

# Halbjahresbericht H2 2022

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)  
im Zeitraum 01.07.2022 – 31.12.2022

Köln, 15. Januar 2023

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

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

Die Gesamtentwicklung des NAV *SQUAD Aguja Opportunities I* seit Auflage am 05.12.2016 beträgt zum Stichtag (31.12.2022) **41,14%**.

Die rollierende Entwicklung des NAV *SQUAD Aguja Opportunities I* der letzten Jahre finden Sie am Ende des Berichts.

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

In %	Jan.	Feb.	Mär.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Jahr
2016												1,62	1,62
2017	1,17	1,53	1,80	2,03	2,68	-0,07	0,67	-1,30	2,38	1,28	0,91	0,44	14,31
2018	0,66	-2,60	-3,50	0,77	0,25	-1,08	1,83	-0,38	0,24	-5,80	-0,49	-2,05	-11,72
2019	4,52	1,49	0,46	4,36	-2,43	0,37	0,25	-0,07	1,09	2,99	2,63	1,86	18,75
2020	0,08	-3,08	-11,12	10,86	2,81	1,84	1,67	7,73	2,61	4,14	7,31	7,65	35,28
2021	1,93	3,57	1,03	2,96	1,17	-0,40	-0,91	-0,60	-1,16	-0,57	-1,70	0,05	5,35
2022	-3,30	-4,01	-1,08	-1,36	-0,18	-3,47	-0,50	0,49	-9,71	0,57	2,57	0,06	-18,68

Die Allokation zum 31.12.2022, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	71%*
davon Aktien mit Anleihecharakter:	13%
Anleihen:	28%
davon Hybridanleihen:	1%
davon Wandelanleihen:	27%
davon Senior Anleihen:	0%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	0%
Kasse:	1%
Derivate:	0%

Deutschland:	16%
Restl. Europa:	60%
Nordamerika:	19%
Sonstiges:	4%
Gold (Xetra):	0%
Kasse:	1%

Stand: 31.12.2022; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; wegen Rundungsdifferenzen kann die Summe von 100% abweichen.

**\*Nettoaktienquote: 58%** (Aktien-Exposure nach Berücksichtigung des Absicherungsvolumens von Derivaten und abzüglich Aktien mit Anleihecharakter)

Im Anhang finden Sie eine Übersicht über vom Fonds gehaltene, potenzielle **Nachbesserungsrechte**, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Andienungsvolumen von 15.435.826 Euro umfassen.

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

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

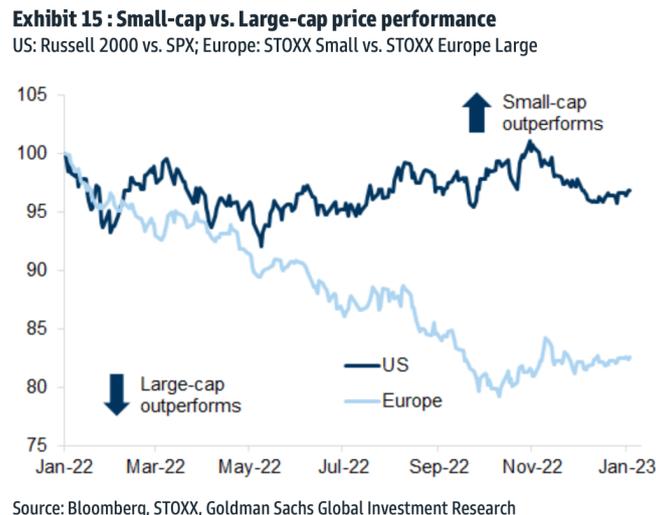
Der Fonds schloss das Jahr 2022 mit einem Minus von 18,68% ab, was für uns ein nicht zufriedenstellendes Ergebnis darstellt. Positiv stimmt uns, dass der Fonds sich im letzten Quartal stabilisieren konnte und in den letzten Wochen den schwankenden Märkten trotzte. Im Folgenden versuchen wir daher zu erläutern, welche exogenen und endogenen Faktoren hierfür hauptverantwortlich waren und warum wir sehr zuversichtlich sind, dass der Fonds wieder an die positiven Ergebnisse der Vorjahre anknüpfen wird. Bevor wir auf Erfolge und Misserfolge einzelner Positionen eingehen, blicken wir zunächst noch einmal auf die allgemeine Marktentwicklung zurück. Im Anschluss gehen wir auf einzelne Positionen ein. Abschließend wollen wir Ihnen noch die aktuelle Positionierung und Chancen für das Jahr 2023 aufzeigen.

### Marktumfeld

Das Jahr 2022 war bekanntlich ein extremes Jahr in dem Sinne, dass sowohl Aktien-, als auch Anleihemärkte deutliche Kursverluste verbuchten. Hinzu kam eine signifikante Rallye des US-Dollars und deutliche Rotationen innerhalb der Märkte. Neben der Ukraine-Invasion und der damit verbundenen Sorgen um die Energieversorgung in Europa waren die Themen Inflation und Zinspolitik im Fokus. Ähnlich wie während der Corona-Pandemie die Corona-Fallzahlen waren phasenweise fast nur noch Inflationszahlen maßgeblich für die Entwicklung der Märkte. Aus Sorge vor einem Energieengpass in Europa und den daraus resultierenden Problemen wurden europäische Aktien besonders abgestraft. Den Höhepunkt erreichte die Unsicherheit kurz vor Beginn des Winters im September. Gerade in diesem Monat litt der Fonds besonders stark unter den exogenen Marktbewegungen, auch wenn die Unternehmen, deren Aktienkurse teils massiv abgestraft wurden, kaum operative Schwächen zeigten.

Ein Grund für diese Schwäche lag im Exposure des Fonds zu Small- und Midcaps und der im Nachhinein zu geringen Kasse-Quote. Zwar ist der Fonds nicht nur auf Small- und Midcaps spezialisiert, hat aber durchaus einen Fokus auf diesen Bereich, der mittel- und langfristig messbare Überrenditen geboten hat und aus unserer Sicht auch weiter bieten sollte. In Korrekturphasen sind diese Titel allerdings dann, unter anderem aufgrund der geringeren Liquidität, auch einer mitunter höheren Volatilität und Übertreibungen ausgesetzt.

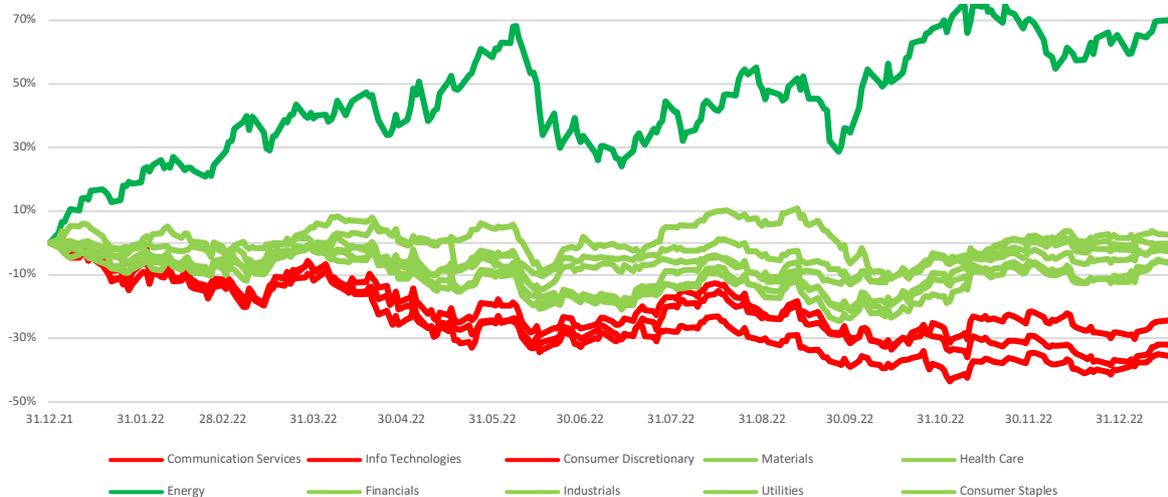
Die folgende Graphik verdeutlicht das Ausmaß der Entwicklung europäischer Small- und Midcaps im Jahr 2022:



Doch auch innerhalb der verschiedenen Indizes zeigten Aktien sehr unterschiedliche Entwicklungen. Betrachtet man den Verlauf der Sektoren, beispielsweise anhand des S&P 500, so zeigt sich eine deutliche Sektor-Rotation. Während *Financials*, *Health Care*, *Materials*, *Utilities*, *Industrials*, *Staples* und vor allem *Energy* akzeptable bis sehr gute Performance aufweisen, litten *Consumer Discretionary*, *Information Technology* und *Real Estate* stark. Das ist in einem Umfeld steigender Zinsen und gleichzeitiger Rezessionsorgen nicht verwunderlich und war auch von uns antizipiert worden. Mit dem Ausmaß der Diskrepanz hatten wir allerdings nicht gerechnet. Unsere Entscheidung seit der Fondsaufgabe, nicht in Waffenhersteller und Minenbetreiber zu investieren, hat in diesem Umfeld aus Renditesicht etwas Rückenwind gekostet. Stärker getroffen hat das Portfolio aber eher die Konsequenz, mit der Aktien in

Kategorien gesteckt wurden und entsprechend bewertet wurden - unserer Meinung nach in einigen Fällen zu Unrecht. Aktienkurse von Unternehmen mit qualitativ hochwertigen Geschäftsmodellen, guten Bilanzen und Cash-Flows, geringer Zins- und Rezessions-Sensitivität und unserer Meinung nach niedriger Bewertung und Bewertungskennzahlen entwickelten sich in diesem Umfeld nicht wie erhofft. Zum Ende des Jahres hin erscheint der Fokus des Marktes aber wieder mehr in Richtung der individuellen Ertragskraft der Unternehmen und weniger der subjektiven Sektor-Zuordnung zu gehen, was sich bereits in positiven Kursverläufen einiger Werte zum Ende des Jahres zeigte. Die angesprochene Sektor-Diskrepanz zeigt folgende Grafik, in der die Sektoren in 3 Gruppen aufgeteilt sind (dunkelgrün, hellgrün und rot):

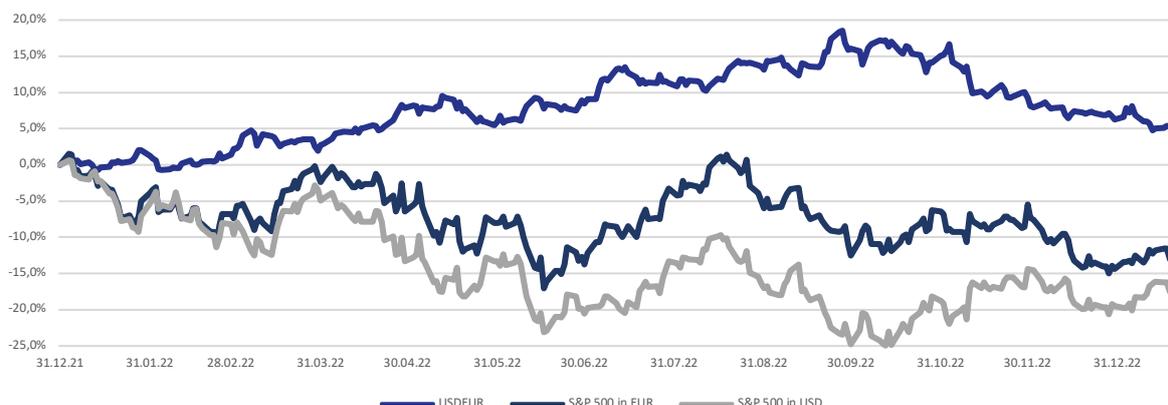
Entwicklung der S&P 500 Sektoren 2022



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, 15.01.23

Ein weiterer Faktor, der das Jahr 2022 auszeichnet, ist die Entwicklung des US-Dollars gegenüber dem Euro, aber auch gegenüber (fast) allen globalen Währungen. Mit einem Plus von unterjährig fast 20% war diese Entwicklung mitunter maßgeblich für Stabilität. Mit rund 20% war das Exposure des Fonds zum US-Dollar vergleichsweise niedrig. Im Nachhinein wäre ein höheres Gewicht des US-Dollars, bzw. US-Aktien, sinnvoll gewesen und kann als Fehler bezeichnet werden. Durch unsere Mitarbeiter Roman Solf und Tobias Buchwald haben wir unsere Kapazität, Investmentideen zu bearbeiten, ausgebaut. Damit ist auch das Ziel verbunden, die geographische Diversifikation des Fonds zukünftig noch stärker auszuweiten. Der Entwicklung des US-Dollars, nachdem dieser sogar die Parität erreicht hatte, dann aber nachzulaufen, erachteten wir wiederum als falsch. Aus diesem Grund haben wir das Exposure nicht ad-hoc erhöht. Die Entwicklung des US-Dollars im letzten Quartal zeigt dabei auch, wie schnell aus Rückenwind Gegenwind werden kann:

Entwicklung EUR/USD und S&P 500 in USD bzw. EUR



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, 15.01.23

Ein letzter entscheidender exogener Faktor war die Entwicklung der Anleihen im Jahr 2022. In den letzten Jahren hatte sich die Quote der Anleihen im Fonds kontinuierlich reduziert, da das Chance-

/Risiko-Verhältnis in den meisten Fällen sehr schlecht war. Ohne laufende Rendite und mit dem Potential für Kursverluste bei steigenden Zinsen machten Anleihen einfach wenig Sinn. So hielt der Fonds zu Beginn des Jahres 2022 keine Senior-Anleihe und nur 1 Hybridanleihe. Im Bereich Wandelanleihen war der Fonds allerdings etwas stärker involviert, da hier neben der Rendite als weiterer Renditetreiber die Aktienkursentwicklung dient. Dennoch ist auch der Bereich Wandelanleihen selbstverständlich dem Risiko von Zinserhöhungen ausgesetzt und wirkte dadurch nicht stabilisierend, sondern trug zum Minus des Fonds bei - trotz sehr selektiver Auswahl mit Fokus auf Unternehmen mit starken Bilanzen und Anleihen mit kurzen Laufzeiten. Insofern bot dieser Baustein im Jahr 2022 kaum einen Vorteil gegenüber Aktienfonds (warum dies aus unserer Sicht nun deutlich anders aussieht und wir gerade diesen Baustein nach vorne blickend als sehr vielversprechend ansehen lesen Sie im [Ausblick](#)). Anekdotisch zeigt sich am Beispiel der erst 2020 aufgelegten 100-jährigen Österreichischen Staatsanleihe (der Fonds war nicht investiert) das Ausmaß der Entwicklung des Anleihemarktes im Jahr 2022. Nachdem die Anleihe Ende 2020 Kurse von fast 140% erreichte, fiel Sie im Verlauf des Jahres 2022 auf Kurse von bis zu 40%. Dies stellt ein Minus von 71% dar:

Kursverlauf Österreichische Staatsanleihe 0,85% 2120 (Fonds war nicht investiert)



Quelle: Bloomberg, 15.01.23

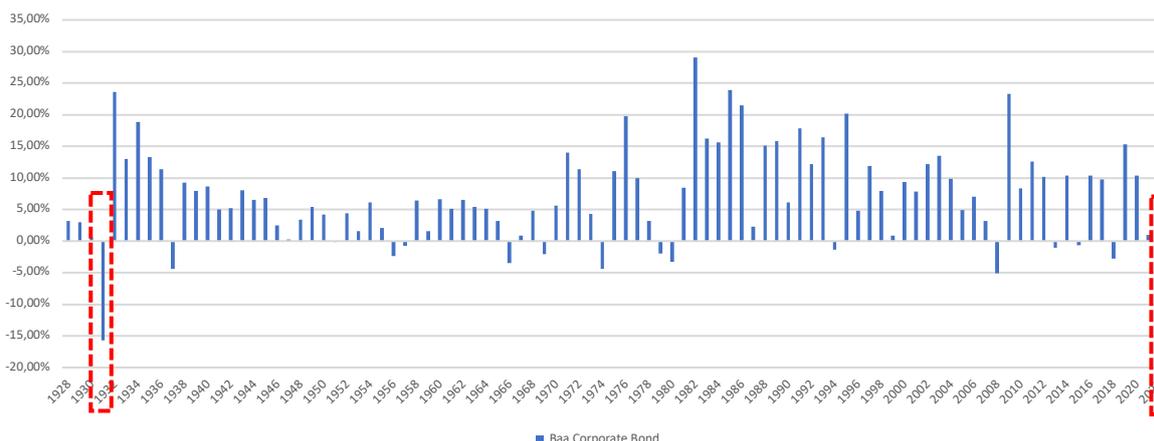
Damit entwickelte sich diese Staatsanleihe seit Auflage sogar schlechter als der ebenfalls prominent unter die Räder geratene ARK-Fonds von Cathie Wood:

	Total Return (30.06.2020 - 31.12.2022)
Österreichische Staatsanleihe 0,85% 2120	-64,1%
ARK Innovation ETF	-55,1%

Quelle: Bloomberg, 15.01.23

Um aber die Entwicklung normaler Anleihen, die eher als Vergleich zum Fondsportfolio passen, zu verdeutlichen, zeigt folgende Grafik die jährlichen Returns des von Unternehmensanleihen mit Baa Rating im historischen Kontext – eine derart negative Entwicklung gab es zuletzt vor knapp 100 Jahren:

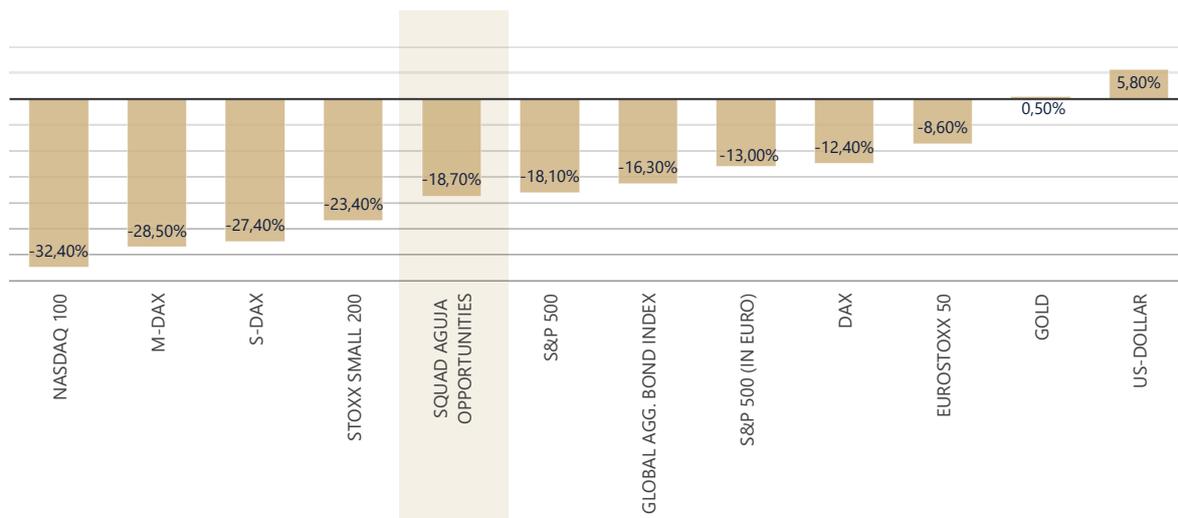
Baa Corporate Bond Yearly Return



■ Baa Corporate Bond

Quelle: NYU, eigene Berechnungen, 15.01.23

Betrachtet man die Performance dieser exogenen Faktoren im Einzelnen, so erklärt sich ein Teil der nicht zufriedenstellenden Entwicklung im zurückliegenden Jahr:



Quelle: Axxion, Bloomberg, eigene Berechnungen, 15.01.23

Einige dieser negativ wirkenden Einflüsse hätten rückblickend vermieden oder reduziert werden können. So war, wie bereits angesprochen, die geographische Diversifikation zu niedrig und auch hinsichtlich der Sektoren wäre etwas mehr Streuung sinnvoll gewesen. Beide Punkte sind wir bereits aktiv angegangen und haben daraus gelernt. Mit Unternehmen wie beispielsweise Fairfax (Versicherung, Kanada), Protector Forsikring (Versicherung, Norwegen) Jumbo (Discount-Retail, Griechenland) oder Flex (Auftragsfertigung, USA/Singapur) sind bereits neue Investments getätigt worden, die diese Thematik angehen.

Andererseits muss man als Investor akzeptieren, dass es auch vorübergehende Phasen gibt, in denen die Märkte gegen einen laufen. Unter anderem sehen wir nun große Chancen in einer Erholung global aufgestellter, europäischer Unternehmen, Small- und Midcaps und auch bei vielen Wandelanleihen. Da die operative Entwicklung unserer Fondspositionen weiter zum allergrößten Teil positiv ist und die Bewertungen zum Kaufzeitpunkt attraktiv waren, sehen wir ein gutes Erholungspotenzial. Auch wenn es Ihnen sicherlich bekannt ist, so passt an dieser Stelle doch sehr gut das Zitat von B. Graham: *“In the short run, the market is a voting machine but in the long run, it is a weighing machine.”*

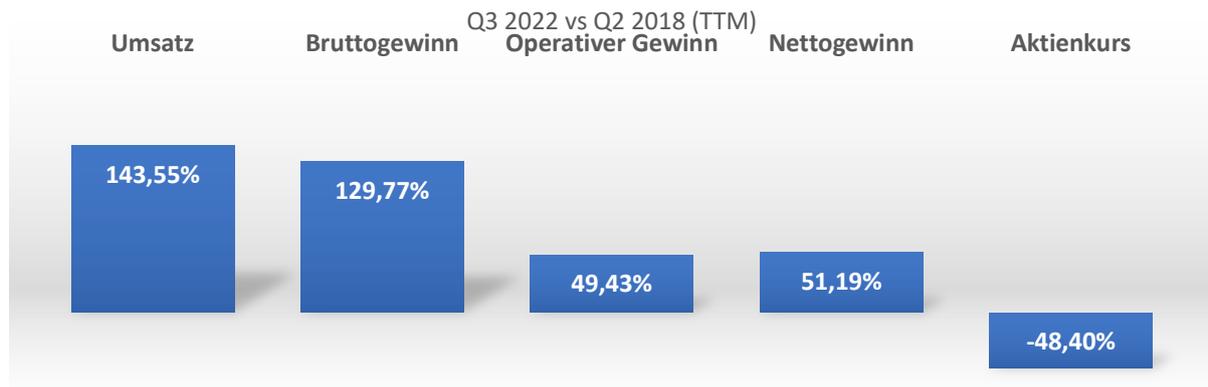
Neben diesen exogenen Faktoren spielten aber auch endogene Faktoren, die individuelle Entwicklung einzelner Unternehmen und deren Aktienkurse, eine Rolle. Dies wollen wir im Folgenden beleuchten.

### Aktien

Neben den oben beschriebenen Marktfaktoren spielte auch die individuelle Entwicklung einiger Einzeltitel eine entscheidende Rolle für die Entwicklung des Fonds im zurückliegenden Jahr.

Der Titel, der den oben beschriebenen Faktoren zum Trotz den größten negativen Wertbeitrag lieferte, war dabei **Meta** (ehemals Facebook). Aus diesem Grund möchten wir auf die Gründe des Investments und den Umgang mit der Position etwas tiefer eingehen. Zunächst ist festzustellen, dass die Werbeindustrie zyklisch ist und in Zeiten von Rezessionssorgen damit natürlich ein gewisser Druck vorherzusehen ist. Doch während alte Medien, wie Zeitungen und Fernsehen, kaum messbare Werbeeinflüsse bieten, ermöglicht Instagram und Facebook durch Tracking über Cookies etc. ein recht spezifisches Targeting und erreicht damit gerade in Zeiten, in denen Werbebudgets reduziert werden, einen Vorteil. Die neuen Privatsphären-Einstellungen von Apple hatten das Wachstum in den letzten Quartalen etwas gebremst. Dieser Basiseffekt ist nun aber in den Zahlen enthalten. Die Effektivität der Werbung zeigt sich auch über die Vielzahl an kleinen Unternehmen, die über Werbung auf Facebook und Instagram groß geworden sind. Das neue Format *Reels* (kurze Videos) zeigt Wirkung und die Impressionen sind zuletzt sehr stark gewachsen. Reels werden aktuell noch kaum mit Werbung befüllt, da der Fokus auf die schnelle Verbreitung des Formats gelegt wird. Damit steigt das zukünftige Potenzial für höhere Werbeerlöse durch eine stärkere Monetarisierung des Formats. Zudem hat Meta angekündigt, sich nun stärker um die Monetarisierung von WhatsApp zu kümmern, worauf bisher kaum geachtet worden

war. Seit 2018 war die operative Entwicklung der Firma sehr positiv und auch die Bewertung war damals nicht besonders hoch. Die Aktie konnte von der operativen Entwicklung allerdings nicht profitieren, wie folgende Übersicht zeigt:



Quelle: Meta, Bloomberg, eigene Berechnungen, 15.01.23

Auch die letzten Quartalszahlen (Q3 2022) waren trotz der Schwäche im Werbemarkt eigentlich nicht schlecht. Die Nutzer sind um 4% gewachsen, die Anzeigenimpressionen um 17%. Der Preis von Anzeigen ist aktuell in der ganzen Industrie schwächer, da Unternehmen sich wegen des Krieges und der Konjunktursorgen zurückhalten. Zudem gibt es Knappheiten an Produkten - Produkte, die man nicht auf Lager hat, bewirbt man natürlich auch nicht.

Was die Aktie dieses Jahr vermutlich vorrangig belastete, waren primär die Investments in das sogenannte Metaversum („Reality Labs“). Nach Analysten-Konsens wird für dieses Jahr ein negatives EBIT von ca. 13 Mrd. USD für diesen Bereich erwartet. Zum Vergleich: Die Firma verdient dieses Jahr basierend auf Konsensschätzungen ca. 44 Mrd. USD (Family of Apps, d.h. FB, Instagram, usw.). In einem Umfeld wie 2022 wurden diese Investments, deren zukünftiger Return gewiss fraglich ist, in hohem Maße (und deutlich heftiger als von uns erwartet) negativ aufgenommen.

Unserer Meinung nach ist die Schwäche der Aktie zuletzt damit weniger der operativen Entwicklung an sich geschuldet, sondern viel mehr der Tatsache, dass im aktuellen Umfeld Geschäftsmodelle, die hohen Investitionsbedarf haben, grundsätzlich negativ bewertet werden.

Wir sind der Meinung, dass die Kernprodukte (Family of Apps) weiterhin ein sehr gutes Ecosystem darstellen, das hohe Gewinne einbringt und einen hohen Wert darstellt. Das Metaversum stellt eine Realoption dar - die hohen Investitionen sehen wir durchaus auch kritisch. Allerdings erscheint der mittlerweile negative Wert, der diesem Bereich zugerechnet wird, übertrieben. Ein Erfolg dieser Investitionen oder zumindest ein Drosseln der Verluste in diesem Bereich könnte entsprechend einen positiven Effekt auf die Bewertung haben. Die Firma hat bereits begonnen wieder mehr auf Kosten zu achten.

Zwar hatte der Fonds aufgrund unserer Sicht auf die ökonomische Entwicklung die Aktie zu Jahresbeginn reduziert, dennoch lieferte die verbleibende Position einen signifikanten negativen Performancebeitrag. Im Nachhinein wäre es sicherlich richtig gewesen, noch mehr zu reduzieren und dann im Laufe des Jahres die niedrigen Kurse zu nutzen, um die Position wieder aufzubauen. Auf aktuellem Niveau erscheint uns die aktuelle Positionsgröße von ca. 2,5% in Anbetracht des aktuellen Chance-/Risiko-Verhältnisses als sinnvoll.

Auch das britische Reiseunternehmen **On the Beach** lieferte einen negativen Wertbeitrag. Die Aktie litt, ähnlich wie andere Aktien aus der Branche, unter unterschiedlichen Faktoren, die eines gemeinsam haben: Ihr Einfluss auf den mittel- bis langfristigen Wert des Unternehmens ist eigentlich gering, kurzfristig scheint aber die Welt unterzugehen. Nach Euphorie zum Jahresbeginn belastete zunächst die Ukraine-Invasion und die damit verbundene Stimmung und Sorgen die Branche generell. Ein erster direkter Einflussfaktor war der gestiegene Ölpreis, der Flugtickets teurer macht (allerdings machen die Kerosinkosten an einer Pauschalreise insgesamt nur einen geringen Anteil aus). Es folgte das Flughafenchaos im Sommer, das zu Stornierungen führte und wodurch in der Wahrnehmung vieler die Branche erneut negativ wirkte. Sorgen vor einer Rezession im neuen Jahr (2023) rundeten dann das Bild ab, dass den Sektor als einen der großen Verlierer darstellt (selbstverständlich gibt es noch einige weitere Gründe).

Tatsächlich zeigte das Jahr 2022 bereits einen großen Pentup-Demand für Reisen nach der Corona-Pandemie. Allen bisherigen Indikatoren nach ist diese Nachfrage weiterhin sehr stark. Auch wenn eine

Wirtschaftsschwäche im Jahr 2023 die Nachfrage etwas dämpfen sollte, so sind die Trends relativ eindeutig. Hinzu kommt die spezielle Situation in UK: Kurz vor Eintritt der Corona-Pandemie ging Thomas Cook pleite, wodurch ein großer Teil des Marktes neu verteilt wird. Im Rahmen der Pandemie wurde TUI, einer der Marktführer in UK, aus unserer Sicht deutlich geschwächt. Vouchers, die während der Pandemie von vielen Reiseanbietern ausgestellt worden waren, wurden 2022 aufgebraucht. Diese hatten dazu geführt, dass Verbraucher beim selben Reiseanbieter buchen, der den Voucher ausgestellt hat. Das Jahr 2023 wird nun das erste Jahr werden, in dem sich die neuen Marktanteile zeigen werden. Wir gehen davon aus, dass On the Beach dabei einer der Profiteure ist und sich die Bewertung der Aktie, sofern sich die Anzeichen für eine gute Buchungssituation manifestieren, deutlich erholen kann. Wie schnell sich die Wahrnehmung ändern kann, deutete die Entwicklung zum Ende des letzten Jahres an: Nachdem die Aktie bis zu ihrem Tief Ende Oktober fast 70% gefallen war, stieg sie in den letzten 2 Monaten von diesem aus gemessen wiederum um 70% an und beendete das Jahr mit einem Minus von ca. 45%.

Doch auch wenn das Gesamtbild negativ erscheint, gab es auch im Jahr 2022 positiv herausstechende Investments. Hierzu gehören die französischen Aktien von **La Française de l'Énergie** und **Bolloré**. Ersteres Unternehmen fängt in Frankreich und Belgien Grubengase (Methan) aus alten Bergwerksschächten auf, und wandelt diese in Gas und Elektrizität um. Im Zuge der hohen Energiepreise war das Unternehmen entsprechend direkter Profiteur. Auch wenn das Unternehmen aufgrund einer Vielzahl von geplanten Projekten noch einiges an Potential hat, wurde die Position in diesem Umfeld kontinuierlich reduziert.

Das Investment in **Bolloré** hatten wir im Q2 2021-Bericht vorgestellt. Es handelt sich um eine Holding, die unter anderem Anteile an UMG und Vivendi hält. Hinzu kommt ein Geschäft im Bereich Logistik / *Freight Forwarding*, mit Fokus auf Häfen primär in Afrika. Das afrikanische Logistik-Geschäft wurde zu einem sehr guten Preis verkauft, wodurch dem Unternehmen zum einen Geld zufließt, zum anderen die Struktur und Bewertung etwas vereinfacht werden. Letztere ist nach wie vor sehr komplex und die weitere Vereinfachung ein potentieller weiterer Trigger für die Aktie. Auch diese Position wurde im Rahmen der guten Entwicklung reduziert.

Neben den Reduzierungen dieser beiden Positionen wurden einige weitere Veränderungen im Portfolio durchgeführt. Nachdem, wie im Halbjahres-Bericht H1 2022 berichtet, einige Bereinigungen durchgeführt wurden und das Portfolio mit Titeln wie Protector (Versicherung, Norwegen), Jumbo (Discount-Retail, Griechenland) und Converge (IT-Dienstleister, Kanada) diversifizierter aufgestellt wurde, gab es auch im zweiten Halbjahr weitere Veränderungen. Dabei wurden primär bestehende Positionen einiger weniger liquider Aktien reduziert, oder wie beispielsweise im Falle von **Abo Wind** nach guter Kursentwicklung komplett verkauft. Im Gegenzug wurden neue Positionen aufgebaut, von denen wir zwei etwas näher beleuchten möchten:

**Flex Ltd** ist ein schönes Beispiel dafür, wie eine günstige Bewertung und spannende Sondersituation zusammenfallen können: Flex ist der weltweit drittgrößte Auftragsfertiger für Elektronik und Marktführer bei Solar-Trackern. Nachdem die harte chinesische Konkurrenz (unter anderem die als Apple-Zulieferer bekannte Foxconn) das Geschäft mit Smartphones, PCs und ähnlichem immer schwieriger machte, begann Flex in diesem Bereich zu schrumpfen und neue Geschäftsfelder auszubauen: Medizintechnik, Rechenzentren, Kommunikation (Funkmodule, 5G), Automobile oder allgemeine Industrie (wozu spannende Bereiche wie Solar-Wechselrichter, Halbleiterequipment, Ladesäulen gehören). Dadurch ist Flex deutlich weniger von einem einzelnen Kunden wie z.B. Apple abhängig, zudem haben diese Bereiche den Vorteil deutlich längerer Produktzyklen und damit besserer Profitabilität.

Durch den nun weitgehend abgeschlossenen Wandel zu neuen Geschäftsfeldern dürfte das Wachstum nun nicht mehr von der schrumpfenden Unterhaltungselektronik verdeckt werden und sich dem Markt nähern, der jährlich im hohen einstelligen Bereich wächst. Durch die international breite Aufstellung mit nur ca 23% der Umsätze in China könnte Flex zudem vom Trend der kürzeren und resilienteren Lieferketten (Reshoring) profitieren. Gleichzeitig kommunizieren fast alle Unternehmen der Branche eine erhöhte Margendisziplin und deutliche Ziele zur Margensteigerung. Die Wachstumsaussichten für Flex sind also ausgesprochen gut.

Trotz der eher geringen Margen können Elektronikfertiger mit Skalenvorteilen ordentliche Kapitalrenditen erzielen. Abgesehen von Sonderfaktoren in 2019/2020 hatte Flex in den letzten Jahren immer eine deutlich zweistellige Eigenkapitalrendite, im letzten Geschäftsjahr trotz der Lieferkettenprobleme über 20%. Die Inflation ist dabei kein Problem, da in den Verträgen üblicherweise die vollständige Weitergabe aller relevanten Kosten an die Kunden geregelt ist. Das verbleibende Risiko ist eine Unterauslastung der Produktionskapazitäten, was die Branche durchaus zyklisch macht. Aufgrund des allgemeinen Marktwachstums und der sehr guten Diversifizierung über verschiedene Branchen sollte

dies aber abgedeckt werden können, zumal die Verlagerung von Lieferketten und der Trend zu regenerativen Energien sowie entsprechende Infrastrukturprogramme für robustes Wachstum sorgen sollte. Hinzu kommt bei Flex eine sehr spannende Sondersituation: Flex hatte 2015 das damals junge Startup Nextracker für 330 Mio. USD gekauft, welches eine neue Technik für Solartracker entwickelt hatte, die die Module nach der Sonne ausrichten. Dieses ist in der Zwischenzeit zum Marktführer geworden und bereits 2021 wurde eine Abspaltung / Börsengang der Tochter angekündigt. Diese könnte nun in diesem Jahr erfolgen und scheint konkret vorbereitet zu werden. Der etwa gleich große und gut vergleichbare Konkurrent Array Technologies wird aktuell mit einem Enterprise Value von über 4 Mrd. USD bewertet, Nextracker wurde im letzten Jahr bei dem Einstieg eines weiteren Investors auf 3 Mrd. USD taxiert. Bei dieser Bewertungsspanne könnte allein der Anteil von Flex an Nextracker einen Wert von 5-7 USD je Aktie haben (zum Jahreswechsel 25-30% von Flex), während der Umsatzanteil dieses Geschäfts im einstelligen Bereich liegt. Zuletzt wurden sogar Bewertungen von über 6 Mrd. USD für Nextracker in der Presse genannt.

Auch die Bewertung der Aktie ist auf einem insgesamt sehr attraktiven Niveau: Der Fonds konnte die Aktien zum ca. 8-fachen des erwarteten adjustierten Gewinns für das Geschäftsjahr, welches im März 2023 endet, kaufen (basierend auf Bloomberg Konsens Daten). Hinzu kommt die interessante Option auf den Börsengang von Nextracker. Das Kerngeschäft ohne Nextracker sollte nach Analystenschätzungen dabei alleine über 2 USD Gewinn pro Aktie generieren können. Wir erwarten daher eine mögliche weitere Wertaufdeckung bei einer Abspaltung oder einem Börsengang von Nextracker. Die Kapitalallokation ist ebenfalls positiv zu bewerten - das nicht für Wachstum benötigte Kapital wird für substantielle Aktienrückkäufe eingesetzt. So ist die Anzahl der Aktien seit 2010 von 820 Mio. Stück auf zuletzt noch 460 Mio. gesunken und das Ergebnis je Aktie entsprechend gestiegen.

**Fairfax Financial Holdings** ist in Investorenkreisen schon oft als „Mini-Berkshire“ bezeichnet worden, denn das Unternehmen hat eine klare Gemeinsamkeit mit der berühmten Investmentholding: Den Kern der Geschäfte bilden Versicherungen, aber deren „Float“ (im Wesentlichen die Rückstellungen für Schäden, die zunächst als Prämie vereinnahmt werden) werden nicht wie bei den meisten Versicherern nur in sichere Anleihen angelegt, sondern zum Teil in konzentrierte Value-Investments. Dabei hat CEO Prem Watsa von 1985 bis 2021 den Buchwert je Aktie von 1,52 USD auf 630 USD gesteigert, was einer Steigerung von über 18% pro Jahr entspricht. Die letzten Jahre waren allerdings deutlich schwächer, obwohl das versicherungstechnische Ergebnis durchaus erfreulich war. Die Gründe dafür liegen zum Teil in einer Underperformance des Value-Stils im Allgemeinen, in einigen auch operativ enttäuschende Investments wie BlackBerry und in heftigen Verlusten aus Absicherungsgeschäften nach der Finanzkrise. Dazu hat Fairfax während der extremen Niedrigzinsphase der letzten Jahre im sicheren Teil des Portfolios nicht auf Anleihen längerer Laufzeit gesetzt (im Gegensatz zu viele Konkurrenten), sondern auf die mickrige Rendite verzichtet und Ende 2021 zu großen Teilen Kasse gehalten. Dies hat kurzfristig die Ergebnisse belastet, aber Fairfax vor den hohen Buchwertverlusten geschützt, die im letzten Jahr fast alle Konkurrenten getroffen haben. Somit hat das Unternehmen nun eine gegenüber der Konkurrenz erheblich verbesserte Kapitalposition und Kapazität für weiteres Wachstum.

Gleichzeitig ist Fairfax ohnehin immer wieder mit opportunistischen Transaktionen aktiv: Im letzten Jahr wurde der relativ kleine Teil der Haustierversicherung einer Tochter für ganze 1,4 Mrd. USD verkauft - ein Geschäft, das in der Bewertung der Investoren bis dahin gar nicht wirklich auftauchte. Und zu Beginn dieses Jahres hat eine andere Tochter einen Randbereich ihrer Versicherungsaktivität abgespalten und dafür 400 Mio. USD erhalten. In beiden Fällen konnte Fairfax einen strategischen Preis für ein lange organisch ausgebautes Geschäft erzielen und damit weitere Werte für die Aktionäre schaffen.

Währenddessen hat sich der Versicherungsbereich sehr gut entwickelt: In einem Markt mit guten Preisen konnte Fairfax die Umsätze und Versicherungsprämien in den letzten Jahren deutlich steigern. Zuletzt legten die Versicherungseinnahmen um mehr als 20% auf Jahressicht zu. Wichtig zu verstehen ist, dass dieses Wachstum (leider) nicht über einen vollen Zyklus aufrechterhalten werden wird: Fairfax verfolgt die Strategie, bei schlechten Preisen lieber die Profitabilität zu schützen als die Umsätze zu steigern. So ist das Unternehmen etwa in der Phase von 2004-2010 stagniert, während seit 2014 dann die verdienten Nettoprämien von 6,2 Mrd. USD auf 16,6 Mrd. USD in 2021 und voraussichtlich über 20 Mrd. USD in 2022 gestiegen sind. Die kombinierte Schaden-Kostenquote (Verhältnis von Aufwendungen zu (Prämien)-Einnahmen) lag dabei in den letzten Jahren immer unter 100 und es wurden Jahr für Jahr Rückstellungen aufgelöst. Dies zeigt klar, dass das Versicherungsgeschäft durchaus auch ohne den Kapitalanlageanteil profitabel ist.

Der Aktienkurs war seit 2016 eher seitwärts gelaufen, wir glauben aber dass es nun zu einer Neubewertung kommen könnte. Zum einen sind die Zinsen massiv angestiegen. Dies hat bereits dazu geführt, dass Fairfax zunehmend wieder in Anleihen mit (bisher recht kurzer) Laufzeit investiert und damit wieder ein hohes laufendes Zinseinkommen generiert. Bei einem Portfolio von festverzinslichen Anlagen

und Cash von ca 40 Mrd. USD und einem angenommenen Zinssatz von 5% könnte das bereits ein Einkommen aus Zinsen von ca. 2 Mrd. USD ergeben – nachdem es in 2021 noch ca. 500 Mio. USD waren.

Das unter dem Strich extrem teure Absicherungsprogramm, welches Fairfax nach der Finanzkrise die ganzen 2010er Jahre durch betrieben hatte, wurde inzwischen beendet.

Zudem ist in der Rückversicherung für Naturkatastrophen der Preis für Rückversicherungen in 2023 sprunghaft angestiegen, was in diesem Segment die Ergebnisse sehr stützen sollte. Und außerdem erlebt „Value“ als Investmentstil zum ersten Mal seit langem wieder eine Outperformance gegenüber „Wachstum“, was ebenfalls den Anlageergebnissen helfen sollte. Zuletzt hat auch Fairfax noch eine interessante Optionalität – bereits seit einigen Jahren hat der geborene Inder Prem Watsa auch in Indien investiert. Dort ist das Wirtschaftswachstum beeindruckend hoch, und Fairfax hält Anteile an z.B. Thomas Cook India, dem Flughafen von Bangalore oder der extrem schnell wachsenden digitalen Versicherung Digit. Somit erhält man zusätzlich eine günstige Option auf die wirtschaftliche Entwicklung eines der sich am schnellsten entwickelnden Länder der Erde. Insbesondere ist für Digit ein Börsengang angedacht, bei dem die Bewertung der letzten Finanzierungsrunde (3,5 Mrd. USD) deutlich übertroffen werden könnte. Das würde erhebliche stille Reserven aufdecken.

Die Bewertung ist dabei moderat: Fairfax wurde trotz der guten Aussichten zum Jahreswechsel mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,1x und dem 7-fachen des erwarteten Gewinnes für 2023 (basierend auf Bloomberg Konsens Daten), bewertet. Eine andere Betrachtung: das Investmentportfolio von Fairfax hatte in 2022 etwa eine Größe von 50 Mrd. USD - bei einer Marktkapitalisierung von 15 Mrd. USD zu Jahresbeginn erhält man also einen erheblichen Hebel auf ein Investmentportfolio, welches zu einem großen Teil aus sicheren Anleihen und zu einem kleineren aus ausgewählten Value-Aktien besteht.

### ***Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter***

Auch der Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter lieferte im abgelaufenen Jahr aufgrund des Zinsanstiegs kein zufriedenstellendes Ergebnis, auch wenn das Anleihen Portfolio insgesamt stabiler war als vergleichbare Anleihen Indizes. Ähnlich wie die Aktien im Portfolio konnte sich der Baustein im letzten Quartal wieder deutlich besser entwickeln. Der Fonds hatte in den letzten Quartalen nach und nach die Quote primär der Wandelanleihen erhöht, was im Rückblick teilweise etwas zu früh erfolgte. Denn im abgelaufenen Jahr kamen einige dieser Wandelanleihen nicht nur im Rahmen der gestiegenen Zinsen unter Druck, sondern ähnlich wie im Bereich Small- und Midcaps zusätzlich liquiditätsbedingt. Dank der Erholung im letzten Quartal und einiger durchaus positiver Entwicklungen im schwierigen Umfeld verbuchte der Baustein letztlich eine negative Kontribution von ca. 2,5%.

Positiv stach bei der Entwicklung des Bausteins die Wandelanleihe von **Twitter** heraus. Dabei handelte es sich allerdings um eine Mischung aus Wandelanleihe und Sondersituation. Denn bekanntlich hatte Elon Musk angekündigt Twitter übernehmen zu wollen, dann aber versucht den Deal zu terminieren. Die Wandelanleihe stellte ein gutes Werkzeug dar, um von dieser Situation zu profitieren. Denn durch den Anleihecharakter bot die Position ein deutlich geringeres Verlustrisiko als die Aktie für den Fall, dass Musk den Deal erfolgreich abbrechen hätte können. Gleichzeitig aber war eine Bedingung im Prospekt verankert, die im Falle der Übernahme eine Anpassung des Wandlungsverhältnisses verursachte. Dies führte zu einem attraktiven potentiellen Kurssprung im Falle des Deal-Abschlusses, der auch eintrat.

Auch die Aktien von **Hella** wurden im laufenden Jahr nach guter Kursentwicklung verkauft, auch wenn bisher keine weitere Strukturmaßnahme eingetreten ist.

Mit der Zahlung von etwas über 10 Euro pro Nachbesserungsrecht von **Renk** materialisierte sich der Wert eines Nachbesserungsrechtes im Fonds. Die Übersicht zu den aktuell bestehenden Nachbesserungsrechten finden Sie im Anhang.

Nach wie vor sehr attraktiv erachten wir die Situation um **Activision Blizzard**. Denn aus unserer Sicht handelt die Aktie nahe ihrem fundamentalen Wert, nachdem die letzten Spielestarts sehr erfolgreich verliefen und die Pipeline sehr gut gefüllt ist. Hinzu kommt eine hohe Nettokasse, die im Falle eines Scheiterns des Deals nochmals um bis zu 3 Mrd. USD anwachsen würde. Gleichwohl sind wir nach wie vor der Meinung, dass es viele gute Gründe dafür gibt, dass der Deal letztlich genehmigt wird und Microsoft die 95 USD pro Aktie bezahlt (Activision handelt aktuell zu ca. 75 USD pro Aktie).

Die zuvor angesprochene Schwäche bei Wandelanleihen nutzte der Fonds im Verlauf des Jahres, speziell im letzten Quartal, aus, um einige neue Positionen aufzubauen. Im Halbjahresbericht hatten wir unter anderem über Zalando und Upwork berichtet, die neu aufgenommen worden waren. Zuletzt wurden zudem Positionen bei **WH Smith** (UK) und **GN Store Nord** (Dänemark) aufgebaut. WH Smith ist einigen vermutlich als Betreiber kleinerer Shops in England bekannt, möglicherweise auch als Shop-

Betreiber auf Flughäfen in London. Mittlerweile ist das Unternehmen aber dabei global Duty-Free Shops in Flughäfen aufzubauen und erzielt dabei starke Returns on Investment. Die „Secret Sauce“ liegt dabei in der Kombination aus der Expertise eines in den USA ansässigen Unternehmens, das einen speziellen Ansatz für das Design der Duty Free Shops hat – und die jahrelange Erfahrung Verkaufsfläche möglichst effizient zu nutzen und den Verkaufserfolg zu messen.

GN Store Nord tätigte Anfang 2022 eine unglückliche Übernahme. Das Unternehmen ist im Bereich Hörgeräte und Headsets aktiv und akquirierte Anfang 2022 zu einem relativ hohen Preis ein Unternehmen aus dem Bereich Gaming-Headsets. In diesem Zuge wurde die Verschuldung erhöht, dann aber zeigte sich eine deutliche Nachfrageschwäche in genau diesem Bereich – gepaart mit einer weniger erfolgreichen Generation im Hörgeräte-Segment. Den Fehler der Hörgeräte-Generation korrigierte das Unternehmen, der Bereich Headsets stabilisiert sich und die anstehenden Refinanzierungen, darunter auch die gekaufte Wandelanleihe, sind unserer Analyse nach durch bestehende Finanzierungszusagen bereits gedeckt. Wir sind daher sehr optimistisch, dass das Unternehmen die Wandelanleihe problemlos zurückzahlen können wird. Dennoch bot sich eine Einstandsrendite von rund 8% p.a. bei nur 18 Monaten Laufzeit.

Im Gegenzug hierzu wurde die Position in **Xetra-Gold** im zweiten Halbjahr 2022 vollständig verkauft. Aufgrund der gestiegenen Zinsen sind die Opportunitätskosten für das Halten von Gold höher, die Kasse wird zudem nicht mehr negativ verzinst. Hinzu kommen Opportunitäten im Bereich Anleihen wie oben beschrieben.

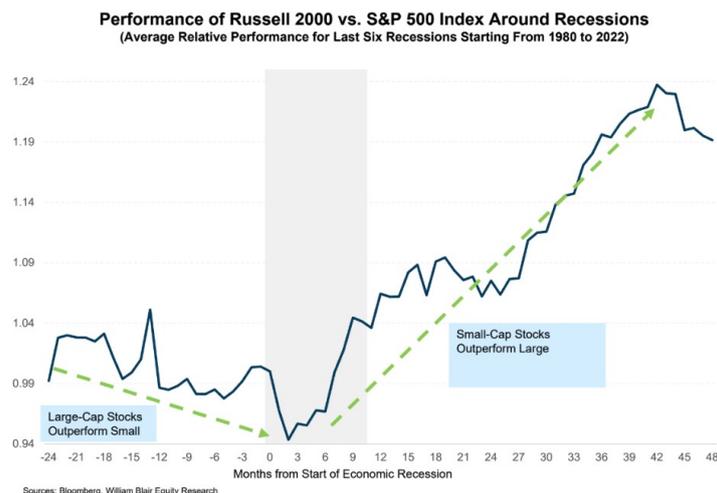
## II. Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen

Nach wie vor ein großes Thema an den Märkten ist die Inflation - und wird es vermutlich vorerst auch bleiben. Strukturell könnte sie nach vorne blickend durchaus etwas höher sein (was möglicherweise auch nicht unerwünscht ist, denn nur so lassen sich die Staatsschulden „weginflationieren“). Dennoch bleibt festzuhalten, dass im Jahr 2022 vier Dinge zusammenkamen:

- Quasi-Helikopter Geld während Corona führt zu hohen Sparquoten und einer zunächst hohen Absorbierung höherer Preise durch Konsumenten
- Supply-Chain Schock durch reduzierte Kapazitäten und Corona-Politik in China
- Energiepreis-Schock durch reduzierte Kapazitäten (vor der Invasion der Ukraine) und weiterer Energiepreisschock durch die Invasion
- Niedrigzinspolitik und Stärke der Wirtschaft

Es ist nicht weg zu diskutieren, dass diese Themen uns weiterhin beschäftigen werden. Und nachlaufende Faktoren, wie Lohnpreiserhöhungen, kommen sicher noch auf uns zu. Dennoch ist auch festzuhalten, dass vieles darauf hindeutet, dass der Inflationspeak erreicht wurde. Frachtraten sind deutlich tiefer, viele Rohstoffpreise sind deutlich gefallen, Energiepreise sind im Vergleich zum Winter/Frühjahr 2022 (Basis) aktuell eher dämpfend. In China wurde die Corona-Politik radikal geändert, was positive wirtschaftliche Impulse mit sich bringt.

Wir gehen davon aus, dass wir nach vorne blickend in eine „neue“ Phase übergehen – höhere Inflation (aber nicht mehr auf den Niveaus von 2022), höhere Zinsen, geopolitische Unsicherheiten. Doch im Jahr 2022 wurde nun bereits sehr vieles eingepreist und einige Blasen sind geplatzt. Es ist unserer Meinung nach also nicht so, dass diese „neue Phase“ nicht schon teilweise eingepreist wird. Folgende Graphik zeigt beispielsweise die typische Entwicklung von Small-Caps vor und nach einer Rezession:



Mittelfristig entscheidend sollte grundsätzlich die individuelle Entwicklung der Unternehmen sein. Und auch wenn die Performance des Fonds im letzten Jahr nicht gut war, so sind wir dennoch der Meinung, dass das Portfolio hier sehr gut aufgestellt ist. Hinzugekommen sind Unternehmen, die aus unserer Sicht von der aktuellen Situation besonders profitieren können. Protector und Fairfax sind sehr günstige Versicherungen mit hoher Qualität, gutem Wachstum und einer sehr attraktiven Bewertung. Die höheren Zinsen sollten sich sehr positiv auf das Anlageergebnis auswirken. Flex ist ein Auftragsfertiger und profitiert von der Verlagerung der Lieferketten aus China in die USA. Jumbo ist ein Discount-Retailer und profitiert davon, dass Menschen in der aktuellen Situation preisbewusster werden. Wir haben beim Aufbau des Portfolios darauf geachtet, dass die investierten Firmen eine gute Preissetzungsmacht haben und auch gut durch konjunkturell schwache Phasen kommen. Die letzten Quartalszahlen haben bisher gezeigt, dass dies zutrifft. Wir sind sehr zuversichtlich, dass sich die Aktien wieder mehr ihren fairen Werten annähern und die Performance entsprechend wieder aufholt.

Hinzu kommt die Tatsache, dass der Anleihebaustein mittlerweile ebenfalls sehr attraktiv aufgestellt ist. Mit einer Rendite von knapp 7% p.a. auf knapp 3 Jahre Duration sind wir sehr zuversichtlich, dass auch dieser Block nach vorne blickend einen deutlichen Teil zu einer guten Wertentwicklung beitragen wird. Denn selbst bei einem leichten Zinsanstieg bleibt so aufgrund der geringen Zinssensitivität eine positive Rendite.

Kennzahlen zum Anleiheportfolio	
Durchschnittliche Rendite	6,46%
Durchschnittliche Restlaufzeit	2,59
Durchschnittliche Duration (Zinssensitivität)	2,53

Quelle: Axxion, eigene Berechnungen, 31.12.2022

Werden die Titel bis zur Fälligkeit gehalten, so würde die aktuell ausgewiesene Rendite vereinnahmt. In der Regel aber sinkt die Rendite mit abnehmender Restlaufzeit, was zu einem Kursanstieg vorab führt („pull-to-par“). Hierdurch vereinnahmt man in der Regel in der ersten Hälfte der Haltefrist eine etwas höhere, in der zweiten Hälfte eine etwas niedrigere Rendite. Insofern halten wir es für nicht unwahrscheinlich, dass die erzielte Rendite auf Sicht von 12-24 Monaten sogar höher liegen kann. Zusätzlich ergeben sich im Falle von Wandelanleihen teilweise sogar mögliche positive Effekte durch den Optionscharakter.

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



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann

## Anhang: Übersicht über potentielle Nachbesserungsrechte des Fonds

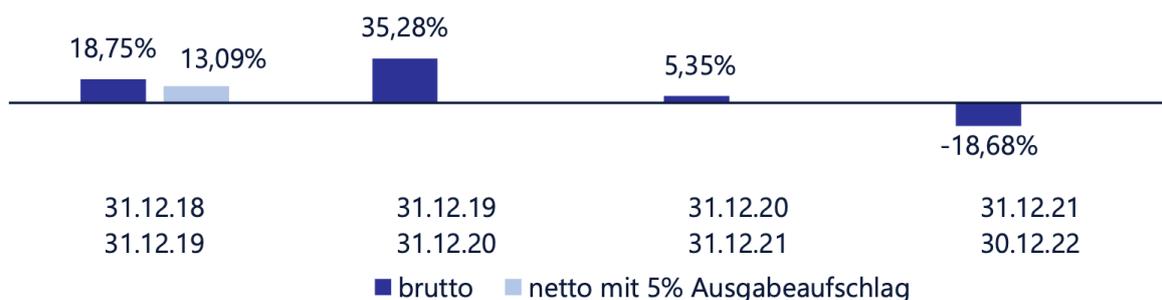
Durch Investments in Sondersituationen, wie zum Beispiel Aktien von Unternehmen in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, entstehen über die Zeit sogenannte potentielle Nachbesserungsrechte. Nach Abschluss einer solchen Strukturmaßnahme folgt (primär in Deutschland und Österreich) oft ein gerichtliches Verfahren, in welchem die Angemessenheit der bezahlten Beträge überprüft wird. Diese Nachbesserungsrechte werden ohne Wert im Fonds bilanziert und stellen dadurch potentielle „stille Reserven“ dar. Sollte es zu einer Nachbesserung kommen (vgl. zuletzt Fall MAN SE), so kommt es zu zusätzlichen, positiven Erträgen für den Fonds. Da die Anzahl dieser stillen Reserven über die Zeit wächst, möchten wir Ihnen als Investorinnen und Investoren anhand folgender Übersicht die Möglichkeit bieten, die aktuell bilanzierten Nachbesserungsrechte im Fonds nachzuvollziehen.

Bitte beachten Sie, dass es sich bei den angegebenen Stückzahlen um die dem gesamten Fonds zuzurechnenden Nachbesserungsrechte handelt und diese den Tranchen je nach Tranchen-Volumen zum Zeitpunkt der Maßnahme zugerechnet werden:

Bezeichnung	Stück	Betrag (€)	Volumen (€)	Typ
Audi AG	1.622	1551,53	2.516.582	Squeeze-Out 2020
Buwog AG	90.000	29,05	2.614.500	Squeeze-Out 2018
Diebold Nixdorf AG	39.852	55,02	2.192.657	Andienung 2018 BuG*
Diebold Nixdorf AG	38.000	2,82	107.160	Garantiedividende 2018 BuG*
DMG Mori AG	23.000	37,35	859.050	Andienung 2020 BuG*
DMG Mori AG	31.047	1,03	31.978	Garantiedividende 2020 BuG*
DMG Mori AG	1.000	37,35	37.350	Andienung 2022 BuG*
Kabel Deutschland AG	35.000	3,17	110.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Kabel Deutschland AG	42.000	3,17	133.140	Garantiedividende 2019 BuG*
Kabel Deutschland AG	57.000	3,17	180.690	Garantiedividende 2020 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2021 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2022 BuG*
Linde AG	23.500	189,46	4.452.310	Squeeze-Out 2019
MAN SE	20.292	70,68	1.434.239	Squeeze-Out 2021
Osram Licht AG	135.000	2,24	302.400	Garantiedividende 2022 BuG*
<b>Summe</b>			15.435.826	

\*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag  
Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen  
Stand 30.06.2022

## Anhang: Rollierende Wertentwicklung



Quelle: Axxion S.A.

## Kontakt

Fabian Leuchtner  
Dimitri Widmann

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

0221 5609 6930  
0221 5609 6931

## Wichtige Hinweise

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