

Brief an Investoren

1. Halbjahr 2019



POLLEIT & RIECHERT
Investment Management

15. Juli 2019

Sehr geehrte Investoren,

innerhalb des ersten Halbjahres ist der Anteilswert des P&R REAL VALUE Fonds nach Gebühren um +21,4% gestiegen.

Jahr	Jährliche Veränderung in Euro in Prozent ¹		
	P&R REAL VALUE	Aktien-Welt-Index	Dax Index
2013	6,8%	21,8%	25,5%
2014	13,9%	20,2%	2,7%
2015	13,2%	10,7%	9,6%
2016	18,5%	10,4%	6,9%
2017	18,4%	7,5%	12,5%
2018	-2,4%	-4,8%	-18,3%
2019 1H	21,4%	18,3%	17,4%
Annualisierte Rendite seit Start	13,6%	12,5%	7,7%
Gesamtrendite	128,8%	115,2%	62,0%

P&R Investment Management Limited (P&R) ist Initiator und Anlageberater des Fonds P&R REAL VALUE. Unsere Mission ist es das Vermögen unserer Investoren signifikant zu steigern, gemessen an der durchschnittlichen annualisierten Rendite über einen langen Zeitraum. Ferner wollen wir dabei eine vertrauensvolle, langfristige Beziehung mit all unseren Partnern aufbauen. Nur dann können wir zusammen über Jahrzehnte erfolgreich sein – durch gute und durch schlechte Zeiten.

Seit dem Start vor sechseinhalb Jahren beträgt die durchschnittliche annualisierte Rendite des P&R REAL VALUE +13,6% nach Gebühren und ist damit besser als die des Aktien-Welt-Indexes (+12,5%) und die des Dax Indexes (+7,7%). In den letzten fünf Jahren war die annualisierte Rendite unseres Fonds noch höher mit +17,6% (vs. Aktien-Welt-Index +10,6%, Dax Index +4,7%).

¹ Die Performanceberechnung erfolgt nach der BVI Methode und berücksichtigt jährliche Ausschüttungen. Fondsstart war der 27.12.2012. Als Basis für den Aktien-Welt-Index wird der LYXOR ETF MSCI WORLD D-EUR unter Berücksichtigung aller Ausschüttungen verwendet.

Sie haben bestimmt bemerkt, dass die Tabelle kein Gold mehr zeigt. Zu Beginn hatten wir Gold als zweite Benchmark gewählt, weil wir glaubten, dass sich Gold in einem inflationären Umfeld gut entwickeln würde. Unser Fonds hat sich seit dem Fondsstart mehr als verdoppelt während Gold immer noch unter seinem Startkurs notiert.

Langfristig hat Gold ein großes Handicap gegenüber Aktien, denn Gold produziert keine Gewinne. Wir haben darum Gold gegen den Dax Index eingetauscht. Der Dax Index berücksichtigt ebenso wie der Aktien-Welt-Index Dividenden und dient vielen unserer Investoren als Leitindex. Beide Indizes sollten Sie nur als Orientierung nutzen, denn unser Portfolio besteht nur aus wenigen ausgewählten Titeln.

Im letzten Halbjahr wurde eine neue Position in den Fonds aufgenommen, über die ich im nächsten Brief berichten werde. Zum Bewertungstag (28.6.2019) enthält er 11 Positionen, die 99,2% des Fondsvermögens ausmachen. Die Größe des Fonds beträgt 50 Mill. Euro. Die Top 5 Positionen sind in alphabetischer Reihenfolge:

- Carvana
- Cimpress
- Credit Acceptance
- Judges Scientific
- World Acceptance

Bevor wir zu den guten Nachrichten kommen, möchte ich Ihnen von einem Vorfall berichten, der die Performance unseres Fonds beeinträchtigt hat.

Stellen Sie sich vor, Sie fahren durch eine geschlossene Ortschaft und stellen plötzlich fest, dass Ihre Tachoanzeige nicht korrekt ist. Ihre tatsächliche Geschwindigkeit liegt viel näher am Limit als Sie eigentlich dachten. Genau das ist dem Management der Metro Bank passiert. Man stellte fest, dass Assets mit falschen Risikokennzahlen berechnet wurden. Dieser Fehler war der Auslöser für einen Kursrutsch von £22 bis auf £4,75.

Das alles passierte *nachdem* ich im Januar die Anlageempfehlung für eine Aufstockung gegeben hatte. Der Vorfall erinnerte mich jedenfalls schmerzhaft daran, dass Zufälle eine große Rolle beim Investieren spielen. Mittlerweile hat die Bank eine enorme Kapitalerhöhung durchgeführt und arbeitet daran das Eigenkapital in einem schwierigen Umfeld effizienter einzusetzen. Das braucht Zeit.

Nun zu den guten News: Ich freue mich darüber, dass unser Fonds im letzten Halbjahr trotz Turbulenzen um 21,4% gestiegen ist.

Happiness beim Geldanlegen

Turbulenzen sind und bleiben fester Bestandteil. Hier sehen Sie die Entwicklung des P&R REAL VALUE, wenn Sie wie ein Day-Trader die täglichen Kursbewegungen des Fonds verfolgt hätten (Abb. 1). Auf den ersten Blick gab es ebenso viele Ausschläge nach unten wie nach oben.

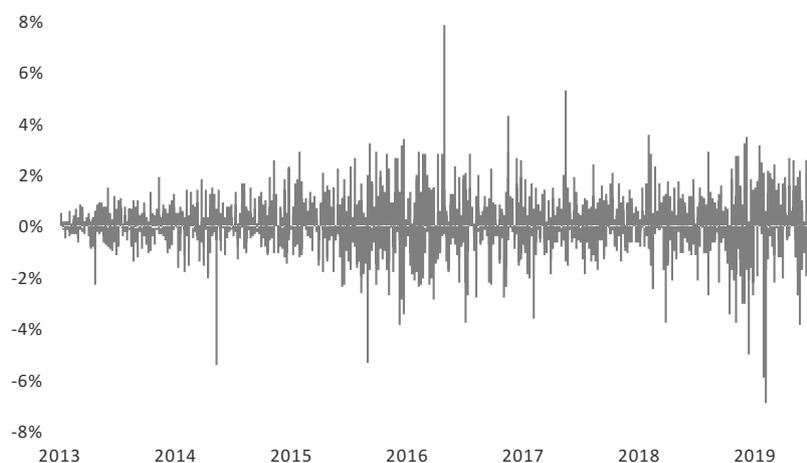


Abb. 1: Tagesrenditen des P&R REAL VALUE (01/01/2013 bis 28/6/2019).

Wir Menschen empfinden Verluste wesentlich stärker als Gewinne. Wir ziehen es vor 5 Euro nicht zu verlieren als 5 Euro zu gewinnen. Um diesen Effekt zu messen, haben die Verhaltensforscher Tversky und Kahneman eine Formel aufgestellt. Der gefühlte „Happiness-Wert“ dieser Formel beträgt bei täglicher Beobachtung unseres Fonds -11^2 . Als Day-Trader wären wir also ziemlich missmutig. Ein halbjährlicher Check, beispielweise durch das Lesen dieser Briefe, hätte hingegen einen gefühlten positiven Wert von $+0,5$ ergeben.



Abb. 2: Performance des P&R REAL VALUE (01/01/2013 bis 28/6/2019, inklusive aller Ausschüttungen).

²Die Funktion wird für Gewinne als $(\text{Gewinn})^{0,88}$ berechnet und für Verluste als $-2,25 * (-\text{Verlust})^{0,88}$. Aus Amos Tversky und Daniel Kahneman, 'Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty' im Journal of Risk and Uncertainty, 1992.

Und hier sehen Sie dieselben Daten als Kursverlauf dargestellt (Abb. 2). Wenn Sie langfristig investieren, ist es gemäß der Erkenntnis der Verhaltensforscher also vollkommen in Ordnung - *ja sogar klug* - wenn Sie Ihr Investment nur ab und an checken.

Ich möchte Ihnen nun die Zinseszins-Triebwerke von drei unserer besten Investments zeigen, die zu der Wertsteigerung beigetragen haben.

Zinseszins-Triebwerke

Credit Acceptance

Die ersten Kaufempfehlungen von Credit Acceptance Aktien wurden im Mai 2013 zu \$105 umgesetzt. Zum Bewertungstag steht der Kurs bei \$473.

Jahr	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gewinn (\$ Mill.)	67	146	170	188	220	253	266	300	333	470	574
Gewinn <i>pro Aktie</i> (\$)	2.2	4.6	5.7	7.1	8.6	10.5	11.9	14.3	16.3	24.0	29.4
Eigenkapital-Rendite	22%	36%	35%	40%	38%	38%	37%	35%	31%	37%	32%

Tabelle 1: Quelle: Geschäftsbericht des Unternehmens.

Tabelle 1 zeigt eine großartige Gewinnentwicklung über die letzten zehn Jahre. Der Gewinn *pro Aktie* zeigt hier das wahre Bild, denn opportunistische Aktienrückkäufe haben den Kuchenanteil am Gewinn enorm gesteigert. Der Unterschied über zehn Jahre ist beträchtlich: Gewinn: +754% und Gewinn *pro Aktie* +1261% (annualisiert: 22% vs. 30%).

Für die Aktienrückkäufe sind u.a. CEO Brett Roberts und der Aufsichtsrat Tom Tryforos verantwortlich. Tom unterrichtet Applied Value Investing an der Columbia Business School und ich war einer seiner Studenten. Es war also einfach für mich dieses Unternehmen zu finden. Ich verdanke ihm sehr viel - auch die Erkenntnis, dass man beim Investieren bereits sehr weit kommt wenn man nur die einfachen Dinge gut macht.

Constellation Software

Im Jahr 2016 begann ich mich mit Firmen zu beschäftigen, die systematisch durch Akquisitionen wachsen. Constellation Software wurde erstmalig im Oktober 2016 zum Kurs von C\$606 in unser Portfolio aufgenommen. Zum Bewertungstag steht die Aktie bei C\$1200.

Jahr	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cashflow (\$ Mill.)	60	78	100	130	139	209	328	383	472	508	637
Akquisitionen (\$ Mill.)	71	42	91	46	139	523	122	249	178	256	485
Reinvestment Rate	118%	54%	90%	35%	100%	250%	37%	65%	38%	50%	76%

Tabelle 2: Quelle: CapitalIQ und eigene Berechnungen.

Tabelle 2 zeigt die Entwicklung des Cashflows (als Proxy für Gewinne) über zehn Jahre. Anhand der Reinvestment Rate sehen Sie, wieviel die Firma in Akquisitionen reinvestiert. Diese Investments erzielen Renditen von mehr als 30% und haben somit entscheidend zum Gewinnwachstum beigetragen. Das Ergebnis über zehn Jahre ist beeindruckend: Cashflow +962% (annualisiert: 27%).

Das letzte Jahr brachte fast einen neuen Rekord bei den Akquisitionen. Es wird allerdings immer schwieriger genügend Übernahmekandidaten zu finden. Die Firma hat darum im Februar \$424 Mio. in Form einer Sonderdividende an die Aktionäre zurückgegeben. Nun muss ich für diese Dividende nach Wiederanlagemöglichkeiten suchen und wünsche, ich hätte die Firma und ihren CEO Mark Leonard schon früher entdeckt.

Judges Scientific

Judges Scientific ist eine weitere Zinseszinsmaschine, die durch Akquisitionen wächst. Die ersten Käufe fanden im Herbst 2016 zu etwa £14 statt. Der Kurs steht zum Bewertungstag bei £34,5.

Jahr	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cashflow (£ Mill.)	0.8	1.4	1.2	2.8	3.8	1.6	5.5	6.1	3.8	9.8	11.8
Akquisitionen (£ Mill.)	0.0	1.0	1.1	3.0	6.7	11.7	0.5	7.6	6.4	7.1	0.6
Reinvestment Rate	0%	72%	89%	106%	178%	745%	9%	125%	168%	72%	5%

Tabelle 3: Quelle: CapitalIQ und eigene Berechnungen.

Bei Judges war die Reinvestment Rate mal höher, wie in 2013, und mal niedriger, wie im letzten Jahr. Dennoch war das letzte Jahr hervorragend, denn der Gewinn stieg organisch. Judges ist ebenso wie Constellation Software diszipliniert bei Akquisitionen. Das Ergebnis: Über die letzten zehn Jahre betrug das Wachstum des Cashflow +1381% (annualisiert: 31%). Damit zählt der Gründer und CEO David Cicurel ebenso zu unseren besten Kapitalallokatoren.

Ich bewundere diese außergewöhnlichen Manager. Sie haben durch intelligente Kapitalallokation enormen Wert für ihre Aktionäre geschaffen. Die Dimension des Erfolges zeigen die Faktoren, um die sich der Aktienkurs ihrer Firma in ihrer Amtszeit vervielfacht hat: Credit Acceptance 48x (über 17 Jahre), Constellation Software 67x (über 13 Jahre) und Judges Scientific 32x (über 14 Jahre).

Für ein sehr gutes Investmentergebnis reicht es aus, nur eine Handvoll solcher großartigen Firmen frühzeitig zu finden und – noch wichtiger – auf das Verhältnis zwischen Preis und Wert zu achten.

Ein langfristig stabiles Business bauen

Selbst bei den besten Unternehmen wird die Kursentwicklung nie in einer geraden Linie verlaufen. Darum halte ich es für extrem wichtig, dass die Erwartungen unserer Anleger mit unserem Investmentstil übereinstimmen. Unser Fonds eignet sich nur für langfristige Anleger, die Schwankungen akzeptieren können.

Investieren Sie ohne Ausgabeaufschlag

Gebühren haben einen hohen Einfluss auf die langfristige Performance. Wenn Sie Fondsanteile über Ihre depotführende Bank oder Plattform beziehen sind Ausgabeaufschläge die Regel. Als Alternative hierzu gibt es nun die Möglichkeit Namensanteile des Fonds in einem eigenen Registerkonto ohne Ausgabeaufschlag zu erwerben. Dieser direkte Weg zu unserem Fonds ohne Intermediäre spart Kosten und eröffnet uns gemeinsam die Möglichkeit, einander näher kennenzulernen. So können wir herausfinden, ob wir zusammen passen.

Kontaktieren Sie hierzu gerne Susanne Feistel (feistel@polleit-rieichert.com, Telefon +49 6174 955694).

Abschied von Thorsten Polleit

Als Thorsten Polleit und ich unseren Fonds vor sechseinhalb Jahren starteten, basierte unser Investmentansatz auf zwei Säulen: Makro und Mikro. Unsere Investmententscheidungen waren beeinflusst durch eine skeptische Weltsicht. Wir sahen viele Risiken durch die inflationäre Geldpolitik und unser Portfolio spiegelte diese Vorsicht wider. Es enthielt viel Cash und Gold. Die Risiken sehen wir noch immer. Aber wir haben gelernt, dass das Umsetzen dieser Erkenntnisse durch Market-Timing sehr schwer ist. Es ist weitaus klüger, Schwankungen zu akzeptieren und den Fokus aller Aktivitäten auf das Auswählen von guten Unternehmen zu guten Preisen zu legen. (Hierzu empfehle ich Thorsten Polleits Buch *“Vom Intelligenten Investieren.”*).

Thorsten Polleit hat sich nun entschieden seine Rolle als Beirat zu beenden. Wir können ihm sehr dankbar sein, denn ohne ihn würde es diesen Fonds vermutlich nicht geben. Als einer der wenigen Ökonomen geht er den Ursachen der Probleme unseres Geld- und Kreditystems auf den Grund. *Danke Thorsten!*

Wenn ich künftig von „wir“ spreche, meine ich damit meine Assistentin Susanne Feistel sowie Analysten, mit denen ich auf Projektbasis zusammenarbeite (Erfolg hat viele Helfer). Wie bisher verantworte ich die Investmentvorschläge bei P&R. Diese Vorschläge gibt P&R als Anlageberater weiter an

den Alternativen Investmentfonds Manager (AIFM) IPConcept (Luxembourg) S.A. Dort werden die Vorschläge auf Konformität mit den Vorgaben des Fondsprospekts geprüft, umgesetzt und laufend überwacht.

Ich wünsche Ihnen einen wunderbaren Sommer und freue mich auf meine Arbeit im zweiten Halbjahr.

Mit bestem Gruß aus London,

Ihr Matthias Riechert

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'M. Riechert', is centered below the typed name.

P&R Investment Management Limited

Lynton House
7-12 Tavistock Square
London WC1H 9BQ
United Kingdom
Phone +44 207 7945988
www.polleit-rieichert.com

Limited Liability Company Number 08182410
Registrar of Companies (England and Wales)
Companies House
Authorised and regulated by the FCA

Wichtiger Hinweis:

Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen sind der Verkaufsprospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen sowie der Jahres- und Halbjahresbericht (erhältlich in deutscher Sprache). Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken enthält der Verkaufsprospekt. Diese Dokumente sowie weitere Informationen zu dem Fonds können zu den üblichen Geschäftszeiten kostenlos bei dem Alternativen Investmentfonds Manager (AIFM) IPConcept (Luxembourg) S.A., der Verwahrstelle DZ PRIVATBANK S.A., sowie der etwaigen Vertriebsstelle angefordert werden. Weitere praktische Informationen sowie der aktuelle Anteilspreis sind jederzeit auf der Homepage des AIFM IPConcept (Luxembourg) S.A. abrufbar sowie bei den oben genannten Stellen kostenlos zu erfragen. Die Homepage des AIFM lautet www.ipconcept.com.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist P&R Investment Management Limited verantwortlich. Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der NASD Rule 2711. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von in diesem Dokument genannten Edelmetallen und Wertpapieren beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die von dem Verfasser als zuverlässig und korrekt erachtet werden. P&R Investment Management Limited übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln die Meinungen von P&R Investment Management Limited wider. P&R Investment Management Limited ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Eine Gewähr für den positiven Anlageertrag einer in diesem Dokument beschriebenen Einschätzung kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Dokument genannte Prognosen aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von P&R Investment Management Limited oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen. Weder P&R Investment Management Limited oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen. Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, soweit sie in diesem Dokument aufgenommen werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch P&R Investment Management Limited. P&R Investment Management Limited übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugänglichen Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen. Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung von P&R Investment Management Limited auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten. Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.