

# Halbjahresbericht H2 2021

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)  
im Zeitraum 01.07.2021 - 31.12.2021

Köln, 14. Januar 2022

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

wir danken Ihnen sehr für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Anhand unserer Halbjahresberichte 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 (31.12.2021) **73,56%**, bzw. **11,48% p. a.**

Die monatliche Entwicklung des NAVs seit Auflage in 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
2021	1,93	3,57	1,03	2,96	1,17	-0,40	-0,91	-0,60	-1,16	-0,57	-1,70	0,05	5,35

Die Allokation am 31.12.2021, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	68%*
<i>davon Aktien mit Anleihecharakter:</i>	6%
Anleihen:	23%
<i>davon Hybridanleihen:</i>	1%
<i>davon Wandelanleihen:</i>	22%
<i>davon Senior Anleihen:</i>	0%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	3%
Kasse:	1%
Derivate:	0%

Deutschland:	20%
Restl. Europa:	55%
Nordamerika:	20%
Sonstiges:	1%
Gold (Xetra):	3%
Kasse:	1%

Stand: 31.12.2021; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; wegen Rundungsdifferenzen kann die Summe von 100% abweichen.

**\*Nettoaktienquote: 63%** (Aktien-Exposure nach Berücksichtigung des Absicherungsvolumens von Derivaten und abzüglich Aktien mit Anleihecharakter)

Im Anhang finden Sie eine Übersicht über vom Fonds gehaltene, potenzielle **Nachbesserungsrechte**, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Andienungsvolumen von 16.149.376 Euro umfassen.

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

Im Rückblick auf das gesamte Jahr ergibt sich mit einer Wertentwicklung von +5,35% im Verhältnis zur Entwicklung der Märkte ein aus unserer Sicht nicht zufriedenstellendes Ergebnis. Gerade im zweiten Halbjahr durchlebte der Fonds bezogen auf die Wertentwicklung eine schwächere Phase. Im Folgenden wollen wir Ihnen transparent erläutern, auf welche Gründe dies zurückzuführen ist. Dabei ist es uns aber auch wichtig, Ihnen aufzuzeigen, warum wir diese Situation auch als Chance sehen und überzeugt davon sind, dass der Fonds wieder an die auf die gesamte Historie bezogen sehr positive Entwicklung anknüpfen kann.

## I. Rückblick: Verlauf des letzten Halbjahres und Positionierung

### Marktumfeld

Weiterhin geprägt durch die Pandemie und ihre vielfältigen Auswirkungen bewegten sich die Märkte im zweiten Halbjahr mitunter stärker hin und her. Während der Dax grob zwischen 15.000 und 16.000 pendelte und letztlich im zweiten Halbjahr ein Plus von rund 2% auswies (nach ca. 13% im ersten Halbjahr), legten die amerikanischen Indizes deutlicher zu (S&P 500 +11,7%). Allerdings war gerade das letzte Quartal immer wieder von kleineren Korrekturen und Erholungen, bspw. im NASDAQ (+/- 5%), geprägt, die durch Themen wie Inflation, Supply-Chain Schwierigkeiten, Zinserhöhungen und zuletzt vor allem die Omikron-Variante des Corona-Virus verursacht wurden.

Auffallend war dabei allerdings, dass die Entwicklung der Indizes mitunter durch einige wenige Titel geprägt wurde. Während viele Aktien gerade im vierten Quartal bereits sehr stark gefallen waren, trugen Titel wie Apple, Microsoft und Alphabet mit ihren hohen Gewichten zur dennoch starken Indexentwicklung bei (siehe Graphik):

Index	YTD return	% of members with positive YTD return	% of members with at least -10% drawdown from YTD high	Average member drawdown from YTD high
S&P 500	24%	79%	92%	-19%
NASDAQ	23%	61%	89%	-41%
Russell 2000	14%	63%	98%	-37%

Source: Charles Schwab, Bloomberg, as of 11/29/2021. Indexes are unmanaged, do not incur management fees, costs and expenses and cannot be invested in directly. Past performance is no guarantee of future results.

Ebenfalls zu beobachten war ein relativ starker Sektor- oder Themenfokus. Während beispielsweise fast alle Aktien aus dem Gaming-Sektor im zweiten Halbjahr unter Druck gerieten (Activision Blizzard: -30%, EA: -8%, Ubisoft: -27%), entwickelten sich *Old Economy* Titel wie beispielsweise Home Depot (+31%) oder Ford (+40%) sehr positiv. Dabei spielte unserem Ermessen nach die tatsächliche Entwicklung der Sektoren und Unternehmen mitunter eine geringe Rolle. Dies hatte auch Auswirkungen auf das Fonds-Portfolio. So wiesen Unternehmen aus den Sektoren Gaming und E-Commerce fast durchweg eine schwache Performance auf, während Aktien wie La Française de l'Énergie (hierzu später mehr) aus dem Energiesektor oder auch Renewi (Recycling) jeweils über 30% zulegten.

Zum Ende des Jahres geriet auch der Reisesektor im Zuge der Sorgen um die Omikron-Variante unter Druck und die Corona-Pandemie als marktbeherrschendes Thema (kurzfristig) wieder in den Vordergrund. Teilweise wechselten in dieser Zeit die Muster tageweise: mal stiegen „Corona-Profitere“, dann wieder die „Öffnungs-Gewinner“. Ein solches Umfeld bietet aus unserer Sicht für Stock-Picking sehr viele Chancen.

Insgesamt blieb das Marktumfeld im zweiten Halbjahr unserer Meinung nach weiterhin eingeschränkt visibel. Der Hoffnung auf ein potenzielles Ende der Pandemie standen (stehen) Sorgen vor Inflation und höheren Zinsen gegenüber. Beides hat dabei nicht nur eine Auswirkung auf die Wirtschaftsdynamik, sondern auch auf die Bewertung von Investments (Aktien). Auch Unternehmen selbst sind von der Kosteninflation sehr unterschiedlich betroffen. All dies führte zu gewissen Anpassungen im Portfolio. So behielt der Fonds die Absicherung über Aktien-Indizes aufgrund der erhöhten Aktienquote bei. Allerdings wurde hierfür weniger Eurostoxx genutzt und mehr der S&P 500. Hintergrund war primär das Aufholpotential des eher vom Industrie- und Finanzsektor dominierten europäischen Index.

**Themen wie Inflation, Supply-Chain Schwierigkeiten, Zinserhöhungen und Omikron bestimmten das Marktgeschehen**

**Während die Indizes auf ein gutes Jahr hindeuten, verloren einige Titel aus der 2. Reihe im zweiten Halbjahr mitunter deutlich**

**Auch Sektor- und Thementrends spielten aus unserer Sicht eine relativ große Rolle**

**Zum Jahresende geriet die Corona-Gewinner-Verlierer Debatte wieder mehr in den Fokus**

**An die Hoffnung auf ein Ende der Pandemie fügt(e) sich die Ungewissheit bzgl. Inflation, Zinszyklus und Wirtschaftsdynamik. Die erhöhte Aktienquote wurde weiterhin abgesichert, die Gold-Quote zuletzt etwas reduziert**

Zudem wurde die Gold-Quote zuletzt reduziert. Grund hierfür sind zum einen die attraktiven Investmentmöglichkeiten in bestehende und neue Titel. Zum anderen aber steigen die Opportunitätskosten von Gold im Umfeld steigender Zinsen. Zwar erachten wir Gold weiterhin als sinnvollen Diversifikationsbaustein - wie aber von Beginn an kommuniziert, kann dieser opportunistisch für im Verhältnis attraktivere Investmentmöglichkeiten genutzt werden.

Neben der Absicherung und dem eher geringen Gewicht amerikanischer Titel (und damit auch des US-Dollars, der sich deutlich positiv entwickelte) war primär die schwache individuelle Entwicklung weniger Aktieninvestments hauptverantwortlich für die schwächere Performance im zweiten Halbjahr. Die genauen Hintergründe, aber auch das unserer Meinung nach vorliegende Potential dieser Titel, wollen wir nachfolgend erläutern.

### ***Aktien – Entwicklung Einzeltitel***

Drei Aktien-Investments entwickelten sich speziell im zweiten Halbjahr 2021 negativ und trugen im Gesamtjahr in Summe mit 5,3% negativ zur Performance bei. In Verbindung mit der Absicherung (2,2% negative Performancekontribution) erklärt dies einen großen Teil der Fondspreisentwicklung. Denn die übrigen Investments entwickelten sich dementsprechend verhältnismäßig gut. Bei allen drei Titeln sehen wir großes Aufholpotential. Zunächst wollen wir daher näher auf diese drei Titel eingehen:

**Mit über 7% negativem Beitrag erklären 3 Titel und die Absicherung einen großen Teil der schwachen Wertentwicklung**

**Global Fashion Group betreibt Online-Plattformen zum Verkauf von Fashion- und Lifestyleprodukten. Auch wenn oft anders vermutet ist das Unternehmen kein reiner Corona-Profitteur, die Effekte sind gemischt**

1) **Global Fashion Group (GFG):** GFG betreibt in vier Regionen Online-Plattformen zum Verkauf von Fashion- und Lifestyleprodukten. Dabei werden hauptsächlich in Entwicklungsländern Waren ähnlich zum Zalando-Modell sowohl im Retail- als auch Marktplatzmodell abgewickelt. Das Unternehmen ist mit Märkten wie Russland, Lateinamerika und Südostasien in Regionen aktiv, die eine im Vergleich zu Europa und Nordamerika deutlich geringere E-Commerce Penetration aufweisen. GFG besitzt in den einzelnen Regionen eine starke logistische Infrastruktur, deren Bedeutung im Vergleich zu stärker entwickelten Märkten für Markenanbieter höher ist. Das aufgrund der Marktstellung und Netzwerkeffekten plausibel erscheinende, nachhaltige Neukundenwachstum verbunden mit stabilen Umsatzdaten bestehender Kundenkohorten verspricht aus unserer Sicht mehrjähriges deutliches Wachstum. Da die Gruppe in den einzelnen Regionen redundante Unternehmensstrukturen besitzt, sollten Skaleneffekte auf Zentralfunktionen ein Haupttreiber für eine kontinuierliche Verbesserung der Ertragslage darstellen.

**Im Einklang mit dem Sektor und nach leichter Korrektur der Guidance verlor die Aktie deutlich**

Momentan zeigt sich eine generelle deutliche Schwäche des Sektors, sodass die Entwicklung der GFG-Aktie kein Einzelfall darstellt. Zum anderen haben sich im Verlauf des Jahres in der Region Lateinamerika (Anteil ca. 1/4 des Gesamtunternehmens) Probleme gezeigt. In dieser Region gab es während Corona im dritten Quartal 2020 eine außergewöhnlich starke Wachstumsrate von über 50%. Zudem hat der Eintritt von neuen Wettbewerbern (insb. Shein im Niedrigpreissegment) und schwaches Konsumverhalten im Jahr 2021 negativ gewirkt, sodass in Summe negative Jahresvergleiche im dritten Quartal 2021 entstanden.

**Wir erachten die aktuelle negative Marktreaktion als deutlich übertrieben. Der Fonds hält, auch aufgrund unserer Sicht nach absehbarer Trigger, an der Position fest**

Wir erachten die aktuelle Schwäche als übertrieben und die Bewertung am Markt als sehr aussichtsreich (EV/Sales deutlich unter 1x, trotz hohem Marktplatzanteil sowie hoher steuerlicher Verlustvorträge). Aus unserer Sicht geht der Markt momentan von einem sehr pessimistischen Szenario für alle vier Regionen aus. Zu bedenken ist hierbei, dass das Unternehmen schlecht laufende Regionen im Zweifel auch verkaufen könnte. Der strategische Wert aufgrund hoher Kundenzahlen und guter Logistik in den jeweiligen Ländern sollte dabei deutlich höher als der Jahresschlusskurs liegen (Gerüchte für eine Übernahme des Lateinamerikageschäfts gab es z.B. im April 2021). Zugleich plant GFG für den 8. März 2022 eine Kapitalmarktkonferenz, auf der mehr Visibilität für die einzelnen Geschäftsbereiche geschaffen werden soll. Weiterhin könnte ein Ende der aktuellen Sektorenrotation kurzfristig zu einer Neubewertung führen.

Eine weitere Aktie mit negativem Beitrag ist die des skandinavischen Gaming-Unternehmens EG7, das über sehr stabile Spiele-Assets verfügt

Neben der Schwäche des Gaming-Sektors im letzten Jahr gab es noch individuelle Probleme: Die Guidance des Unternehmens war zu optimistisch und der CEO wurde gewechselt. Dies führte zu einem Vertrauensverlust

Mit Focus Home entwickelte sich die Aktie eines weiteren Gaming Unternehmen schwach im 2. Halbjahr, nach dem sich diese zum Jahresauftakt noch sehr stark entwickelte. Auch hier sind individuelle, aber aus unserer Sicht nur kurzfristige, Entwicklungen maßgeblich

Für Gaming Unternehmen besteht das Risiko, dass einzelne Spiele nicht den erwarteten Erfolg bringen. Dies ist mit „Hood“ zu einem schlechten Zeitpunkt passiert, hat aber aus unserer Sicht langfristig keine signifikanten Auswirkungen

2) **Enad Global 7 (EG7):** EG7 ist ein Gaming-Unternehmen mit Sitz in Schweden in Form einer Holding, die in den letzten Jahren verschiedene Übernahmen weltweit getätigt hat. Unter anderem wurde dabei das amerikanische Unternehmen Daybreak übernommen, das aktuell den größten Anteil am Umsatz ausmacht (Q3 2021: ca. 42% des Umsatzes). Ursprung des Unternehmens ist das Entwicklungsstudio Toadman. EG7 verfügt über einen hohen Anteil wiederkehrender Umsätze, die hauptsächlich durch online Multiplayer Spiele und Mobile Games generiert werden. Dies sorgt für eine hohe Planbarkeit. Ähnlich wie bei Fortnite oder Roblox können Abos, Erweiterungen und Gegenstände im Spiel erworben werden. Zudem verfügt die Firma über starke Marken und Lizenzen, die einen Schutz vor Konkurrenz bieten und Potenzial für zukünftiges Wachstum bergen. Dabei ist die Firma nicht von einem Spiel abhängig (u. a. Herr der Ringe Online, DC Universe Online mit Batman, Superman, etc., EverQuest, Dungeons & Dragons, My Singing Monsters und Magic: The Gathering Online). Zudem besitzt die Firma eine Lizenz für ein Marvel-Spiel (online), das aktuell entwickelt wird und das über sehr hohe Umsatzpotenziale verfügt (AAA-Titel).

Durch M&A ist EG7 an der Konsolidierung der Branche beteiligt. Aufgrund der hohen Fragmentierung der Branche ist es möglich, kleinere Studios zu attraktiven Preisen zu erwerben und weiteren Wert für Aktionäre zu generieren. EG7 hat eine der wohlhabendsten Familien in Schweden als Investor und Berater gewonnen, die bereits mit Embracer eine ähnliche Konsolidierungsstrategie sehr erfolgreich umgesetzt hat. Neben der generellen Schwäche des gesamten Gaming-Sektors hatte EG7 eindeutig individuelle Schwierigkeiten. Aufgrund der schwachen Kommunikation und eines Aktienverkaufs des Ex-CEOs, der reduzierten Guidance und Verschiebungen von neuen Releases hat das Unternehmen sehr viel Vertrauen verloren. Auch wir waren sehr zurückhaltend, was potentielle Empfehlungen für Nachkäufe betraf. Mittlerweile erachten wir die Bewertung aber auf einem sehr diskontierten Niveau mit signifikanter Upside und vielfältigen Triggern. Zuletzt hat zudem das Spiele- und Medien-Unternehmen „Media and Games Invest“ Aktien über den Markt erworben, was die Übernahmewahrscheinlichkeit aus unserer Sicht erhöht hat.

3) **Focus Home:** Focus Home ist ein französisches Gaming-Unternehmen. Das Hauptaugenmerk lag bisher stärker auf Publishing/Vermarktung von Spielen. Zukünftig möchte das Unternehmen mehr eigenes Intellectual Property (IP) haben, um stärker und längerfristiger am Erfolg von Spielen zu partizipieren. Das Unternehmen hat eine große Datenbank an Kundendaten und hat in den letzten Jahren auf Grund der guten Reputation mit immer größeren und namhafteren Kunden zusammengearbeitet.

Focus Home befindet sich in einer Transformation vom Publisher ohne eigene IP hin zu einem Unternehmen mit eigenen Franchises, bzw. Beteiligungen an diesen. Hierdurch sind deutlich höhere Margen möglich, da man als Publisher hohe Royalties an die Entwickler der Spiele bezahlt. Dieser Prozess ist aktuell in den Zahlen noch wenig erkennbar, da Publishing-Titel wie der sehr erfolgreiche Farming Simulator dies noch überdeckt haben. Zudem sind die Kosten der Firma durch eine zunehmende digitale Distribution gesunken, was sich positiv auf die Marge auswirkt. Zukünftig wird dies zunehmend deutlich werden und Focus Home dadurch mehrfach profitieren: höhere Skaleneffekte und eine höhere Marge, längerfristige und stabilere Erträge und werthaltige Assets (IP) in der Bilanz.

Wie im Falle von EG7 leidet Focus Home unter der generellen Schwäche des Gaming-Marktes. Hinzu kommt, dass Focus Home mit „Hood“ ein Spiel mit großem Potential und vergleichsweise hohem Investment veröffentlichte, das aufgrund technischer Mängel nach sehr starkem Auftakt eine sehr schwache Entwicklung aufweist. Zuvor hatte das Unternehmen eine Kapitalerhöhung für Übernahmen durchgeführt. Da bisher nur kleinere Übernahmen getätigt wurden und aufgrund längerer Entwicklungszeiten während der Coronapandemie Spiele von diesem in die nächsten Jahre verschoben werden mussten, waren viele Marktteilnehmer enttäuscht. In Summe sind mehrere unglückliche Ereignisse in einem aktuell unbeliebten Sektor zusammengekommen, die unserer Meinung nach allesamt den langfristigen Wert des Unternehmens nur marginal beeinflussen. Nach vorne blickend sehen wir großes Aufholpotential und erachten in weiterer Zukunft auch eine Übernahme des Unternehmens für nicht ausgeschlossen.

Ansonsten gab es keine signifikant negativen Entwicklungen, allerdings auch einige positive Ergebnisse, wie Renewi oder La Française de l'Energie

La Française de l'Energie hat ein spannendes Geschäftsmodell: Methan aus alten Bergwerken wird in Elektrizität umgewandelt und tritt damit auch nicht in die Atmosphäre ein

Mit u. a. Amadeus Fire und Alphabet wurden im Verlauf Positionen, die nach unserer Ansicht ihren fairen Wert (nahezu) erreichten, verkauft...

..bzw. nach starkem Kursverlauf die Positionsgröße angepasst, wie bei Energiekontor – die wir allerdings nach wie vor als spannend erachten

Im Gegenzug wurden Positionen, wie Porsche SE, aufgestockt

Im Zuge der Omikron-Sorgen geriet der Reisesektor unter Druck. Der Fonds hat zuletzt unter anderem On the Beach wieder etwas aufgestockt

Abgesehen von diesen drei Investments trug keine Aktie signifikant negativ (>100 bps) zur Entwicklung bei. Sehr positiv entwickelten sich dagegen wie oben schon angesprochen unter anderem **La Française de l'Energie** und **Renewi**. Da wir Renewi schon in vorherigen Berichten beschrieben haben (Abfall, Recycling) wollen wir an dieser Stelle das Unternehmen La Française de l'Energie kurz vorstellen:

Das Unternehmen hat ein spannendes Geschäftsmodell: Grubengase aus alten Bergwerken, vornehmlich Methan, wird eingefangen und (überwiegend) in Elektrizität (und Wärme) umgewandelt. Hierdurch wird der Ausstoß großer Mengen an Methan in die Atmosphäre vermieden. Notwendig für diesen Prozess sind sogenannte CHPs (combined heat and power units). Diese kauft das Unternehmen und installiert sie über alten Bergwerkschächten. Die Erlaubnis wird lokal erteilt, wobei das Unternehmen über ein exklusives Mandat für große Flächen in Frankreich und auch Belgien verfügt. Hierdurch ist das Unternehmen relativ gut geschützt, abgesehen vom Verkaufspreis des Outputs (primär Elektrizität) daher auch verhältnismäßig gut modellierbar.

Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über mehrere potenzielle weitere Werttreiber, die gewissen Optionscharakter haben. Unter anderem hat La Française de l'Energie ebenfalls eine Konzession für ein relativ großes Bergwerksgebiet im Osten Frankreichs (Lorraine) erhalten, das potentiell einen hohen Wert haben kann. Trotz des sehr positiven Umwelteinflusses des Unternehmens blieb dieses lange Zeit vom Markt relativ unbeachtet. In den letzten Monaten des Jahres, vermutlich auch in Bezug zu den gestiegenen Strom- und Gaspreisen, stieg die Aktie deutlich an und entwickelte sich dadurch zu einer Top-5 Position im Fonds. Im Rahmen dieses Anstiegs wurde die Positionsgröße wieder etwas adjustiert und damit reduziert.

### **Aktien – Portfolio-Veränderungen**

Nach positiver Kursentwicklung und aufgrund des Erreichens des unserer Meinung nach fairen Wertes, wurden unter anderem die Aktien von **Amadeus Fire** und **Alphabet** verkauft. Die Aktie des deutschen Personaldienstleisters Amadeus Fire hatte nach starker Erholung bis zum Ende des dritten Quartals über 50% zugelegt und damit einen großen Teil der Unterbewertung aufgeholt. Auch die Aktie von Alphabet entwickelte sich mit einem ähnlichen Kursplus sehr stark (in Euro aufgrund der USD-Stärke sogar noch etwas besser). Rückblickend wurde Alphabet etwas zu früh verkauft, doch unserer Meinung nach war hier die Unterbewertung nicht mehr ausreichend.

Reduziert wurden Aktien von **Energiekontor** nach ebenfalls sehr starker Entwicklung. Im Rahmen von mehreren Verkäufen von Windpark- und Solar-Entwicklungspipelines wurde der Wert dieser deutlich. Gerade Energiekontor verfügt hier über eine sehr attraktive Pipeline, die nun (endlich) auch in der Bewertung berücksichtigt wurde. Zudem trugen Themen wie Green-Deal, die Strompreisentwicklung und die Regierungsbeteiligung vom Bündnis 90/Die Grünen zum positiven Sentiment bei. Dennoch sehen wir auch nach vorne blickend noch weiteres Potential. Zum einen verfügt Energiekontor über ein Portfolio von teilweise sehr wertvollen Windparks. Zum anderen ist der Wert der Pipeline und der Entwicklungsexpertise unserer Meinung nach noch nicht vollständig eingepreist.

Im Gegenzug aufgestockt wurden unter anderem Aktien der **Porsche SE**. Ein potentieller IPO der Marke Porsche könnte viel Wert heben. Zudem sollte sich der Automobilsektor in den kommenden Monaten erholen können. Auch der eingeleitete Wandel des VW-Konzerns in Bezug auf (Elektro-)Strategie und Organisation erscheint uns vielversprechend.

Ebenfalls etwas aufgestockt wurden Aktien von **On the Beach**. Das Unternehmen wurde in vorherigen Berichten schon vorgestellt. Es betreibt in UK eine Online-Plattform, über die Kunden dynamisch eigene Urlaubsreisen zusammenstellen können. Aufgrund der eingeschränkten Reisemöglichkeiten im Sommer 2021 konnte sich die Aktie zunächst nicht wie erhofft erholen. Im Rahmen der Sorgen um die Omikron-Variante verstärkte sich der Druck auf die Aktie nochmals. Auch wenn Vorhersagen bzgl. der Pandemie schwierig sind – wir

haben die Hoffnung, dass der Sommer 2022 wieder ein Stück Normalität mit sich bringt. Nach der Pleite von Thomas Cook (kurz vor der Corona-Pandemie) und mit angeschlagenen Akteuren wie TUI sollte On the Beach einer der Profiteure sein, wenn die Marktanteile neu verteilt werden.

Auch in neue Ideen, wie bspw. das georgische Holding-Unternehmen Georgia Capital, wurde investiert

Neu im Portfolio befindet sich mit **Georgia Capital** nun neben Bolloré eine weitere spannende Holding. Das Unternehmen ging aus einer Abspaltung eines Beteiligungsportfolios der *Bank of Georgia* hervor. Es enthält nach aktuellem Stand Beteiligungen in den Bereichen Gesundheitswesen (Krankenhäuser, Apotheken), Wasserversorgung, Versicherung, Erneuerbare Energie und Bildung. Die einzelnen Beteiligungen weisen attraktive Wachstumsaussichten auf. Das Land selbst ist sehr wirtschaftsfreundlich (Platz 7 von 190 Ländern laut Weltbank „Ease Of Doing Business“ Ranking 2020). Spannend bei solchen Holding-Unternehmen ist immer das Verhältnis zwischen dem Wert der einzelnen Beteiligungen und dem Preis, zu dem die Holding handelt. In der Regel ist ein gewisser Abschlag angemessen, der aber durch Maßnahmen reduziert oder auch aufgehoben werden kann.

Sowohl bei Georgia Capital, als auch bei Bolloré (siehe letzter Bericht), beides Holding-Unternehmen, gab es im Dezember positive News

Sowohl bei Bolloré, als auch bei Georgia Capital gab es noch im Dezember in dieser Hinsicht positive Nachrichten. Georgia Capital gab den (potentiellen) Verkauf der Wasserversorgung bekannt. Der Kaufpreis liegt über dem bilanzierten Wert und auch über unserer Erwartung. Dies führte entsprechend zu einer positiven Reaktion der Aktie (ca. 10%). Der Verkauf des kapitalintensiven Wassergeschäfts war aus unserer Sicht einer mehrerer potentieller Trigger für einen positiven Kursverlauf. Trotz des Anstiegs liegt der Discount zum NAV immer noch bei über 50%. Auch Bolloré plant den Verkauf eines Unternehmensteils. Man räumte der Linienreederei MSC ein Vorkaufsrecht für das Afrika-Geschäft bis Ende März ein. Auch hier lag der (potentielle) Kaufpreis über den Markterwartungen – die Aktie reagierte ähnlich positiv (knapp +10%).

### *Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter – Entwicklung Einzeltitel*

Sehr positiv entwickelte sich die Wandelanleihe von Veolia nach der Suez-Übernahme

**Veolia Environment**, ein Abfall-, Wasseraufbereitungs- und Recyclingunternehmen aus Frankreich nahm die letzten Hürden zur erfolgreichen Übernahme des Konkurrenten Suez Environment. Im Rahmen dessen korrigierten viele Analysten ihre Erwartungen aufgrund der Synergien aufwärts. Die Aktie, und damit auch die Wandelanleihe, konnten deutlich zulegen.

Die Wandelanleihen von JP Morgan mit Alibaba und Tencent als Underlying konnten (bisher) zwar nicht positiv beitragen, erscheinen uns aber nach wie vor spannend

Nach den starken Regulierungen in China und dem Kursverfall der Aktien von Tencent und Alibaba hatte der Fonds in Wandelanleihen von JP Morgan mit Option (=Underlying) für die jeweiligen Aktien (Tencent, Alibaba) investiert. In beiden Fällen hat die von uns erwartete Erholung der Aktien noch nicht eingesetzt, die Aktien gaben weiter etwas nach. Zuletzt haben sich diese allerdings wieder etwas stabilisiert und stellen unserer Meinung nach für das Jahr 2022 ein potenziell spannendes Investment (das durch die Wandelanleihe begeben von JP Morgan nach unten abgesichert ist) dar und zudem von den globalen Märkten ein Stück weit unkorreliert sein könnte. Entsprechend hielt der Fonds an den Positionen fest, die sich leicht negativ entwickelten.

Unter anderem mit Hella gab es auch im zweiten Halbjahr spannende Übernahme-/Spezialsituationen

Bei der Übernahmesituation um **Hella**, in die der Fonds investiert hatte, gab es zum Ende der Annahmefrist zunächst keine Überraschungen. Der Fonds hatte mit der Chance/Aussicht daraufhin, dass bei Erreichen einer hohen Annahmequote ein direkter Squeeze-Out erfolgen könnte, eine Position aufgebaut. Da dies anhand der Annahmequote allerdings nicht zu erwarten war, wurde die Position zum Ende der Frist hin deutlich reduziert. Letztlich gab es doch noch eine (kleine) Überraschung: Der auf Sondersituationen spezialisierte Investor Elliott meldete eine Position, woraufhin die Aktie zu einer Prämie von rund 3% zum vormaligen Angebot handelte und sich seither auf diesem Niveau hält.

Bei ams OSRAM gab es mit dem Verkauf von Fluence aus Bilanz-Sicht positive Nachrichten

ams OSRAM vermeldete den Verkauf des Geschäfts mit Beleuchtungssystemen für Pflanzenzucht Fluence an Signify. Für die Bilanz von ams werten wir dies positiv, und damit auch für das Investment in die Aktie von **Osram** (Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag), die sich auch im zweiten Halbjahr weiterhin positiv entwickeln konnte. Nach wie vor erachten wir einen Squeeze-Out als potentielles und attraktives Szenario.

(Wandel-)Anleihen von HelloFresh, Vossloh und AKKA wurden nach zuletzt positiven Kursverlauf verkauft

Die Aktien von MAN wurden per Squeeze-Out ausgebucht

Die Wandelanleihe von Twitter wurde nach Schwäche der Aktie aufgestockt

Neu investiert wurde in Wandelanleihen von JustEat. Die Rendite dieser erachten wir in Anbetracht des Wertes der Plattformen der einzelnen Länder als attraktiv, zumal ein potentieller Aktientrigger durch die Option besteht

### ***Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter – Portfolio-Veränderungen***

Verkauft wurde die Wandelanleihe von **HelloFresh** zu Kursen um 189% und damit mit deutlichem Plus zum Einstiegskurs. Ebenfalls verkauft wurden die zu Beginn des Jahres zu 100% gezeichnete Hybridanleihe von **Vossloh** zu Kursen über 105%, sowie die Wandelanleihe von **AKKA**. Für das Unternehmen war ein Übernahmeangebot abgegeben worden. Im Rahmen des (potentiellen) Kontrollwechsels ergibt sich ein Kündigungsrecht zu 100%, weshalb die Anleihe auf ein Kursniveau von knapp unter 100% nach oben sprang.

Bei **MAN** wurde nach längerem hin- und her der Squeeze-Out vollzogen (war 2020 bereits angekündigt, dann aber nicht vollzogen worden). Die Aktien wurden entsprechend zu einem Kurs von 70,68 Euro ausgebucht. Im Rahmen des daraufhin eingeleiteten Spruchverfahren entstanden Nachbesserungsrechte für eine potentielle nachträgliche Erhöhung der Abfindung.

Nach schwächerer Kursentwicklung wieder etwas aufgestockt wurde die Wandelanleihe von **Twitter**. Gründer Jack Dorsey war Ende November als CEO zurückgetreten und machte den Weg für einen neuen CEO frei. Dieser hat nun die Aufgabe, die angestoßene Transformation erfolgreich durchzuführen. Die verhältnismäßig schwache Monetisierung der Plattform, die auch technisch einige Updates vertragen könnte, bietet unserer Meinung nach eine spannende Opportunität. Wir erachten in diesem Fall in Bezug auf das Chance-Risiko Verhältnis allerdings die Wandelanleihe als attraktiver gegenüber der Aktie.

Neu investiert wurde in Wandelanleihen von **JustEat Takeaway** (2026 Laufzeit). Diese sind im Verlauf des Jahres immer weiter gefallen und handelten Ende Dezember zu Kursen um die 90% und damit ca. 3,5% Rendite. Auch wenn die Bewertung der Aktie aus unserer Sicht aufgrund der je nach Region sehr unterschiedlichen Wettbewerbsdynamik schwierig ist, halten wir die Kreditwürdigkeit aufgrund des starken Deutschland- und Niederlande-geschäfts, der Finanzbeteiligung an iFood in Brasilien sowie des im Krisenfall möglichen Verkaufs einzelner Regionen für sehr hoch. Generell könnte zudem eine stärkere Konsolidierung in einigen Märkten für die Aktie positiv wirken. Daher erachten wir die Wandelanleihe aus Sicht der Kreditwürdigkeit als attraktiv und in Verbindung mit der potentiellen Aktioptionalität als sehr spannend.

Nach wie vor befindet sich keine Senioranleihe und lediglich eine Hybridanleihe (UBM Development) im Portfolio. Der Fokus liegt aktuell klar auf Wandelanleihen mit spannendem Profil und überschaubarer Duration (bzw. Zinsrisiko). Auch wenn wir nicht davon ausgehen, dass die Zinsen global massiv steigen, sehen wir doch das Risiko höherer Zinsen größer als die Chance fallender Zinsen.

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

2022 werden der Fokus und die Treiber der Märkte vermutlich wieder vielseitiger: Inflation, Zinsen, Lieferketten und die jeweiligen individuellen Auswirkungen auf die Unternehmen werden uns das Jahr über begleiten

Es ist davon auszugehen, dass der Fokus und die Treiber der Märkte im Jahr 2022 wieder etwas vielseitiger sind als zuletzt im Schatten der Corona-Pandemie. Zunächst erwarten wir für den Beginn des Jahres einen Fokus auf Inflationszahlen und damit verbundene (antizipierte) Zentralbankmaßnahmen. Dies wird sich vermutlich durch das Jahr ziehen, bis klarer zu erkennen ist, welche Effekte temporärer Natur (und Ressourcen-Knappheit) geschuldet waren, und welche Effekte strukturell sind. Damit hat das Thema Inflation zweierlei Auswirkungen: Zum einen sind Unternehmen sehr individuell davon betroffen, ob bestimmte Kosten steigen (und, bzw. mit welchem Zeitverzug) weitergegeben werden können. Dies spiegelt sich in der individuellen Bewertung der einzelnen Unternehmen wider. Zum anderen hat die Inflation damit aber auch einen Einfluss auf die Zinsen, die wiederum den Takt für das allgemeine Bewertungsniveau von Vermögensgegenständen angeben. Je mehr Gewinne in der Zukunft liegen (=Wachstum), desto größer der theoretische Einfluss.

**Gerade die unternehmensspezifischen Auswirkungen, beispielsweise steigender Kosten, sollten wieder eine größere Rolle spielen und dazu führen, dass sich Unternehmen auch innerhalb der Sektoren recht individuell entwickeln. Daraus ergeben sich Chancen...**

**...und ein für Stock-Picking spannendes Investmentumfeld. Entsprechend fiel zuletzt die Gold-Quote zugunsten neuer Investmentideen etwas**

In Bezug auf das Portfolio haben wir die verschiedenen potentiellen Kostentreiber, wie Logistikkosten, Löhne, Energiekosten und Materialkosten individuell analysiert und entsprechend in der Bewertung berücksichtigt. Einen Anstieg des Zinsniveaus, primär in USA, können wir uns ebenfalls vorstellen. Zwar haben viele Aktien von Wachstumsunternehmen im zweiten Halbjahr 2021 bereits negativ reagiert, doch die tendenzielle Schwäche in der Breite könnte noch etwas anhalten. Einzelne Titel erachten wir aber durchaus auch wieder als interessant bewertet. Denn einen extremen Anstieg der Zinsen sehen wir Stand heute als nicht realistisch an. Ein Hauptgrund sehen wir darin, dass bei einem zu großen Differential zwischen realisierbaren Zinsen in den USA und beispielsweise Europa ein hohes Kaufinteresse amerikanischer Anleihen gegenüber dem europäischen Quasi-Äquivalent entsteht. Dies drückt die Zinsen in den USA, bzw. würde zu steigenden Zinsen in Europa führen. Das wiederum wird die EZB vermutlich versuchen zu verhindern, denn die Schuldenlast wäre dann für einige Staaten weniger tragbar denn je.

Weiterhin gehen wir davon aus, dass sich der eine oder andere Sektor, der im letzten Jahr deutlich unter Druck geriet, erholen sollte (u. a. Gaming, Reise). Auch sollten einzelne Aktien wieder unabhängiger und entkoppelter von Sektor und Thema (bspw. „Corona-Gewinner“) handeln. Wir sehen daher große Chancen durch gutes Stock-Picking wieder Mehrwert zu generieren. Entsprechend, auch da die Opportunitätskosten bei höheren Zinsen etwas steigen, wurde die Gold-Quote zugunsten neuer Ideen zuletzt reduziert und liegt aktuell bei ca. 3%. Mit der während der Corona-Krise erhöhten Aktienquote ging bisher eine Absicherung über Indizes einher. Nachvorneblickend sollte die Aktienquote zugunsten von Wandelanleihen und Sondersituationen wieder etwas sinken, entsprechend auch die Absicherung. Zukünftig soll wieder die spezifische Absicherung einzelner Events, bzw. binärer Ereignisse, stehen.

Wir möchten uns an dieser Stelle herzlich für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen bedanken. Bei Rückfragen können Sie sich gerne bei uns melden.



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann

## Anhang: Übersicht über potentielle Nachbesserungsrechte des Fonds

Durch Investments in Sondersituationen, wie zum Beispiel Aktien von Unternehmen in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, entstehen über die Zeit sogenannte potentielle 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 potentielle „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, bzw. ab 15.03.2021 zusätzlich IA-Tranche) und diese den Tranchen je nach Tranchen-Volumen zum Zeitpunkt der Maßnahme zugerechnet werden:

Bezeichnung	Stück R	Stück I	Volumen (in €)	Typ
Audi AG	473	1.150	2.516.582	Squeeze-Out 2020
Buwog AG	27.153	62.847	2.614.500	Squeeze-Out 2018
Diebold Nixdorf AG	12.031	27.821	2.192.657	Andienung 2018 BuG*
Diebold Nixdorf AG	12.240	25.760	133.950	Garantiedividende 2018 BuG*
DMG Mori AG	6.102	23.000	859.050	Andienung 2020 BuG*
DMG Mori AG	8.414	22.633	31.978	Garantiedividende 2020 BuG*
Kabel Deutschland AG	10.559	24.441	110.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Kabel Deutschland AG	11.411	30.589	133.140	Garantiedividende 2019 BuG*
Kabel Deutschland AG	16.291	40.709	180.690	Garantiedividende 2020 BuG*
Kabel Deutschland AG	26.420	45.906	229.273	Garantiedividende 2021 BuG*
Linde AG	6.824	16.676	4.452.310	Squeeze-Out 2019
MAN SE	7.131	12.981	1.421.516	Squeeze-Out 2021
Renk AG	4.133	7.867	1.268.640	Squeeze-Out 2021
SinnerSchrader	2.459	6.541	2.070	Garantiedividende 2020 BuG*
SinnerSchrader	3.184	5.816	2.070	Garantiedividende 2021 BuG*
<b>Summe</b>			16.149.376	

\*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag  
Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen  
Stand 31.12.2021

## Kontakt

Fabian Leuchtner  
Dimitri Widmann

[fabian.leuchtner@aguja-capital.de](mailto:fabian.leuchtner@aguja-capital.de)  
[dimitri.widmann@aguja-capital.de](mailto:dimitri.widmann@aguja-capital.de)

0221 5609 6930  
0221 5609 6931

## 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](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). **Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen Kurschwankungen, 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.