

14. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.04.2020-30.06.2020

Köln, 08. Juli 2020

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

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

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

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							+0,07

Die Allokation am 31.03.2020, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	76%*
davon Aktien mit Anleihecharakter:	9%
Anleihen:	17%
davon Hybridanleihen:	5%
davon Wandelanleihen:	11%
davon Senior Anleihen:	1%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	7%
Kasse:	1%
Derivate:	0%

Deutschland:	33%
Restl. Europa:	34%
Nordamerika:	25%
Asien:	0%
Sonstiges:	1%
Kasse (inkl. Gold):	7%

*Nettoaktienquote (Aktienexposure nach Absicherung und ohne Aktien mit Anleihecharakter): 49%

Stand: 30.06.2020; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; wegen Rundungen 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 10.993.022 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

Das zweite Quartal war von einer teils deutlichen Erholung der Märkte geprägt

Der Fonds nutzte die sich ergebenden Opportunitäten dank seiner Flexibilität, ohne dabei das Marktrisiko zu erhöhen

Die Erholung verlief wenig homogen. Noch immer gibt es unserer Ansicht nach spannenden Aktien, die deutlich unterbewertet erscheinen

Die Position in Gold bleibt weiterhin bestehen, da wir darin eine gute Diversifikation mit gleichzeitigem Renditepotential sehen

Marktumfeld

Mit dem zweiten Quartal 2020 endet ein denkwürdiges erstes Halbjahr. Die Kapitalmärkte erholten sich seit Ende März wieder (zum Teil) deutlich. Für die Erholung können viele potentielle Gründe angeführt werden. Eine große Rolle spielten sicherlich zum einen das zunehmende Wissen über den sinnvollen Umgang mit dem Corona-Virus (und die dadurch möglichen Lockerungen der Corona-Maßnahmen) und die etwas geringer als befürchtete Gefahr und zum anderen die globale monetäre Intervention. Letztere wurden, im Gegensatz zu Maßnahmen in der Finanzkrise, kaum kritisiert und vergleichsweise schnell umgesetzt. Das Verständnis in der Bevölkerung dafür, was sich in der Weltwirtschaft aktuell abspielt, war sicherlich deutlich höher als in der Finanzkrise.

In Summe führte dies zu einer mitunter eher überraschend schnellen Erholung der Märkte. Noch ist die Wirtschaft allerdings weit davon entfernt wieder auf altem Niveau zu sein und auch die Visibilität der weiteren Erholung ist eingeschränkt. Hierzu mehr in unserem *Ausblick*. Im Fonds wurden, wie im letzten Bericht beschrieben, die im Februar vor der Corona-Krise vorgenommenen Absicherungen im Laufe des März nach und nach reduziert. Ende März, bzw. Anfang April wurde die Aktienquote aufgrund der Vielzahl an Opportunitäten erhöht. So lag sie zu Beginn des Aprils bei 62%, wurde aber mittels Index-Futures auf ca. 50% abgesenkt. Der Hintergrund: Durch die Korrektur im März ergaben sich (und ergeben sich aktuell noch immer) sehr viele spannende Einstiegschancen bei Aktien von sehr guten Unternehmen. Aufgrund der verhältnismäßig niedrigen Preise bieten diese Aktien derzeit ein sehr attraktives Chance-/Risiko-Verhältnis. Diese Chancen soll der Fonds nutzen, ohne dabei allerdings ein deutlich vom Profil abweichendes Risiko in Form von erhöhten Marktrisiken in Zeiten geringer Visibilität einzugehen.

Zwar erholten sich die Indices im Laufe der letzten drei Monate, allen voran der Nasdaq. Doch diese Erholung war durchaus heterogen. Betrachtet man die Entwicklung der Aktien nach Sektor und Marktkapitalisierung, so zeigt sich, dass bestimmte Sektoren und auch primär Aktien mit hoher Marktkapitalisierung den Großteil des Aufschwungs der Börsen einbrachten. Ein deutlicher und nachvollziehbarer Trend zeichnete sich zumindest insofern ab, als das Aktien von Unternehmen mit einem (meist digitalen) Geschäftsmodell, das auf strukturellen und von Corona wenig beeinflussten (oder sogar profitierenden) Wachstumstreibern beruht, überproportional profitieren konnten. Doch die Ineffizienz der Märkte führt(e) dazu, dass einige solcher Aktien abseits der Börsenschwergewichte längere Zeit unentdeckt blieben. Der Fonds nutzte daher auch in den folgenden Monaten Mai und Juni immer wieder Opportunitäten, um diese volatile Marktphase im Bereich der Aktien weiter auszunutzen. Die Brutto-Aktienquote (ohne Aktien mit Anleihecharakter) erhöhte sich daher bis Ende Juni auf 67%, blieb aber fast durchweg, mit gewissen Schwankungen, durch Absicherungen auf rund 50% Netto-Aktienquote reduziert.

In den Bereichen Aktien mit Anleihecharakter und Anleihen wurden in dieser Phase nur wenige Veränderungen vorgenommen. Wir erachten die aktuelle Phase als große Chance einen nachhaltigen Mehrwert durch *Stock-Picking* zu generieren. Allerdings erachten wir diese Möglichkeit als temporär und gehen davon aus, dass sich in absehbarer Zeit die Chance-/Risiko-Verhältnisse wieder verändern und der Anteil dieser beiden *Bausteine* entsprechend wieder steigt. Die Gold- und Kasse-Quote blieb weitestgehend konstant. Temporär wurde die Flexibilität der Gold-Position genutzt, allerdings erachten wir diese im aktuellen Umfeld als gute Diversifikation, weshalb die Position vorerst im Fonds erhalten bleiben wird.

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 Einzeltitel, sowie auf die aktuelle Positionierung und unsere aktuelle Sicht der Dinge ein.

Entwicklung im Bereich Aktien

Positive & negative Beiträge

Zu den Aktien mit den größten Kursgewinnen im Quartal zählen Technologieunternehmen und Corona-Profiteure wie Italian Wine Brands

Die größten positiven Beiträge zur Fondsentwicklung im Bereich Aktien lieferten Technologieunternehmen und *Corona-Profiteure*. Zu den *Corona-Profiteuren* gehört beispielsweise **Italian Wine Brands**, deren direktes Vertriebskonzept starkes Wachstum aufweisen sollte. Dieser Bereich war bisher eher ein Sorgenkind und hat sich weniger gut entwickelt als der Großhandel der Firma, der Wein direkt an Supermärkte verkauft wird. Ziel war es den Direktvertrieb zu stabilisieren und die Margen zu verbessern. Jetzt aber könnten gerade hier dank der gestiegenen Nachfrage in Verbindung mit hohen potentiellen Skaleneffekten einen überraschend positiven Beitrag leisten – und eventuell durch neu gewonnene Kunden auch nachhaltig von der Situation profitieren. Hinzu kommt, dass der Weinabsatz im Gegensatz zu Bier (Veranstaltungen, hoher Anteil an *außer-Haus Konsum*) und hochprozentigem Alkohol (Bars, Diskos, etc.) wenn überhaupt deutlich weniger Einbußen verzeichnen musste (bekanntlich geht das Gerücht um, dass während in Deutschland Toilettenpapier persistent ausverkauft war, sich in Frankreich eher der Wein einer entsprechend hohen Nachfrage erfreute).

Auch Nomad Foods, die Tiefkühlkost, unter anderem unter der bekannten Iglo-Marke, vertreiben, kann von der Corona-Krise profitieren

Etwas andere, aber ähnliche Gründe gelten auch für die positive Kursentwicklung von **Nomad Foods**, die unter anderem Tiefkühlkost unter der Marke Iglo vertreiben. Mit geschlossenen Restaurants und Kantinen, *Home-Office* und *Home-Schooling* stieg die Nachfrage nach Tiefkühlkost deutlich an. Im Gegensatz zu Toilettenpapier gibt es hier aber deutlich geringere Lagermöglichkeiten und einen deutlich höheren direkten Verbrauch. Wir erachten die Situation nicht als Einmaleffekt, denn das Unternehmen sollte die Situation genutzt haben, um neue Kunden zu gewinnen. Die Aktie war während der Corona-Krise dennoch unter Druck geraten. Der Fonds nutzte diese Opportunität und stockte die Position deutlich auf. In letzter Zeit wurde die Position nach starkem Anstieg etwas reduziert und somit Gewinne realisiert.

Lang & Schwarz profitierte nicht nur vom regen Handel im Zuge der Corona-Krise, sondern auch von der von uns antizipierten Klärung eines Steuer Sachverhalts

Etwas anders gelagert sieht die Sache bei **Lang & Schwarz** aus. Die Position in der Aktie des Finanzdienstleisters wurde vor der Corona-Krise aufgebaut. Das Unternehmen war in den letzten Jahren in einer unklaren Situation gegenüber dem Finanzamt in Bezug auf die Besteuerung. Vereinfacht gesagt ging es um die Möglichkeit der Verrechnung von Gewinnen mit Verlusten aus verschiedenen Teilbereichen. Wir hatten die Situation analysiert und kamen zu dem Ergebnis, dass die Aktie auch ohne einen positiven Ausgang der Klärung der Situation (sprich Fortführung der Besteuerung im Status Quo) attraktiv bewertet war. Im Falle einer aus Sicht des Unternehmens positiven Klärung der Sachlage, die nach unsere Einschätzung der Situation wahrscheinlich erschien und auf die das Unternehmen hinarbeitete, schien die Aktie hingegen deutlich unterbewertet. In diesem Fall müsste der Nachsteuergewinn (wieder) stark steigen. Die Klärung erschien absehbar, wodurch aus unserer Sicht ein absehbarer Trigger für eine Neubewertung vorhanden war. Mittlerweile meldete Lang & Schwarz tatsächliche eine positive Klärung der Thematik. Allerdings wurde dies noch überlagert durch Erträge aus dem Handelsgeschäft. So wickelt unter anderem der zurzeit sehr erfolgreiche Mobile-Broker Trade Republic, bei dem Trades nur noch einen Euro kosten, den Handel über Lang & Schwarz ab. In Summe führten diese Events dazu, dass sich die Aktie von Lang & Schwarz im laufenden Jahr verdoppeln konnte.

Auch Portfolio-Unternehmen mit starkem, langfristigem Wachstumstreiber, meist aus dem Technologie-Bereich, trugen signifikant zur positiven Wertentwicklung bei

Wie angesprochen profitierten auch Aktien von Technologie-Unternehmen. Die größten positiven Beiträge lieferten dabei **Allgeier, United Internet, Facebook** und die neu aufgebaute Position in **Pinterest**. Das Geschäft von Allgeier sollte durch die Corona-Krise nur wenig betroffen sein, zudem steht mit dem möglichen Spin-off der IT-Sparte ein möglicher Trigger für eine Neubewertung bevor. Dennoch hatte die Aktie im 1. Quartal teils deutliche Kursrückgänge erlitten. Auch die Aktie von United Internet hatte während der Krisenzeit kurzfristig gelitten, was der Fonds opportunistisch genutzt hatte, um die Position etwas auszubauen. Sowohl der Bereich Hosting, als auch das Geschäft der Mobilfunk-Beteiligung 1&1 Drillisch mit seinem Fokus auf Onlinevertrieb sollte in der aktuellen Phase in Summe tendenziell eher profitieren können. Für Facebook und Pinterest gilt: Diese Plattformen bieten einen der höchsten *ROIs* (Return on Investment, bzw. Werbeeffizienz) für Werbetreibende und die Stabilität der Erträge dieser digitalen, stark skalierenden Plattformen konnte während der Corona-Krise überzeugen.

In diesem Quartal gab es keine nennenswerten negativen Beiträge zur Performance.

Bei einigen Positionen wurden Gewinne realisiert. Die Position in Disney wurde mit ca. 17% Kursgewinn wieder verkauft

Verkäufe und Reduzierung von Positionen

Es wurden zuletzt einige Positionen adjustiert, deren Positionsgröße aufgrund ihrer Kursentwicklung überproportional gestiegen war, oder deren Chance-/Risiko-Verhältnis sich verändert hat. Positionsgrößen angepasst wurden beispielsweise bei **United Internet** und **Lang & Schwarz**, sowie bei **Nomad Foods**. Verkauft wurde die in **Disney** aufgebaute Position. Hintergrund ist die deutlich schneller als erwartete Erholung der Aktie in Verbindung mit anhaltenden Risiken für das Unternehmen. Zwar erachten wir das Potential im Streaming Bereich (Disney+) und die generelle Marktstellung von Disney weiterhin als sehr spannend – wir hatten das Unternehmen bereits seit langer Zeit beobachtet und auf eine attraktive Einstiegschance gewartet. Allerdings leidet Disney auch aktuell unter verschiedenen Aspekten (unter anderem fehlender Live-Sport, was negativ für ESPN ist und die teilweise noch (oder wieder) geschlossenen Theme-Parks und Hotels), so dass bei Kursen über 112 USD dann aus unserer Sicht, auch hinsichtlich der aktuellen Entwicklung der Corona-Fälle in den USA, das Chance-Risiko-Verhältnis zumindest vorerst nicht mehr ausreichend attraktiv erschien.

Ausbau von Positionen

Auch weiterhin bot das Marktumfeld die Chance Positionen zu attraktiven Preisen weiter (wieder) aufzustocken. So wurde im abgelaufenen Quartal beispielsweise Position in der Aktie von **Amadeus Fire** weiter ausgebaut. Über den Aufbau der Position hatten wir im letzten Quartalsbericht geschrieben. Von den Tiefs hat die Aktie sich zwar mittlerweile erholt, im Verhältnis zum unserer Meinung nach vorhandenen Potential aber ist diese Erholung noch nicht ausreichend ausgefallen.

Die Position in Amadeus Fire wurde zu Beginn des Quartals noch etwas ausgebaut

Auch in UK ergaben sich Chancen bestehende Positionen (wieder) auszubauen. Es wurden Aktien von **discoverIE** und **On the Beach** gekauft

Auch Aktien zweier Unternehmen aus UK, **discoverIE** und **On the Beach**, wurden (im letzteren Falle wieder) ausgebaut. Über beide Unternehmen hatten wir ebenfalls schon zuvor berichtet. **DiscoverIE** profitiert als Industrie-Unternehmen in Nischenbereichen von globalen Wachstumstrends wie *Erneuerbare Energie* und *Infrastruktur* und verzeichnete durch die Corona-Krise hindurch bisher eine beeindruckende Stabilität.

On the Beach, ein Unternehmen, das eine IT-Plattform für dynamische Reisebuchung betreibt, wurde zu niedrigen Kursen wieder aufgestockt. Zu Beginn der Corona-Zeit wurde die Position reduziert, nachdem die Aktie kaum auf die sich verschärfende Situation mit den ersten Fällen in Italien reagiert hatte. Das Unternehmen sollte in der nahen Zukunft in mehrfacher Hinsicht profitieren, sobald die aktuelle Corona-Krise überstanden ist: Durch die Insolvenz von **Thomas Cook** entsteht im britischen Reisemarkt ein Vakuum, das **On the Beach** ausnutzen kann um den schon signifikanten Marktanteil im britischen Reisemarkt deutlich zu vergrößern. Hinzu kommt, dass die Plattform schon zuvor vom *offline-zu-online* Trend profitierte und dies weiterhin wird. Weiterhin verfügen durch die Corona-Krise viele Fluggesellschaften (die wegen staatlicher Interessen selten Insolvenz erleiden) über viel Kapazität, gleiches gilt für Hotels. Als unabhängige Online-Plattform ist **On the Beach** optimal positioniert, um als Partner zu helfen diese Kapazitäten zu füllen – im Gegensatz zu früheren Phasen mit knapper Kapazität ist das Unternehmen aktuell also eher in der komfortablen Position des gesuchten und geschätzten Partners. Hinzu kommen langfristige Wachstumsmöglichkeiten durch die Expansion ins Ausland und das zusätzliche Anbieten von *Longhaul* Flügen. Zwar ist das aktuelle Jahr sicherlich ein schwieriges Jahr für das Unternehmen aufgrund der geringen Umsätze. Wegen des sehr skalierbaren Geschäftsmodells mit geringen Fixkosten, einer sehr starken Bilanz und einem sehr geringen *Cashburn* (ca. 1-2 Mio. Pfund pro Monat in den Krisenmonaten) sollte das Unternehmen mittelfristig innerhalb des Sektors einer der größten Gewinner sein, ohne dabei nachhaltige *Narben*, wie Staatshilfen, mit sich zu schleppen.

Auch die Position im Recyclingunternehmen **Renewi** wurde aufgestockt – zwar sind die Volumen temporär niedriger, allerdings sollte sich dies relativ zeitnah normalisieren

Ebenfalls aufgestockt wurde die Position im Recyclingunternehmen **Renewi**. Auch hier ist der Umsatz kurzfristig beeinträchtigt, denn die Abfallvolumen, die aktuell bei Büros und Restaurants abzuholen sind, fielen wegen der Lockdowns in den letzten Monaten geringer aus. Doch es ist kaum davon auszugehen, dass die von den Menschen produzierten Müllmengen nachhaltig sinken. Viel mehr ist zu erkennen, dass das Thema *Recycling* immer wichtiger wird. Hier ist das Unternehmen ein Vorreiter und würde von einem Trend weg vom Verbrennen (z.B. durch höhere Besteuerung) hin zum Recycling (das dann im Verhältnis günstiger werden würde) profitieren.

Nebst diesen Positionen wurden einige weitere, kleinere Aufstockungen vorgenommen.

Auch im zurückliegenden Quartal ergaben wurden Chancen genutzt und neue Positionen aufgebaut, unter anderem in der Aktie von Pinterest

Eine neue Position wurde in Thule aufgebaut, einem schwedischen Anbieter von Outdoor-Produkten wie Fahrradträgern

Die Modern Times Group verfügt über zwei jeweils für sich genommen spannende Segmente: Mobile-Games und E-Sports

Auch in den USA ergaben sich spannende Opportunitäten im Bereich Small-/Mid-Cap: So wurde eine Position in der Chiropraktiker-Kette The Joint aufgebaut

Neue Positionen

Wie beschrieben erachten wir die zurückliegende und aktuelle Marktphase als große Chance für aktiv gemanagte, flexible Fonds mit *Stock-Picking* Ansatz, nachhaltigen Mehrwert zu leisten. Entsprechend sind auch im zurückliegenden Quartal neue Positionen aufgebaut worden, von denen wir einige kurz vorstellen möchten.

Die aktuell höchstgewichtete Position des Fonds ist die Aktie von **Pinterest**. Bekannt ist das Unternehmen als Anbieter einer gleichnamigen Plattform, bzw. zugehöriger App. Diese bietet die Möglichkeit, nach bestimmten Themen zu suchen und entsprechende *Pins* angezeigt zu bekommen. Dabei handelt es sich um Bilder, die zur entsprechenden Quelle des Bildes (beispielsweise ein privater Blog, eine Rezeptseite, ein Online-Shop, etc.) führen. Beispielsweise könnte die Suchanfrage ein Rezept sein, oder auch Tipps zur Einrichtung, zu Mode und vielen weiteren Themen. Man könnte die Plattform als eine Art gute Mischung aus Google, Instagram und Evernote darstellen. Das interessante: Die Plattform stellt sich als sehr effizient für Werbetreibende dar, wird aber bisher noch wenig monetisiert und das Monetarisierungspotenzial wird aus unserer Sicht vom Markt unterschätzt.

Zwei skandinavische Unternehmen fanden ebenfalls den Weg in das Portfolio. Dabei handelt es sich zum einen um **Thule**. Das Unternehmen stellt Dachboxen, Fahrradträger, Fahrradanhänger für Kinder und viele weitere Produkte der Kategorie *Outdoor-Aktivitäten* her und vertreibt diese. Dabei handelt es sich um qualitativ hochwertige Produkte, die der Kategorie *langlebig* zugeordnet werden können. Der Trend der letzten Jahre hin zu Outdoor-Aktivitäten wurde unserer Meinung nach durch die Corona-Zeit verstärkt, bzw. beschleunigt. Während der Kapitalmarkt und die Analysten aufgrund der Lockdowns der Annahme zu sein scheinen, dass das Unternehmen (kurzfristig) stark beeinträchtigt wurde, gehen wir davon aus, dass der bisherige Wachstumstrend (mittelfristig) vielmehr sogar beschleunigt wurde.

Das zweite skandinavische Unternehmen heißt **Modern Times Group** und ist im Grunde eine Holding-Gesellschaft mit zwei operativen Einheiten. Hierbei handelt es sich zum einen um ein Mobile-Game Unternehmen aus Deutschland (das ebenfalls zu den Profiteuren der Corona-Krise gehören sollte) sowie zum anderen um die Betreibergesellschaft der Electronic Sports League (*ESL*). Das Unternehmen erscheint aus zwei relativ unabhängigen Gründen attraktiv. Zum einen bietet die Mobile-Gaming Tochter viel Potential eine wichtige Rolle in der Konsolidierung des noch recht fragmentierten Marktes zu spielen und dabei operativ einen stabilen, hohen Cash-Flows zu generieren. Zum anderen bietet die ESL ein sehr großes, noch nicht gehobenes, Monetarisierungspotenzial.

Und auch ein amerikanischer Small-Cap wurde im Fonds investiert: Die Chiropraktiker-Kette **The Joint**. Dabei handelt es sich um ein Franchise System für Chiropraktiker in den USA, das in den letzten Jahren sehr erfolgreich gewachsen ist. Der Markt für Chiropraktiker in den USA ist groß, bisher aber kaum von großen Ketten besetzt. Als Franchise-System mit auch einigen Filialen im eigenen Besitz ist es dem Unternehmen aber möglich, sehr hohe Synergien, beispielsweise im Bereich Marketing / Markenbekanntheit zu heben. Hohe organische Wachstumsraten von 20-30% in normalen Zeiten sprechen für das Angebot der Firma, das dem eines Fitnessstudios ähnelt (fester Monatsbeitrag und so viele Besuche wie gewünscht). Im Zuge der Corona-Krise kam die Aktie unter Druck, wie fast jede Aktie von Unternehmen mit stationärem Geschäftsmodell. Das spannende ist allerdings, dass der Service von The Joint als essentiell eingestuft wurde, die Praxen also geöffnet blieben. Sicherlich kann man nicht erwarten, dass das Unternehmen während der Phase des Lockdowns nahtlos an die vorherigen Wachstumswahlen anschließen kann. Unseren Recherchen nach hielten sich aber Kündigungen im Rahmen und zuletzt scheinen sich die Mitgliedszahlen auch schon wieder auf einem Wachstumspfad zu befinden. Der Kursverfall der Aktie stand unserer Meinung nach kaum in einem sinnvollen Verhältnis zum Ergebnis unserer Recherchen und zur Qualität des Unternehmens. Mittlerweile konnte sich die Aktie auch schon wieder stark erholen.

Weiterhin lag und liegt der Fokus auf qualitativ hochwertigen Unternehmen mit nachhaltigen Wachstumstreibern und einer detaillierteren Analyse des Cash-Flows und der Bilanzen, gerade aufgrund der noch vorhandenen Risiken, die im Bereich *Ausblick* beschrieben werden.

Entwicklung im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Im aktuellen, historischen, Marktumfeld der letzten Wochen verschieben sich die Chance-/Risiko-Profile der verschiedenen Bausteine etwas, weshalb zuletzt das *Stock-Picking* mehr im Fokus stand

In Phasen wie der aktuellen Marktphase verändern sich auch die Chance-/Risikoprofile der verschiedenen *Bausteine*, die der Fonds nutzt. Stark gefallene Aktien von Unternehmen von hoher Qualität mit nachhaltigen Wachstumstreibern bieten dann ein deutlich attraktiveres Profil – bei richtiger Auswahl ist die Renditechance höher als zuvor, das Risiko wegen des niedrigeren Einstiegspreises aber geringer. Im Gegensatz dazu verändert sich das Profil von Investments im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter weniger. Während der Fonds in den letzten Jahren erfolgreich Renditebeiträge aus den Bereichen Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter Rendite generieren konnte, liegt aktuell (noch) das *Stock-Picking* etwas mehr im Fokus. Diese Flexibilität ist uns sehr wichtig und wird dazu führen, dass sich in den folgenden Jahren die Gewichte immer wieder etwas verschieben, abhängig davon wie wir das Renditepotential unter Berücksichtigung des eingegangenen Risikos einschätzen. Es ist davon auszugehen, dass mit einer potentiell fortschreitenden Rallye der Märkte gerade der Bereich Aktien mit Anleihecharakter, aber auch Sondersituationen im Bereich Fremdkapital, wieder mehr und mehr in den Fokus rücken.

Die Position in Aktien von **Sixt Leasing** wurde im Zuge des Übernahmeangebots angedient / verkauft

Verkäufe und Reduzierung von Positionen

Im Zuge des Übernahmeangebots für **Sixt Leasing** wurden die gehaltenen Aktien verkauft. Zunächst wurde die Position aufgebaut, da die Optionalität einer Strukturmaßnahme bestand und der Deal relativ sicher erschien. Als sich allerdings abzeichnete, dass eine Strukturmaßnahme kurzfristig nicht zu erwarten ist, wurden die Aktien in der Nachfrist angedient. Statt zu warten, bis das Angebot abgewickelt wird (was das investierte Kapital entsprechend bindet und einige Zeit dauern kann) wurden die angedienten Stücke mit kleinem Abschlag zum Angebotspreis (aber Aufschlag zum Einstandskurs) verkauft.

Nach Auszahlung der Dividende, die ein Nachbesserungsrecht sichert, wurden die Aktien in **DMG Mori** – zumindest vorübergehend – verkauft. Auch die Aktien von **MAN** wurden verkauft, wobei wir die Squeeze-Out-Situation weiter beobachten

Ebenfalls verkauft wurden nach erfolgter Dividendenzahlung die Aktien von **DMG Mori**. Durch die Vereinnahmung der Dividende sicherte sich der Fonds ein Nachbesserungsrecht für den Fall, dass die Dividende im Spruchverfahren nachträglich erhöht werden sollte. Im aktuellen Umfeld sehen wir allerdings das Chance-/Risiko-Verhältnis im relativen Vergleich als nicht ausreichend attraktiv, um die Position beizubehalten.

Ebenfalls verkauft wurden die Aktien von **MAN**. Der Fonds hatte die Position aufgebaut, als die Aktie auf einem Kursniveau handelte, auf dem wir es für denkbar hielten, dass Volkswagen letztlich den (erwarteten) Squeeze-Out ankündigen könnte. Dieser wurde tatsächlich wenige Zeit später angekündigt, was den Kurs der Aktien nach oben trieb. In Folge der Corona-Krise und der damit verbundenen Unsicherheit, ob der Squeeze-Out tatsächlich erfolgt, kam die Aktie allerdings wieder etwas unter Druck. Hiervon konnte sie sich aber zuletzt wieder erholen, woraufhin der Fonds die Aktien verkaufte.

Im abgelaufenen Quartal gab es keine nennenswerten neuen Positionen in diesem Bereich

Neue Positionen

Auch im Bereich Aktien mit Anleihecharakter und Anleihen sind wir weiterhin stets auf der Suche nach spannenden neuen Investmentmöglichkeiten. Im abgelaufenen Quartal wurden **DMG Mori** Aktien und **Sixt Leasing** Aktien gekauft. Allerdings wurden beide Positionen, wie oben beschrieben, auch wieder verkauft. In beiden Fällen war der Performancebeitrag der gekauften Aktien trotz geringer Haltedauer positiv.

Fazit

Das zurückliegende Halbjahr wird sicherlich als ein ganz besonderes in die Geschichte der Kapitalmärkte eingehen. Darüber, inwiefern die bisherige Erholung seit den Tiefs im März in dieser Dimension gerechtfertigt ist, kann gestritten werden. Unabhängig hiervon ergab sich aber ein Umfeld, das seltene Opportunitäten hervorbrachte. Daraus ergaben sich die oben beschriebenen Veränderungen im Sinne neuer Positionen und Positionsgrößen, sowie der Allokation der verschiedenen *Bausteine* – ohne dabei allerdings das Marktrisiko deutlich zu erhöhen und/oder vom Konzept des Fonds abzuweichen. Vielmehr wurde gerade die der Strategie zugrunde liegende Flexibilität bestmöglich genutzt. In Summe konnte der Fonds so trotz einer Netto-Aktienquote von nur ca. 50% im abgelaufenen Quartal im Verhältnis hierzu überproportional an der Erholung der Märkte partizipieren. (Fondspreisentwicklung +16,1% vs. S&P 500 +20,5%, DAX +23,9%; jeweils 31.03.2020 – 30.06.2020).

Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen

Risiken durch den Corona-Virus bestehen weiterhin, auch wenn einige Fortschritte erzielt wurden

Auf der anderen Seite wurde und wird weiterhin die Geldmenge stark erhöht

Weitere kritische Themen, die zuletzt zu Unrecht weniger Beachtung erfuhren, sollten im zweiten Halbjahr wieder in den Fokus rücken

Doch gerade dieses Marktumfeld bietet *bottom-up* Chancen, die sich auch im zweiten Halbjahr ergeben werden

Die Märkte haben sich von ihren Tiefs deutlich erholt, wenngleich diese Erholung wie beschrieben nicht homogen verlief. Doch noch begleitet uns das Corona-Virus im Alltag und das wird auch noch einige Zeit so bleiben. Zudem verläuft die Entwicklung in vielen Ländern weniger positiv als bei uns. Das Thema ist also noch nicht vom Tisch, und damit auch die Frage nach dem letztlich verursachten wirtschaftlichen Schaden. Gleichzeitig aber läuft eine global fokussierte Forschung und Entwicklung an Testmöglichkeiten, Therapieformen und Impfstoffen. Erfolge in diesen Bereichen könnten zu einem schnellen Ende der akuten Gefahr durch den Virus führen. Noch ist allerdings unklar, ob diese Erfolge vor dem Herbst und dem Einsetzen der normalen Grippewelle verzeichnet werden können und in welchem Ausmaß das Corona-Virus dann wieder zu einer stärkeren Gefahr werden könnte.

Gleichzeitig legen Staaten Hilfsprogramme um und Notenbanken tun ihres, um die Wirtschaft (und/oder Märkte) zu stützen. Geht man davon aus, dass die Wirtschaft sich zügig erholt, das Corona-Virus keine weiteren heftigen Lockdowns auslöst und damit die Unternehmensgewinne nach und nach auf das vorherige Niveau zurückkehren, so würde allein die erhöhte Geldmenge in der Theorie zu höheren Bewertungen führen müssen. Die Märkte aber verhalten sich kurz- bis mittelfristig nicht immer entsprechend der Theorie.

Zu dieser Gemengelage kommen weitere Themen hinzu, die die Märkte beeinflussen könnten, bzw. werden. Zum einen ist der (Handels-)Streit zwischen USA und China keineswegs zu vernachlässigen. Vielmehr erscheinen die Fronten in den letzten Monaten noch etwas verhärtet geworden zu sein. Zudem stehen wir nicht mehr weit entfernt vor der Wahl in den USA. Für die Märkte entscheidend wird nicht nur werden, wer neuer Präsident wird, sondern auch die Mehrheit im Senat. Und auch die Verhandlungen über ein Abkommen zwischen der EU und UK sind zuletzt nicht vorangekommen.

Aus diesen Gründen erachten wir das Marktumfeld weiterhin als schwierig und die Richtung der Märkte in den nächsten Monaten als wenig klar vorherzusehen. Der Fonds ist daher weiterhin nicht offensiv positioniert, das erhöhte Aktienexposure daher auch weiterhin auf ca. 50% Netto-Aktienquote abgesichert.

Wir sehen auch im aktuellen Umfeld weiterhin Opportunitäten, die der Fonds nutzen wird. Ziel ist es auch weiterhin das volatile Umfeld aktiv und dynamisch zu nutzen. Je nach Verlauf der nächsten Wochen und Nachrichtenlage ist es auch möglich, dass die Absicherung, z.B. im Vorfeld der US-Wahlen, nochmals erhöht wird.

Aktuell beschäftigen wir uns auch mit wieder vermehrt auftretenden Sondersituationen, z.B. Im Bereich Übernahme-situationen, die zu einer Erhöhung der Quote in diesem Bereich (Aktien mit Anleihecharakter) führen könnten. An der Gold-Quote von aktuell 6-7% wird vorerst festgehalten. Trotz der sehr positiven Entwicklung des Gold-Preises sehen wir weiterhin Potential für das Edelmetall als Schutz vor Inflationsrisiken im Zuge der stark gestiegenen Schuldenlast – und auch als *sicherer Hafen* für den Fall, dass in den nächsten Monaten doch noch eines der aktuell weniger beachteten Themen mit Risikofaktor wieder in den Vordergrund rückt.

Im Anhang finden ein aktuelles Fallbeispiel, sowie wie gewohnt 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: Zwischen Aktie und Aktie mit Anleihecharakter - Pershing Square Holdings

Zusammenfassung: Mit einem Investment in Pershing Square Holdings ergab sich in der Corona-Krise eine Opportunität, die zwischen Aktie und Aktie mit Anleihecharakter anzusiedeln ist. Pershing Square Holdings ist eine gelistete Investmentgesellschaft, die in eine Handvoll Aktien investiert. Durch eine effiziente Absicherungsstrategie konnte der Draw-Down der Märkte überkompensiert werden. Obwohl diese Absicherungsstrategie öffentlich bekannt war, verlor die Aktie im Kontext der Marktentwicklung. Durch diese Ineffizienz ergab sich eine gute Investmentgelegenheit mit geringem Risiko und hohem Renditepotential.

Bill Ackman, vom Superheld zum ungeliebten Investor verkommen, spielt in diesem Case nur eine untergeordnete Rolle!

Pershing Square Holdings ist eine Investmentgesellschaft, die mit einem geschlossenen Fonds verglichen werden kann (kein Kapitalabfluss) und in eine Handvoll qualitativ guter Unternehmen (primär USA) investiert

Zu Beginn der Corona-Krise wurde ein sehr effizienter und intelligenter Hedge aufgebaut, der Verluste überkompensierte – der vom Kapitalmarkt allerdings trotz Veröffentlichung missachtet wurde

Hieraus ergab sich eine sehr spannende Möglichkeit bei geringem Risiko eine doppelte Rendite-Chance zu erlangen

Die Opportunität bestand nur kurz, denn der Markt erkannte die Situation mit gewisser Verzögerung

Pershing Square ist der Name des Hedgefonds von Bill Ackman. Bill Ackman hat wie kaum ein zweiter die Höhen und Tiefen im Leben eines Hedge-Fonds Managers durchlebt. Primär aufgrund der Investments in Valeant und Herbalife (letzteres short) durchlebte er die Reise vom Superstar zu einem der unbeliebtesten Investoren in kürzester Zeit. Zugegebenermaßen hatte er dies auch zu einem gewissen Teil sich selbst zuzuschreiben. Doch all das spielt für diesen Investment-Case nur eine sehr untergeordnete Rolle!

Bei Pershing Square Holdings handelt es sich um eine Investmentgesellschaft, deren Aktie in Europa gelistet ist. Die Holding investiert in eine Handvoll Aktien, primär in Nordamerika. Nach dem desaströsen Investment in Valeant hatte Ackman seine Strategie adjustiert und mehr Fokus auf qualitativ gute Unternehmen mit strukturellem Wachstumstreiber gelegt. Hierzu zählen Investments in Unternehmen wie Starbucks, Chipotle Mexican Grill, Mondelez und ADP. Das Kapital der Investmentgesellschaft ist im Gegensatz zu einem typischen Fonds fixiert – es kann also nicht zu einem ungünstigen Zeitpunkt von Investoren abgezogen werden (vergleichbar mit einem *geschlossenen Fonds*). Über das Investmentportfolio wird in regelmäßigen Abständen berichtet, zumal die Investments in aller Regel langfristig ausgelegt sind und nicht ständig verändert werden. Hierdurch lässt sich die Wertentwicklung, die auch wöchentlich veröffentlicht wird, nachmodellieren. Doch auch dieser Sachverhalt ist nicht der eigentliche Kern der Investment-Opportunität.

Am 3. März veröffentlichte Pershing Square Holdings folgende News: „[...] *Our approach to address this concern has been to acquire large notional hedges which have asymmetric payoff characteristics; that is, the risk of loss from these hedges is limited, while their potential upside is many multiples of our capital at risk [...]*“. Unsere Schlussfolgerung: Ähnlich wie wir sah Ackman im Corona-Virus ein sehr reales Risiko und es wurden entsprechende Absicherungen vorgenommen. Zu diesem Zeitpunkt war allerdings weder der Markt noch die Aktie von Pershing Square Holdings überaus stark gefallen. Auch war zu diesem Zeitpunkt unklar, wie genau diese Absicherungsstrategie aussieht und wie effizient sie wirken würde. Am 9. März, im Zuge der wöchentlichen Veröffentlichung der Wertentwicklung, wurde allerdings deutlich, dass die Absicherung Wirkung zeigt. Diese hatte die bis dahin erlittenen Verluste im Aktienportfolio mehr als nur kompensiert.

Dennoch verlor die Aktie mit andauernder Marktkorrektur recht deutlich. Aus unserer Sicht ergab sich nun ein asymmetrisches Rendite-/Risiko-Profil: Durch die *Hedge-Strategie* war der innerer Wert der Aktie abgesichert. Das Risiko war also deutlich reduziert, denn die Aktie hatte im Gegensatz dazu bereits deutlich verloren. Im Zuge der wöchentlichen Veröffentlichungen der Wertentwicklungen sollte der Markt dies kurz- bis mittelfristig realisieren, so dass sich allein hieraus eine spannende Renditechance ergab. Hinzu kam allerdings, dass durch ein gutes Timing sowohl beim Auflösen der Absicherungen, als auch bei potentiellen Investments in stark gefallene Aktien, weitere Renditechancen möglich waren.

Im Zuge von Interviews, Veröffentlichungen und Berichten wurde der Markt tatsächlich relativ kurz nach dem Investment durch den Fonds auf den Sachverhalt aufmerksam, so dass sich die Aktie schnell wieder deutlich von den Tiefs erholen konnte und einen sehr guten Performance-Beitrag leistete. Auch die zweite Komponente der Rendite-Chance materialisierte sich fortfolgend, da die Absicherung mit recht gutem Timing aufgelöst wurde und zudem einige Positionen zu sehr günstigen Preisen aufgebaut worden waren. Mit Stand 07. Juli 2020 ergibt sich eine Jahresperformance von über 27%, die Entwicklung von innerem Wert und Aktie zeigt folgendes Bild (normalisiert zum Startdatum 01.01.2020):



Die effiziente und intelligente Absicherungsstrategie: Eine Absicherung von Kreditrisiken in Form sogenannter *Credit Default Swaps* (CDS)

Zuletzt noch ein Wort zur Absicherungsstrategie: Diese war tatsächlich sehr intelligent, allerdings nicht für jedermann zugänglich. Es wurden sogenannte *Credit Default Swaps* gekauft. Man kann sich dies als Absicherung von Anleihen (bzw. deren Kreditrisiko) vorstellen. Ende Februar /Anfang März lagen die eingepreisten Kreditrisiken (im Sinne von *Credit-Spreads*, also dem Risikoaufschlag von Unternehmensanleihen aufgrund des Kreditrisikos) vieler Anleihen nahe Rekordtiefs, wodurch die Absicherung sehr günstig war. Innerhalb weniger Tage explodierten diese *Spreads* förmlich, wodurch sich eine hohe Auszahlung ergab.

Anhang II: Übersicht über Nachbesserungsrechte des Fonds

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

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

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

Bezeichnung	Stück	Volumen (in €)	Typ
Buwog AG	90.000	2.614.500	Squeeze-Out 2018
Diebold Nixdorf AG	39.852	2.192.657	Andienung 2018 BuG*
Diebold Nixdorf AG	38.000	133.950	Garantiedividende 2018 BuG*
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*
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*
SinnerSchrader	9.000	2.070	Garantiedividende 2020 BuG*
Nachbesserungsvolumen gesamt		10.993.022	

*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
 Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen
 Stand 07.07.2020

Kontakt

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

Wichtige Hinweise

Die in dieser Publikation enthaltenen Fonds- und Marktinformationen sind zu allgemeinen Informations- sowie Werbezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Markt Recherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Diese Publikation stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Publikation enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne Zustimmung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Weder die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH, die Aguja Capital GmbH und Morningstar noch ihre jeweiligen Organe/Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer (www.axxion.lu) 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.