

17. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.01.2021 - 31.03.2021

Köln, 14. April 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 (31.03.2021) **75,70%**, bzw. **13,93% 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
2021	1,93	3,57	1,03										

Die Allokation am 31.03.2021, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	74%*
davon Aktien mit Anleihecharakter:	8%
Anleihen:	20%
davon Hybridanleihen:	2%
davon Wandelanleihen:	18%
davon Senior Anleihen:	0%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	4%
Kasse:	2%
Derivate:	0%

Deutschland:	31%
Restl. Europa:	43%
Nordamerika:	20%
Asien:	0%
Sonstiges:	2%
Gold (Xetra):	4%
Kasse:	2%

Stand: 31.03.2021; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; wegen Rundungsdifferenzen kann die Summe von 100% abweichen.

***Nettoaktienquote: 56%** (Aktien-Exposure nach Berücksichtigung des Absicherungsvolumens von Derivaten und abzüglich Aktien mit Anleihecharakter)

Im Anhang finden Sie eine Übersicht über vom Fonds gehaltenen potentielle **Nachbesserungsrechte**, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Andienungsvolumen von 15.143.704 Euro umfassen.

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

Rückblick: Verlauf des letzten Quartals und Positionierung

Zwar war das 1. Quartal nach wie vor durch News zur Pandemie geprägt, doch auch andere Themen rücken wieder mehr in den Fokus

Grundlegend ist die Stimmung aktuell positiv, doch die Psychologie der Märkte kann schnell umschlagen

Der Fonds ist weiterhin ausgewogen positioniert. Generell ist es nicht Ziel des Ansatzes den Markt zu „timen“, sondern durch unterschiedliche Bausteine bereits eine Diversifikation zu erreichen

Zuletzt stieg die Quote der Wandelanleihen an, deren Chance-/Risiko-Profil im aktuellen Umfeld attraktiv erscheint

Das Umfeld bietet weiterhin viele neue Opportunitäten, neben Wandelanleihen auch im Bereich klassischer Aktien und Sondersituationen

Insgesamt war die Entwicklung der Aktien relativ homogen. Etwas schwächer entwickelten sich zuletzt Titel aus dem Bereich erneuerbare Energie

Marktumfeld

Wie erwartet wurde das erste Quartal 2021 zwar weiterhin von der Corona-Pandemie geprägt, doch auch andere Themen rückten verstärkt in den Vordergrund. Sicherlich sind noch immer Lockdown-Entscheidungen, Fallzahlen-Verläufe und vor allem auch die Impfgeschwindigkeit (und -effizienz) dominierende Stimmungsfaktoren. Doch mehr und mehr rücken nun auch wieder Themen wie steigende Zinsen, Inflations Sorgen, Sektorrotation (Technologie, Value), „Reddit-Trader“ und geopolitische Spannungen zurück in den Fokus der Kapitalmärkte. Abgesehen von kürzeren Phasen höherer Volatilität verlief das Quartal in Summe aber dennoch positiv (S&P 500: 6,2%; DAX: 9,4%, 31.12.2020-31.03.2021, *Total Return*).

Die grundlegende Ausgangsbasis hat sich im ersten Quartal nicht verändert. Die Hoffnung und Euphorie auf ein Überwinden der Corona-Pandemie in Verbindung mit der monetären Unterstützung der Notenbanken beschert den Märkten eine positive Tendenz. Risiken, wie steigende Zinsen und Inflation, spielen eine untergeordnete Rolle. Dennoch muss man sich immer vor Augen halten, dass die Märkte zu großen Teilen der schwer berechenbareren Psychologie der Anleger unterliegen. Schnell können Angst vor Verlusten und Margin-Calls eine Abwärtsspirale auslösen, die dann mit einem der genannten Faktoren begründet wird.

Der Fonds startete ausgewogen positioniert in das Quartal, und ist auch zum Ende des Quartals ausgewogen positioniert. Der grundlegende positive Trend kann durchaus für ein gutes Börsenjahr 2021 sorgen und es bestand unserer Meinung nach wenig Grund für eine heftige Korrektur. Gleichwohl ist die Gemengelage nach wie vor wenig visibel. Eine kurzfristige Wette auf den Markt erachten wir allerdings generell als nicht sinnvoll - sondern investieren grundsätzlich langfristig. Es ist gerade das Ziel des Ansatzes ein Portfolio verschiedenster Renditequellen und -trigger aufzubauen, die schon an sich eine Diversifikation zueinander bieten (beispielsweise profitieren manche Unternehmen auch gerade von steigenden Zinsen und/oder Inflation). Deshalb erachten wir eine ausgewogene Positionierung mit einer Netto-Aktienquote von aktuell etwas über 50% für angebracht.

Dennoch gab es in der Positionierung gewisse Veränderungen. So hat sich beispielsweise der Anteil an Wandelanleihen zuletzt erhöht. Im Gegensatz zu klassischen Anleihen sind diese in der Regel deutlich weniger zinssensitiv, bieten aber dennoch deutlich mehr Stabilität als Aktien. Zudem partizipieren sie, wenn auch etwas weniger, an einer positiven Aktien-, bzw. Marktentwicklung. Im Laufe des Januars hatte der Fonds zudem eine kleinere Absicherung im Sinne einer „Versicherung“ gegenüber Technologietiteln aufgebaut (NASDAQ Put-Optionen), die auch zum Quartalsende teilweise noch bestand.

Nach wie vor erachten wir das Umfeld als äußerst spannend für das „Bottom-up“ Stock-Picking zudem gibt es aktuell viele Übernahmesituationen. Es gab im zurückliegenden Quartal einige Investments, die unserer Ansicht nach ihren fairen Wert erreicht haben und verkauft wurden. Gleichzeitig ergaben sich aber auch wieder spannende, neue Opportunitäten, die der Fonds umsetzte -mehr dazu im Verlauf des Berichts.

Entwicklung im Bereich Aktien

Positive & negative Beiträge

Im ersten Quartal des Jahres entwickelte sich das Portfolio verhältnismäßig homogen, mit wenigen Investments, die deutlicher von der allgemeinen Fondsentwicklung abwichen. Eine negative Wertentwicklung seit Jahresbeginn weisen Investments in Bestandshalter von erneuerbarer Energie, wie **7C Solarparken**, auf. Allerdings waren diese Titel unserer Meinung nach zuvor auch etwas „heiß gelaufen“, weshalb die Positionen zuletzt mit wachsendem Fondsvolumen nicht nachgekauft wurden und somit automatisch stärker verwässerten, bzw. wie im Falle der **Encavis** Wandelanleihe bereits im letzten Jahr verkauft wurde. Der Anteil reiner Bestandshalter am Portfolio liegt daher aktuell bei nur noch bei einer sehr geringen Gewichtung von 1% des Fondsvolumens. Auch Titel wie **Energiekontor** und **Abo Wind** hatten sich sehr positiv entwickelt. Im Unterschied zu den reinen Bestandshaltern erachten wir hier allerdings nach wie vor einen signifikanten verdeckten Wert in deren Projektpipeline. Dennoch ist die Sicherheitsmarge durch die gute Entwicklung gesunken, weswegen die Gewichtung aller Investments aus dem Bereich erneuerbare Energie aktuell nur noch bei ca. 2,5% des

Auch im Bereich Gaming gab es zuletzt eine leichte Konsolidierung. Allerdings erachten wir hier die Trends als weiterhin sehr positiv und die Bewertung einiger noch unentdeckter Unternehmen als attraktiv. Dennoch achten wir auf das Gesamtexposure des Sektors im Fonds und fokussieren uns auf ebendiese unentdeckten Aktien

Einige Investments - aus ganz unterschiedlichen Sektoren und geographischen Regionen - entwickelten sich überdurchschnittlich

Bspw. wurde die Aktie von Italian Wine Brands von mehr und mehr Investoren entdeckt, was zu einer positiven Aktienentwicklung führte

Die Aktien der Porsche SE wurden zu Beginn der Corona-Pandemie verkauft. Nun wurde aber aus verschiedenen Gründen wieder eine Position aufgebaut

Fondsvolumens liegt. Während wir diesen Sektor vor 2-3 Jahren, als der Fonds begann Positionen in Aktien wie Energiekontor aufzubauen, als signifikant missverstanden und unterbewertet erachteten, sehen wir mittlerweile eher die Tendenz zu Übertreibungen - gerade bei Firmen mit größerer Marktkapitalisierung.

Ebenfalls negativ entwickelte sich im ersten Quartal die Aktie des schwedischen Computerspiele-Unternehmen **EG7**, über die wir im letzten Quartalsbericht geschrieben hatten. Allerdings hatte sich die Aktie im letzten Quartal 2020 sehr positiv entwickelt, eine gewisse Konsolidierung war daher zu erwarten und beeinflusst unsere Sicht auf das Unternehmen nicht. Sicherlich erfreute sich auch dieser Sektor zuletzt immer größerer Popularität und war unserer Meinung ebenfalls lange Zeit missverstanden. Auch hier zogen die Bewertungen des Sektors deutlich an. Doch es gibt unserer Meinung nach große Unterschiede zum Bereich erneuerbare Energie. 1.) Zwar sind die Bewertungen der größeren amerikanischen, britischen und skandinavischen Unternehmen stark gestiegen, allerdings gibt es Unternehmen wie EG7 und auch Focus Home, die bisher noch wenig entdeckt worden zu sein scheinen und von wenig Analysten beobachtet werden. Durch großes organisches und anorganisches Wachstum werden aber auch diese Firmen immer größer und rücken somit verstärkt in den Fokus. 2.) Das Potential der Unternehmen ist sehr vielschichtig und liegt unter anderem in der immer größer werdenden Zielgruppe (immer mehr Menschen jedes Alters spielen, immer mehr Menschen haben technischen Zugang), der Digitalisierung (höhere Margen, leichter Zugang) und der potentiellen Synergien (zwischen mehreren Entwicklungsstudios und in der Vor- und Rückwärtsintegration der Wertschöpfungskette). Dennoch achten wir auf das Gesamtexposure des Fonds zum gesamten Sektor, da wir Klumpenrisiken vermeiden wollen und fokussieren uns auf unserer Meinung nach unentdeckten Profiteuren dieser Trends.

Andererseits haben sich auch einige Titel überdurchschnittlich positiv entwickelt, und das aus ganz unterschiedlichen Sektoren und aus unterschiedlichen Gründen. Gerade dies zeichnet den Fonds aus – keine Abhängigkeit zu der Entwicklung einzelner Sektoren oder Faktoren einzugehen, sondern verschiedene, möglichst unabhängige Werttreiber zu identifizieren. So entwickelten sich mit Porsche SE, Italian Wine Brands, Lang & Schwarz und den großen amerikanischen Technologiewerten wie Alphabet Aktien großer und kleiner Unternehmen, sog. Corona-Gewinner und Corona-Verlierer, und auch geographisch mit sehr unterschiedlichem Charakter überdurchschnittlich positiv. Und auch die Investitionsdauer des Fonds ist dabei sehr unterschiedlich.

Beispielsweise handelt es sich bei **Italian Wine Brands** um ein Investment, das schon sehr lange im Fonds zu finden ist. Obwohl sich das Unternehmen über die gesamte Zeit operativ sehr positiv entwickelt hatte, gelang die Aktie erst vor Kurzem auf den Radar vieler Investoren. Ein Ziel des Analyseprozesses ist es stets, auch einen Trigger für eine Neubewertung, wie jetzt bei Italian Wine Brands eingetreten, zu identifizieren. Nicht immer sind dies leicht datierbare Events, teilweise ist auch eine gewisse Geduld erforderlich. Wichtig ist aber, dass die Ertragskraft und gute operative Entwicklung früher oder später deutlich werden und das operative Geschäft einem strukturellen Wachstumstreiber unterliegt.

In die **Porsche SE** war der Fonds vor der Corona-Pandemie bereits investiert, die Position wurde aber im Februar 2020, zu Beginn der Pandemie, verkauft. Zum damaligen Zeitpunkt kamen wir zum Ergebnis, dass die Perspektive für die Volkswagen AG, deren Aktien das hauptsächliche Asset der Porsche SE sind, eher schwierig erscheint. Zu Beginn des Jahres hat sich dies aber verändert, denn aufgrund der von Volkswagen eingeleiteten Maßnahmen könnte das Unternehmen zu einem Vorreiter im Bereich E-Mobilität werden. Hinzu kommen mehrere potentielle Events, wie ein spekulierter Spin-off von Porsche oder eines der anderen Assets, ein Ende der Verfahren um den Short-Squeeze aus dem Jahre 2008 auf Ebene der Porsche SE oder auch ein potentieller Konsumboom nach der Corona-Pandemie. Hierzu später mehr.

Lang & Schwarz profitiert vom anhaltenden hohen Interesse der deutschen Bevölkerung am eigenen Trading, der zumindest teilweise – wenn auch nicht in der Dimension des Januars 2021 – nachhaltig erscheint.

Die Positionen in Allgeier und Nagarro wurden im 1. Quartal verkauft, da die Sicherheitsmarge unserer Meinung nach nicht mehr ausreichend groß war

Auch andere Investments erreichten ihren fairen Wert, wie Thunderful (IPO 2020) oder The Joint (Small-Cap aus USA). Die Position in Pinterest wurde reduziert

Die Aktien der Porsche SE wurden wieder ins Portfolio aufgenommen. Bei der Porsche SE handelt es sich um eine Holding, die (primär) Stammaktien der Volkswagen AG hält und deren Wert somit stark vom Wert der Volkswagen AG abhängt

Die Porsche Aktien handeln mit großem Discount zum Wert der Volkswagen Aktien, der letztlich gehoben werden könnte...
...und gleichzeitig erscheinen uns die Volkswagen Aktien selbst als attraktives Investment aufgrund verschiedener Faktoren

Ab- und Ausbau von Positionen

Einige Investment-Cases haben ihren fairen Wert erreicht und wurden daher abgebaut, bzw. verkauft. Hierzu zählen unter anderem die Aktien von **Allgeier** und **Nagarro**. Wie in vorherigen Berichten schon mehrfach erläutert bestand die These u. a. darin, dass Allgeier mit der Beteiligung an Nagarro über einen sehr hohen, versteckten Wert verfügt. Durch den vollzogenen Spin-off, der sich wie erhofft als effizienter Trigger erwies, wurden sehr große Teile dieser Unterbewertung aufgedeckt. Zwar erscheinen beide Unternehmen nach wie vor spannend, die Sicherheitsmarge ist aber aus unserer Sicht relativ zu anderen Titeln im Portfolio zu gering. Aus diesem Grund wurden beide Aktien komplett verkauft.

Weitere Titel, die verkauft wurden, sind unter anderem **Thunderful** (skandinavischer Spielzeugdistributor und Spieleentwickler, dessen Aktie sich nach dem IPO sehr gut entwickelte und mit einem Kursplus von über 80% vom Fonds verkauft wurde) und **The Joint** (schnell wachsende Chiropraktiker-Kette mit Franchise und eigenen Praxen, deren Aktie während der Corona-Pandemie unserer Meinung nach zu unrecht unter Druck geriet. Nach einer Vervielfachung der Aktie sahen wir den fairen Wert aber nun erreicht). Einige Positionen wurden reduziert, wie beispielsweise die Aktie von **Pinterest**. All diese Investments hatten zur guten Performance des Fonds in 2020 beigetragen, wurden aber nun durch neue, spannende Opportunitäten ersetzt, weswegen wir auch für das Jahr 2021 zuversichtlich bzgl. der Entwicklung des aktuellen Portfolios sind.

Neue Positionen

Neu, bzw. wieder aufgebaut wurde im abgelaufenen Quartal unter anderem die bereits erwähnte Aktie der **Porsche SE**. Bei der Porsche SE handelt es sich um eine Holding, deren Stammaktien (50%) von den Familien Porsche und Piëch gehalten werden, während die Vorzugsaktien (50%) an der Börse liquide handelbar sind. Die Porsche SE hält ca. 53% der Stammaktien der Volkswagen AG, sowie kleinere Beteiligungen an weiteren Unternehmen, deren Wert allerdings eine untergeordnete Rolle spielt. Die beiden Unternehmen Porsche und Volkswagen verbindet eine lange und bewegte Historie, die im Auftrag an die damalige Dr. Ing. h.c. F. Porsche GmbH einen „Volkswagen“ zu konstruieren ihren Anfang fand. In die Zeit der Führung des Volkswagen Konzerns durch Ferdinand Piëch (als CEO, bzw. Aufsichtsratsvorsitzenden), Ferdinand Porsches Enkel, fällt auch die Zeit der Entstehung der Porsche SE. Ursprünglich wurde damals bei Porsche geplant, nach und nach eine Beteiligung an Volkswagen aufzubauen und den Anteil auf bis zu 50%, bzw. später 75% (der Stammaktien) zu erhöhen. Es folgte eine der bekanntesten Episoden der deutschen Kapitalmarktgeschichte, die im Laufe der Zeit in oben genannten Anteilsverhältnissen endete. Ursprünglich sollte die Porsche SE dann mit der Volkswagen AG verschmolzen werden. Wegen noch ausstehender Klagen aufgrund des Vorgehens der Porsche SE beim Aufbau der Beteiligung verzögert(e) sich dies allerdings.

Doch warum erachten wir die Porsche SE aktuell (wieder) als spannendes Investment? Unter anderem aufgrund der Gerichtsverfahren handeln die Aktien der Porsche SE mit einem verhältnismäßig hohen Discount von über 35% gegenüber dem Wert der gehaltenen Volkswagen Aktien. Ein positives Ende der Verfahren könnte diesen Discount zu großen Teilen auflösen. Selbst bei einem negativen Ausgang erachten wir das Risiko als gering, da der Discount einen großen Puffer bietet. Doch auch die Volkswagen Aktie selbst erscheint spannend.

Volkswagen hat zuletzt massiv in den Bereich EV investiert und mit dem Power Day und Modellen wie dem ID.3, ID.4, Audi e-tron und Porsche Taycan gezeigt, dass die Firma den nun öfters in der Presse genannten Titel "Tesla-Jäger" verdient. Die Stärke des Konzerns liegt gerade in den Synergien in der Entwicklung zwischen VW, Audi, Porsche und den weiteren Marken. Kleinere, eigenständige Hersteller müssen die Kosten auf wesentlich geringere Stückzahlen umlegen. Die Kultur und die Führungsebene haben sich seit dem Dieselskandal bei VW grundlegend geändert. Statt der früheren Kultur, in der Kritik von Mitarbeitern unerwünscht war, wird nun Selbstkritik und Eigeninitiative gefördert. Der Wandel ist mittlerweile auch zu erkennen: Kaum ein anderer traditioneller Hersteller hat in den letzten Jahren so stark auf E-Mobilität gesetzt wie der VW Konzern. Auch Anleger haben dies dieses Jahr angefangen zu erkennen, was nach dem Power Day und den Vergleichen mit Tesla in der Presse zu einem kleinen Run auf die Aktie führte. Die VW Aktie erscheint jedoch immer noch attraktiv bewertet und es gibt zudem einige potenzielle Events, wie ein Spin-off eines Assets (z.B. Porsche) oder eine Verschmelzung mit der Porsche SE, die eines Tages anstehen könnten. Auch bei diesen Themen ist ein Kulturwandel zu sehen und es wird mehr über effiziente Kapitalallokation und Governance nachgedacht - der Squeeze bei Audi und der Spin-off von Traton war in dieser Hinsicht gute Schritte.

Einige Positionen befinden sich im Aufbau oder werden nachgekauft, weshalb wir aktuell nicht darüber berichten können

Darüber hinaus befinden sich einige Positionen im Aufbau, bzw. wurden zuletzt aufgestockt. Aus diesem Grund können wir an dieser Stelle (noch) nicht im Detail darüber berichten. Noch immer bietet das teilweise volatile Marktumfeld viele Chancen für Stock-Picking, so dass diese Volatilität in Verbindung mit dem flexibel, generalistischen Ansatz immer wieder für neue Investments genutzt werden kann. Zudem ergaben sich zuletzt einige spannende Investitionsmöglichkeiten im Bereich Wandelanleihen und Aktien mit Anleihecharakter.

Entwicklung im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Die M&A Aktivität ist zuletzt wieder gestiegen...

Im Bereich Anleihen ergaben sich insbesondere bei Hybrid- und Wandelanleihen neue Opportunitäten. Gleichzeitig war es im Bereich Aktien mit Anleihecharakter was den Fonds betrifft im letzten Quartal etwas ruhiger geworden, jedoch ist die M&A Aktivität aktuell vielversprechend.

...beispielsweise gab es zuletzt ein Angebot für Siltronic. Nach der Erhöhung des Angebots hat der Fonds seine Aktien vorerst verkauft

Verkäufe und Reduzierung von Positionen

Zuletzt hatte der Fonds eine Position in **Siltronic** aufgebaut, für das ein Übernahmeangebot vorliegt. Das Angebot wurde von ursprünglich 125 Euro (zzgl. Dividende) auf 145 Euro (zzgl. Dividende) erhöht. Inkl. Nachfrist wurde es von knapp über 70% der Aktionäre angenommen. Noch steht die Übernahme unter der Voraussetzung von fusionskontrollrechtlichen und außenwirtschaftlichen Freigaben. Der Fonds hatte die Aktien in der Zwischenzeit zu einem Preis knapp unter 145 Euro verkauft. Aktuell beobachten wir die Situation, die durchaus nochmals spannend werden könnte.

Ebenfalls vollständig verkauft wurden Hybridanleihen der britischen **Lloyds Bank**, die zuvor bereits abgebaut worden waren.

Im Bereich Anleihen nahm der Fonds an zwei Neuemissionen teil – zum einen bei der Hybridanleihe (4% Kupon) von **Vossloh**

Neue Positionen

Im ersten Quartal nahm der Fonds an zwei Neuemissionen im Bereich Anleihen teil. Zum einen zeichnete der Fonds die Hybridanleihe der **Vossloh AG** mit 4% Kupon. Das Unternehmen ist im Bereich Bahntechnik (Schiene, Weichen) aktiv und sollte aufgrund der geplanten Investitionen in den verhältnismäßig umweltfreundlichen Bahnsektor auch in der Zukunft solide Erträge generieren können. Das Unternehmen verfügt über eine solide Bilanz, die Hybridanleihe verfügt über einen hohen Step-Up (Zins-/ Kuponerhöhung) von 5% in 2026 und damit über einen hohen Anreiz vom Unternehmen zurückbezahlt/gekündigt zu werden.

und zum anderen bei der Wandelanleihe des Catering Unternehmens **Do & Co** aus Österreich. Die Aktie könnte im Rahmen des „Reopenings“ profitieren, die Wandelanleihe weist ein interessantes Chance-/Risiko-Profil auf

Zudem beteiligte sich der Fonds an der Emission einer Wandelanleihe der österreichischen **Do & Co AG**. Die Wandelanleihe hat ebenfalls eine Laufzeit bis 2026 und eine Verzinsung von 1,75%, zudem eine Wandlungsoption in Do & Co Aktien zu einem Aktienkurs von ca. 80 Euro. Das Unternehmen ist im Bereich Catering aktiv, primär für Events, Hotels, Lounges und Flüge. Gerade im Bereich Air-Catering verbuchte das Unternehmen in den letzten Jahren immer wieder Erfolge. Die Corona-Pandemie stellte eine große Herausforderung dar, die das Unternehmen aber durch frühzeitige Reaktion und verschiedene Maßnahmen unserer Meinung nach gut meistern konnte. Nach vorne blickend könnte sich Do & Co im Vergleich zum Wettbewerb überproportional gut aus der Krise entwickeln, wodurch auch die Bewertung der Aktie deutlich profitieren würde. Die Wandelanleihe bietet die Opportunität mit reduziertem Risiko an einem solchen Positiv-Szenario teilzuhaben.

Weitere Wandelanleihen wurden neu investiert, z.B. **Hello Fresh**

Neu aufgebaut wurden Positionen in den Wandelanleihen von **Hello Fresh**, **Veolia**, **Twitter** und **JP Morgan/Ping An**. Auf das letztgenannte Investment gehen wir im Rahmen des Fallbeispiels näher ein. **HelloFresh**, Anbieter von Kochboxen, profitierte durch die Corona-Pandemie, konnte jedoch die erhöhte Nachfrage durch begrenzte Kapazitäten nicht vollständig bedienen. Es konnten viele neue Kunden akquiriert und die Bekanntheit erhöht werden – mit deutlich weniger Marketingausgaben als in einem normalen Umfeld. Diesen Schub nutzt HelloFresh nun, um die Wettbewerbsstellung in existierenden Märkten weiter zu verbessern und neue Regionen zu erschließen. So wird etwa die Rezeptauswahl vergrößert, die Discountmarke **EveryPlate** in internationale Märkte ausgerollt und die Expansion nach Italien und Japan geplant. Auch wird stark in den Aufbau von eigenen Lieferflotten investiert, um das Kundenerlebnis kontinuierlich zu verbessern. Wir erachten dies als nachhaltigen Rückenwind und sehen daher nachhaltiges, globales Potential für HelloFresh - auch nach Bewältigung der Pandemie. Die Firma konnte den Ausblick für das Umsatzwachstum dieses Jahr bereits von 20% - 25% auf 35% - 45% anheben.

Auch in eine Wandelanleihe von Veolia, einem Umweltunternehmen, wurde investiert. Es gibt verschiedene Trigger für eine positive Entwicklung

Ebenfalls in eine Wandelanleihe von Twitter wurde investiert, allerdings hat sich hier der Kurs schon deutlich positiv entwickelt, weshalb die Position bereits reduziert wurde

Bei **Veolia** handelt es sich um französisches, aber global agierendes, Umweltunternehmen (primär Wasser, Abfall), dass durch mehrere Faktoren eine positive Entwicklung aufweisen könnte. Zum einen strebt das Unternehmen die Übernahme des Konkurrenten Suez an, wodurch hohe Synergien entstehen würden. Zum anderen profitiert das Unternehmen in den Bereichen Recycling und Verarbeitung von Spezialmüll vom zunehmenden Fokus auf eine nachhaltige Lösung der Abfallverarbeitung. Trotz des stabilen Geschäftsmodells mit positivem Entwicklungspotential handelt die Aktie zu verhältnismäßig geringen Bewertungskennzahlen.

Auch bei **Twitter** ergab sich die Chance bei einem durch das Konstrukt Wandelanleihe reduzierten Risiko von einer potentiell positiven Entwicklung der Aktie, u. a. im Rahmen des damals angekündigten (und mittlerweile absolvierten) „Analyst Day“, zu profitieren. Twitter erscheint im Verhältnis zu anderen Plattformen untermonetisiert und es gab großen Druck von Aktionärsseite dies zu ändern. Nutzerzahlen und Monetisierung entwickelten sich lange Zeit relativ träge. Viel Potential hat Twitter allerdings durchaus, was beim Analyst Day auch teilweise verdeutlicht wurde. Aufgrund der positiven Entwicklung der Aktie und Wandelanleihe wurde diese allerdings bereits wieder reduziert.

Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen

Für langfristige Investoren bleibt das Umfeld weiterhin attraktiv, die Aussicht auf einen positiven Jahresverlauf ist trotz nicht zu vernachlässigenden Risiken gegeben

Einige Länder gehen bereits wieder zu einer neuen Normalität nach der Pandemie über

Das Portfolio ist weiterhin ausgewogen investiert

Eine wichtige Rolle für die mittelfristige Entwicklung spielen vermutlich Inflation und das Vorgehen der Zentralbanken

Das Jahr 2021 wird sicherlich in Hinblick auf die Kapitalmarktentwicklung kein einfaches Jahr werden. Der Start ist mit dem ersten Quartal positiv verlaufen und es gibt viele Argumente dafür, dass auch der Rest des Jahres in Summe positiv verlaufen wird. Allen voran die Perspektive auf ein Überwinden der Corona-Pandemie in Kombination mit den hohen monetären und finanziellen Maßnahmen, die aller Voraussicht nach nicht sofort zurückgefahren werden, könnten die Märkte weiter antreiben. Doch Themen wie Blasenbildung in einzelnen Bereichen, Inflations Sorgen, Zinsanstiege und geopolitische Konflikte treten nach der Dominanz des Themas Corona-Virus nun nach und nach wieder mehr in den Vordergrund und sollten nicht unterschätzt werden. Für langfristige Investoren bleibt das Umfeld aber weiter attraktiv.

Aktuell zeichnet sich in Israel, aber auch in den USA und im Vereinigten Königreich bereits eine Rückkehr zur Normalität ab. Für Deutschland können wir vermutlich erst im nächsten Quartalsbericht von einer solchen Situation sprechen. Doch auch wenn wir uns in Deutschland aktuell eher im strengsten Lockdown seit Beginn der Pandemie statt in einer Normalisierung befinden, sollte der Blick aufs Ganze aufrechterhalten bleiben: In immer mehr Nationen, zuletzt auch Österreich, befinden wir uns auf einem positiven Weg.

Der Fonds ist nach wie vor ausgewogen positioniert. Mittelfristig entscheidend ist die individuelle Entwicklung der Unternehmen in dieser Gemengelage. Deshalb gilt es sich frühzeitig Gedanken über potentielle Szenarien, wie beispielsweise ein Konsumboom, aber auch Inflation oder steigende Finanzierungskosten, zu machen. Das Portfolio erachten wir insgesamt für die uns als realistisch erscheinenden Szenarien als solide und diversifiziert aufgestellt.

Richtet man den Blick etwas weiter nach vorne, so könnten die Märkte allerdings von neuen (alten) Risiken belastet werden. Beispielsweise wird es unserer Meinung nach spannend, wie die europäische Zentralbank mit einem potentiellen Konsumboom, einer positiven Wirtschaftsentwicklung und steigenden Zinsen umgehen würde. Denn in immer größerem Ausmaß steuert die Zentralbank auch die langfristigen Zinsen, die letztlich mitentscheidend dafür sind, zu welchen Konditionen sich Staaten refinanzieren können. Bekanntlich sind die Schuldenstände und zu bezahlenden Kreditaufschläge der europäischen Länder nicht homogen. Jedoch gibt es wegen der hohen Verschuldung vieler Staaten eigentlich kein „Risiko“ für hohe Zinsen in Europa, und mögliche Deflation kann von der Zentralbank bekämpft werden. Somit erscheint im Grunde nur eine ausufernde Inflation oder ein erneutes Aufflammen einer „Euro-Krise“ als mögliche Risiken. Daher erachten wir reale Werte, wie Aktien und Gold als langfristig ausweglos. Betrachtet man die hohen Bestände an Bargeld in Europa, so wird mit höherer Inflation in Zukunft potenziell noch sehr viel mehr Geld in die Märkte fließen. Nicht zuletzt aus Gründen wie diesem hält der Fonds aktuell an der Gold-Quote fest, bzw. hat diese zuletzt wieder etwas gesteigert.

Im **Anhang** finden Sie ein Fallbeispiel zur Wandelanleihe JP Morgan/Ping An, sowie eine Übersicht über aktuelle Nachbesserungsrechte des Fonds.

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



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann

Anhang I

Fallbeispiel: JP Morgan/Ping An Wandelanleihe

Zusammenfassung: Eine klassische Wandelanleihe wird von einem Emittenten begeben und ist in dessen Aktien wandelbar. Es gibt aber auch Spezialfälle, bei denen Emittent und Aktie der Wandlungsoption nicht übereinstimmen. Dies impliziert, dass das Kreditrisiko (Emittent) und das Aktien-Upside (Wandlungsoption) unterschiedliche Unternehmen betrifft. Daraus ergibt sich die Chance, von der positiven Aktienentwicklung eines Unternehmens zu profitieren, gleichzeitig aber dessen (Kredit-)Risiko zu meiden. So ist es beispielsweise mit der Wandelanleihe von JP Morgan/Ping An möglich von einer positiven Entwicklung von Ping An zu profitieren, ohne zu viel Risiko eingehen zu müssen.

Bei Ping An handelt es sich um einen technologisch sehr fortschrittlichen chinesischen Versicherungskonzern

Ping An ist ein chinesischer Versicherungskonzern mit Fokus auf Lebensversicherungen. Daneben hält Ping An aber auch eine mehrheitliche Beteiligung an der Ping An Bank und ist in klassischen Schaden & Unfall Versicherungsbereichen aktiv. Der Versicherungsmarkt in China ist im Verhältnis zu vielen anderen Nationen noch deutlich unterpenetriert. Als technologisch fortschrittliches Unternehmen investiert Ping An zudem nicht nur selbst in die Entwicklung moderner Methoden, sondern auch in Start-Ups und kleinere Unternehmen. Diese werden/wurden im Falle einer erfolgreichen Weiterentwicklung selbst an die Börse gebracht, wie beispielsweise im Falle von Ping An Good Doctor.

Der chinesische Versicherungsmarkt ist noch unterpenetriert und bietet Wachstumspotential. Ping An sollte aufgrund der nachhaltiger erscheinenden Strategie davon überproportional profitieren können

Der chinesische Markt für Lebensversicherungen wurde lange Zeit von wenig(er) nachhaltigem Wachstum dominiert. Die Versicherungskonzerne stellten haufenweise Versicherungsagenten an, die dann Freunde und Familie mit Versicherungen versorgten – und sich dann wieder einen anderen Job suchten, nachdem diese „low-hanging fruits“ abgearbeitet waren. Ping An wählte zuletzt einen anderen Weg und setzt verstärkt auf Versicherungsagenten, die über einen längeren Zeitraum in der Lage sind, Kunden zu gewinnen. Dies sollte mittelfristig zu einem deutlichen Vorteil gegenüber dem eher auf kurzfristiges Volumen ausgelegten „Massen-Agenten-Prinzip“ führen. Doch auch der hohe Grad an technologischem Fortschritt, die potentiell steigende Penetration des chinesischen Versicherungsmarktes und letztlich auch steigende Zinsen (steigende Nettozinsmarge) könnten positive Faktoren für die Entwicklung von Ping An darstellen.

Doch es gibt Risiken, wie bspw. die schwer zu antizipierende Regulierung des Marktes

Doch ein Investment in Ping An birgt auch Risiken. Die Struktur des Unternehmens ist komplex, es verfügt über eine Vielzahl an Beteiligungen. Der Markt unterliegt typischerweise einem erhöhten Grad an Regulierung, die nicht immer einfach zu antizipieren ist. Nachrichten könnten mitunter verzögert in englischer Sprache zugänglich sein. Aus diesen Gründen ist die Beurteilung sowohl der Kreditwürdigkeit als auch dem potentiellen Downside-Risiko der Aktie, erschwert.

Genau in einem solchen Fall ist es attraktiv, in die Upside der Aktie zu investieren, nicht aber die Risiken der Aktie tragen zu müssen...

Glücklicherweise gibt es dennoch eine Möglichkeit, von einer positiven Entwicklung der Aktie zu partizipieren, ohne diesen Risiken ausgesetzt zu sein. Die US-Bank JP Morgan hat als Emittent eine Wandelanleihe mit Wandlungsoption (aber nicht Pflicht) in Aktien von Ping An begeben. Die zinslose Anleihe läuft bis Ende 2023 und wird dann zum Nominalwert zurückbezahlt, es sei denn die Aktie von Ping An ist bis dahin über den sog. *Wandlungspreis* gestiegen. Das Risiko des Investments liegt damit zu großen Teilen in der Zahlungsfähigkeit von JP Morgan. Diese schätzen wir, gerade mit Blick auf die Laufzeit bis Ende 2023, als sehr solide ein. Mittlerweile gehört JP Morgan vermutlich zu den diversifiziertesten und stabilsten globalen Finanzinstituten.

...was durch ein Investment in die JP Morgan / Ping An Wandelanleihe möglich ist

Die Chance des Investments liegt dagegen fast ausschließlich in der Aktienentwicklung von Ping An begründet. Zwar haben Zinsumfeld und die operative Entwicklung von JP Morgan in Bezug auf den Anleihewert einen geringen Werteeinfluss, zum Ende der Laufzeit aber wird die Wandelanleihe zum Nominalwert zurückbezahlt, oder aber eben zum eventuell höher liegenden Wert der zugrunde liegenden Aktien von Ping An. Somit bietet diese Wandelanleihe ein ganz besonderes Chance-/Risikoprofil, abhängig von zwei unterschiedlichen Unternehmen.

Anhang II: 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	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*
Renk AG	12.000	1.268.640	Squeeze-Out 2021
SinnerSchrader	9.000	2.070	Garantiedividende 2020 BuG*
Pot. Nachbesserungsvolumen gesamt		15.143.704	

*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen

Stand 14.04.2021

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 Markt Recherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Diese Publikation stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Publikation enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne Zustimmung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Weder die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH, die Aguja Capital GmbH und Morningstar noch ihre jeweiligen Organe/Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer (www.axxion.lu) oder gedruckter Form in deutscher Sprache kostenlos bei der Axxion S.A., 15 rue de Flaxweiler, L-6776 Grevenmacher erhältlich. Die Discover Capital GmbH und die Aguja Capital GmbH sind bei der Erbringung der Anlageberatung und der Anlagevermittlung als vertraglich gebundene Vermittler ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der PEH Wertpapier AG (nachfolgend „PEH“) tätig. Die PEH hat ihren Sitz in der Bettinastr. 57-59, 60325 Frankfurt am Main und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Sitz in der Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Als bankenunabhängiger Vermögensverwalter ist die PEH Mitglied der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW). **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.