

15. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.07.2020 - 30.09.2020

Köln, 08. Oktober 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	+1,67	+7,73	+2,61				+12,45

Die Allokation am 30.09.2020, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	80%*
davon Aktien mit Anleihecharakter:	10%
Anleihen:	17%
davon Hybridanleihen:	3%
davon Wandelanleihen:	10%
davon Senior Anleihen:	0%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	6%
Kasse:	2%
Derivate:	0%

Deutschland:	34%
Restl. Europa:	39%
Nordamerika:	20%
Asien:	0%
Sonstiges:	0%
Kasse (inkl. Gold):	8%

*Nettoaktienquote (Aktien-Exposure nach Absicherung und ohne Aktien mit Anleihecharakter): 55%

Stand: 30.09.2020; 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 dritte Quartal verlief in Summe leicht positiv

Der Blick auf die Indizes verzerrt das Bild allerdings etwas: Einige wenige Titel trieben die Entwicklung, abseits dessen gab und gibt es viele Opportunitäten

Zum Ende des Quartals kehrten Sorgen, u. a. vor einer Corona-Welle, zurück

Weiterhin erachten wir es als schwierig die Markttrends vorherzusehen. Der Fonds blieb daher ausgewogen positioniert

Aktien von Unternehmen mit strukturellen Wachstumstreibern, die durch die Corona-Krise nochmal nachhaltig verstärkt wurden, entwickelten sich weiter positiv

Marktumfeld

Nach den Ereignissen des ersten Halbjahres 2020 hätten vermutlich nur wenige mit der doch verhältnismäßig stabilen, bzw. positiven Entwicklung des 3. Quartals gerechnet. Dies gilt zumindest mit Blick auf die großen Indizes (Euro Stoxx 50 knapp negativ, DAX leicht positiv; S&P 500 ca. +9%). Zunächst rückläufige Infektionszahlen und Hoffnung auf wirksame Therapien/Impfstoffe, in Verbindung mit weiteren monetären Eingriffen, führten zur tendenziell positiven Marktentwicklung.

Allerdings trügt dieser Blick auf die Entwicklung der Indizes etwas. Die Entwicklung der einzelnen Aktien in den Indices verlief mitunter wenig homogen. Teils wurde diese von einigen wenigen Werten maßgeblich geprägt. So machen beispielsweise die Aktien von Apple, Microsoft und Amazon zusammen ca. 38% des NASDAQ 100 aus. Deren Entwicklung seit Jahresbeginn beträgt durchschnittlich ca. 56%, die Performance dieser Titel trug also rund 21 Prozentpunkte zur Jahresperformance des Index von rund 32% bei. Die restlichen 62% des Index trugen entsprechend „nur“ rund 11 Prozentpunkte bei. Die Gefahr, die hieraus entsteht: Durch passive Zuflüsse in ETFs und auch durch die hohe Präsenz gerade dieser Aktien in vielen Fonds wird diese Entwicklung weiter vorangetrieben und führt zu Klumpen-Risiken. Zudem lässt dies den Markt „teuer“ erscheinen. Dabei gibt und gab es auch im zurückliegenden Quartal eine Vielzahl spannender Opportunitäten - abseits der Indizes. Die Entwicklung des Fondspreises entkoppelte sich entsprechend auch mitunter deutlich von den Indizes. Unser Fokus rückte dabei wieder etwas mehr auf in den Bereich Mid-Caps sowie auch Sondersituationen mit defensivem Charakter. Mehr dazu in den nächsten Abschnitten.

Gegen Ende des 3. Quartals rückten dann allerdings eine potentielle Corona-Welle im Herbst (und damit einhergehende Maßnahmen der Regierungen) und der US-Präsidentenwahlkampf in den Vordergrund. Entsprechend nahm die Volatilität wieder etwas zu. Zudem spürte man immer wieder die Tendenz einer Sektor-Rotation. So korrigierten zunächst Technologie-Aktien etwas, wohingegen sich zyklischere Werte etwas erholten. Dann drehte sich das Bild aber auch wieder.

Das ganze Quartal über, und auch zum jetzigen Zeitpunkt, erachten wir es als schwierig eine vernünftige Prognose über den richtigen *Trend* der Märkte abzugeben. Aus diesem Grund blieb das Portfolio die letzten 3 Monate über weiterhin ausgewogen positioniert. Das heißt, die erhöhte Brutto-Aktienquote wurde weiterhin durch eine Absicherung auf Indizes auf ca. 50-55% Netto-Aktien-Exposure reduziert. Weiterhin haben wir versucht Opportunitäten zu identifizieren, die von strukturellem Wachstum profitieren – und deren Wachstum durch die Corona-Krise eventuell sogar noch Rückenwind erhalten hat. Oft war/ist dies auf den ersten Blick allerdings gar nicht offensichtlich. Von großem Vorteil ist dabei die hohe Agilität, die der Fonds aufgrund seiner Größe und opportunistischen Strategie aufweist. Die Gold- und Kasse-Quote blieb weitestgehend konstant.

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

Entwicklung im Bereich Aktien

Positive & negative Beiträge

Wie im letzten Quartal, trugen primär strukturelle *Corona-Gewinner* (mit nachhaltigem Rückenwind, nicht lediglich Einmaleffekten) zur positiven Fondsentwicklung bei. Hierzu gehörte erneut die Aktie von **Italian Wine Brands**. Der italienische Weinproduzent berichtete Finanzzahlen für das erste Halbjahr 2020 und konnte dabei den Ertrag gegenüber dem Vorjahr fast verdoppeln. Hierzu trug die bereits seit einigen Jahren nachhaltig starke Entwicklung im Segment *Wholesale* bei. Das Unternehmen konnte sowohl die Marktanteile bei aktuellen Abnehmern steigern als auch neue Kunden dazugewinnen. Auch die zuletzt getätigte Übernahme von *Raphael Del Bo*, einem Bio-Wein Pionier, erscheint sich positiv auszuwirken. Zudem profitierte auch das zweite Segment *Direct Selling* deutlich. Während dieses Segment nach zuvor leicht rückläufigen Umsätzen in den letzten Jahren nach und nach stabilisiert wurde, führte die Corona-Krise nun zu einer sehr starken Nachfrage von Konsumenten auf direktem Weg Wein zu bestellen – und damit zu starkem Wachstum auch in diesem Segment. In Verbindung

mit guter Kostenkontrolle und damit entsprechenden Skaleneffekten, führte dies zu dem nachhaltigen und sehr positiven Ergebnis. Gerade im Vergleich zu großen Lebensmittel- und Getränkekonzernen erscheint Italian Wine Brands immer noch sehr niedrig bewertet und weist wesentlich bessere Wachstumsaussichten auf.

Bei der Aktie von **Allgeier** erscheint der nun geplante Spin-off der **Nagarro** Gruppe der erwartete Trigger für eine Neubewertung zu sein

Ein weiteres Unternehmen, dessen Aktie schon länger im Fonds investiert ist und in diesem Jahr und speziell im abgelaufenen Quartal einen sehr positiven Beitrag lieferte, ist **Allgeier**. Über das Unternehmen hatten wir schon mehrfach berichtet. Es verfügt mit der **Nagarro** Gruppe über ein sehr dynamisch wachsendes Tochterunternehmen im Bereich IT-Services, dessen Wert innerhalb der Gruppe lange wenig Beachtung gefunden hatte. Nachdem Ende des Jahres 2019 eine Abspaltung dieser Tochter angekündigt wurde, wurde diese nun als Spin-off geplante Transaktion konkretisiert. Im Zuge eines Capital Markets Day wurde die neue Gesellschaft näher vorgestellt, so dass mehr und mehr Investoren auf das dynamisch wachsende, margenstarke Geschäft aufmerksam wurden. Die Aktie von **Allgeier** profitierte dementsprechend nicht nur von der - trotz Corona-Krise - guten Geschäftsentwicklung, sondern auch von der nun deutlich höheren Beachtung am Kapitalmarkt. Die Aufspaltung in zwei Gesellschaften und Aktien sollte ein weiteres positives Event darstellen.

Auch andere Sektoren weisen eine positive Entwicklung auf, weitestgehend unabhängig von Corona: beispielsweise Aktien aus dem Bereich **Erneuerbare Energie** wie **Energiekontor**

Auch die Aktie von **Energiekontor** entwickelte sich in der letzten Zeit sehr positiv. Das Unternehmen entwickelt Wind- und Solarparks und übernimmt diese auch teilweise in den Eigenbestand. Seit Fondsaufgabe haben wir immer wieder versucht auch solche Unternehmen zu identifizieren, die durch ihr operatives Geschäft nicht nur ein sehr attraktives Renditepotential versprechen, sondern auch einen positiven Beitrag zur Gesellschaft leisten. Durch das frühzeitige Erkennen von gesellschaftlichen Trends ist es unserer Meinung nach durchaus möglich, finanzielle und soziale Rendite in Einklang zu bringen. Aus der Überlegung heraus, dass der Fokus auf **Erneuerbare Energie** global immer mehr steigen wird, die Herstellungskosten von Strom aus erneuerbaren Quellen durch technologischen Fortschritt immer weiter sinken und die Akzeptanz steigt, entstand unter anderem das Investment in **Energiekontor**. Genau diese Thesen scheinen sich nun zu manifestieren, was zur sehr positiven Entwicklung der Aktie beitrug. Die Teilnahme des Fonds an Kapitalerhöhungen bei Unternehmen aus diesem Bereich (beispielsweise zuletzt 7C Solarparken) liefert diesen zudem frisches Kapital, um in weitere regenerative Projekte zu investieren.

Die Aktie von **Pinterest** entwickelte sich ebenfalls sehr positiv. Dies zeigt, wie vielseitig die verschiedenen Werttreiber im Fonds verteilt sind

Die Aktie von **Pinterest** hatten wir im letzten Bericht als neues Investment bereits vorgestellt. Das Unternehmen berichtete Ende Juli sehr starke Halbjahreszahlen, was zu einem Kursprung von über 30% führte. Doch auch in der Folgezeit profitierte die Aktie von weiterhin positiven Nachrichten. So belegte die App beispielsweise im Apple App-Store im Zuge des Releases von iOS 14 kurzzeitig den ersten Platz der meistgeladenen Apps. Die Nutzerzahlen steigen damit weiter dynamisch an und die Investoren scheinen dem Unternehmen nach und nach auch zuzutrauen die bisher noch ausbaufähige Monetarisierung deutlich verbessern zu können. Entsprechend setzte die Aktie die positive Entwicklung nach der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen fort. Hierdurch stieg die Gewichtung im Fonds an, weshalb zuletzt Gewinne realisiert wurden, um die Position wieder etwas zu adjustieren.

Neben diesen Aktien trugen viele weitere zur Wertentwicklung bei, was die Qualität der unterschiedlichen Werttreiber im Fonds aufzeigt. Die Wertentwicklung ist damit nicht auf einen oder wenige Faktoren zurückzuführen, sondern durch viele verschiedene, teils individuelle positive Entwicklungen zu erklären.

Im abgelaufenen Quartal gab es durchaus auch negative Beiträge durch Aktien – primär durch aktuell noch stärker betroffene Unternehmen wie **On the Beach**

Negativ zum Fondspreis bei trugen Aktien von Unternehmen, deren operatives Geschäft aktuell (noch) deutlich durch den Corona-Virus belastet wird. Allerdings erachten wir gerade bei diesen Unternehmen/Aktien das Potential in den nächsten Monaten für sehr hoch. Hierzu zählt der britische Betreiber einer digitalen Plattform zur Buchung dynamischer Urlaubspakete **On the Beach**. Wir hatten unter anderem im letzten Quartalsbericht schon über das Unternehmen berichtet. Dank des innovativen, digitalen Konzepts lassen sich die Kosten sehr dynamisch steuern, da diese primär diskretionären Werbekosten und andere variable Kosten sind. Dadurch ist das Unternehmen in einer relativ komfortablen Situation, auch wenn aktuell natürlich die Umsätze fehlen. Sobald allerdings die Reisebranche wieder auflebt, sollte das Unternehmen überproportional davon profitieren. Dementsprechend hat der Fonds die Schwäche genutzt, um die Position nochmals leicht auszubauen. Timing ist in diesem Fall schwierig, denn im Herbst wird es bzgl. möglicher erneuter Corona-Maßnahmen vermutlich zunächst noch einmal kritischer, bevor sich die Lage dann potentiell durch Therapiemöglichkeiten und Impfstoffe entspannt. Entsprechend halten wir es für sinnvoll eine solche Position nach und nach in Schwächephase immer wieder etwas aufzubauen.

Ähnlich stellt sich die Lage beim Recycling-Unternehmen **Renewi** dar. Allerdings erachten wir gerade bei diesen Unternehmen das Potential in den nächsten Monaten sehr groß

Die Position in Aktien von **United Internet** wurde verkauft, da ein Teil des Investmentcases eingetreten war. Dafür wurde eine Position in **1&1 Drillisch** Aktien aufgebaut

Die Corona-Korrektur brachte mehrere spannende Sondersituationen mit sich, die der Fonds nutzte und nach recht kurzer Zeit auch erfolgreich abschließen konnte. Zum Beispiel **Pershing Square Holdings** und **Thule**

Leicht ausgebaut wurden Positionen bei denen wir in den nächsten Monaten viel Potential sehen

Weiterhin bieten sich unserer Meinung nach viele spannende Opportunitäten am Markt. Ein Beispiel ist **Focus Home** aus Frankreich

Ähnlich verhält es sich mit dem Recyclingunternehmen **Renewi**. Auch hier war ein direkter Einfluss der Corona-Maßnahmen zu erkennen, somit würden erneute Einschränkungen auch in diesem Fall zunächst zu entsprechenden Umsatzrückgängen führen (z.B. weniger Müll aus Restaurants, Bars, Kantinen, etc.). Allerdings ist das Unternehmen breit aufgestellt und berichtete zuletzt auch bessere Zahlen als erwartet worden war, so dass wir davon ausgehen, dass es gut durch die nächsten Wochen kommen sollte und dann ebenfalls ein großer Profiteur im nächsten Jahr sein könnte. Langfristig sollte die Firma vom Trend zu Recycling weiter profitieren und nachhaltig wachsen können.

Verkäufe und Reduzierung von Positionen

Im abgelaufenen Quartal wurden einige Positionen nach zuletzt positivem Kursverlauf adjustiert und somit Gewinne realisiert. Komplette verkauft wurden die Aktien von **United Internet**. Der Investmentcase bestand hier aus zwei relativ unabhängigen Werttreibern. Zum einen bot die Aktie eine Partizipation an einer positiven Kursentwicklung der **1&1 Drillisch** Aktie, da **United Internet** Hauptaktionär des Unternehmens ist und die **1&1 Drillisch** Aktie selbst mehrere potentielle marktunabhängige Werttreiber aufweist. Zum anderen aber erschien der Wert des Geschäftsbereichs **Hosting**, der vermutlich in absehbarer Zeit, beispielsweise in Form eines Spin-Offs/IPOs, an die Börse gebracht werden könnte, kaum Beachtung zu finden. Im Laufe des Jahres entwickelte sich der **Hosting** Bereich positiv und die Unterbewertung löste sich zunehmend auf. Somit bestand in erster Linie weiteres Renditepotential in der Wertentwicklung von **1&1 Drillisch**. Entsprechend wurde die **United Internet** Aktie verkauft, dafür eine Position in **1&1 Drillisch** aufgebaut.

Ebenfalls verkauft wurde die Position in **Pershing Square Holdings**. Die Aktie hatten wir im letzten Bericht als Fallbeispiel vorgestellt. Es handelte sich um eine Spezialsituation mit geringem Verlustrisiko und zeitnahe Trigger für eine Neubewertung. Da diese Neubewertung eingetreten ist, wurde die Aktie nun wieder verkauft.

Auch die Aktie von **Thule**, einem schwedischen Anbieter von Outdoor-Ausrüstung wie Dachboxen, Fahrradträgern, etc. wurde inzwischen wieder verkauft. Die Aktie wurde ebenfalls im Zuge der Corona-Korrektur neu investiert, da unserer Meinung nach eine signifikante Fehlinterpretation der Situation und damit Fehlbewertung der Aktie vorlag. Da sich die Aktie ebenfalls mittlerweile in Richtung des unserer Meinung nach fairen Wertes bewegt hat, wurde die Aktie zugunsten neuer Ideen verkauft. Da es sich allerdings um einen exemplarischen Fall dafür handelt, inwiefern es die letzten Monate ermöglicht haben immer wieder spannende Opportunitäten zu identifizieren und so als agiler, aktiv gemanagter Fonds Mehrwert zu leisten, werden wir **Thule** im Anhang als Fallbeispiel etwas näher beschreiben.

Ausbau von Positionen

Wie bereits erwähnt wurden die Positionen in **On the Beach** und **Renewi** weiterhin leicht ausgebaut. Da wir zu diesen beiden Aktien bereits im letzten Quartalsbericht ausführlicher erklärt haben, weshalb wir diese für perspektivisch spannend erachten, verweisen wir an dieser Stelle auf den letzten Bericht.

Neue Positionen

Nach wie vor erachten wir das Umfeld für *Stock-Picking* als sehr attraktiv. Auch im abgelaufenen Quartal investierte der Fonds in einige neue Aktien. Eine dieser ist die Aktie des französischen Computerspiele-Unternehmens **Focus Home**. Das Unternehmen hatte sich bisher primär darauf fokussiert Spiele zu *publishen*, d. h. zu vermarkten. Oft werden die Spiele von kleineren Entwicklungsstudios entwickelt, die selbst allerdings keinen Zugang zum Markt haben, bzw. denen die Ressourcen fehlen, um das Spiel auf den verschiedenen Plattformen zu vermarkten. Dadurch entstehen Deals mit sogenannten *Publishern*, die das Spiel gegen Beteiligung am Umsatz vermarkten. Das Problem aus Sicht des Publisher ist es allerdings, dass im Falle eines Erfolgs zum einen der finanzielle Ertrag begrenzt ist, zum anderen aber auch die langfristige Beteiligung an Fortsetzungen nicht gesichert ist. **Focus Home** geht deswegen dazu über, sich auch am *Intellectual Property* des Spiels zu beteiligen, d. h. auch einen Teil der langfristigen Rechte an einer Spielereihe sicherzustellen. Zudem werden zukünftig auch selbst Spiele entwickelt. Dies sollte zu weiter stark steigenden Umsätzen und höheren Margen führen. Das Jahr 2020 war als Übergangsjahr geplant, in dem diese Strategie-Änderung umgesetzt wird. Die spannende Pipeline an neuen Spielen steht eigentlich für 2021 und 2022 an. Aufgrund der Corona-Virus bedingten Situation verlief nun aber bereits das Jahr 2020 bisher

Auch die u. a. in Asien und Südamerika aktive Global Fashion Group erschien uns mitunter deutlich unterbewertet – auch hier sehen wir den nachhaltigen Rückenwind durch die Corona-Krise noch wenig reflektiert

äußerst erfolgreich, auch weil viele ältere Spiele eine Nachfrage-Renaissance erlebten. Dennoch scheint das Unternehmen noch kaum auf dem Radar vieler Investoren zu sein. Denn verglichen mit der Bewertung vieler Unternehmen im Bereich Gaming erscheint uns das Unternehmen äußerst günstig bewertet zu sein.

Neu aufgebaut wurde auch eine Position in der Aktie von **Global Fashion Group (GFG)**. Das Unternehmen betreibt Online-Shops für Mode primär in Südamerika, Asien und Russland. Ähnlich wie bei Pinterest handelt es sich hierbei um ein Unternehmen, das starkes Umsatzwachstum aufweist. Ebenfalls ähnlich wie bei Pinterest sehen wir auch bei der GFG eine Firma mit marktführender Stellung, welche sich in einem früheren Stadium der Entwicklung gegenüber bereits etablierteren Unternehmen (beispielsweise Zalando) befindet und ähnlich erfolgreich werden könnte. Diese potentielle Entwicklung erschien zum Kaufzeitpunkt der Aktie aber kaum eingepreist. Langfristig könnte GFG sogar bessere Margen (wesentlich geringere Rücksendequoten) und Wachstumsaussichten (geringere Online-Penetration) als europäische Online-Modehändler aufweisen. Wie bei Amazon und Zalando kommt die Profitabilität einer solchen Plattform aber erst mit einer gewissen Skalierung zum Vorschein. GFG sollte fortan in der Lage sein nachhaltig positive Cashflows zu generieren. Somit sinkt auch die Abhängigkeit von den Kapitalmärkten und das Risiko das Wachstum nicht eigenfinanzieren zu können, was ebenfalls zu höheren Bewertungen führen sollte. Ein weiterer Trigger für die Firma stellt eine potenzielle Übernahme dar. Denn Kinnevik ist Großinvestor bei Zalando und GFG. Zudem hat beispielsweise Zalando zuletzt über eine Wandelanleihe Kapital aufgenommen, mit der sich theoretisch eine Übernahme finanzieren ließe.

Weitere spannende Opportunitäten ergaben sich unter anderem bei Aktien von Unternehmen in Skandinavien, und auch zwei weiteren zentraleuropäischen Small-, bzw. Mid-Caps. Da sich die Positionen allerdings zum Teil noch im Aufbau befinden, können wir an dieser Stelle noch nicht explizit darüber berichten.

Wir erachten das aktuelle Umfeld als weiterhin spannend und arbeiten an einigen neuen Ideen. In der Portfolio-Zusammenstellung achten wir vermehrt auch darauf, eine ausgewogene Mischung an Investments für die verschiedenen möglichen Szenarien zu finden. Denn sowohl die US-Wahl als auch die weitere Entwicklung der Corona-Epidemie und der verfügbaren pharmazeutischen Mittel gegen diese könnten größere Auswirkungen auf die zukünftige Entwicklung einiger Geschäftsmodelle haben. Daher legen wir Wert darauf, dass Unternehmen, die zu den *Corona-Gewinnern* gehören, strukturell, und nicht nur einmalig, davon profitieren. Andererseits erachten wir es auch als sinnvoll, qualitativ gute Unternehmen, die gut durch weitere volatile Monate steuern können, dann aber perspektivisch wieder deutlich von einer Entspannung der Corona-Situation profitieren, nicht aus den Augen zu verlieren. Mehr dazu im Ausblick.

Entwicklung im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Zuletzt ergeben sich auch wieder vermehrt spannende Situationen im Bereich Wandelanleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Zuletzt hatten wir die Flexibilität des Fonds genutzt, nicht auf bestimmte Quoten in den verschiedenen Bausteinen festgelegt zu sein. Daraus hat sich ergeben, dass sich die Quote der Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter aufgrund der Vielzahl an Opportunitäten im Bereich Aktien verschoben hatte. Wie antizipiert, ergeben und ergaben sich aber aktuell auch wieder viele interessante Chancen im Bereich Anleihen, speziell Wandelanleihen und auch im Bereich Aktien mit Anleihecharakter.

Verkäufe und Reduzierung von Positionen

Die Hybrid-Wandelanleihe von Encavis wurde nach starker Kursentwicklung nun vollständig verkauft

Verkauft wurde die Hybrid-Wandelanleihe vom *Erneuerbare Energie* Bestandshalter **Encavis** (ehemals Capital Stage). Auch Encavis profitierte von den Trends, die wie zuvor beschrieben, die Aktie von Energiekontor unterstützten. Zudem profitierte das Unternehmen (erneut) von guten Einstrahlungswerten im Solar-Bereich. Grundsätzlich wurde unserer Meinung nach dem langfristigen Wert von Wind- und Solarparks (über das Ende der jeweiligen EEG-Zuschläge hinaus) zu wenig Wert beigemessen. Dies hat sich in letzter Zeit verändert. Durch den Anstieg der Aktie stieg auch die Hybrid-Wandelanleihe deutlich an. Der Fonds hatte diese zu 100% zur Emission gezeichnet, die fortlaufende Verzinsung war mit einem Kupon von 5,25% ebenfalls sehr attraktiv. Nun wurde diese zu Kursen um 200% verkauft, da auf diesem Niveau der faire Wert zunehmend erreicht zu sein scheint und die Hybrid-Wandelanleihe auch kaum noch defensiven *Anleihecharakter* aufweist.

Investments, die zu Beginn der Corona-Krise aufgrund fehlender zeitnaher Trigger reduziert wurden, wurden teilweise wieder aufgestockt. Z.B. die Wandelanleihe der RAG-Stiftung

Auch die Wandelanleihe des Halbleiterunternehmens ams wurde ausgebaut. Hier stand die Rendite der Anleihe im Vordergrund

Eine spannende Squeeze-Out Situation ergab sich bei Audi. Wir erachten das Nachbesserungspotential als signifikant, während das Risiko sehr gering einzuschätzen ist

Zudem könnte bald ein spannender neuer Beherrschungsvertrag abgeschlossen werden – zwischen ams und Osram

Mit der US-Wahl und den andauernden Verhandlungen zwischen UK und EU stehen spannende politische Entscheidungen an

Neue Positionen

Neu aufgebaut, bzw. ausgebaut wurden Positionen in den Wandelanleihen der **RAG Stiftung** (wandelbar in Aktien der Evonik), sowie dem Halbleiterunternehmen **ams**. Die Wandelanleihe der RAG Stiftung hatten wir bereits in vorherigen Berichten beschrieben. Sie weist aufgrund der sehr hohen Solvenz ein sehr geringes Kreditrisiko auf und hat damit einen sehr defensiven Charakter. Aus diesem Grund hatten wir diese Wandelanleihe Anfang März reduziert, denn eine positive Kursentwicklung der Evonik Aktie war zu jener Zeit kaum zu erwarten. Das Geld hatten wir dann anderweitig investiert. Mittlerweile wurde die Position aber wieder aufgebaut. Denn aktuell ist es sehr wohl denkbar, dass die Evonik Aktie dank verschiedener potentieller Trigger, wie einer weiteren Fokussierung auf Spezialchemie und besserer Endmärkte, wieder ansteigt.

Bei der Wandelanleihe von ams liegt der Fokus aktuell mehr auf dem Anleihecharakter, denn der *Strike* der Wandlungsoption liegt deutlich über dem aktuellen Aktienkurs. Im Zuge der Osram-Übernahme und auch bedingt durch die Corona-Krise kam die Wandelanleihe unter Druck. Unserer Analyse nach ist ams allerdings mit verschiedenen Halbleitern/Sensoren tief verankert in der Hardware vieler Smartphone-Hersteller. Dabei erachten wir das Risiko, Aufträge zu verlieren als gering und die Chance zukünftig weiter durch den zunehmenden Bedarf an Sensorik und die höhere Komplexität zu wachsen, als gut an.

Aufgebaut wurde auch eine Position in der *Squeeze-Out* Situation von **Audi**. Seit vielen Jahren besteht ein Gewinnabführungsvertrag zwischen Audi und Volkswagen und ein kleiner Prozentsatz der Audi-Aktien befand sich im Streubesitz. Dies führte unter anderem zu Berichtspflichten und anderen Vorschriften für Audi. Schon lange war darüber spekuliert worden, warum Volkswagen die restlichen Aktien nicht per *Squeeze-Out* kauft und somit der Notierung der Audi-Aktie ein Ende setzt. Nun ist dieser Fall eingetreten und ein Gutachten bezifferte den Wert, zu dem Volkswagen nun den Minderheitsaktionären die Aktie abkauft, auf rund 1.551 Euro pro Aktie. Nach intensivem Studium des Gutachtens kamen wir zu dem Ergebnis, dass dieser Wert - in einem sich an den *Squeeze-Out* mit hoher Sicherheit anschließenden Spruchverfahren - potentiell nochmals deutlich erhöht werden könnte.

Ebenfalls eine Position aufgebaut wurde in Aktien von **Osram**. Nach der Übernahme-Saga um Osram, die letztlich ams erfolgreich zum Abschluss brachte, folgte nun die Ankündigung eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages. Damit einher geht im Falle eines erfolgreichen Abschlusses eine Garantiedividende von 2,24 Euro und eine Abfindung von 44,65 Euro (zu diesem Preis könnte die Aktie an ams *angedient* werden). Nebst der attraktiven Verzinsung in Form der Garantiedividende erachten wir den Investmentcase Osram als spannender als es vielleicht zunächst den Anschein macht. Und damit auch die Chance auf eine Nachbesserung in einem potentiellen Spruchverfahren als realistisch.

Fazit

Das Jahr 2020 ist geprägt von Gegensätzen und geringer Visibilität. Nach einem historisch schwachen 1. Quartal folgte ein historisch starkes 2. Quartal. Das 3. Quartal verlief gemessen an den Indizes wieder verhältnismäßig überschaubar ab – der Fonds konnte dennoch trotz vorsichtiger Positionierung eine überdurchschnittliche Wertentwicklung aufweisen (Fondspreisentwicklung +12,2% vs. S&P 500 +8,9%, DAX +3,6%; jeweils 30.06.2020 – 30.09.2020). Unserer Meinung nach ist dies auf das für *Stock-*, bzw. *Investment-Picking* prädestinierte Umfeld zurückzuführen. Wichtig ist es gerade in einem Umfeld wie diesem die Stärken des Ansatzes auszuspielen zu können.

Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen

Auch das vierte Quartal wird spannend werden. Zu Beginn des Jahres hätten vermutlich viele Investoren sogar darauf getippt, dass es das spannendste Quartal des Jahres wird. Denn mit der Präsidentschaftswahl in den USA und der Deadline bzgl. der Zollverhandlungen zwischen der EU und Großbritannien stehen zwei wichtige Ereignisse bevor. Hinzu kommt nun allerdings auch noch die Frage, inwiefern die Corona-Fallzahlen (speziell mit schwerem Verlauf) mit Beginn des Herbstes wieder ansteigen, welche Maßnahmen dadurch getroffen werden, welche Kettenreaktionen durch möglicherweise steigende Insolvenzen entstehen und wie sich die Entwicklung von Therapien und Impfstoffen weiterentwickelt. Nicht zuletzt spielen

Eine Vielzahl an Szenarien ist denkbar – positiv wie negativ

Wichtig ist aus unserer Sicht eine ausgewogene Portfolio-Komposition, und keine Wette auf eine Kombination dieser kaum vorhersehbaren Szenarien

weitere potentielle Hilfspakete und Zentralbankmaßnahmen potentiell eine Rolle für die Entwicklung der Märkte.

Es sind positive, aber auch düstere Szenarien denkbar. In Bezug auf die US-Wahlen ist vermutlich eine sich hinziehende Schlammschlacht in Verbindung mit Unruhen im Land ein Negativszenario. Ein Erfolg von Biden bei gleichzeitiger Mehrheit der Republikaner im Senat (ohne Schlammschlacht) könnte ein mögliches eher positives Szenario darstellen. Würden die Demokraten auch den Senat gewinnen, könnten größere Konjunkturpakete positive, Sorgen vor Steuererhöhungen negative Reaktionen hervorbringen. Und all dies könnte überschattet von der Zulassung eines Impfstoffes gegen den Corona-Virus werden – oder aber eben auch nicht. Die Auswirkungen der verschiedenen denkbaren Szenarien auf die Märkte sind vielseitig und wir maßen uns nicht an diese vorhersehen zu können. Vielmehr versuchen wir das Portfolio so aufzustellen, dass es möglichst in jedem Szenario gut und ausgewogen positioniert ist. Hierfür durchdenken wir die potentiellen Auswirkungen auf die einzelnen Positionen und nehmen dann nach Bedarf entsprechende Anpassungen vor. Dazu gehört beispielsweise, dass das Netto-Aktienexposure nach wie vor durch Absicherung über Indizes auf rund 50-55% reduziert bleibt. Auch wurden beispielsweise zuletzt die Positionen im Tech-Bereich etwas reduziert – gleichzeitig aber Puts auf diese Positionen geschrieben. Dies impliziert, dass der Fonds diese Positionen wieder aufbauen würde, sollten die Aktien stärker fallen (hierfür steht dann Kasse, bzw. auch die Gold-Position als flexibler Kasse-Ersatz zur Verfügung). Wird das tiefe Niveau der Strikes nicht erreicht, so wird die Optionsprämie vereinnahmt. Diese ist aktuell durchaus attraktiv, da aufgrund der bevorstehenden Unsicherheiten die implizite Volatilität recht hoch ist.

Alles in allem gehen wir davon aus, dass auch das vierte Quartal Chancen hervorbringt und durchaus auch Potential für einen positiven Verlauf bis zum Jahresende gegeben ist. Wir möchten nicht darauf wetten, aber dennoch daran partizipieren können. Entsprechend bleibt die Positionierung ansonsten bis auf weiteres verhältnismäßig unverändert.

Im Anhang finden Sie ein aktuelles Fallbeispiel, sowie eine Übersicht über aktuelle Nachbesserungsrechte des Fonds.

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



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann

Anhang I

Fallbeispiel: Denken in der 2. Ableitung - Thule

Zusammenfassung: Zunächst war die allgemeine Wahrnehmung, dass (fast) alle Unternehmen mit physischen und teuren Produkten unter den Corona-Virus bedingten Lockdowns derart leiden, dass das Geschäftsjahr unaufholbar schwach ausfallen wird. Doch es gab auch Unternehmen, die gerade bedingt durch die Corona-Maßnahmen dennoch eher profitierten. Hierzu gehört Thule, ein Unternehmen, das u. a. Fahrradträger und Dachboxen herstellt und verkauft. Die hohe Nachfrage, die im zweiten Quartal bedingt durch den Trend hin zu Urlaub im eigenen Land ausgelöst wurde, hatten wenige auf dem Radar. Als sich allerdings anhand der Halbjahreszahlen zeigte, dass dieser Trend durchaus auch zu einem besser als erwarteten Ergebnis führt, zog die Aktie des Unternehmens deutlich an.

Aktiv gemanagte Fonds können durch Denken in der 2. Ableitung deutlichen Mehrwert schaffen

Oft stellt sich die Frage, inwiefern Menschen Computern noch voraus sein können, auch oder gerade beim Thema Investieren. Mehr und mehr passive und Robo-Strategien stoßen auf Interesse, zu Lasten aktiv gemanagter Fonds. Und tatsächlich gibt es sicherlich Fondskonzepte, die sich gut und kosteneffizient algorithmisch/passiv abbilden lassen. Chancen, wie die zuletzt vorgestellte Pershing Square Aktie, oder auch Thule, sind so aber nach wie vor schwer zu identifizieren und nicht (bzw. kaum) in solchen passiven Strategien zu finden. Denn es bedarf dem Zusammenfügen mehrerer Quellen, Erfahrung und *Denken in der 2. Ableitung*.

Das Zusammenfügen mehrerer Informationen kann zu spannenden neuen Investment-Ideen führen...

Im April hörten wir aus dem Freundeskreis von überfüllten Fahrradläden und leergefegten Regalen in ebendiesen. Mit Ende der strengen Lockdowns drängten die Menschen wieder nach draußen, wollten sich aktiv betätigen. Soweit logisch. Zeitgleich beobachteten wir eine erhöhte Nachfrage nach Wohnmobilen, zum einen im Verleih, zum anderen aber auch im Kauf. In den Urlaub fliegen war vielen Europäern dann doch (noch) nicht geheuer, nur zuhause zu sitzen aber auch nicht die präferierte Wahl. Unternehmen, die von diesen beiden Beobachtungen profitieren könnten waren aber entweder nicht gelistet (private Unternehmen), oder die Aktie bereits stark gestiegen.

...und somit einen Teil des Mehrwerts von aktiv gemanagten Fonds erklären

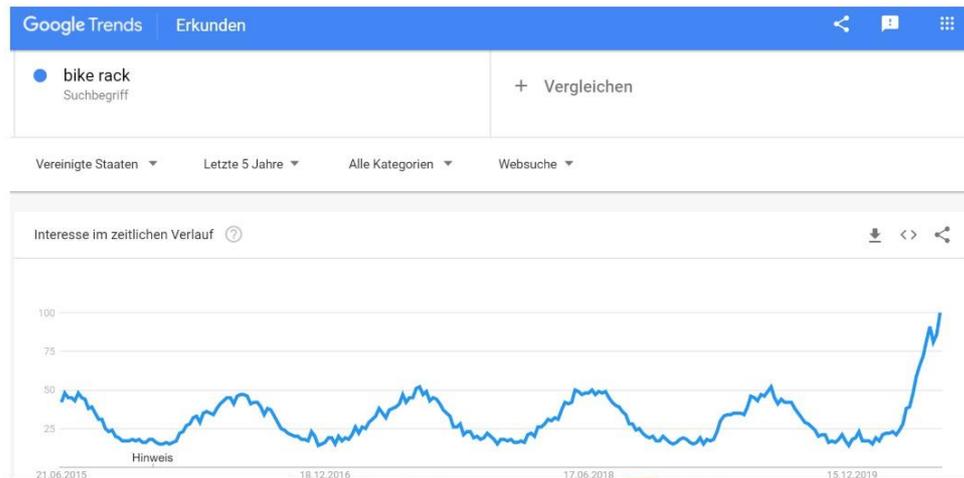
Fügt man diese beiden Beobachtungen zusammen, so stellt sich natürlich die Frage wie die Leute denn ihren Urlaub (mit Fahrrad) planen. Wir überlegten, ob viele nun möglicherweise gar nicht in der Lage sind ihr (neues) Fahrrad mit in den Urlaub zu nehmen. Es sei denn, sie kaufen sich einen Fahrradträger für ihr Auto/Wohnmobil. Thule, als Hersteller qualitativ hochwertiger Outdoor-Komponenten wie eben Fahrradträgern, kam uns in den Sinn.

Wie zum Beispiel im Fall Thule. Das Unternehmen profitierte durch die hohe Nachfrage nach Urlaub im eigenen Land und dem Bedarf an Fahrradträgern, Dachboxen, etc.

Wir kannten das Unternehmen aus der Vergangenheit bereits etwas, was die Analyse etwas vereinfachte. Um nachzuvollziehen, ob sich hier eventuell aber eine spannende Aktienidee verbarg war allerdings doch einiges an Analyse notwendig. Denn betrachtete man die Aktienkursentwicklung, und auch die Kommentare der Analysten, so erschien der Fall schwierig. Generell ist das Frühjahr die wichtigste Zeit für Thule, denn in dieser werden die Dachboxen, Fahrradträger, usw. für den bevorstehenden Oster- oder Sommerurlaub gekauft. Und historisch wurde dies auch primär im stationären Handel getan. Nun hatte man europaweite Lockdowns, der Einzelhandel (abgesehen von Klopapier und anderen essentiellen Bedarfsgütern) kam quasi zum Stillstand. Daraus ergab sich die Erwartung, dass kaum teure Qualitätsprodukte von Thule verkauft werden würden, der Umsatz einbrechen wird und das Unternehmen dies auch im Laufe des Jahres nicht aufholen könne.

Um unsere These zu verifizieren, nutzen wir unterschiedliche Möglichkeiten, wie lokale Stichproben, Google-Suchtrends und vieles mehr

Um diese unserer Meinung nach falsche Hypothese auf die Probe zu stellen telefonierten wir Händler ab, analysierten Suchtrends im Internet (siehe Screenshot unten) und machten lokale Stichproben. Wir kamen zum Ergebnis, dass alles auf eine viel höhere Nachfrage als erwartet hindeutet. Und damit auch die in die Aktie eingepreiste Erwartung viel zu pessimistisch ausfiel. Denn Thule profitierte nicht nur davon, dass einige Leute sich dazu entschlossen einen Fahrradträger zu kaufen. Viel mehr verstärkte sich unserer Meinung nach ein nachhaltiger Trend hin zu mehr Outdoor-Aktivitäten, mehr Urlaub ohne in die Ferne fliegen zu müssen und mehr Bewusstsein für Nachhaltigkeit und Qualität. Dies würde den Unternehmenswert langfristig, und nicht durch einen einmaligen Effekt, erhöhen. Dies sind auch Aspekte, auf die auch Thule großen Wert legt. Ein Beispiel dafür ist das Ziel in 2020 100% der Energie aus nachhaltigen Quellen zu beziehen, die Langlebigkeit der Produkte zu erhöhen und die CO₂-Emissionen der Werke um 65% im Vergleich zum Basisjahr (2014) zu reduzieren.



Screenshot von Google Trends: Dieser zeigt die deutlich angestiegene Nachfrage nach verschiedenen Produkten, hier am Beispiel Fahrradträger in USA. Die Nachfrage überstieg deutlich die Nachfrage der vorherigen Jahre.

Quelle: Google Trend, abgerufen am 22. Juni 2020

Viele Analysten und Investoren mach(t)en sich nicht die Mühe eine einzelne Aktie in diesem Detailgrad zu analysieren. Unserer Meinung nach entstand gerade hierdurch diese Opportunität

Um die These der falschen Wahrnehmung zu verifizieren sprachen wir mit einigen Analysten, die die Aktie *covern*. Wir fragten sie unter anderem, ob sie sich Suchtrends im Internet angeschaut und mit Händlern gesprochen hatten. Dies wurde in der Regel verneint, was für uns ein Indiz auf Informationsineffizienz und eine Bestätigung unserer These war. Spannend wurde es dann mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen. Tatsächlich verzeichnete die Firma, nach einer anfänglichen Schwäche nach den ersten Lockdowns, kurz darauf einen sehr starken Anfrageanstieg und auch der Ausblick auf das zweite Halbjahr fiel besser als erwartet aus. waren diese deutlich weniger betroffen als erwartet worden war, bzw. der Ausblick auf das zweite Halbjahr besser als erwartet. Die Aktie entwickelte sich daraufhin kontinuierlich positiv. Mittlerweile hatte diese unseren *Fair Value* erreicht, weswegen der Fonds nach kürzerer Haltezeit als zunächst erwartet die Aktie wieder verkauft hat.

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 07.10.2020

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.