



M. M. WARBURG BANK SCHWEIZ



WARBURG INVEST LUXEMBOURG

## WARBURG VALUE FUND

ISIN LU0706095410 (Klasse C)

MANAGER-KOMMENTAR 2. Quartal 2017

### RÜCKBLICK

Der Nettoinventarwert des Fonds (Anteilsklasse C) fiel im zweiten Quartal 2017 um 4,47 %, stieg aber seit Jahresbeginn um 1,71 %. Von der Auflegung (11.11.2011) bis zum 30.06.2017 wurde eine jährliche Nettorendite von 11,68 % erzielt.

Während des Berichtszeitraums haben wir zwei der japanischen Positionen des Fonds verkauft, die unserer konservativen Schätzung zufolge ihren inneren Wert erreicht hatten: den Fleischverarbeiter Starzen Co. Ltd und den Industriemischkonzern Mitsubishi Electric Corp. Umgekehrt haben wir einen neuen Titel in unser Portfolio aufgenommen, und zwar einen US-amerikanischen Anbieter von Energieanlagen. Insgesamt lag die Liquidität mit weniger als 1% des Fondsvermögens weiterhin auf einem niedrigen Niveau.

Der Aktienmarkt verdankt einen Großteil seiner bisherigen Performance in diesem Jahr einer Handvoll populärer High-Tech-, Social-Media- und Biotech-Werte. Dagegen bekundeten die Aktien von Anbietern von Grundbedarfsgütern und -dienstleistungen wie Industrie, Grundstoffe, Energie, Versorgung und Telekommunikation infolge der gesunkenen Rohstoffpreise und der gedämpften Erwartungen hinsichtlich der Infrastrukturausgaben und Deregulierung mehr Mühe. Es erstaunt daher nicht, dass der sogenannte Momentum Trade in einer kleinen Gruppe von Indexschwergewichten beliebt ist, während das Value Investing in typischerweise weniger aufregende Unternehmen vernachlässigt wird.

### AUSBLICK, GEDANKEN UND THEMEN

#### *Value und Momentum: zwei Paar Schuhe*

Wenn Akademiker die Renditen eines Anlagestils in theoretischen Backward-Tests prüfen, kommen sie gewöhnlich zum Schluss, dass Momentum und Value am besten funktionieren. Aus praktischer Sicht trennen diese beiden Stile jedoch Welten. Wir gehen im Folgenden auf einige der Gründe ein und zeigen auf, was die Konsequenzen für die Anleger sind.

Unter Momentum versteht man grundsätzlich, dass sich der aufwärts oder abwärts gerichtete Trend einer Aktie noch geraume Zeit fortsetzt. Im Wesentlichen handelt es sich um ein Trendfolgekonzept, das auf der technischen Analyse beruht und unter Umständen vereinzelt mit Fundamentalanalyse ergänzt wird. Ein Großteil des Kapitalanlagegeschäfts beruht implizit oder explizit auf Momentum-Ideen: Als Momentum-Titel gelten aktuell die Aktien der "FANG" (Facebook, Amazon, Netflix und Google (jetzt Alphabet)) oder die "BAT" (Baidu, Alibaba, Tencent), also dominierende High-Tech und Social-Media-Firmen. In der Mitte der 2000er-Jahre waren es die "BRICS" (Brasilien, Russland, Indien und China später dann auch Südafrika), aufstrebende, rohstoffreiche Wachstumsmärkte die seit Beginn des Jahrhunderts einen rasanten Boom erlebten. Ende der 1990er-Jahre waren die "TMT" (Technologie, Medien, Telekommunikation) der letzte Schrei und in den 1960er-Jahren waren die Nifty-Fifty (weit verflochtene Konglomerate, deren Wachstum auf Financial Engineering beruhte) in Mode und so lässt sich diese Reihe beliebig erweitern.

Die wertorientierte Strategie lässt sich dagegen nicht so einfach kategorisieren. Sie beinhaltet eine konservative

grundlegende Beurteilung des Nettowertes ausgewählter Unternehmen. Hauptziel ist es, unter Wert gehandelte Aktien zu identifizieren, und zwar durch die Beurteilung und Bewertung in jedem Einzelfall. Jeder Analyst arbeitet dabei unabhängig an seinem ganz spezifischen Portfolio von Anlageobjekten. Anders als bei der Momentum-Strategie geht es bei der wertorientierten Anlage um klar greifbare Unternehmensaspekte und nicht um unkontrollierbare Aktienkurschwankungen. Also gibt es hier auch keine eingängigen Namen, Akronyme und keine modischen Trends. Bei der Anlage in aktuell unterbewertete Papiere ergibt sich die langfristige Wertsteigerung naturgemäß nach unterschiedlichen Zeiträumen, abhängig davon, wie stark sich die Lage des Unternehmens verbessert hat. Auf der Ebene des Portfolios führt dies somit zu einem eher zufälligen Zeitpunkt der Realisierung der Wertsteigerung, unabhängig von dem generellen Börsenumfeld.

Die beiden Strategien unterscheiden sich daher grundlegend in ihrer Handhabung, will man mit ihnen erfolgreich sein. Momentum ist etwas für Trader, Spekulanten oder Spieler, aber nicht für Buy-and-Hold-Anleger. Einfach gesagt, Momentum funktioniert, bis es aufhört zu funktionieren. Momentum ist daher keine Strategie, mit der sich der Gesamtertrag über den Zinseszinsseffekt steigern lässt. Der Trader ist immer von der nächsten großen Idee abhängig, sobald die Dynamik der Preisbewegung in der letzten Position nachlässt oder sogar dreht. Dies hat zur Folge, dass das Risiko stets getimt werden muss, der Trader sich also anhand der Beliebtheit oder des erwarteten Verhaltens der Massen eine Meinung bilden muss. Kein leichtes Unterfangen, lehrt uns doch die Massenpsychologie, dass die Marktteilnehmer regelmäßig auf anfangs vielversprechende Trends setzen, die letztlich nicht erfolgreich sind.

Dagegen taugt die wertorientierte Anlagestrategie nur für geduldige, langfristige Investoren und Sparer. Sie erfordert Disziplin und Durchhaltevermögen und zeichnet sich durch deren zeitlosen Zinseszinsseffekt aus. Mit anderen Worten nimmt der Gesamtertrag im Verlauf der Zeit langsam, unsteigend, schrittweise und nicht vorhersehbar zu. Der Value-Stil ist im Wesentlichen ein antizyklischer Ansatz und versucht, sich die irrationale Massenpsychologie zu Nutzen zu machen, statt Gefahr zu laufen ihr zum Opfer zu fallen.

Kurzum, Momentum ist in der Praxis ein transaktionsbasiertes Produkt, das sich über Fintech-ähnliche automatisierte Tools, quantitative Lösungen sowie ETFs und andere passive Instrumente umsetzen lässt. Momentum-Akteure müssen sich permanent entscheiden, ob sie kaufen oder verkaufen wollen. Value und im weiteren Sinne die Buy-and-Hold-Anlagephilosophie beruhen dagegen auf Beständigkeit und Partnerschaft.

Der Ansatz ist völlig wissensbasiert und folglich menschenabhängig. Daher kann er nur mithilfe eines Fonds oder einer eigenen Mandatsstruktur effizient umgesetzt werden.

Momentum gehört nicht zu unseren Kompetenzen. Wir überlassen dieses Feld gerne denjenigen, die darin besser sind als wir. Unsere Welt ist das Value Investing. Wir haben uns das immerwährende Ziel gesetzt, ein attraktives langfristiges Ergebnis für unsere loyalen Kunden zu erzielen.

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.