – und dabei auch mutige Entscheidungen zu treffen. So wurden beispielsweise Positionen mit großer Überzeugung entsprechend gewichtet. In der Vergangenheit hatten wir hierbei teilweise eventuell etwas zögerlich agiert. Insofern lässt sich die positive Entwicklung des Fonds auf drei Hauptmerkmale zurückführen. Erstens bietet der Ansatz und die Philosophie die Möglichkeit, agil auf neue Situationen zu reagieren, neue Ideen flexibel und unbürokratisch umzusetzen und ohne Stigmata in der gesamten Kapitalstruktur von Unternehmen und im gesamten Universum nach Opportunitäten zu suchen. Zweitens bot das Marktumfeld eine Vielzahl solcher Chancen, die sich teilweise auch relativ schnell materialisierten. Und drittens halfen uns sicherlich auch die Erfahrungen der letzten Jahre und Schlussfolgerungen, die wir aus diesen gezogen haben. Denn letztlich hat man beim Investieren nie ausgelernet, und sollte sich immer mit gewisser Demut hinterfragen, um stets besser zu werden

Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen

Auch das Jahr 2021 wird kein leichtes Jahr werden. Nach wie vor gilt es agil zu handeln und die sich ergebenden Opportunitäten aktiv zu nutzen.

Das Jahr 2020 ging spannungsgeladen zu Ende, und auch das Jahr 2021 verspricht kein normales Jahr zu werden. Zunächst steht der Übergang der Präsidentschaft in den USA von Trump zu Biden an. Damit einhergehend wird es spannend, inwiefern Biden das Land gesellschaftlich wieder zusammenführen kann, wie er sich außenpolitisch – speziell gegenüber China – positioniert und wann und in welchem Umfang eine Steuererhöhung durchgesetzt wird. Zudem befinden wir uns nach wie vor mitten in einer Pandemie, die zuletzt auch nochmals durch Mutationen verschärft worden zu sein scheint. Auf der anderen Seite wird der Impfstoff, trotz einiger Verzögerungen, nach und nach verteilt, wodurch die Hoffnung auf ein Ende der Pandemie vermutlich immer näher rückt. Wenn es soweit ist, dann könnte eine Euphorie und Konsumfreude durch die Gesellschaft ziehen. Die Sparraten aktuell erscheinen, zumindest im Durchschnitt, hoch. Gleichzeitig aber könnten Preise anziehen (sowohl für Dienstleistungen als auch für Konsumgüter). Plötzlich könnte Inflation ein Thema werden. Soweit sind wir aber noch nicht.

Entscheidend wird zu nächst sicherlich der Erfolg der Impfstoffe sein...

Zunächst richten wir den Fokus auf die nächsten Monate. Aktuell scheint der Markt positiv auf die politischen Veränderungen in den USA zu reagieren. Gleichzeitig erscheinen die Märkte aber auch durch Privatanleger, die ihre Freude an den Aktienmärkten neu entdeckt haben, getrieben zu werden. Die Euphorie ist grundsätzlich nachvollziehbar. Aber noch stehen uns definitiv schwierige Wochen bevor, die Lage wird vermutlich zunächst nochmal schwieriger, bevor sie dann hoffentlich besser wird. Wann und wie schnell sich die Situation dann verbessert ist noch schwer absehbar, sicherlich aber auch ein wichtiger Faktor. Denn eine erneute Rotation hin zu „Impfgewinnern“ ist wahrscheinlich. Noch aber sind die Unsicherheiten hoch, alleine die Frage, ob die Impfung dann tatsächlich auch zum erwarteten Ergebnis führt, ist noch offen.

...doch dieser ist noch nicht greifbar und klar. Bis zu einer möglichen Konsum-Euphorie kann es noch dauern.

In dieser Gemengelage erachten wir es weiterhin als sinnvoll, mit einem ausgewogenen Portfolio positioniert zu sein. Investments in Unternehmen, die von der Pandemie profitierten, sollten davon auch strukturell, also nachhaltig profitiert haben. Dann erachten wir solche Aktien weiterhin als sehr aussichtsreich. Andererseits gibt es aber auch Unternehmen, die vom Ende der Pandemie profitieren würden – hier können auch gerade Wandelanleihen eine interessante Investitionsmöglichkeit sein. Denn hierbei ist das Verlustrisiko reduziert, eine Partizipation an einer potentiellen positiven Aktienentwicklung aber dennoch möglich. Doch nicht immer ist es sinnvoll nur im Muster „Corona-Gewinner“ und „Corona-Verlierer“ zu denken. Vielmehr ist es wichtig, spannende, gute Unternehmen zu finden, die für die nächsten Jahre erfolgsversprechend positioniert sind und gut geführt werden. Oder aber auch interessante Spezialsituationen, die sich relativ unabhängig von der beschriebenen Gemengelage entwickeln.

Nach wie vor ist der Fonds ausgewogen positioniert, das Netto-Aktien-Exposure liegt bei ca. 55%.

Dementsprechend ist das Portfolio des Fonds nach wie vor ausgewogen positioniert, d.h. mit einem durch Futures reduziertem Nettoaktien-Exposure von aktuell ca. 55%. Der Anteil an Aktien mit Anleihecharakter, Gold und Wandelanleihen hat sich etwas erhöht. Nach wie vor ergeben sich eine Vielzahl spannender Opportunitäten in allen Bausteinen. Dadurch verliert

Einzelne wenig nachvollziehbare Marktbe-
wegungen sind er-
kennbar, Vorsicht ist
durchaus angebracht.

das Portfolio trotz der Entwicklung im letzten Quartal unserer Meinung nach nicht an Attraktivität. Denn diese neuen Ideen ersetzen Investments, die ihren fairen Wert erreicht haben oder sich diesem annähern, und daher reduziert oder verkauft werden.

Zusammenfassend würden wir die Lage als hoffnungsvoll, aber nach wie vor unsicher beschreiben. Einzelne Marktsegmente zeigen aber auch Anzeichen einer Blase, einzelne Unternehmensbewertungen und Kursverläufe sind für uns nicht nachvollziehbar und kommen daher auch nicht als Investment in Frage. Ein aktives und agiles Vorgehen wird daher unserer Meinung nach auch den Erfolg der nächsten Wochen und Monate bestimmen.

Im **Anhang** finden Sie noch eine Aufstellung der Top-Kontributoren zur Entwicklung in 2020 mitsamt kurzer Erläuterung in Kombination mit einem kurzen *Recap* zur Strategie des Fonds, 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

Fondskonzept & Performancekontribution 2020: Kein One Trick Pony

Zusammenfassung: Wir möchten im Folgenden statt einem Fallbeispiel anhand einiger Performancekontributoren aus 2020 noch mal einen Überblick über die Vielseitigkeit des Ansatzes bieten.

Ein wichtiger Faktor für den Erfolg des Fonds im Jahr 2020 war die sehr breite Streuung der positiven Performancebeiträge (18 Investments mit einem Performancebeitrag von >1%) bei nur wenigen Investments mit negativer Kontribution (3 Investment mit jeweils rund -1% Performancebeitrag). Dies lässt sich unserer Meinung nach mit dem vielseitigen und flexiblen Fondskonzept erklären:

Ziel des Konzeptes: Ein möglichst attraktives Portfolio mit unterschiedlichen Bausteinen und diversifizierten Werttreibern.

Wir begannen in unserer Jugend mit dem Investieren und einer der wichtigsten Grundsätze unserer Philosophie war es, uns keinem starren Konzept zu unterwerfen, sondern stets von Neugier getrieben nach Opportunitäten an den Kapitalmärkten zu suchen. Geprägt wurden wir dabei von der Philosophie von Warren Buffett und Charlie Munger, aber auch von Joel Greenblatt, der unser Interesse im Bereich Spielsituationen geweckt hat. Daraus ergab sich ein Fondskonzept, das auf viele verschiedene Bausteine setzt. Diese setzen wir so ein, dass daraus ein möglichst attraktives, aber auch diversifiziertes Portfolio entsteht, in das wir auch persönlich mit einem großen Anteil unseres Vermögens investiert sind.

Dabei liegt dem Ansatz kein „Grundsatzprinzip“ zugrunde. Wir suchen fundamental unterbewertete Investments.

Zu diesen Bausteinen gehören Aktien, aber auch Anleihen und Wandelanleihen. Im Bereich Aktien reicht das Spektrum von kleineren, unentdeckten „Juwelen“, hinzu globalen Large-Caps, bei denen wir auch der Meinung sind, dass es trotz des Fokus vieler Analysten Fehlbewertungen geben kann. Wir setzen dabei nicht auf eine spezifische Strategie, wie „Growth“, „Mega-Trends“, „Tech“, „Deep Value“, oder ähnliches, sondern setzen auf eine fundamentalte Analyse des Unternehmenswert. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Aktie von Pinterest:

Ein Beispiel: Pinterest. Obwohl es in den Bereich Technologie/Wachstum fällt ist es unserer Meinung nach fundamental bewertbar und wies eine deutliche Fehlbewertung auf.

Pinterest (9,96% Performancebeitrag 2020): *Pinterest betreibt eine Plattform (und App), mit der Nutzer über Suchbegriffe oder an sogenannten Pinnwänden Inspirationen finden können, die Ihnen meist helfen ihr Leben besser zu planen. Die Plattform wird beispielsweise gerne genutzt, um Kochrezepte oder Möbel zu finden (die Suchergebnisse bestehen aus Bildern und Texten und können in Pinnwänden gesammelt werden). Beispielsweise könnte die Suchanfrage ein Rezept sein, woraufhin dann Bilder von Koch-Blogs angezeigt werden. Hierdurch finden Nutzer gegenüber anderen Suchmaschinen deutlich besser und effizienter Ergebnisse. Die Plattform ist noch sehr wenig monetisiert, wächst aber stark und bietet vor allem sehr hohes Monetisierungspotential. Doch letzteres wurde vom Markt unserer Meinung nach deutlich unterschätzt. Wir konnten durch Expertengespräche eine hohe Konfidenz in diese These gewinnen. Anhand einiger weniger entscheidenden KPIs kann man das Unternehmen vergleichsweise einfach fundamental modellieren. Basierend auf unserem Modell ergab sich zum Einstiegszeitpunkt des Fonds eine signifikante Unterbewertung der Aktie und somit ein Vervielfachungs-Potenzial.*

Wichtig ist nicht nur, gute Investments zu finden. Wichtig ist auch, diese richtig zu gewichten. Überzeugung und Demut müssen dabei im richtigen Einklang zueinanderstehen.

Mit 9,96% lieferte dieses Investment den größten Anteil an der Wertentwicklung im abgelaufenen Jahr. Dennoch liegt der Anteil bei deutlich unter einem Drittel der gesamten Wertentwicklung. Ein wichtiger Aspekt, den dieses Investment auch aufzeigt, ist der Mut Investmentideen, für die man eine hohe Überzeugung hat, auch entsprechend zu gewichten. Dieser hat uns in den ersten Jahren nach der Fondsaufgabe teilweise gefehlt. Mit der Erkenntnis, dass unsere besten Ideen auch tatsächlich meist die beste Performance generiert haben, wurden die Gewichtungen der besten Ideen auch größer. Das soll aber nicht bedeuten, dass wir die Demut verloren haben! Denn nach wie vor erachten wir es als unerlässlich zu bedenken, dass auch die beste Analyse keine Sicherheit vor Fehlern, oder aber auch unvorhersehbaren Risiken, bietet. Zur Strategie gehören aber auch Übernahmesituationen, rechtliche Sondersituationen wie sog. Beherrschungsverträge und Squeeze-outs, Spin-offs und andere Spezialsituationen. Oft weisen solche Investments nur eine geringe Marktkorrelation auf. Es sind meist etwas komplexere Themen, die sich weder kurz noch leicht erklären lassen. Wir planen, zukünftig zu verschiedenen Themen per Webinar oder auf andere Art und Weise mehr Einblick in die Attraktivität zu geben. Gerade auch Aktien von Unternehmen in Squeeze-outs oder Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, wie zum Beispiel Kabel Deutschland, sind interessante Situationen, welche allerdings Spezialwissen erfordern und wegen der rechtlichen Rahmenbedingungen gerade in Deutschland interessant sind. Um aufzuzeigen, wie auch dieser Baustein zur Performance beitrug, eignet sich Nagarro SE (Spin-off von Allgeier):

Auch Sondersituationen, wie Übernahmen und Spin-offs sind Teil der diversifizierten Strategie.

Auch hierzu ein Beispiel: Allgeier / Nagarro. Lange Zeit war der Wert der IT-Tochter Nagarro dem Markt verborgen geblieben. Der Spin-off konnte diesen nun aufdecken.

Doch es müssen nicht immer nur Aktien sein. Auch im Bereich Anleihen und Wandelanleihen ergeben sich sehr attraktive Opportunitäten, gerade im Hinblick auf das Rendite-/Risiko-Profil (und nicht nur die Rendite).

Aus diesem Ansatz heraus ergab sich ein Investment in die Pershing Square Holdings Aktie. Zuvor war der Fonds in die Anleihe investiert. Doch während der Corona-Korrektur ergab sich bei der Aktie eine äußerst attraktive Sondersituation, die der Fonds ausnutzte. Inzwischen ist die Aktie wieder verkauft, da der Case erwartungsgemäß schnell aufging.

Weitere Bausteine, wie Gold und Absicherung über Indices sorgen für Stabilität und Flexibilität – zum Beispiel um Chancen zu nutzen, ohne das Markt-Exposure zu erhöhen.

Weitere Kontributoren im Jahr 2020 waren Titel, die kaum in anderen Fonds und/oder ETFs zu finden sind.

Nagarro SE / Allgeier SE (6,69% Performancebeitrag 2020): Bei Nagarro handelt es sich um einen Spin-off von Allgeier. Nagarro ist ein globales IT-Beratungsunternehmen mit starkem Wachstum. Allgeier ist schon seit langer Zeit ein Kerninvestment des Fonds gewesen und wurde in den bisherigen Berichten auch schon mehrfach beschrieben. Durch den Spin-off wurde nun der hohe Wert von Nagarro klar offengelegt, der wie zuvor beschrieben vom Markt lange nicht erkannt wurde. Doch auch zuvor war das Unternehmen nicht weniger wert, der Wert blieb nur verborgen. Das Beispiel zeigt, wie wichtig es ist nicht nur günstige Aktien zu finden, sondern auch konkrete Trigger für eine Neubewertung zu identifizieren. Denn letztlich hat das Event (natürlich in Verbindung mit der hohen Unterbewertung) zur sehr positiven Wertentwicklung geführt. Seit erstem Kauf der Allgeier Aktie hat sich der Wert des Investments vervielfacht.

Zwar weisen Aktien oft das größte Rendite-Potential auf, doch nicht immer das beste Rendite-/Risiko-Profil. Teilweise bieten Anleihen, und speziell auch Wandelanleihen, ein attraktiveres risikogewichtetes Renditepotential. Wir analysieren Unternehmen in der Regel sowieso ganzheitlich, betrachten also z.B. nicht nur die Profitabilität, sondern auch die Kreditwürdigkeit. Hieraus ergibt sich manchmal, dass ein anderer Teil der Kapitalstruktur, also z.B. die Wandelanleihe statt der Aktie, ein besseres Investment sein kann. Hinzu kommt, dass Anleihen und Wandelanleihen grundsätzlich individuell strukturiert sind, also individuelle Prospekte mit individuellen Regeln haben. Gerade bei sich anbahnenden Übernahmen kann es hier beispielsweise zu spannenden Investitionsmöglichkeiten kommen, die meist relativ marktunabhängig sind.

Teilweise führt gerade dieser *interdisziplinäre* Ansatz zu guten Investmentmöglichkeiten. So war der Fonds seit einiger Zeit in die Anleihen eines Unternehmens namens Pershing Square Holdings investiert. Dadurch kannten wir das Unternehmen gut, und im Rahme der Corona-Pandemie ergab sich hier eine sehr spannende Sondersituation, die sich aber vermutlich in wenigen Fonds wiederfinden und nochmals die Vielseitigkeit des Ansatzes aufzeigt:

Pershing Square Holdings Ltd. (1,74% Performancebeitrag 2020): Bei Investment in Pershing Square Holdings handelte es sich um eine Sondersituation im wahrsten Sinne des Wortes. Die Holding ist ein Investmentvehikel, das in eine Handvoll amerikanischer (gelisteter) Large-Caps investiert. Der NAV basiert daher auf Marktpreisen und wird regelmäßig veröffentlicht. Die Aktie handelte allerdings seit einiger Zeit mit einem Abschlag zum inneren Wert. Nun ergab sich Anfang März eine spannende Situation: Der Manager der Investmentholding machte sich aufgrund der Corona-Pandemie Sorgen und entschied sich, das Portfolio abzusichern. Dies wurde auch öffentlich mitgeteilt. Nichtsdestotrotz fiel die Aktie analog zur Marktentwicklung immer weiter – und der Discount zum inneren Wert des abgesicherten Portfolios erreichte absurde Dimensionen von ca. 50%. Gerade in Krisen kommt dies häufiger vor, hier hatten wir bereits in 2008/2009 interessante Investments gefunden (vor unserer Fondsgründung). Diese Situation nutzte der Fonds zum Kauf, denn das Risiko wurde immer geringer, die Chance immer größer. Als dann nach und nach andere Marktteilnehmer auf die Absicherung aufmerksam wurden verringerte sich der Discount schnell wieder. Die Aktie pendelte sich wieder auf dem vorherigen Discount ein und machte damit einen großen Sprung. Die Aktie wurde dann nach und nach abgebaut. Somit ist diese aktuell nicht mehr im Fonds und ist damit ein gutes Beispiel für eine sich kurzfristig ergebende Sondersituation, die wiederum ganz andere Hintergründe aufwies als die anderen hier dargestellten Investments – aber gleichwohl sehr positiv zur Entwicklung beitrug.

Hinzu kommt die Möglichkeit das Portfolio über weitere Bausteine zu diversifizieren und abzusichern. Ein solcher Baustein ist Xetra-Gold, das für unsere Verhältnisse eine ähnliche Liquidität wie Kasse darstellt, dabei aber Negativzinsen erspart und gleichwohl ein Schutz gegenüber der expansiven Notenbankpolitik bietet. Ein weiterer Faktor ist die Möglichkeit das Portfolio über Index-Futures abzusichern und hierdurch das Markt-Exposure zu reduzieren, beispielsweise vor binären Risikoevents (wie Wahlen) oder bei erhöhter Aktienquote (wie nach der Corona-bedingten Korrektur in 2020). Im Jahr 2020 beispielsweise trugen die Absicherungen in Summe zwar wenig zur Performance des Fonds bei (in Summe +/- 0), ermöglichten aber die vielen gewinnbringenden Investments in neue Ideen und trugen zur stabilen Entwicklung des Fonds auch in volatileren Phasen, wie im Oktober 2020, bei.

Weitere Investments, die 2020 einen erheblichen Beitrag lieferten, sind unter anderem auch die langjährige Kernposition im italienischen Small-Cap Italian Wine Brands S.p.A. (1,92% Beitrag), das Investment in das unserer Meinung nach vom Markt lange Zeit unentdeckten/missachteten Spieleunternehmen Focus Home Interactive (1,89% Beitrag), ein amerikanischer Smallcap namens Joint Corp (2,01%) sowie die Aktie des Erneuerbare-Energie-Projektierers Energiekontor AG (1,72%). Dabei ist auch zu erkennen, dass der Fonds hauptsächlich auf Investments setzt, die kaum in anderen Fonds und/oder ETFs zu finden sind.

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
Audi AG	1.622	2.516.582	Squeeze-Out 2020
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*
DMG Mori AG	23.000	859.050	Andienung 2020 BuG*
DMG Mori AG	31.047	31.978	Garantiedividende 2020 BuG*
Kabel Deutschland AG	35.000	110.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Kabel Deutschland AG	42.000	133.140	Garantiedividende 2019 BuG*
Kabel Deutschland AG	57.000	180'690	Garantiedividende 2020 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*
McKesson Europe AG (ex Celesio AG)	220'000	182.600	Garantiedividende 2020 BuG*
SinnerSchrader	9.000	2.070	Garantiedividende 2020 BuG*
Nachbesserungsvolumen gesamt		13.872.894	

*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen

Stand 14.01.2021

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 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). **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 <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.