

Jahresbericht 2024

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.01.2024 – 31.12.2024

Köln, 22. Januar 2025

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

wir danken Ihnen sehr für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Anhand unserer Berichte 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 (31.12.2024) **67,87%**.

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
2023	4,66	0,60	-1,16	-0,95	1,84	0,55	1,64	-1,65	-2,56	-3,26	3,75	1,68	4,93
2024	0,45	1,07	-0,33	0,80	3,12	-1,07	1,03	2,84	2,90	-1,06	1,15	1,82	13,35

Die Allokation zum 31.12.2024, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	69%*
<i>davon Aktien mit Anleihecharakter:</i>	7%
Anleihen:	31%
<i>davon Hybridanleihen:</i>	2%
<i>davon Wandelanleihen:</i>	29%
<i>davon Senior Anleihen:</i>	0%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	0%
Kasse:	0%
Derivate:	0%

Deutschland:	17%
Restl. Europa:	59%
Nordamerika:	9%
Sonstiges:	15%
Gold (Xetra):	0%
Kasse:	0%

Stand: 31.12.2024; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; wegen Rundungsdifferenzen kann die Summe von 100% abweichen.

***Nettoaktienquote: 62%** (Aktien-Exposure nach Berücksichtigung des Absicherungsvolumens von Derivaten und abzüglich Aktien mit Anleihecharakter)

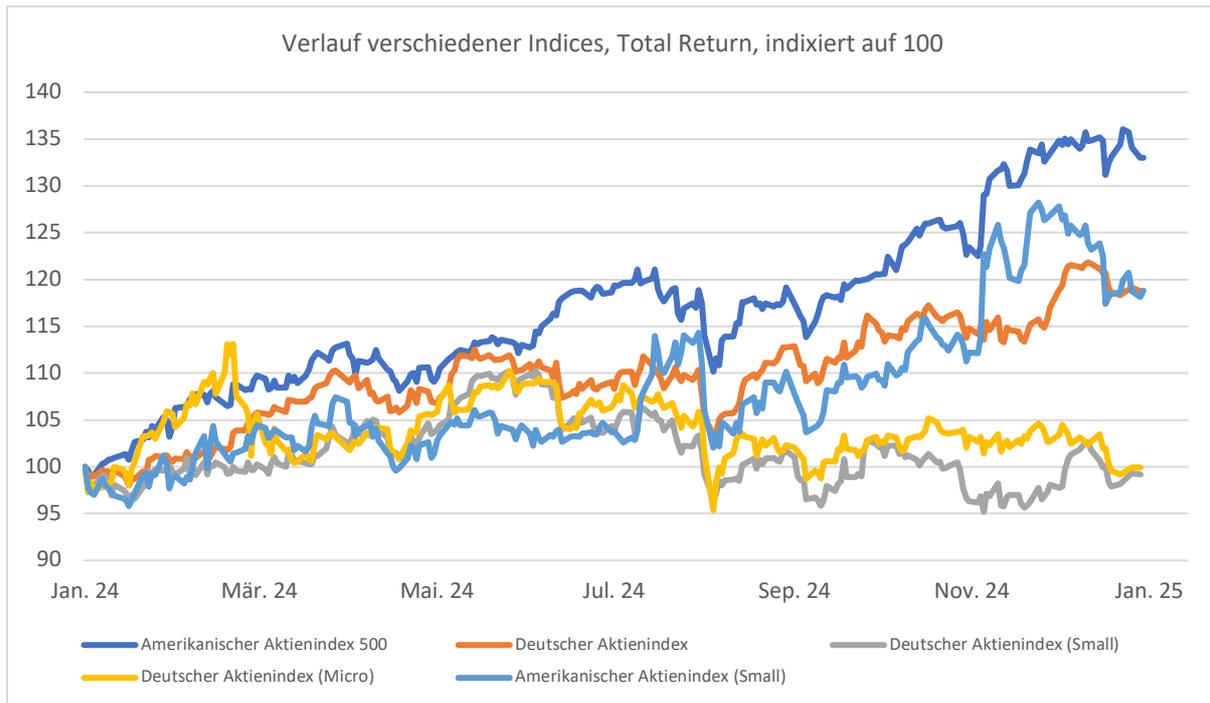
Im Anhang finden Sie eine Übersicht über vom Fonds gehaltene, potenzielle **Nachbesserungsrechte**, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Andienungsvolumen von 25.185.197 Euro umfassen.

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

Zur Klarstellung möchten wir zu Beginn des Berichts anmerken, dass mit *Kontribution* der jeweilige Anteil zur Gesamtentwicklung des Fonds gemeint ist, mit *Performance* dagegen die individuelle Entwicklung des Investments.

Fondsentwicklung allgemein

Der Fonds schloss das Jahr 2024 mit einem Plus von 13,35% ab. Die globalen Aktien- und Rentenmärkte entwickelten sich im Jahr 2024 nicht einheitlich, so dass eine Einordnung dieses Ergebnisses einen genaueren Blick auf die jeweilige Entwicklung bedarf. Folgende Graphik zeigt die Entwicklung verschiedener Indices im Jahresverlauf:



Quelle: Bloomberg, 31.12.2024

Auf das Gesamtjahr betrachtet fällt zunächst die große Diskrepanz zwischen Large- und Small-Caps auf, wobei sich diese primär auf den europäischen (bzw. in der Graphik deutschen) Markt bezieht. Amerikanische Small-Caps zeigten primär nach der US-Wahl im November eine starke Entwicklung, die dann aber wieder leicht korrigierte. Dennoch lag sie gleichauf mit der Entwicklung deutscher Large-Caps, die rückblickend stärker ausfiel, als von vielen erwartet. Allerdings war diese Entwicklung nicht einer breiten, positiven Performance der Aktien im Index geschuldet, sondern, vor allem in den USA, durch die sehr starke Entwicklung weniger Titel begründet. Anders sah es bei deutschen (und, auch wenn zur besseren Lesbarkeit nicht abgebildet, im Allgemeinen europäischen) Small-Caps aus. Sowohl Small- als auch Micro-Caps schlossen das Jahr mehr oder weniger +/- 0 ab – bei Aktien außerhalb der Indices sah es teilweise noch schlechter aus. Damit setzte sich die schwache Performance dieses Marktsegments weiterhin fort.

In der Graphik rechts ist die Entwicklung der europäischen und amerikanischen Aktienmärkte im Vergleich zueinander im Zeitraum 1989-2009 und 2009-2024 abgebildet. Während im ersten Zeitraum eine ähnliche Entwicklung zu erkennen ist, begann 2009 offensichtlich eine Trendwende. Potenzielle Gründe hierfür gibt es viele: Die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung in Europa wurde unter anderem durch die Schulden- und Energiekrise geprägt. Hinzu kommen



Quelle: Financial Times

eine überbordende Bürokratie, weniger Finanzierungsmöglichkeiten für Startups und die Schwäche internationaler Absatzmärkte wie China. Gleichzeitig wird das Wachstum in den USA durch hohe, langfristig nicht nachhaltige Haushaltsdefizite gestützt, während Deutschland eine strikte Sparpolitik verfolgte. Sollte Deutschland diese Sparpolitik beenden und internationale Absatzmärkte wieder an Dynamik gewinnen, könnte dies einen positiven Impuls für Europa darstellen. Ein politisches Umdenken bietet zudem die Chance auf Reformen ähnlich der Agenda 2010, die wirtschaftlichen Stärken freisetzen könnten.

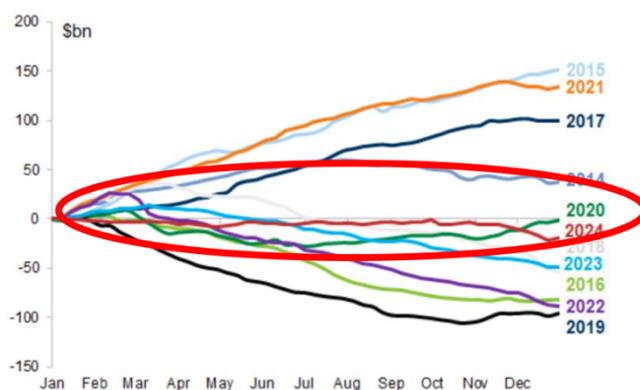
US-Aktien wirken aktuell aus guten Gründen unverwundbar, sie sind jedoch auch stark von historisch hohen Bewertungen, hohen Staatsausgaben und dem Konsumverhalten der Amerikaner abhängig – Faktoren, die sich künftig abschwächen könnten. Daher ist es wichtiger denn je, breit diversifiziert in verschiedene Regionen zu investieren. Ob diese extreme Diskrepanz zu den USA gerechtfertigt ist und anhält, war und ist für uns in der Portfolio Zusammenstellung eine wichtige Frage. Gerade der Aspekt der Staatsverschuldung und der mitunter im Verhältnis zu den (ähnlichen) Wachstumsperspektiven sehr massiven Bewertungsabschlägen von nicht US-Titel lässt uns aktuell tendenziell außerhalb der Vereinigten Staaten Kandidaten für neue Investments finden. Dabei findet und investiert der Fonds auch immer wieder Firmen insbesondere in Kanada oder Großbritannien, welche hohe US-Umsätze aufweisen. Dennoch wollen wir unsere Strategie fortsetzen, das Portfolio robust und diversifiziert aufzustellen und auch in den USA die Augen offen zu halten. Im Verlauf des Berichts gehen wir noch auf Unternehmen aus Nordamerika im Portfolio ein, die auch einen entscheidenden Beitrag zur Entwicklung des NAVs geleistet haben.

Aus unserer Sicht könnte die Entwicklung des DAX im Jahr 2024 allerdings ein erster Hinweis darauf sein, dass der Trend des hohen Bewertungsunterschied zumindest langsam stagniert (immerhin hat der DAX auf Jahressicht gut mit den US-Indices mitgehalten), wenn auch vielleicht noch nicht dreht. Die Tatsache, dass auch europäische Unternehmen global aufgestellt sind und gut geführt werden, sollte nach und nach wieder mehr Interesse wecken. Ein Ende des Krieges in der Ukraine und ein Aufschwung Chinas (als wichtiger Export Partner) könnten verbunden mit Neuwahlen in Deutschland

zusätzliche Trigger sein. Betrachtet man die „Flows“ (siehe Graphik links) von Aktieninvestments nach Europa, so zeigt sich auch hier, dass sich nach zwei Jahren mit starken „Outflows“ die Situation stabilisiert hat. Die Jahre 2015 (hellblau), 2017 (dunkelblau) und 2021 (orange) zeigen, dass es auch in der jüngeren Vergangenheit durchaus auch Phasen hoher Investmentnachfrage in Europa gab.

Exhibit 39: Calendarised flows from Global investors into European equity funds

Weekly Flows, EPFR Country Flows



Source: EPFR, Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

Auf das Portfolio des Fonds bezogen zeigte sich bei der Betrachtung der Kontribution von Aktien aus verschiedenen Regionen eine gute Mischung. Nicht nur Titel aus Nordamerika und Japan trugen zur Fondsentwicklung bei, sondern

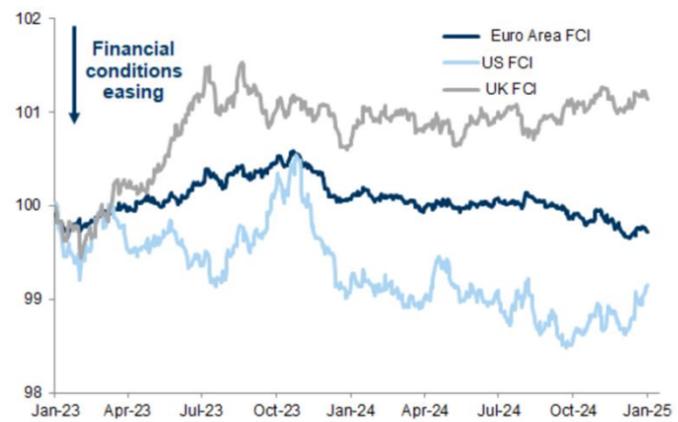
durchaus auch Investments in Europa, auch im Bereich Small- und Mid-Caps. Die generell schwache Entwicklung dieses Marktsegments haben wir bereits thematisiert – doch unserer Empfinden nach gab es auch hier eine Stabilisierung. Rein liquiditätsbedingte Kurskorrekturen beobachtenden wir seltener als in den Vorjahren und bei einigen der Unternehmen spiegelte sich die gute operative Entwicklung endlich auch im Kursverlauf wider.

Wir hatten in der letzten Zeit die hohe Unsicherheit als Hauptgrund für die schwache Entwicklung genannt. Neben der Zinspolitik der Notenbanken und der Inflationserwartung ist hier im aktuellen Umfeld auch die politische und geopolitische Situation zu nennen. Ein negativer Indikator ist aus unserer

Sicht dabei ein ansteigender „Financial Conditions Index“, wie hier von Goldman Sachs berechnet zu sehen (Graphik rechts). Wie man hier sieht, haben sich diese Konditionen in den USA seit dem Peak im Herbst 2023 schon deutlich entspannt (die Linie bewegt sich nach unten), wenn auch mit gewisser Volatilität. In Europa ist diese Entspannung noch etwas weniger ausgeprägt, dafür aber relativ konstant. Unserer Meinung nach spiegelt das auch die angesprochene leichte Stabilisierung im Small-Cap Bereich wider, die aufgrund anderer Unsicherheiten womöglich noch nicht in eine Outperformance übergegangen ist. In der nachfolgenden Graphik erkennt man den Verlauf von Small-Caps gegenüber Large-Caps

Exhibit 52: Financial Conditions Index (FCI)

GS Proprietary Index



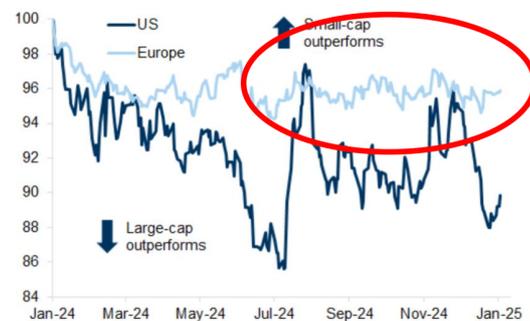
Source: Goldman Sachs Global Investment Research

in den USA und Europa. Verlaufen die Linien nach oben, so performen Small-Caps besser. Betrachtet man die linke Graphik (Q2-2023 bis Q2-2024), so zeigt sich noch eine hohe Volatilität und ein allgemeiner Trend hin zu einer Outperformance von Large-Caps in Europa und USA. In der rechten Graphik (Q1-2024 bis Q1-2025) sieht man hingegen gerade in Europa eine deutliche Stabilisierung. In den USA erkennt man die Small-Cap Rallye nach der US-Wahl, die jedoch wieder etwas korrigierte (Anmerkung: Während im Chart der Indices oben die deutschen Märkte betrachtet wurden, sind hier für Europa STOXX Small und STOXX Large genutzt, deren Performance im Jahr 2024 eine deutlich geringere Differenz aufweist als das für Deutschland der Fall war).



Exhibit 16: Small-cap vs. Large-cap price performance

US: Russell 2000 vs. SPX; Europe: STOXX Small vs. STOXX Europe Large



Source: Bloomberg, STOXX, Goldman Sachs Global Investment Research

Der Fonds besteht aus den Bausteinen Aktien, Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter, sowie opportunistisch Absicherungen. Der Baustein Aktien lieferte eine Kontribution von ca. 11,1%. Bei einem Anteil von ca. 60% an der gesamten Allokation entspricht dies einer Performance von ca. 18,5% und kann mit der Entwicklung der Aktienindices im Mix durchaus mithalten. Bedenkt man die höhere Gewichtung von Small- und Mid-Caps im Fonds, so erscheint die Performance aus unserer Sicht zufriedenstellend. Nichtsdestotrotz müssen auch wir uns an der Entwicklung der Indices in der Breite messen lassen, so dass wir dennoch nicht vollständig zufrieden sein können. Positiv: Unterteilt man den Baustein Aktien allerdings nochmals in Werte mit mehr als einer Mrd. EUR Marktkapitalisierung (vereinfacht im Anschluss Large-Caps bezeichnet) und Werte unter einer Mrd. EUR Marktkapitalisierung (vereinfacht im Anschluss Small-Caps bezeichnet), so zeigt sich eine Kontribution von ca. +7,6% für die höher kapitalisierten Titel und +3,5% für Titel der gering kapitalisierten Unternehmen. Somit haben auch Small-Caps zur positiven Entwicklung beigetragen und besser als viele Indices performt. Aktien mit Anleihecharakter lieferten Kontributionen von +0,16% und haben damit eher eine untergeordnete Rolle gespielt. Da Events teilweise gehäuft und dann wieder seltener auftreten erachten wir

dies aber als weniger aussagekräftig und erwarten, dass der Baustein nach vorne blickend weiterhin stabil und auch wieder signifikanter zur Entwicklung beiträgt.

Mit einer Kontribution von 2,44% (entspricht einer Performance von ca. 8%) erachten wir das Ergebnis der Renten als sehr zufriedenstellend (nach bereits 2,36% Kontribution im Vorjahr). Dieses Ergebnis liegt über der durchschnittlichen Rendite des Anleihen-Portfolios und impliziert damit zusätzliche Kursgewinne über die reine „Vereinnahmung“ der Rendite hinaus. Im aktuellen Umfeld gehen wir davon aus, dass dieser Baustein auch weiterhin für einen stabilen und attraktiven Renditebeitrag verantwortlich sein wird.

Zum Abschluss zeigt nachfolgende Graphik die Renditebeiträge/Kontribution für den Fonds der genannten Bausteine (also nicht die absolute Performance der Bausteine) über den Verlauf der letzten 4 Quartale:

	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Letzte 12 Monate
Aktien	+0,53%	+2,68%	+6,40%	+1,50%	+11,11%
davon Large-Cap	+2,15%	+2,48%	+1,82%	+1,14%	+7,59%
davon Small-/Mid-Cap	-1,62%	+0,20%	+4,58%	+0,36%	+3,52%
Aktien mit Anleihecharakter	-0,08%	+0,06%	+0,09%	+0,09%	+0,16%
Renten	+0,82%	+0,34%	+0,72%	+0,56%	+2,44%
Absicherung	-	-	-	-	-

Quelle: Axxion, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2024

Entwicklung von Einzeltiteln

Im Gegensatz zum Vorjahr gehörte im Jahr 2024 die Aktie von **Pullup Entertainment** (vormals Focus Entertainment) zu den positiven Kontributoren. Wir hatten den Investmentcase im Jahresbericht 2023 nochmals dargestellt und sind trotz des positiven Verlaufs im Jahr 2024 weiterhin davon überzeugt, dass die Aktie weiteres Aufholpotential hat. Ein maßgeblicher Faktor für die positive Entwicklung war dabei der große Erfolg des Spiels Warhammer 40.000: Space Marine 2, das Anfang Januar die Marke von 6 Mio. Spielern knacken konnte. Am Investmentcase hat sich nichts maßgeblich verändert, weshalb wir an dieser Stelle auf den letztjährigen Bericht verweisen möchten.

Ebenfalls sehr positiv entwickelte sich die Aktie von **Protector**, einem norwegischen Versicherungsunternehmen. Trotz mehrerer Großschäden im Frühjahr konnte in den ersten 3 Quartalen eine unter 90% und damit besser als das langfristige Ziel liegende *Combined Ratio* bei gleichzeitig 18% höheren Bruttoprämien erzielt werden. Strategisch wichtig ist der Start in Frankreich, das für sich genommen ein Markt mit ähnlicher Größe wie Großbritannien ist (welches aktuell über 40% des Geschäftes ausmacht). Hier hat Protector zum Start am 1.1.2025 bereits mehr Geschäft gesichert, als man in Großbritannien nach zwei Jahren hatte. Der wesentlich schnellere Start lässt daher hoffen, dass das zweistellige und sehr profitable Wachstum auch für die nächsten Jahre fortgesetzt werden kann, wodurch die Bewertung selbst nach dem starken Lauf der letzten Jahre weiterhin attraktiv erscheint.

Auch die Aktie des kanadischen Versicherungskonzerns **Fairfax** entwickelte sich ausgezeichnet. Wie ursprünglich erwartet, haben sich die operativen Gewinne durch die hohen Zinsen bei gleichzeitig solidem Versicherungsmarkt stark erhöht. Auch die Beteiligungen an anderen Unternehmen entwickelten sich stark, gleichzeitig wurden Aktien zurückgekauft und die Dividende verdoppelt. Der Versicherungszyklus scheint zwar den Zenit allmählich überschritten zu haben, angesichts der in Nordamerika wohl weiter höheren Zinsen und einer guten Kapitalallokation sehen wir hier aber weiter bei einem Konsens-KGV für 2025 von ca. 11 (Quelle: Bloomberg, 20.01.25) gute Chancen für eine weiterhin positive Aktienkursentwicklung.

Neben diesen Titeln steuerten auch die Aktien von Kri-Kri (Griechenland, Milchprodukte), Beazley (UK, Versicherung), Crayon (Norwegen, IT-Services) und On the Beach (UK, Travel) signifikant positiv zur NAV-Entwicklung bei. All diese Titel befinden sich auch weiterhin im Portfolio des Fonds, teilweise

wurden Gewichtungen leicht adjustiert. Die Unterschiede hinsichtlich Marktkapitalisierung, Region und Sektor zeigen unserer Meinung nach, dass die Strategie hin zu einer diversifizierteren und robusteren Aufstellung des Portfolios Wirkung zeigt.

Negativ zur Entwicklung trugen in signifikantem Ausmaß in diesem Jahr nur wenige Aktien bei. Zur Aktie von **Agfa** hatten wir ebenfalls im letzten Jahr bereits einen Kommentar verfasst, auch in diesem Jahr lief es für den belgischen Konzern nicht gut. Allerdings hatten wir die Position schon Anfang des letzten Jahres zu noch etwas höheren Kursen stärker reduziert, so dass der negative Verlauf weniger ins Gewicht im Portfoliokontext fällt. Wir sehen durchaus Potential dafür, dass sich die Aktie signifikant erholt, weshalb der Fonds die aktuelle Gewichtung (ca. 0,6%) hält.

Die höchste negative Kontribution lieferte im abgelaufenen Jahr die Aktie des italienischen IT-Unternehmens **Sesa** (ca. -1,3%). Dieses besitzt in Italien im Distributionsbereich für höherwertiges IT-Equipment und Software eine marktführende Stellung und verfolgt seit einigen Jahren eine spannende Strategie von günstigen Übernahmen in den Bereichen Systemintegration und Software (SSI) sowie Business Service, um die Wertschöpfungstiefe zu erweitern und neue Wachstumsfelder zu erschließen. Mehrere negative Enttäuschungen führten jedoch zu leichten Gewinnanpassungen und einer überproportional negativen Entwicklung des Aktienkurses: So überraschte zunächst eine deutliche Marktkorrektur im Bereich „Digital Green“. Darüber hinaus stiegen die Finanzierungskosten aufgrund von höheren Zinssätzen und der Nutzung von Factoring aus unserer Sicht stärker an als anzunehmen war, was auf die Nettogewinnentwicklung drückte. Zuletzt enttäuschte man zudem im Distributionssegment mit einer schwachen Umsatzentwicklung. Positiv war dagegen die resiliente Entwicklung im SSI- und Business Service Segment, die damit im Konzernmix zunehmen sowie Management-Aussagen, die auf zukünftig fallende Finanzierungskosten im Jahresvergleich hindeuten. Wir beobachten die operativen Entwicklungen genau und kritisch, halten jedoch aktuell die Kursreaktion für übertrieben.

Im Bereich Aktien mit Anleihecharakter und Anleihen sind keine signifikant negativen Entwicklungen zu vermelden. Deutlich positiv entwickelten sich hier unter anderem die Wandelanleihen von Jet2 (UK, Travel) und die Hybridanleihe von UBM Development (Österreich, Immobilienentwicklung).

Portfolio Veränderungen Aktien

Im ersten Halbjahr gab es für drei Aktien des Portfolios Übernahmeangebote, im Rahmen dessen diese Aktien verkauft oder angedient wurden. Dabei handelt es sich zum einen um die beiden griechischen Software-Unternehmen **Entersoft** und **Epsilon Net**, die im Vergleich zu größeren Softwareunternehmen sehr attraktiv bewertet waren und zudem eine spannende Kombination aus organischem und sinnvollem anorganischem Wachstum boten. In beiden Fällen lag der Einstandskurs deutlich unter dem Übernahmeangebot, so dass die Investments sehr erfolgreich abgeschlossen werden konnten. Im Falle von Entersoft belief sich das Angebot auf 8 Euro, der durchschnittliche Einstandskurs im Fonds lag bei unter 4 Euro. Bei Epsilon Net unterbreitete der Großaktionär ein Angebot zu 12 Euro, der durchschnittliche Einstandskurs lag hier bei 2,17 Euro. Das dritte Unternehmen mit Übernahmeangebot ist **L'Occitane**. Auch hier bot der Großaktionär an, die Aktien des Unternehmens zu erwerben, die er nicht bereits besitzt. Das Angebot lag bei 34 HKD, der Einstandskurs, der erst kürzlich aufgebauten Position im Fonds lag bei ca. 22 HKD.

Über die beiden neu aufgenommenen Unternehmen Medical Facilities und Howard Hughes hatten wir zum Halbjahr berichtet, bei beiden sind nun bereits Trigger eingetreten. Bei der Aktie **Medical Facilities**, welche in Kanada gelistet ist aber in den USA Kliniken betreibt, stellt sich aus unserer Sicht eine asymmetrische Sondersituation dar, die sich entwickelt wie von uns antizipiert und erhofft. Nachdem wir zum Halbjahr unsere Hoffnung auf weitere Verkäufe dargestellt hatten, wurde zum Ende des Jahres tatsächlich eine weitere Klinik an einen größeren Wettbewerber verkauft. Der Kaufpreis war dabei am oberen Rand unserer Schätzungen, von dem Erlös kauft das Unternehmen nun einen erheblichen Anteil der ausstehenden Aktien zurück. Da die Kosten für Börsennotierung und Management nun auf noch weniger verbleibende Kliniken verteilt werden macht es aus unserer Sicht wenig Sinn das Unternehmen in der Form weiterzuführen - wir halten daher eine Wiederholung dieser Events im laufenden Jahr für gut möglich. Gleichzeitig ist durch die Dividendenrendite und die inzwischen aufgebaute Kasse das Risiko gut begrenzt.

Im Halbjahr hatten wir über eine neue Position in der US-Aktie **Howard Hughes** berichtet. Nachdem sich die Investmentthese relativ schnell wie erhofft entwickelt hatte, wurden die Aktien wieder verkauft. Durch die Abspaltung von Seaport Entertainment im August wurde die Unternehmensstruktur verein-

facht, was die Komplexität des Unternehmens erheblich reduzierte und den Bewertungsabschlag verringerte. Operativ zeigte das Unternehmen das ganze Jahr über eine starke Leistung und hob sowohl im zweiten als auch im dritten Quartal die Prognosen an.

Ebenfalls verkauft wurde die Position in **Petershill Partners**. Das Unternehmen hält Beteiligungen an verschiedenen Private Equity Firmen und wurde Ende 2023 aufgrund der sehr niedrigen Bewertung ins Portfolio aufgenommen. Diese Einschätzung hat sich als richtig herausgestellt - angetrieben von einer guten Kapitalallokation, in diesem Fall sowohl erhebliche Aktienrückkäufe als auch Dividenden, hatte sich die Aktie schnell wieder erholt und den Abstand zu ihrem NAV (inneren Wert) verringert. Durch den Kursverlauf war das Risiko aber gestiegen - zum Kaufzeitpunkt konnte man davon ausgehen, dass die Bewertung des Unternehmens allein durch die schon vorhandenen Gelder in den Fonds (die auf Jahre fest angelegt sind) und die daraus erwarteten Verwaltungsgebühren abgedeckt ist. Da wir nicht auf die Entwicklung der Zuflüsse in die Private Equity Branche spekulieren wollten und nun eine höhere Unsicherheit sahen, entschieden wir uns die Mittel in andere attraktive Gelegenheiten zu investieren.

Ähnlich stellt sich die Situation bei **Gedeon Richter** dar: Das ungarische Unternehmen besitzt einen Vertrag mit dem US-Pharmariesen Abbvie, deren Lizenzgebühren über die restliche Laufzeit aus unserer Sicht die Marktkapitalisierung schon weitgehend gerechtfertigt hatte, dazu wächst das erfolgreiche Geschäft mit Verhütungsmitteln sowie Generika sehr gut. Die Gewinne wurden durch die spätere Einführung einer speziellen Steuer allerdings geschmälert, gleichzeitig werden die Erträge aus den Lizenzeinnahmen in Übernahmen und neue Medikamente wie den Biosimilars investiert und nur zu einem geringen Teil ausgeschüttet. In Kombination mit dem positiven Kursverlauf ist auch hier das Chance-/Risiko-Verhältnis schlechter geworden, weshalb entschieden wurde, dass der Fonds die Gewinne realisieren sollte.

Verkauft wurden zudem die Aktien von **Prosus**, im Gegenzug wurde allerdings in eine Wandelanleihe investiert, deren Wandlungsoption in Aktien von Tencent lautet. Die Hintergründe hierzu stellen wir im Anhang als kurze Case Study dar.

Neu aufgenommen ins Portfolio wurde die Aktie von **Green Landscaping**. Es handelt sich hierbei um ein schwedisches Unternehmen, welches erfolgreich den Markt für Garten- und Landschaftsbau konsolidiert. Nach einiger Zeit der Verluste konnte der jetzige CEO das Unternehmen ab 2015 mit einer Strategie der Dezentralisierung deutlich stärken und in die Gewinnzone führen. Seitdem werden jedes Jahr mehr Unternehmen zur Gruppe hinzugekauft. Das interessante daran ist, dass der Markt sehr stabil ist, eine hohe Anzahl an Unternehmen zum Verkauf stehen (u.a. durch Altersnachfolge) und die Übernahmepreise dadurch ausgesprochen attraktiv sind. Diese kleinen Unternehmen kann man mitunter zu einem EV/EBIT von 5x kaufen. Die Gewinne werden dann wieder eingesetzt, um weitere Unternehmen zu kaufen. Dadurch ergibt sich eine hohe Wachstumsgeschwindigkeit im zweistelligen Prozentbereich. Zuletzt expandierte das Unternehmen in den deutschsprachigen Raum und will mittelfristig auch europaweit vertreten sein, wodurch es noch sehr viel Raum für weitere Expansion gibt, gleichzeitig will man noch selektiver bei der Auswahl vorgehen. Bereinigt um die rein buchhalterischen Abschreibungen auf Übernahmekosten geht die Konsensschätzung aktuell von einem KGV von ca. 13 (Quelle Bloomberg, 20.01.25) aus, was für das Wachstumstempo sehr attraktiv ist.

Ebenfalls neu investiert hat der Fonds in die Aktien des australischen Unternehmens **Duratec**. Das Unternehmen hat sich auf gewisse Bereiche in den Themenfeldern Schutz, Instandhaltung und Sanierung von Infrastrukturen spezialisiert. Die eigentümergeführte Firma überzeugt durch eine herausragende operative Historie mit deutlicher Expansion und gleichzeitig einen hohen Fokus auf der Vermeidung von größeren Projektrisiken. Duratec profitiert zusätzlich von einem strukturell wachsenden Markt durch veraltete Infrastrukturen in vielen Bereichen sowie anstehender signifikanter Investitionen im Verteidigungsbereich. Dabei besitzt das Unternehmen eine grundsolide Bilanz mit Nettokasse, das Investment konnte zu einer aus unserer Sicht für das Wachstumsprofil sehr moderaten Bewertung initiiert werden.

Im letzten Quartal wurde zudem eine Position in Aktien von **B&M European Value Retail (B&M)** aufgebaut. B&M ist ein großer Discounter für allgemeine Konsumgüter in Großbritannien. Rund die Hälfte des Sortiments besteht aus Markenprodukten, hauptsächlich im FMCG-Bereich, die günstiger als im Durchschnitt von Supermarkt-Wettbewerbern verkauft werden. Die andere Hälfte besteht aus Eigenmarken, hauptsächlich im General Merchandise Bereich. Das Geschäft profitiert von einer schlanken Kostenstruktur, einer hohen Einkaufsverhandlungsmacht und einer gut aufgestellten Lieferkette nach China, die ein preisattraktives und abwechslungsreiches Sortiment für die Kunden möglich macht. Der

Konzern hat eine sehr erfolgreiche operative Historie und besitzt ein resilientes Geschäftsmodell, welches zudem nur wenig Kapital für Wachstumsinvestitionen benötigt. Wachstumspotenzial besteht dabei einerseits durch weitere Neueröffnungen im Süden Englands. Mittelfristig spannend könnte zudem das Geschäft in Frankreich werden, welches aktuell noch vergleichsweise klein erscheint. Da die operative Geschäftsentwicklung überzeugt und der französische Markt deutlich weniger wettbewerbsintensiv ist, könnte das Wachstumstempo zulegen und damit das Geschäft in Frankreich in der Bedeutung deutlich zunehmen. Aktuell belasten allerdings ausbaufähiges Wachstum in Großbritannien und antizipierter Kostendruck auf Personalseite den Aktienkurs deutlich. Auch wir können uns eine leicht niedrigere Marge in Zukunft vorstellen, erachten dies allerdings bereits mehr als ausreichend im Aktienkurs berücksichtigt. Das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 9x (Quelle Bloomberg, 20.01.2025) bietet aus unserer Sicht eine noch attraktivere Chance als beim Aufbau der ersten Position, sodass der Fonds diese zuletzt noch mal ausgebaut hat.

Diese drei neuen Titel zeigen, dass wir weiterhin an der robusten Aufstellung des Portfolios arbeiten. Mit Australien, UK und Skandinavien und auch im Hinblick auf die Sektoren sollten diese Aktien weniger miteinander und (teilweise) auch mit dem Portfolio korrelieren.

Abschließend wollen wir einen Blick nach Japan werfen, einem Markt, den wir seit letztem Jahr verstärkt im Fokus haben (worüber wir bereits berichteten). Der Fall **Beenos** eignet sich gut, um die dortigen Opportunitäten zu skizzieren. Der Fonds hatte im September eine Position in der Aktie aufgebaut, nach dem wir die Firma in Japan besucht hatten und die Situation aufgrund mehrerer potenzieller Events immer interessanter wurde. Bei vielen japanischen Unternehmen ist die schlechte Kapitalallokation ein Problem, oft geprägt durch eine sehr hohe (Netto-)Kasse und ausbleibender Aktienrückkäufe oder Dividenden. Da es gleichzeitig wenig aktivistische Aktionäre gibt und oft Familien oder andere Unternehmen über Kreuzbeteiligungen hohe Anteile halten, ist es schwierig, dies aktiv zu verändern. Bei Beenos sah es aber anders aus: Es gab aktivistische Aktionäre und gleichzeitig keine großen Beteiligungen Dritter (mehr als 40 % der Aktien des Unternehmens wurden von nicht-japanischen Anlegern gehalten). Zudem war es interessant, dass den operativen Einheiten nach Abzug der Netto-Kassenposition lange Zeit aufgrund der historisch schlechten Kapitalallokation kein oder kaum Wert beigemessen wurde. Die bevorstehende Jahreshauptversammlung im Dezember war aus unserer Sicht daher ein potenzieller Trigger für eine Veränderung und dadurch Neubewertung der Aktie, da andere Aktionäre und wir das Management in Richtung einer besseren Kapitalallokation gedrängt hatten und diesbezüglich auch neue Tagesordnungspunkte von Aktionären für die Hauptversammlung vorgeschlagen wurden.

Buyee, der wichtigste Vermögenswert von Beenos, ist eine führende und hochprofitable grenzüberschreitende E-Commerce-Plattform, die es internationalen Nutzern ermöglicht, Artikel auf japanischen Online-Marktplätzen zu erwerben. Dieser Markt weist weiterhin starke Wachstumsaussichten auf, die durch die weltweite Popularität der japanischen Popkultur und innovativer japanischer Produkte angeheizt werden. Letztlich beschloss das Management noch vor der Hauptversammlung, sich nach Alternativen umzusehen, und noch vor der Hauptversammlung wurde ein Übernahmeangebot von LINE Yahoo in Höhe von 4000 JPY pro Aktie angekündigt (durchschnittlicher Einstandskurs der Position war ca. 2672 JPY). Damit ging der Investmentcase deutlich schneller auf als erwartet.

Portfolio Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Auch im Bereich Anleihen gab es mehrere Veränderungen. Zu Beginn des Jahres lief eine Wandelanleihe von **JustEat Takeaway** aus und wurde vollständig zurückbezahlt. In die Wandelanleihe von JustEat hatte der Fonds im letzten Jahr investiert, nachdem die Kreditwürdigkeit am Markt stärker angezweifelt worden war als unserer Meinung nach gerechtfertigt. Zwar ist das Geschäft nach wie vor umkämpft und die Wachstumsaussichten schwer zu modellieren, andererseits besitzt das Unternehmen eine große Liquiditätsposition und in einigen Märkten eine attraktive Monopolsituation, in denen starke Cashflows erzielt werden. Mit der Rückzahlung und der Erholung sämtlicher Anleihen des Unternehmens ging diese These bisher gut auf.

Ebenfalls verkauft wurde die Wandelanleihe von **GN Store/Nord**. Auch hier war die Kreditwürdigkeit vom Markt in Frage gestellt worden, nachdem das Unternehmen eine im Nachhinein zu teure Übernahme im Bereich Kopfhörer getätigt hatte und dazu Schwierigkeiten im Kernbereich Hörgeräte hatte. Die Firma konnte sich aber dank des grundsätzlich sehr soliden Geschäftsmodells gut refinanzieren, so dass die Rückzahlung absehbar (Laufzeitende 2024) und die Wandelanleihe knapp unter dem Rückzahlungskurs von 100% handelte.

Zu einem positiven Abschluss kam es auch bei dem Investment in die Wandelanleihe von Mercari (Laufzeit 2026). Bei Mercari handelt es sich um eine führende japanische C2C-Plattform für Gebrauchsgüter (teilweise vergleichbar zu Ebay) mit hohen Gewinnmargen und Netzwerkeffekten. Die sehr resiliente Geschäftsentwicklung im wichtigen Japangeschäft wurde zwischenzeitlich durch Investitionen in das Auslandsgeschäft sowie Fintech-Geschäft überdeckt, sodass es im Jahr 2023 zu einer außergewöhnlichen Chance kam: Das Renditelevel wanderte auf ein Level von über 6%, durch eine Absicherung des Yen ergab sich damit eine Einstandsrendite von rund 9% in Euro (Frühjahr 2023). Da die Bilanz immer sehr stabil und das Kerngeschäft hochprofitabel war, wurde aus unserer Sicht das Risiko falsch eingepreist. Nicht verwunderlich ist daher, dass der Kreditaufschlag im Laufe der Zeit deutlich sank und im August 2024 das Unternehmen ein attraktives Rückkaufangebot (zu 97%) unterbreitete, welches der Fonds annahm.

Zudem wurden zugunsten aus unserer Sicht attraktiverer Anlagemöglichkeiten die Wandelanleihen von **WH Smith** und **Zalando** (2025) verkauft.

Im Gegenzug wurden unter anderem Wandelanleihen von **Dürr** gekauft. Diese haben eine Laufzeit bis 2026 und einen Kupon von 0,75%, handelten aber bei ca. 95%, so dass die Rendite bis Fälligkeit bei über 4% lag. Gleichzeitig erschien uns die Wandlungsoption prinzipiell interessant, da die Aktie nicht hoch bewertet ist und war. Das Unternehmen ist als Automobilzulieferer unter anderem im Bereich Lackieranlagen aktiv, ein Bereich, der auch mit der E-Mobilität nicht an Relevanz verlieren wird. Etwas belastet wird das Ergebnis aktuell durch die Beteiligung an Homag, die Maschinen für die Möbelindustrie herstellen. Mit der Wandelanleihe, die es ermöglicht an einer potenziellen Erholung der Aktie zu partizipieren ohne große Risiken im Falle eines niedrigeren Aktienkurses einzugehen, erschien uns dieses Profil zum Kaufzeitpunkt sehr interessant.

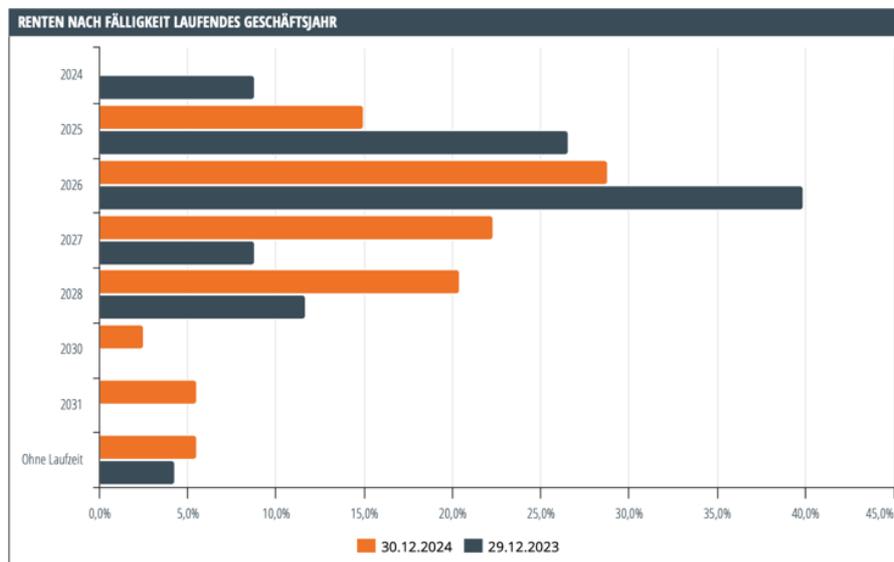
Zudem wurde in Wandelanleihen von **Park24**, einem japanischen Unternehmen investiert. Die Laufzeit ist hier bis 2028, die Anleihe zahlt dabei keinen Kupon. Auch diese Anleihe handelt unter Nominalwert, so dass sie eine positive Rendite aufweist. Durch die aktuelle Zinsdifferenz zwischen Europa und Japan kann durch die Währungsabsicherung ein zusätzlicher Betrag vereinnahmt werden, wodurch die Gesamrendite der Anleihe in Euro betrachtet, ebenfalls attraktiv ist (>4%). Das Unternehmen betreibt in Japan Parkplätze und Ride-Sharing, was ein stabiles Geschäft darstellt. Seit der Corona-Pandemie, als das Unternehmen operativ betroffen war, liegt die Bewertung der Aktie trotz weitgehender Erholung im operativen Bereich nach wie vor deutlich niedriger als vor der Pandemie. Da mittelfristig die Aufnahme von höheren Dividendenzahlungen wahrscheinlich erscheint, ist ein deutliches Aufholen des Aktienkurses und damit ein positiver Wertbeitrag durch die Wandlungsoption zusätzlich möglich.

Ein defensives Investment tätigte der Fonds zudem bei der Wandelanleihe von **Orpar**. Bei Orpar handelt es sich um die von der Familie Dubreuil kontrollierte Holdinggesellschaft, die als Hauptaktionärin der Rémy Cointreau fungiert. Die Wandelanleihe ist zu einem Preis von rund 130€ in Aktien von Rémy Cointreau wandelbar, was lediglich einem geringen Optionswert entspricht. Spannender ist hier der reine Anleihenteil, da die Einstandsrendite von circa 5% bis Februar 2029 bezogen auf das sehr konservative Geschäftsmodell mit werthaltigen Lagerbeständen bereits ein attraktives Niveau bietet.

Ende des Jahres hat der Fonds zudem in die Wandelanleihe der **Deutschen Beteiligungs AG** investiert. Diese bietet eine doppelt spannende Anlagemöglichkeit: Einerseits bedeutet bereits die Einstandsrendite der Anleihe von circa 5% für rund 5 Jahre Laufzeit eine attraktive Verzinsung bezogen auf die defensive Kapitalstruktur mit vielfältigen Beteiligungen. Gleichzeitig liegt der aktuelle Wandelpreis von ca. 30,8€, der voll um Dividenden adjustiert wird, nicht weit vom Aktienkurs entfernt. Dabei notiert die Aktie mit deutlichem Abschlag zum NAV und das eingenommene Geld der Wandelanleihe sollte für neue Co-Investments (u.a. für die Auflage von „Private Credit“ Fonds) renditestark investiert werden können. Damit liegt aus unserer Sicht die erwartete Rendite für die Wandelanleihe inklusive Wandeloption auf einem äußerst attraktiven Niveau im Vergleich zu einem überschaubaren Risiko.

Weiterhin investierte der Fonds in eine Wandelanleihe, deren Wandlungsoption auf Tencent Aktien lautet. Die Hintergründe hierzu stellen wir im Anhang als kurze Case Study dar.

Zum Jahresende weist das Portfolio an Anleihen eine durchschnittliche Rendite von 4,8% auf, die durchschnittliche Restlaufzeit beträgt 2,19 Jahre und die Duration 2,20. Eine Übersicht über die Verteilung der Restlaufzeiten im Vergleich zum Jahresbeginn zeigt folgende Graphik:



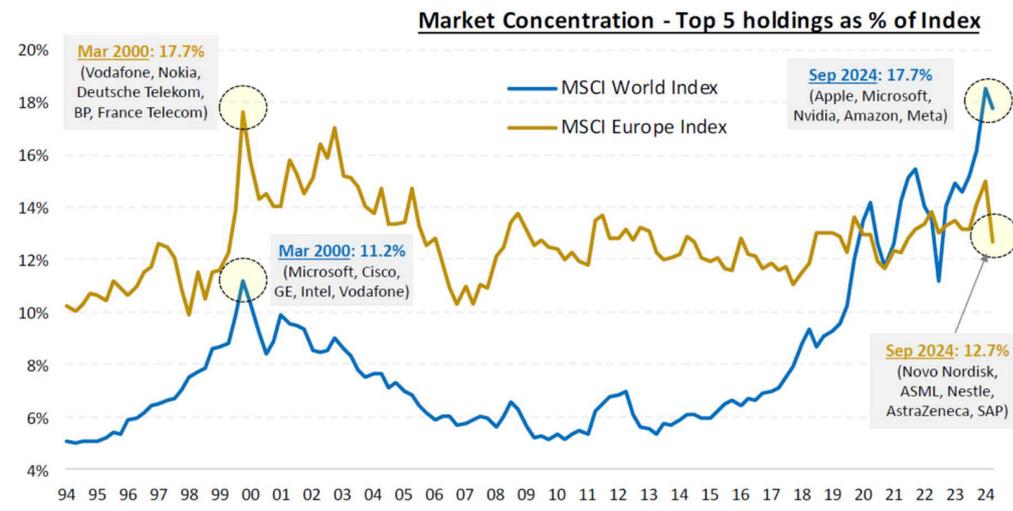
Quelle: Axxion, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2024

Im Bereich Aktien mit Anleihecharakter ergaben sich wenige Veränderungen. Der Fonds ist weiterhin in einige Aktien von in Strukturmaßnahmen befindlichen Unternehmen wie Osram, Pfeiffer Vacuum und DMG Mori investiert. Neu aufgebaut wurde eine Position in der Aktie von **Deutsche Wohnen**. Das Unternehmen ist aktuell dabei einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit Vonovia abzuschließen. Die Ausgleichzahlung („Dividende“) soll 1,03 (netto) betragen. Bei einer angenommenen Dividendenrendite von 4-5% ergäbe sich ein „Dividendenwert“ der Aktie von ca. 20-25 Euro (Dividende/Dividendenrendite). Dieser sollte im aktuellen Umfeld grob als Floor für die Aktie dienen und das Verlustpotential begrenzen. Gleichzeitig kann die Aktie zu einem Umtauschverhältnis von knapp 0,8x in Vonovia Aktien umgetauscht werden. Sollte der Kurs der Vonovia Aktie steigen, so sollte auch der Kurs der Deutschen Wohnen Aktie steigen. Hieraus ergibt sich eine Quasi-Option auf Vonovia Aktien bei gleichzeitig aus unserer Sicht wie oben dargestellt begrenztem Kursverlustrisiko.

Ausblick

In den letzten Monaten hat sich die Konzentration der größten Werte in den globalen Indizes, allen voran im S&P500 durch die Entwicklung der Mega-Caps, weiter verstärkt. Zum Halbjahr machten die Top 6 Unternehmen des S&P500 rund 31% der Indexgewichtung aus (Quelle: Bloomberg, Stand 30.06.2024). Auch bei einem theoretisch global gestreuten Index wie dem MSCI World dominieren wenige Aktien das Indexverhalten. So machten im September 2024 knapp 18% des MSCI World die fünf Aktien von Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon und Meta aus. Die nachfolgende Graphik zeigt diese Entwicklung auch im historischen Kontext. Der letzte Peak einer solchen Konzentration lag im März 2000 bei rund 11% - damals machten Microsoft, Cisco, GE, Intel und Vodafone diese Gewichtung aus. Einerseits ist eine erhöhte Konzentration also kein Einzelfall, andererseits: nur eines der damaligen Unternehmen ist heute noch dabei. Dabei handelt es sich nicht um Intel, was nicht implizieren soll, dass Nvidia das gleiche Schicksal ereilen muss. Vorstellen können wir uns aber durchaus, dass mittelfristig mehr Wettbewerb aufkommt und die in der Bewertung implizierten Wachstumszahlen nicht unbedingt erreicht werden müssen.

Market concentration may have peaked – time for SmallCap?



Source: Montanaro Asset Management, MSCI.

Quelle: Montanaro Asset Management, Stand 31.12.2024

Welches Ausmaß die aktuelle Konzentration auf einige, wenige US-Aktien angenommen hat zeigt auch die folgende Graphik, die aufzeigt, dass die Marktkapitalisierung der „Magnificent 7“ mittlerweile die aller europäischen Aktien überstiegen hat:

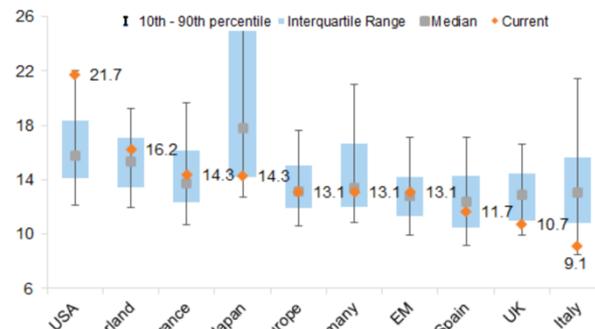


Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; *past performance is no indicator for future performance.*

Zweifelslos konnten sich diese US-Unternehmen in den letzten Jahren hervorragend entwickeln und haben auch sicherlich noch im Rahmen von Treibern wie KI viel Wachstumspotential. Doch erscheint es nun reichlich spät, noch auf den Zug aufzuspringen. Gerade in Hinblick auf das Staatsdefizit in den USA und historisch hohen Bewertungsdiskrepanzen erscheint es kein Selbstläufer, dass sich diese Entwicklung fortsetzt. Sicherlich sind passive ETF-Flows ein Grund, der diese Entwicklung miterklärt und möglicherweise auch noch nicht den Peak erreicht hat. Nichtsdestotrotz können wir uns vorstellen, dass eine Normalisierung eintritt und der Fokus auf Aktien von Unternehmen abseits der Mega-Caps wieder zunimmt. Die Zunahme an Übernahmeangeboten für deutsche Small- und Mid-Cap Unternehmen in der jüngeren Vergangenheit sind ein Indiz dafür, dass auch strategische Investoren und Finanzinvestoren die Kombination aus Unternehmensprofil und Bewertung dieser Unternehmen zunehmend als attraktiv erachtet.

Selbstverständlich ist zunächst aber der Fokus auf die Politik gerichtet. Was machen Trump und sein Kabinett, kommen Zölle und in welchem Ausmaß, wie finanzieren die USA ihr Staatsdefizit und welche Auswirkungen hat dies auf Inflation und Zins? Erste Indikationen, z.B. ein Zinsanstieg der längeren Laufzeiten, konnte man bereits beobachten. Auch die Wahl in Deutschland hat zumindest für Europa eine gewisse Relevanz und relevante Wirtschaftsreformen werden wieder zunehmend diskutiert. Für uns bedeutet dies, das Portfolio so aufzustellen, dass es keinen großen Risiken ausgesetzt ist, gleichzeitig Potential hat an verschiedenen Entwicklungen zu profitieren. Wir erachten die Strategie der letzten Zeit hierfür weiterhin als geeignet. Unser Fokus liegt bei der Titelselektion immer mehr auf international aufgestellten Unternehmen und einer Reduktion geografischer Klumpenrisiken. Betrachtet man die globalen Bewertungen und politischen Risiken, so ergibt es aus unserer Sicht weiterhin Sinn, das Portfolio breiter aufzustellen. Die folgende Graphik zeigt, dass Japan ebenso wie fast alle europäischen Aktienmärkte weiterhin am unteren Rand der historischen Bewertung liegen. Im Gegensatz dazu befindet sich der US-Markt deutlich oberhalb der normalen Bandbreite. Gemessen wird dies hier am durchschnittlichen P/E (=KGV) der Märkte (siehe Graphik rechts).

Exhibit 31 : Global valuation range
12m fwd P/E multiple. Data since 1987



Source: Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research

Stand: 10.01.2025

Insgesamt sind wir für das Jahr 2025 relativ zuversichtlich, auch wenn es durchaus Potential für Korrekturen gibt. Als fundamental angetriebene Investoren mit klarem Bottom-Up Ansatz erachten wir das aktuelle Portfolio basierend auf den Bewertungen der Investments für sehr attraktiv. Sicherlich können Marktkorrekturen unabhängig von der absoluten Bewertung günstige Aktien gleichermaßen betreffen. Wir gehen aber davon aus, dass sich der Trend fortsetzt, dass sich die operative Entwicklung der Unternehmen und die Entwicklung der Aktien wieder mehr annähert. Für diesen Fall erachten wir das Portfolio als sehr gut aufgestellt.

Der Bereich Anleihen profitiert weiterhin von einem attraktiven Umfeld, wenngleich bei niedrigeren Kreditrisiko-Aufschlägen in der Breite die Selektion noch wichtiger werden wird. Dank der aktuellen Zinskurve ergibt sich weiterhin die Möglichkeit, relativ attraktive Renditen auch ohne zu lange Laufzeiten (und damit sowohl Zinsänderungsrisiken als auch Kreditrisiken) zu vereinnahmen. Für diesen Baustein blicken wir dementsprechend auch für 2025 optimistisch nach vorne. Im Baustein Aktien mit Anleihecharakter erwarten wir wieder etwas mehr potentielle Opportunitäten und Aktivität.

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

Fabian Leuchtner

Dimitri Widmann

Case Study: Exchangeable Wandelanleihe

Investments in Aktien chinesischer Unternehmen werden oft, und teils zu Recht, sehr kontrovers diskutiert. Zweifelsohne sind die Aktien recht günstig bewertet und haben theoretisch massives Aufwertungspotential. Doch es bestehen gleichwohl signifikante Risiken. Im Portfolio des Fonds war unter anderem bisher eine Position in Prosus, deren Entwicklung maßgeblich auch von der Entwicklung von Tencent Aktien abhängt. Diese wiederum sind unter anderem in Hongkong gelistet. Insbesondere die eher weniger wahrscheinlichen, aber dafür sehr signifikanten Tail-Risiken waren für uns ein Grund, das Investment zu überdenken. Neben dem allgemeinen Risiko in Aktien von Unternehmen zu investieren, deren Geschäftsmodell aufgrund der geographischen Distanz schwierig einzuordnen sind und entsprechend hohe Risiken haben können sind das in diesem Fall insbesondere:

- Delisting-Risiko von ADRs durch die USA
- Einfluss von China auf den Handel der Aktien (ADR oder Hongkong Listing)
- Verborgene Risiken in der Unternehmensstruktur (VIE Strukturen)
- Geopolitische Spannungen zwischen den USA und China
- Sanktionen und Handelsbeschränkungen
- China-Taiwan-Konflikt

Das aus Kurssicht signifikanteste Risiko ist sicherlich ein Taiwan-Konflikt, auch wenn es aktuell nicht sehr wahrscheinlich erscheint. Dies könnte nicht nur negative Folgen für den chinesischen Aktienmarkt haben, sondern auch für ausländische Investoren welche bspw. über ADRs nicht direkt an den chinesischen Firmen beteiligt sind und somit auch vom Umgang der chinesischen Regierung mit diesen Strukturen abhängig sind. Auf der anderen Seite gibt es aber eben auch eine sehr große Chance, denn all diese Risiken erscheinen, mehr oder weniger, in die Aktien eingepreist zu sein:

Unternehmen	KGV_e (2025)	EV/EBITDA_e (2025)	Umsatz Wachstum_e (2025)
Tencent	13,7	12,2	8,8%
Alibaba	8,4	4,6	8,5%
Nasdaq 100	23,7	15,3	
Amazon	34,7	16,0	10,9%
Apple	32,1	24,2	5,8%
Microsoft	32,0	20,1	13,6%

Quelle: Bloomberg, Stand 10.01.2025

Ideal wäre es also, wenn man an einer positiven Entwicklung der Aktie partizipieren könnte, ohne die „Tail“-Risiken eingehen zu müssen. Eben diese Möglichkeit ergibt sich aus unserer Sicht durch die sogenannte Exchangeable Anleihe von Goldman Sachs mit Tencent Aktien als Wandlungsoption. Es handelt sich um eine Wandelanleihe, die aber nicht wandelbar in Aktien des Emittenten ist (hier Goldman Sachs), sondern in Aktien eines dritten Unternehmens (hier Tencent). Dieses Konstrukt wird dann „Exchangeable“ genannt.

Grundsätzlich besteht eine Wandelanleihe aus zwei Komponenten, einer Anleihe und einer Option auf eine Aktie mit festem Wandlungskurs/Strike. Bei einer normalen Wandelanleihe entspricht der Emittent auch der Wandlungsoption. Steigt der Kurs der Aktie des Emittenten, so gewinnt die Wandlungsoption an Wert, fällt der Kurs, so verliert sie an Wert – das Minimum ist dabei 0, also eine wertlose Option. Ist der Aktienkurs also im Verhältnis zum Wandlungspreis sehr niedrig, hat die Option keinen Wert und die Wandelanleihe entspricht mehr oder weniger einer Anleihe des Emittenten.

Der Wert der Anleihen-Komponente wiederum leitet sich primär aus der geforderten Rendite für die Anleihe ab, die sich in aller Regel aus dem Zins vergleichbarer Staatsanleihen zuzüglich einem Risikoaufschlag zusammensetzt. Letzterer ist unternehmensspezifisch und hängt daher ebenfalls an der Entwicklung des Unternehmens. Sowohl der Wert der Aktienoption, als auch der Wert der Anleihe hängen damit primär von der Entwicklung des Unternehmens ab. Steuert das Unternehmen beispielsweise auf

einen Liquiditätsengpass zu, so würden sowohl Aktienoption als auch Anleihewert stark negativ betroffen sein. Wäre Tencent also Emittent einer klassischen Wandelanleihe, so hätte man die oben genannten Risiken nicht vermieden.

Anders sieht es aber nun bei einem Exchangeable ab. Hier gleicht der Emittent nicht der Aktie, die der Wandlungsoption zu Grunde liegt. Das Kreditrisiko leitet sich hier vom Emittenten (und einigen anderen Prospektbedingungen) ab. Genauso verhält es sich bei der angesprochenen Anleihe begeben von Goldman Sachs. Ein Blick ins Prospekt zeigt: Emittent und Garant ist Goldman Sachs. Wichtig ebenfalls: Es gilt, für den Fall der Fälle, English Law bzw. New York Law. Falls es also zu Streitigkeiten käme, so könnte man sich auf ein halbwegs sicheres und etabliertes Rechtssystem verlassen:

1. (i) **Issuer:** Goldman Sachs Finance Corp International Ltd

(ii) **Guarantor:** The Goldman Sachs Group, Inc.:

– GSG (New York law) Guaranty

50. Governing Law: English law

Quelle: Termsheet der Anleihe

Der Wert der Anleihe ist also nur bedingt an die oben genannten Risiken gekoppelt. Sicherlich würde ein Taiwan-Krieg auch Investment-Banken, bzw. die ganze Weltwirtschaft betreffen. Insbesondere scheint der Markt zu ignorieren, dass einige US Firmen wie Apple und KI-Firmen stark von Chips aus Taiwan abhängig sind. Schätzungen zufolge macht Apple 25-30% an den Umsätzen von TSMC aus, da die Firma ein quasi Monopol bei „leading-edge“ Chips (essentiell für KI und iPhones) hat, gibt es auch kaum Ausweichmöglichkeiten. Aber das Risiko, dass die Anleihe von Goldman mehr oder weniger wertlos wird, ist massiv eingeschränkt gegenüber einem Investment in Tencent im Falle eines solchen Szenarios. Da der Wert der Wandlungsoption nicht niedriger als 0 sein kann, hat das Gesamt-konstrukt also ein relativ solides Risikoprofil.

Gleichzeitig aber erlaubt das Investment eine Partizipation an einer Erholung chinesischer Aktien. Da wir erwarten, dass China in 2025 weitere substanzielle Wirtschaftsförderprogramme ankündigen könnte, sehen wir gute Chancen für eine weitere Erholung chinesischer Aktien. Ohne eine tiefere Diskussion und Analyse starten zu wollen: Eine Verdoppelung des Kurses von Tencent bei einer Stabilisierung der geopolitischen Lage und der chinesischen Wirtschaft wäre in Anbetracht der Bewertungskennzahlen nicht utopisch. Dies würde dann eine entsprechend attraktive Entwicklung auch der Anleihe mit sich bringen. Da die Aktien von Tencent allerdings an verschiedenen Handelsorten gehandelt werden, ist noch wichtig sicherzustellen, was genau der Option zu Grunde liegt. In diesem Fall ist das die in Hongkong gelistete Aktie von Tencent:

29. **Share Linked Notes:** Applicable

(i) Single Share or Share Basket: Single Share

(ii) Name of Share(s): The ordinary shares of Tencent Holdings Limited (*Bloomberg page: 700 HK <Equity>; Reuters screen: 0700.HK; ISIN: KYG875721634*) (the "**Share**" or "**Underlying Asset**").

Quelle: Termsheet der Anleihe

Aus unserer Sicht ergibt sich mit diesem Investment ein äußerst spannendes Chance-/Risikoprofil, das dem Fonds als globaler Mischfonds mit Fokus auch auf Wandelanleihen im Gegensatz zu manchen anderen Fonds zur Verfügung steht.

Anhang: Übersicht über potentielle Nachbesserungsrechte des Fonds

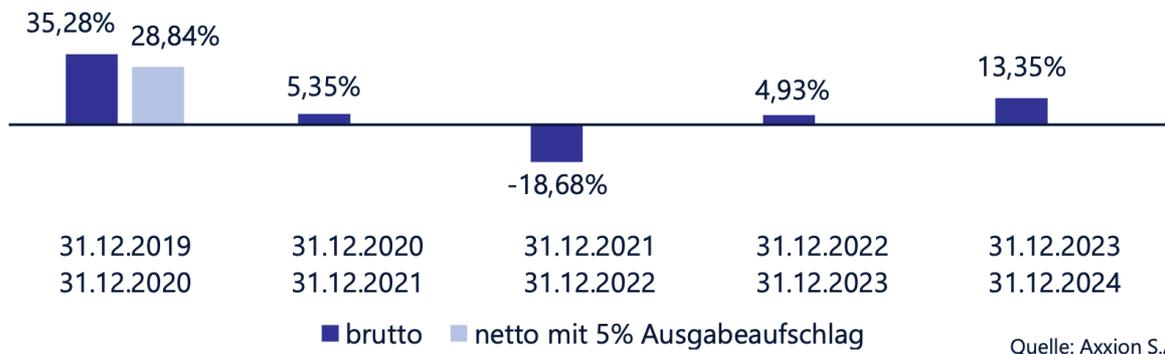
Durch Investments in Sondersituationen, wie zum Beispiel Aktien von Unternehmen in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, entstehen über die Zeit sogenannte potentielle Nachbesserungsrechte. Nach Abschluss einer solchen Strukturmaßnahme folgt (primär in Deutschland und Österreich) oft ein gerichtliches 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*
DMG Mori AG	4.022	1,03	4.143	Garantiedividende 2023 BuG*
DMG Mori AG	20.000	1,03	20.600	Garantiedividende 2024 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*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2023 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	93	6.789.000	Squeeze-Out 2023
Linde AG	23.500	189,46	4.452.310	Squeeze-Out 2019
MAN SE	20.292	70,68	1.434.239	Squeeze-Out 2021
McKesson Europe	76.100	24,13	1.836.293	Squeeze-Out 2023
Osram Licht AG	135.000	2,24	302.400	Garantiedividende 2022 BuG*
Osram Licht AG	117.000	2,24	262.080	Garantiedividende 2023 BuG*
Osram Licht AG	100.000	2,24	224.000	Garantiedividende 2024 BuG*
Pfeiffer Vacuum AG	32.500	7,32	237.900	Garantiedividende 2024 BuG*
Schaltbau	10.161	1,9	19.306	Garantiedividende 2023 BuG*
Schaltbau	20.000	1,9	38.000	Garantiedividende 2024 BuG*
Vantage Towers AG	57.000	1,52	86.640	Garantiedividende 2024 BuG*
Summe			25.185.197	

*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen
Stand 31.12.2024

Anhang: Rollierende Wertentwicklung



Kontakt

Fabian Leuchtner
Dimitri Widmann

fabian.leuchtner@aguja-capital.de
dimitri.widmann@aguja-capital.de

0221 5609 6930
0221 5609 6931

Wichtige Hinweise

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