



M. M. WARBURG BANK SCHWEIZ



WARBURG INVEST LUXEMBOURG

WARBURG VALUE FUND

ISIN LU0208289271 (Klasse B)

MANAGER-KOMMENTAR 1. Quartal 2018

RÜCKBLICK

Der Nettoinventarwert des Fonds (Anteilkategorie B) sank im ersten Quartal 2018 um 6,60 %. Von der Auflegung (23.12.2004) bis zum 31.03.2018 wurde eine jährliche Nettorendite von 9,46 % erzielt.

Während des Berichtszeitraums verkauften wir die Anteile am brasilianischen Papierkonzern Fibria Celulose S.A., da sich der Kurs unserer konservativen Schätzung des inneren Werts angenähert hatte. Im Gegenzug haben wir einen weltweit agierenden Anbieter von Energie- und Mietlösungen mit Sitz im Vereinigten Königreich neu in den Bestand aufgenommen. Insgesamt lag die Liquidität mit weniger als 1 % des Fondsvermögens weiterhin auf einem niedrigen Niveau.

Im Berichtszeitraum zeigte sich der zuvor lange eher ruhige Markt wieder einmal von seiner volatilen Seite. Die Kurse an den weltweiten Börsen verzeichneten kräftige Ausschläge, zuerst ausgelöst von einem deutlichen Aufwärtstrend bei der Verzinsung langfristiger Schuldtitel staatlicher Kreditnehmer in den Hartwährungsländern, dann geprägt von einer Mischung aus geopolitischen Spannungen, Besorgnissen wegen der internationalen Handelsbeziehungen und schließlich Datenschutzverletzungen und Angst vor regulatorischen Maßnahmen gegen die Social Media und großen Internetkonzerne.

Während die letzteren drei Faktoren als typische Beispiele der sprichwörtlichen „Wall of Worries“ angesehen werden können, an der die Märkte nach oben klettern, könnte ersteres für die Anlegergemeinschaft schwieriger zu verdauen sein. Denn weil inzwischen so viel Zeit vergangen ist, haben die meisten der heutigen Marktteilnehmer die späten 1970er und frühen 1980er noch nicht aktiv miterlebt, als die Zinssätze aus verschiedenen Gründen erheblich höher waren und eine weitaus stärker spürbare und disziplinierende Rolle spielten, als dies im derzeitigen Niedrig- oder gar Negativzinsumfeld der Fall ist.

AUSBLICK, GEDANKEN UND THEMEN

Der Fonds im Umfeld steigender Zinsen

Wir haben in der Vergangenheit schon häufig darüber berichtet, wie sich ein potenziell höheres Zinsniveau auf das Portfolio des Fonds auswirken könnte. Dabei haben wir immer wieder angemerkt, und das wiederholen wir an dieser Stelle, dass wir uns über steigende Zinsen nicht allzu große Sorgen machen müssen und dass wir ein solches eher normalisiertes Zinsniveau sogar begrüßen würden. In diesem Bericht wollen wir die wichtigsten Faktoren umreißen, die dazu beitragen, das Portfolio gegen den mutmaßlich negativen Einfluss steigender Zinssätze auf die Aktienwerte zu schützen.

Fangen wir an mit der sektoralen Positionierung des Fonds und seiner Empfindlichkeit gegenüber steigenden Zinssätzen. Der Fonds ist zu etwa zwei Dritteln in „konjunktursensiblen“ Sektoren wie Industrie, Rohstoffe und Energie sowie in ausgewählten Dienstleistungsbereichen wie Transportlogistik und Medien investiert. Wenn es stimmt, wie die meisten Wirtschaftsexperten derzeit behaupten, dass das Anziehen der Zinssätze auf ein erstarktes makroökonomisches Umfeld zurückzuführen ist, dann sollte sich dies auch positiv auf die Erfolgsrechnungen unserer zyklischen Portfoliounternehmen auswirken – und damit die negativen Aus-

wirkungen höherer Zinssätze abmildern oder sogar ausgleichen.

Auf der anderen Seite sind wir mit immerhin etwa einem Fünftel des Portfolios in „zinssensiblen“ Bereichen exponiert, etwa im Versorgungs- und Telekommunikationssektor. Unternehmen in diesen Branchen sind stark von der regelmäßigen Emission von Schuldtiteln abhängig. Höhere Finanzierungskosten wirken sich, so die allgemeine Annahme, negativ auf den Nettogewinn aus. Für einen sehr kurzen Zeitraum mag dies stimmen, aber diese Unternehmen sind üblicherweise in der Lage, die höheren Zinsbelastungen mit einer gewissen Verzögerung an ihre Kunden weiterzureichen. Für uns als langfristige Anleger sind steigende Zinssätze für Versorgungsunternehmen und andere regulierte Unternehmen mit hoher Kapitalbindung somit kein Faktor, weswegen wir uns übertriebene Sorgen machen müssten.

Aber wir können das Zinsrisiko auf Portfolioebene auch auf eine andere Weise betrachten. Einfach ausgedrückt, hat der jahrzehntelange Trend sinkender Zinssätze, der nach der Subprime-Krise in den USA und der folgenden Peripherieschuldenkrise in Europa zu einem anhaltend extrem niedrigen Zinsniveau führte, die Aktienmärkte in zwei „Bewertungs-Welten“ geteilt. Da ist zum einen die Welt des „Wachstums“: hier finden sich die Unternehmen aus den High-Tech-, Medien- und Gesundheitsbranchen sowie Unternehmen, die einen hohen freien Cashflow generieren, etwa im Bereich der Konsumgüter – die sogenannten Bond Proxies, die wegen ihrer verlässlichen Dividendenrenditen als Alternative zu Anleihen angesehen werden. Zum anderen ist da die Bewertungswelt des „Wertes“: sie umfasst Unternehmen aus konjunkturabhängigen Branchen mit schwankenden Gewinnspannen und hohem Kapitalbedarf, die von den Marktbeobachtern häufig ungerecht und fälschlicherweise als „minderwertige“ Aktien abgetan werden. In Verbindung mit dem immer weiter zunehmenden Trend zur Indexierung von Anlageprogrammen sind die Bewertungsparameter in der „Wachstums“-Welt spektakulär gestiegen, während die Unternehmen der „Wert“-Welt links liegen gelassen wurden. Die Folge ist eine signifikante und anhaltende Bewertungslücke zwischen diesen beiden Teilwelten.

Wir sind davon überzeugt, dass dieses krasse Missverhältnis aufgebrochen und zumindest teilweise ausgeglichen wird, sobald sich ein eher normales Szenario in der Zinsstrukturkurve abbildet, in dem die Zinssätze, d.h. Realzins plus erwartete Inflation, wieder adäquater bemessen sein werden als in der Vergangenheit. Und sollten sich solche normalisierten Bedingungen auf dem Finanzmarkt einstellen und sich die Bewertungswelten „Wachstum“ und „Wert“ einander angenähert haben, dann – davon sind wir ebenfalls überzeugt – wäre der Fonds in einer außergewöhnlich starken Position, um davon zu profitieren.

Zugegeben, wir warten schon eine lange Zeit darauf, dass sich die Bedingungen wieder normalisieren, was sowohl vom Portfoliomanagement als auch von den Anlegern im Fonds eine enorme Disziplin und Geduld erfordert hat. Aber immerhin haben wir in der Vergangenheit in einem Umfeld, das für unseren Investitionsansatz nicht gerade förderlich war, mehr als robuste Ergebnisse erzielt, und in Erwartung günstigerer Rahmenbedingungen für die Positionierung unserer Anlagen rechnen wir für die Zukunft fest mit einer weiterhin langfristig starken Nettorendite des Fonds.

Gregor Trachsel
Portfolio Manager



DER INVESTMENTANSATZ

Wir kaufen Beteiligungspapiere, die zu einem markanten Abschlag zum sogenannten *inneren* Wert gehandelt werden. Damit meinen wir den Wert, den ein strategischer Käufer bzw. ein langfristiger Besitzer mit voller Kontrolle der entsprechenden Firma beimessen würde. Wir verkaufen, (1) wenn sich der Börsenkurs dem inneren Wert angeglichen hat, wir also mit Gewinn verkaufen können, (2) wenn wir realisieren, dass uns bei der Analyse ein Fehler unterlaufen ist, oder sich die Annahmen der Investmentsituation grundsätzlich verändert haben oder (3) wenn wir eine bessere Alternative zu einer existierenden Position gefunden haben.

Unser Anlageprozess ist spezifisch dafür ausgelegt, die unternehmerischen, operativen und finanziellen Risiken der von uns analysierten Firmen zu beurteilen. Im Gegensatz zu der großen Mehrheit anderer Anlagefonds versuchen wir nicht, Risiken einzuschätzen oder vorauszusehen, die über Unternehmens- und Industrieanalyse hinausgehen, wie z.B. Marktrisiken von Aktien, Obligationen oder Währungen. Damit sich der Erwerb eines Beteiligungspapiers typischerweise lohnt, sollte uns dessen Bewertungsanalyse aufzeigen, dass sich der Börsenkurs über eine Zeitspanne von fünf Jahren hinweg verdoppeln kann. Unser Ziel ist, für den Fonds langfristig eine durchschnittliche jährliche Nettorendite von ca. 10 % zu erreichen.

RECHTSHINWEIS

Der WARBURG VALUE FUND wurde nach Teil I des Luxemburger Gesetzes vom 20. Dezember 2002 über Organismen für gemeinsame Anlagen aufgelegt. Der Fonds unterliegt nunmehr Teil I des Gesetzes vom 17. Dezember 2010 und erfüllt die Anforderungen der geänderten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften 2009/65/EG vom 13. Juli 2009.

Der Fonds ist zum öffentlichen Vertrieb in Luxemburg, Deutschland, Österreich und der Schweiz zugelassen. Der Verkaufsprospekt mit dem Verwaltungsreglement des Fonds, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sowie die Jahres- und Halbjahresberichte und sonstigen Verkaufsunterlagen sind kostenlos am Sitz der Verwaltungsgesellschaft (WARBURG INVEST LUXEMBOURG S.A., 2, Place Dargent, L-1413 Luxembourg) sowie bei allen Zahl- und Informationsstellen erhältlich (M.M. Warburg & CO KGaA, Ferdinandstraße 75 in D-20095 Hamburg, M.M. Warburg Bank Luxembourg S.A., 2, Place Dargent, L-1413 Luxembourg, Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wien oder M.M. Warburg Bank (Schweiz) AG, Parkring 12, CH-8027 Zürich).

Hinweis: Eine positive Performance (Wertentwicklung) in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Insbesondere kann die Erhaltung des investierten Kapitals nicht garantiert werden; es gibt somit keine Gewähr dafür, dass der Wert des eingesetzten Kapitals bzw. der gehaltenen Fondsanteile bei einem Verkauf bzw. einer Rücknahme dem ursprünglich eingesetzten Kapital entspricht. Alle Angaben wurden mit großer Sorgfalt zusammengestellt, dennoch wird die Haftung auf grobes Verschulden beschränkt.