



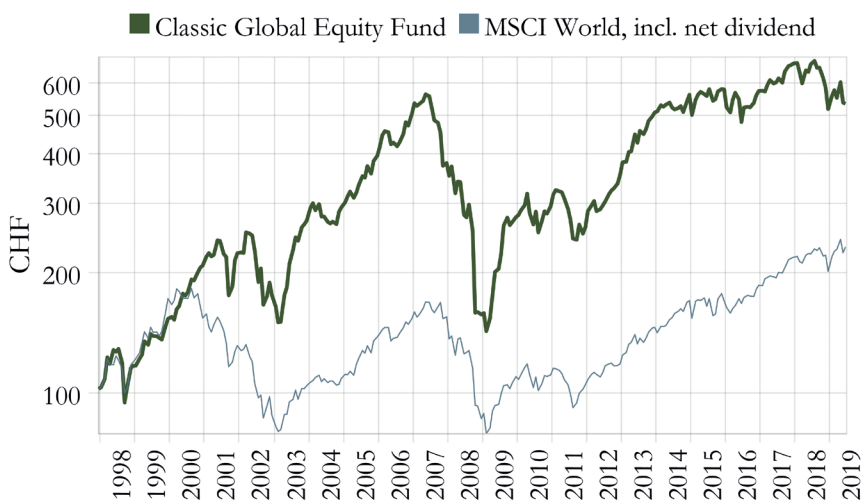
# Kommentar H1 2019

## Der Fonds per 30.06.2019

NAV (CHF)	547.85
Fondsvermögen (CHF Mio.)	661.4
Anteile in Umlauf	1'207'209
ISIN	LI0008328218

## NAV Classic Global Equity Fund vs. Benchmark

16.12.1997 - 30.06.2019



## Anlageeignung

Der Fonds eignet sich für langfristige Anleger. Da bei Aktien Rückschläge von über 30% nie auszuschliessen sind, sollte der Anlagehorizont sieben Jahre oder mehr betragen, damit eine Erholung abgewartet werden kann.

## Anlageziel und Anlagepolitik

Ziel des Fonds ist ein langfristig möglichst hoher Gesamtertrag unter Vermeidung nachhaltiger Verluste. Der Fonds investiert weltweit hauptsächlich in Aktien, primär in Westeuropa und Nordamerika. Die Anlagen haben anspruchsvollen Auswahlkriterien nach dem Value-Stil zu genügen und werden aufgrund einer gründlichen, disziplinierten Fundamentalanalyse ausgewählt.

## Anlagerisiko

Der Fonds konzentriert sich im Rahmen der europäischen UCITS-Richtlinie auf vergleichsweise wenige Emittenten. Die Wertentwicklung des Fonds kann daher von der generellen Entwicklung der Aktienmärkte, in denen er investiert ist, spürbar abweichen.

Sehr geehrte Anlegerinnen  
Sehr geehrte Anleger

Der Nettoinventarwert (NAV) des Classic Global Equity Fund ist im ersten Halbjahr um 5.8% gestiegen. Im Vergleich dazu haben die Börsen der Welt, gemessen am MSCI World Index in CHF, um 15.7% zugelegt. Rund 5.8% der Fondsanteile wurden zurückgegeben.

Nach dem Einbruch Ende 2018 erholten sich die Börsen kräftig, bis Donald Trump Ende April per Tweet eine wesentliche Verschärfung des Handelskriegs mit China in Aussicht stellte. Viele Anleger sind der Meinung, dass die Wirtschaften beider Länder in einer schwierigen Lage sind – die amerikanische, weil sie seit 2009 expandiert und die chinesische aufgrund der grossen Inlandverschuldung. Die angedrohte Eskalation würde beide schwächen. Da die zwei Länder in den letzten Jahren die Motoren der Weltwirtschaft waren, hätte das global Konsequenzen. Erst die Meldung der amerikanischen Notenbank Mitte Juni, dass sie nötigenfalls die Zinsen senken würde, um einer Abschwächung der US-Wirtschaft entgegenzuwirken, gab den Aktien wieder Auftrieb.

## Tiefe Bewertungen helfen, aber nicht immer

Die starke Entwicklung der Börsenindizes täuscht allerdings über eine grosse Verunsicherung hinweg. Die Titel von Firmen mit operativen Problemen sowie schwächeren Bilanzen litten im

ersten Halbjahr stark. Demgegenüber haben teure Aktien kaum Verluste erlitten. So sind in den USA und Europa nur wenige Titel mit Kurs/Gewinn-Verhältnissen (KGV) von mehr als 20x gefallen. Offensichtlich haben Anleger vor allem Titel gesucht, die in jüngster Zeit erfolgreich waren und sie ungeachtet der hohen Bewertungen gekauft. Sie denken, damit Risiko zu meiden.

Das heisst natürlich nicht, dass günstige Titel nicht steigen konnten. Auch der Fonds hatte einige davon. So **Millennium & Copthorne** (MLC), der grosse Gewinner des Halbjahrs mit einem Performancebeitrag von 2.3%-Punkten. Nachdem erneut ein guter Manager diese globale Hotelkette verlassen hatte, erklärten wir uns bereit, dem Mehrheitsaktionär unsere Aktien im neusten Übernahmeangebot anzudienen ([mehr dazu auf unserem Blog](#)). **IWG**, die Vermieterin von temporären Büros, hat fast gleich viel eingebracht, 2.1%. Mit dem Verkauf des Japangeschäfts demonstrierte sie, wie wertvoll ihr Business sein kann und, zugleich, wie wenig die Börse das berücksichtigt hatte. **Kelly Services** (1.6%) machte operative Fortschritte in einem schwierigen Markt. Vielleicht noch wichtiger spekulieren die einen oder anderen Aktionäre darauf, dass die Firma nach dem Tod des Mehrheitsaktionärs im Herbst 2018 verkauft werden könnte. **Ceconomy** (1.4%) machte, endlich von überzeugenden Managern geführt, ganz einfach einen Teil der unglaublichen Unterbewertung vom letzten Dezember wett, ebenso **AerCap** (1.3%) und **Randstad** (1.0%). **Unipol** (1.2%) bestätigte die starke



Verfassung ihres Geschäfts und stellte Dividendenerhöhungen in Aussicht.

Leider aber haben einige unserer Firmen Kurseinbussen erlitten, obwohl sie schon unterbewertet waren. Der grösste Verlierer war **Leoni** mit -2.3%-Punkten, weil die Firma von grossen, aber immerhin lösbaren Problemen in ihren Fabriken überrascht wurde. Im Bericht zum ersten Quartal haben wir dies ausführlich kommentiert. **Fossil** (-1.9%) hat schrumpfende Umsätze vermeldet – wobei die Börse übersieht, dass dies geplant war. **AA** (-1.4%) ist operativ auf Kurs, wird aber vermutlich durch den Brexit und die hohen Schulden belastet sowie durch die Angst, dass die britischen Woodford-Anlagefonds infolge massiver Rücknahmen ihre grosse Position verkaufen müssen. **Neopost**

(-1.0%) erreichte zwar die Umsatzziele, aber mit enttäuschender Profitabilität. Der starke Franken hat 1.4% Rendite gekostet.

### Eine neue Position

Im zweiten Quartal haben wir eine neue Position aufgebaut, die italienische **Anima**. Um das Italienrisiko nicht zu vergrössern, haben wir den Kauf mit dem Abbau von **Unipol**-Aktien finanziert, die weniger unterbewertet sind. Die Position in der stark unterbewerteten **Bilfinger** haben wir erhöht, und die von **IWG** haben wir abgebaut, weil ihr Gewicht nicht mehr dem Potential der Aktie entsprach. Zudem haben wir **Norwegian Cruise Line**, **Credit Suisse**, **Goodyear** und **Deutsche Post** reduziert, um Rücknahmen zu finanzieren. Über die Transaktionen des ersten Quartals haben wir im entsprechenden Kommentar berichtet.

Positionen in % des Nettoinventarwertes	%
Credit Suisse Group	5.0
EFG International	4.7
<b>Schweiz</b>	<b>9.7</b>
Deutsche Post	4.5
Bilfinger	3.9
Ceconomy	3.4
ProSiebenSat.1	3.1
Leoni	2.0
<b>Deutschland</b>	<b>16.9</b>
Vivendi	4.0
Société Télévision Française 1	3.9
Neopost	3.4
<b>Frankreich</b>	<b>11.3</b>
Randstad Holding	4.9
<b>Niederlande</b>	<b>4.9</b>
Agfa-Gevaert	4.0
<b>Belgien</b>	<b>4.0</b>
Unipol Gruppo Finanziario	4.4
Anima	2.2
Banca Monte dei Paschi	1.3
<b>Italien</b>	<b>7.9</b>
Pandora	2.2
<b>Dänemark</b>	<b>2.2</b>
Millennium & Cophorne Hotels	6.7
Aggreko	4.0
Kingfisher	2.8
AA	2.4
<b>Grossbritannien</b>	<b>15.9</b>
AerCap Holdings	5.2
<b>Irland</b>	<b>5.2</b>
IWG	3.5
<b>Jersey</b>	<b>3.5</b>
Kelly Services	7.1
Fossil	4.8
Goodyear	2.4
Pitney Bowes	1.1
<b>USA</b>	<b>15.4</b>
Norwegian Cruise Line Holdings	1.8
Signet Jewelers	1.1
<b>Bermuda</b>	<b>2.9</b>
<b>Total Portfolio</b>	<b>99.8</b>
Flüssige Mittel, sonstige Vermögenswerte	0.2
<b>Total</b>	<b>100.0</b>

**Anima** ist ein führender Anlagefondsmanager in Italien. Die Distribution erfolgt über Banken und Versicherungen, mit denen **Anima** langfristige Vereinbarungen eingegangen ist. Die Firma wird kostenbewusst geführt. Obwohl die Fonds gut rentieren, stockt der Neugeldzufluss wegen den politischen Unsicherheiten in Italien und einem Verkaufsskandal bei einer Partnerbank. Das sollte jedoch nur vorübergehend der Fall sein, denn Italiener sind grosse Sparer, die noch zu wenig Aktien halten. Da die Aussichten positiv sind, hat auch das Management jüngst Aktien gekauft. Der Titel verdient ein KGV von rund 12x, dem Niveau seiner Konkurrenten entsprechend, und ist daher EUR 6 wert.

### Titel im Fonds sind extrem unterbewertet

Die gemeinsame Klammer bei den drei grossen Gewinnern des Halbjahrs ist, dass sie kontrollierende Aktionäre haben, die im Wesentlichen bestimmen können, ob und wie die Firmen Wert realisieren – zum Beispiel, indem sie sich als Ganzes oder in Teilen verkaufen. So können Unterbewertungen schnell eliminiert bzw. herauskristallisiert werden. Mit etwas Geduld wird man denselben Effekt auch bei den anderen Firmen sehen – entweder, weil Konkurrenten Übernahmen wagen oder die Anleger von selber merken, dass die Kurse zu tief sind. Für die, die schauen, sind die Unterbewertungen und entsprechend das Potential offensichtlich: Die Titel im Fonds handeln zu einem durchschnittlichen KGV von lediglich 10.5x bzw. zu 51% des inneren Werts, wenn man MLC weglässt, die zum Übernahmepreis handelt. Es ist äusserst unangenehm, wieder an Ihre Geduld appellieren zu müssen, aber die Fakten sprechen für sich.

Wir danken allen Anlegerinnen und Anlegern des Classic Global Equity Fund für das in uns gesetzte Vertrauen.

Mit freundlichen Grüessen

# bwm

VALUE INVESTING

Tel. +41 44 206 40 80, info@bwm.ch, www.bwm.ch

*Die massgebenden Dokumente (wie Prospekt, wesentliche Informationen für den Anleger, Statuten oder Fondsvertrag sowie der Jahres- und Halbjahresbericht) können kostenlos bei der Verwaltungsgesellschaft (Classic Fund Management AG, Triesen), beim Vertreter in der Schweiz (LLB Swiss Investment AG, Zürich), bei der Zahlstelle in der Schweiz (Bank Linth L.L.B. AG, Uzznach) oder bei der Informationsstelle in Deutschland (DONNER & REUSCHEL AG, Hamburg) angefordert werden. Fondsdomizil: Liechtenstein. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge. Performancedaten ohne Ausgabe- und Rücknahmekommissionen.*