

## RÜCKBLICK

Der Nettoinventarwert des Fonds (Anteilkategorie C) sank im dritten Quartal 2020 um 1,49 % bzw. seit Jahresbeginn um 25,57 %. Von der Auflegung (11.11.2011) bis zum 30.09.2020 wurde eine jährliche Nettorendite von 3,88 % erzielt.

Während des Berichtszeitraums haben wir unsere Anteile an zwei Portfoliounternehmen verkauft, deren Kurs sich unserer konservativen Schätzung ihres inneren Werts genähert hatte. Dabei handelte es sich um den regionalen integrierten Energieversorger Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. in Brasilien und die japanische Vermögensverwaltungsgesellschaft Sparx Group Co., Ltd. Im Gegenzug haben wir ein israelisches Agrochemieunternehmen und einen US-amerikanischen Spezialpapierhersteller neu in den Bestand aufgenommen. Insgesamt liegt die Liquidität mit weniger als 1 % des Fondsvermögens weiterhin auf einem niedrigen Niveau.

Die globale Aktienentwicklung ist in diesem Jahr nach wie vor sehr ungleich verteilt: Einige wenige Märkte wie die USA, China, Schweden und Dänemark stehen relativ gut da, während die Börsen in den meisten anderen Ländern im Minus liegen. Die Sektorperformance bietet ein ähnlich einseitiges Bild: Während einige wenige große Technologie-, Social-Media- und Pharmatitel deutliche Kurssteigerungen verzeichnen, bleiben die meisten anderen Bereiche unbeliebt. Der größte Unterschied – jedenfalls in den USA – besteht zwischen den Mega Caps, die den Index anführen, und Aktien mit geringerer Marktkapitalisierung: Während der S&P 100 Index der großen Unternehmen seit Jahresbeginn um 9,8 % gestiegen ist, hat der S&P 600 Small 15,3 % eingebüßt.

## AUSBLICK, GEDANKEN UND THEMEN

### ***Dividendenrendite: eine bedeutende Stabilitäts- und Ertragsquelle für das Portfolio***

Der Definition zufolge richtet sich der Fokus unserer Deep-Value-Strategie auf die Marktbereiche, die derzeit gemieden oder nicht beachtet werden. Während wir geduldig abwarten, bis einzelne Positionen ihren geschätzten wahren Wert erreichen, profitiert der Fonds von der zugrundeliegenden Dividendenrendite. Dieser wichtige Vorteil trägt zu seiner positiven langfristigen Renditeakkumulation bei. So entspricht die gewichtete aufgelaufene Brutto-Bardividende des Portfolios derzeit rund 2,5 % pro Jahr. Wenn wir annehmen, dass die an der Quelle abgezogene nicht rückforderbare Verrechnungssteuer über alle Positionen hinweg 30 % beträgt, erzielt das Gesamtportfolio eine laufende Netto-Dividendenrendite von 1,75 %. Das klingt vielleicht nicht nach viel. Für die langfristige Renditeakkumulation ist dies jedoch beachtlich, insbesondere wenn man bedenkt, wie viel sogenannte «risikoarme» langfristige Anlagen wie Staatsanleihen derzeit rentieren. Das heißt, wenn wir als Benchmark die Rendite einer 10-jährigen deutschen Bundesanleihe von -0,50 % als «risikolose» Anlage dagegenhalten, ergibt sich ein solider Renditevorteil von 2,25 % für unseren «risikoreicheren» Aktienfonds. Zusammen mit den erwarteten Kapitalerträgen

unserer Portfoliounternehmen (die Staatsanleihen natürlich nicht bieten), weist unser Fonds ein sehr solides langfristiges Profil auf.

Lassen Sie uns ein paar bemerkenswerte Aspekte der Dividendenrendite erläutern. Erst einmal ist festzustellen, dass im Verlauf des Jahres 2020 die Höhe der Dividendenausschüttungen insgesamt gesunken ist, was angesichts der COVID-19-Pandemie nicht überrascht. Ein weiterer Grund war aber auch ein genereller Konjunkturabschwung, der in vielen Branchen zu beobachten war, in denen unsere Portfoliounternehmen tätig sind. Konkret haben etwas mehr als ein Fünftel unserer Portfoliounternehmen beschlossen, für die aktuelle Dividendenperiode keine oder nur geringere Dividenden auszuschütten. Aber mit der allmählichen Erholung der Wirtschaftstätigkeit werden diese virus- und konjunkturbedingten Einbußen bei den Dividenden unserer Einschätzung nach wieder ausgeglichen werden, sei es in Form von höheren Ausschüttungen oder durch die Wiederaufnahme der regulären Dividenden. Im längerfristigen Kontext betrachtet ist die aktuelle Dividendenrendite also künstlich niedrig.

Zweitens, und dies haben wir bei vielen Gelegenheiten deutlich gemacht, sind wir davon überzeugt, dass unsere Strategie der Investition in unterbewertete Aktien ein erhebliches Potenzial für das Dividendenwachstum in sich birgt, da die von uns ausgewählten Unternehmen in der Lage sind, ihre operativen Cashflows über die Zeit zu verbessern. Anders gesagt: Nicht nur ist die dem Fonds zufließende Dividendenausschüttung in ihrer derzeitigen Höhe attraktiv, sondern wir rechnen auch damit, dass sie in Zukunft schrittweise steigen wird, und zwar über den bereits erwähnten virus- und konjunkturbereinigten Normalisierungsfaktor hinaus.

Drittens sind Dividenden ein höchst vorteilhafter Faktor für unser Cash-Management. Nehmen wir einmal für einen Moment an, dass die Fonds-Zahlungsströme und Portfolioanpassungen (d.h. Zeichnungen, Rücknahmen und eventuelle Nettotransaktionen in bestehenden Positionen) neutral sind. In diesem Fall könnten wir mit den akkumulierten Nettodividenden, die wir von unseren Portfoliounternehmen erhalten, im Prinzip während eines beliebigen 12-Monatszeitraums eine komplette zusätzliche Position anlegen. Kurz gesagt, die Zahlungseingänge aufgrund von Dividenden geben uns mehr Flexibilität und wertvolle zusätzliche Optionen für den Einsatz der verfügbaren Barmittel des Fonds.

Und viertens sind wir der Ansicht, dass der Beitrag, den Dividenden an der Gesamtrendite haben, generell unterschätzt wird, obwohl die meisten empirischen Studien gezeigt haben, dass die Wiederanlage der Dividenden über die Zeit den größten Teil der Gesamtrendite ausmacht. Wir rechnen auch damit, dass dieses Verhältnis zwischen Dividenden und Kapitalerträgen in Zukunft noch deutlicher sichtbar wird, wenn das wahrscheinliche Szenario eines „Niedrigrendite-Umfelds“ an den Aktienbörsen eintritt – wie es von den meisten rationalen Marktbeobachtern, Makroökonomern und anderen Analysten langfristiger Finanzzyklen erwartet wird. Dieser Punkt ist besonders wichtig für alle Sparer, die ihr Wertpapierportfolio auf eine ausgewogene Anlagestrategie

ausgerichtet haben (also einen Teil in Anleihen und einen Teil in Aktien halten).

Es ist klar, dass die Dividendenrendite weiterhin eine zentrale Rolle in unserer Portfoliomanagementstrategie spielen wird. Die Erwirtschaftung von Dividenden und deren sorgfältige Wiederanlage bleibt ein wichtiger Faktor für die langfristige Renditeakkumulation. Angesichts ihrer Bedeutung erscheint es uns tatsächlich überraschend, dass sie nach der gängigen Meinung immer noch lediglich als Nebeneffekt betrachtet wird.

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 (LRI Capital Management SA, 9A, Rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach) sowie bei allen Zahl- und Informationsstellen erhältlich (M.M.Warburg & CO KGaA, Ferdinandstraße 75 in D-

20095 Hamburg, European Depositary Bank SA, 3, Rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach, Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wien oder Tellco AG, Bahnhofstrasse 4, CH-6431 Schwyz).

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.