Brief an Investoren

2. Halbjahr 2019

P&R
Investment Management

13. Januar 2020

Sehr geehrte Investoren,

Ich freue mich, Ihnen berichten zu können, dass 2019 unser bestes Jahr seit Bestehen war. Der Anteilswert unseres Fonds P&R REAL VALUE stieg nach Gebühren um +33,0%.

Jährliche Veränderung in Euro in Prozent[1]

Jahr	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	33,0%	30,9%	25,5%
Jährliche Wachstumsrate seit Start	14,0%	13,2%	8,1%
Gesamtrendite	150,8%	138,2%	73,1%

P&R Investment Management Ltd (P&R) ist Initiator und Anlageberater des P&R REAL VALUE Fonds. Unsere Mission ist es das Vermögen unserer Investoren signifikant zu steigern, gemessen an der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate 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 sieben Jahren beträgt die jährliche Wachstumsrate des P&R REAL VALUE +14,0% nach Gebühren und ist damit besser als die des Aktien-Welt-Indexes (+13,2%) und die des Dax Indexes (+8,1%). Über fünf Jahre lautet die Wachstumsrate +15,6% (vs. Aktien-Welt-Index +10,4%, Dax Index +6,2%). Unser Fonds hat in jedem der letzten fünf Jahre outperformt.

[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.

Zum 30. Dezember 2019 hielt unser Fonds 11 Positionen, die 97,2% des Fondsvermögens ausmachten. Die Größe des Fonds betrug 54 Mio. Euro. Die Top 5 Positionen waren (in alphabetischer Reihenfolge):

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

Unser Portfolio

Das letzte Jahr war zwar auf dem Papier großartig, in Wahrheit schmeckte es eher bittersüß. Die Aktien von Carvana und Judges Scientific hatten bemerkenswerte Runs mit +194% und +139%, aber Metro Bank vermieste die Party mit -87%. Die anderen Aktien entwickelten sich insgesamt zufriedenstellend. Doch wir sollten Preis nicht mit Wert verwechseln.

Nahezu alle historischen Bankenunfälle hatten eine Wertminderung des Anlagevermögens als Ursache. Bei der Metro Bank ist dies nicht der Fall. Die Vermögenswerte sind unberührt – aber die Bank ist durch eine Kombination aus internen Fehlern, schlechter Kommunikation und exzessiver Regulierung in Bedrängnis geraten. Zudem passierte das in einer Zeit, in der sie Kapital für ihr Wachstum benötigte. Ich habe dieses Risiko unterschätzt. Die Bank wird derzeit nur mit dem 0,2-fachen des Buchwerts gehandelt, was eine extrem negative Wahrnehmung ihrer Zukunftsaussichten widerspiegelt. Metro Bank ist mehr wert. Die Assets sind in Ordnung, und Kunden würden die Bank mit ihrem guten Service vermissen, wenn sie verschwände.

Carvana („the new way to buy a car“) ist spektakulär gewachsen. In den letzten vier Quartalen hat die Firma ihren Umsatz mehr als verdoppelt. Carvana hat 155.000 Gebrauchtwagen verkauft. Der „Elefant“ ist immer noch jung, da der Markt mit 40 Millionen Gebrauchtwagen riesige Wachstumsmöglichkeiten bietet. Carvana hat auch den Ankauf von gebrauchten Wagen ausgebaut, was den Komfort für Kunden, die ihr Auto gegen ein besseres Modell eintauschen wollen, noch weiter steigert. Aufgrund der operativen Geschäftsentwicklung sieht meine ursprüngliche Erwartung konservativ aus. Das Verhältnis zwischen Preis und Wert ist immer noch günstig, aber weniger attraktiv als noch vor einem Jahr.

World Acceptance hat vor kurzem einen Vergütungsplan mit ehrgeizigen Zielen für seine Topmanager eingeführt. Das obere Ziel ist ein Gewinn pro Aktie von 25,30 Dollar bis zum Jahr 2025 – verglichen mit einem tatsächlichen Gewinn pro Aktie von 6,68 Dollar in den letzten vier Quartalen. (Am

Jahresende stand World Acceptance bei 85,91 Dollar.) Um das zu erreichen, hat das Management in Wachstum durch Marketing und kleinere Akquisitionen investiert. Allerdings produziert das Wachstum eines Subprime Kreditbuches zunächst Anlaufverluste. Die Situation ähnelt dem Marshmallow-Test, der die Fähigkeit testet, auf eine aufgeschobene Belohnung warten zu können. Auf Basis unserer Informationen glaube ich, dass die Belohnung in Form von höheren Gewinnen kommen wird, sobald sich das Verhältnis zwischen Neu- und Altkunden normalisiert. Wenn die künftigen Gewinne auch nur annähernd an die Ziele heranreichen, wird die Aktie einen enormen Auftrieb erhalten. Bis dahin halten wir es mit Sydney Youngblood – *and just sit and wait*.

Wir haben noch eine Variante des Marshmallow-Tests im Portfolio. In diesem Jahr tritt ein neuer Bilanzierungsstandard für Kreditverluste namens Current Expected Credit Losses (CECL) in Kraft, der sich auf Credit Acceptance auswirken wird. Der neue Standard verlangt größere anfängliche Rückstellungen für Kreditrisiken und drückt damit die buchhalterischen Gewinne. Das Unternehmen schätzt den Rückgang des Buchgewinns durch den Wechsel für das Jahr 2020 auf – bitte setzen Sie sich – 30% bis 60%. Was zählt sind jedoch die *tatsächlichen ökonomischen* Gewinne. CECL ist nur eine Frage des Timings. Über die gesamte Laufzeit eines Kredites – unter sonst gleichen Bedingungen – wird der buchhalterische Gewinn wie bisher mit den tatsächlichen Cashflows übereinstimmen. Für langfristige Investoren ändert sich also nichts. Falls der Aktienkurs kurzfristig nach unten gehen sollte, kann das Unternehmen Aktien günstig zurückzukaufen und damit unser Kuchenstück am Gewinn vergrößern.

In der zweiten Hälfte des letzten Jahres wurden einige Positionen umgeschichtet, aber ansonsten blieb das Portfolio unverändert.

Ein neues Investment – Naked Wines plc

Ich habe das Unternehmen und seinen Gründer Rowan Gormley seit etwa zwei Jahren verfolgt. Rowan wohnt nicht weit von mir in London und war so großzügig, einige Zeit mit mir zu verbringen. Ich war beeindruckt von seiner ruhigen, überlegten Art und seinem Unternehmergeist. Letztes Jahr passierte etwas, das mich endlich zu einer Kaufempfehlung für unseren Fonds veranlasst hat.

Naked Wines verkauft Wein über das Internet. Es sammelt im Voraus Geld von den Abonnenten (genannt "Angels") und investiert die Gelder in mehr als 100 einzelne Winzer. Die Mittel schaffen eine sichere Kalkulationsgrundlage für die Erzeuger und erlauben es ihnen, sich voll und ganz auf die Kreation großartiger Weine zu konzentrieren. Der Wein wird dann direkt, ohne Zwischenhändler, an mehr als 200.000 Angels zu Großhandelspreisen aus-

geliefert. Im März letzten Jahres kündigte das Unternehmen an, verschiedene Optionen für seine Offline-Geschäftssparte Majestic Wine zu prüfen. Im Mai bestätigte es, dass vielversprechende Angebote eingegangen waren. Danach begann unser Fonds zu kaufen. Inzwischen ist der Verkauf von Majestic in trockenen Tüchern und wird zu einer Netto-Cash-Position von 52 Mio. Pfund führen. Ich erwarte, dass Naked Wines diese Mittel in die beste Anlageoption investieren wird – sei es durch einen Rückkauf von Aktien oder durch die Akquisition neuer Kunden. Obwohl Naked Wines in Großbritannien börsennotiert ist, liegt die größte Marktchance in den USA. Dort beträgt der Durchschnittspreis für eine Flasche Wein 15 Dollar – deutlich mehr als in Europa. Naked kann jedoch durch den direkten Verkauf Kosten sparen und damit den Wein günstiger anbieten.

Bei der letzten Mitteilung des Halbjahresergebnisses Ende November kündigte Rowan seinen Abschied von der Firma an. Ich bedauere das Ausscheiden von Rowan, aber ich glaube, dass das Unternehmen über die richtigen Mitarbeiter, die notwendigen Fähigkeiten und die Unterstützung von langfristigen Aktionären verfügt, um eine großartige Zinseszinsmaschine für uns zu bauen.

Investieren wir nachhaltig?

Vor einigen Jahren fragte mich ein deutscher Stiftungsfondsmanager, ob P&R Nachhaltigkeitskriterien beachtet. Ich antwortete lapidar: Nein, das tun wir nicht. Heute, nachdem mehr als 20 Billionen Dollar in Anlageprodukte mit dem Etikett „Nachhaltig“ geflossen sind, ist meine Antwort immer noch die gleiche – aber lassen Sie mich etwas ausführlicher erklären, warum und wie ich unsere Verantwortung als Ihr Kapitalallokator sehe.

Nachhaltigkeit kann als ein gutes moralisches Prinzip definiert werden, wie z.B. *die Befriedigung der Bedürfnisse der heutigen Generation, ohne dass künftige Generationen schlechter gestellt sind, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen*. Wir stehen diesbezüglich vor einer unbestreitbaren Herausforderung. Es gibt einen 99%igen Konsens unter Wissenschaftlern, dass wir Menschen die globale Erwärmung verursachen. Da wir nur eine Erde haben, müssen wir handeln. Unsere Rolle als Investoren besteht darin, Unternehmen zu motivieren, ihre Schadstoff-Emissionen zu messen, zu veröffentlichen und zu reduzieren, und Kapital von denen abzuziehen, die dies nicht tun.

Aber ESG geht viel weiter. ESG Kriterien (Environmental, Social, Governance) bewerten nicht nur den Umgang einer Firma mit natürlichen Ressourcen und Schadstoffemissionen (=messbar), sondern auch seine Geschäftsbeziehungen sowie die Art und Weise, wie es geführt und kontrolliert wird (=nicht direkt messbar). Was zunächst gut klingt, entpuppt sich bei genauerem Hinsehen als diffus und komplex. Es gibt verschiedene Stan-

dards und Methoden; viele Mittelsmänner; unterschiedliche Abhängigkeiten. ESG ist zu einer riesigen Industrie geworden. (Die Vermarkter von Finanzprodukten lieben Akronyme. Erinnern Sie sich noch an BRIC?)

Um herauszufinden, wie vorbildliche Do-Good-Unternehmen arbeiten, habe ich im letzten Frühjahr die Conscious Capitalism Conference in Phoenix, Arizona besucht. Zusammen mit Öko-Kapitalisten aus aller Welt nahm ich an Präsentationen, Workshops und Diskussionsgruppen teil. Ich versuchte mich an Morgen-Yoga und veganen Frühstücken und stellte schnell fest, dass die meisten Teilnehmer erfahrene und kluge Unternehmer waren.

John Mackey, einer der Mitbegründer von Conscious Capitalism, sprach über seine anfängliche Auffassung, dass der Kapitalismus auf Gier, Egoismus und Ausbeutung beruhe. Nachdem er durch die Gründung von Whole Foods Market zum Unternehmer wurde, änderte er seine Überzeugung. Er erkannte, dass die freie Marktwirtschaft zwar nicht perfekt, aber prinzipiell gut und ethisch ist. Aber er ging weiter. Er entwickelte für sein Unternehmen eine bewusste Ausrichtung auf die Interessen aller Stakeholder und ließ damit den Kuchen für alle anwachsen, anstatt ihn aufzuteilen.

Die besten Firmen, so ein anderer Vortragender, haben ein hohes Maß an Bewusstsein über ihren Unternehmenszweck und ihren Einfluss auf die Umwelt. Ihre Kunden, Mitarbeiter und Zulieferer entwickeln eine emotionale Verbindung zu dem Unternehmen. Man kann dies als die „Seele eines Unternehmens" bezeichnen. (Ein inspirierendes Beispiel ist die private Firma Patagonia. Ich empfehle das Buch „Let my people go surfing“ von Gründer Yvon Chouinard.) Ebenso erfuhr ich, dass die repräsentierten Unternehmen überdurchschnittlichen Shareholder-Value produzierten – quasi als Nebenprodukt. Das scheint mir gut funktionierender Kapitalismus zu sein.

Die Konferenz bestätigte meine Ansicht, dass Unternehmen mit diesen Eigenschaften eine großartige Fundgrube für Investments sind. Allerdings lassen sich Kandidaten nicht einfach durch ein Scoring von Nachhaltigkeitsreports oder mithilfe eines ESG Robo-Advisers finden. Alle bezeichnenden Merkmale sind immateriell und qualitativ. Ob die geschilderten Werte tatsächlich gelebt werden, oder von einer PR Agentur nur auf das Papier gebracht wurden, bedarf einer menschlichen Beurteilung. Sir Andrew Likierman, ehemaliger Dean der London Business School, bestätigt dies. Er sagt:

„As part of my work on human judgment, I have been looking into any algorithm that is said to be a substitute for it. These algorithms do many amazing things, but what they do not do is judgment. This, along with empathy and ethics, will for now remain the province of the human being.”

Die meisten Kapitalallokatoren zerteilen ihr Portfolio in tausend kleine anonyme Stücke. Sie haben einfach nicht die Zeit, jedes einzelne Unternehmen zu analysieren. ESG-Ratings erleichtern ihnen die Arbeit – und reduzieren die Haftungsrisiken. Die EU-Kommission wird in Kürze für mehr Standardisierung sorgen. Derzeit arbeiten 35 Experten und 160 Berater an einem Großprojekt mit dem Titel "EU-Taxonomie für Nachhaltigkeit". Es ist eine Goldgrube für Gesetzgeber, Gutachter, Unternehmensberater und Produktvermarkter. Aber ist Konformität nicht das Gegenteil eines gesunden, vielseitigen Marktes mit einem Wettbewerb der Meinungen?

Wir bieten unseren Investoren einen anderen Weg. Wir investieren gezielt und bewusst mit der Einstellung eines Eigentümers. Wir nennen es nicht Nachhaltigkeit oder ESG. Wir nennen es schlicht und einfach langfristiges, konzentriertes Value Investing. Es ist ein Old-School-Rezept, um eine gute Performance zu erzielen und verantwortungsvolles, ethisches Handeln zu fördern. Denn nur als Eigentümer kümmern Sie sich selbstverständlich um die langfristigen Perspektiven Ihres Investments (oder haben Sie schon einmal jemanden einen Mietwagen waschen sehen?).

Nach meinem Wissen würde unser aktuelles Portfolio ein sehr gutes ESG Rating erhalten. Aber wir würden uns weder dahinter verstecken, noch würden wir ihm blind folgen. Zum Beispiel bieten sowohl World Acceptance als auch Credit Acceptance als spezialisierte Kreditgeber Darlehen mit sehr hohen Zinssätzen an. Wir haben deshalb untersucht, wie sie ihre Kredite verkaufen und ob sie ihre Kunden dabei ausnutzen. Am Ende haben wir für beide ein positives Urteil gefällt und zu Aktienkursen gekauft, die darauf hindeuten, dass andere vielleicht anders gedacht haben. Judges Scientific, ein weiteres Beispiel, entspricht nicht den Corporate Governance-Richtlinien, weil drei Aufsichtsräte die maximale Amtszeit von neun Jahren überschreiten. Wir begrüßen diese altgedienten Non-Executive Direktoren, weil wir wissen, dass ihre Hauptaufgabe darin besteht, die Kultur des Unternehmens zu bewahren.

Die besten Unternehmen sind oft diejenigen, die sich nicht an Normen und Best-Practice-Anweisungen halten, weil sie einen guten Grund dafür haben, es nicht zu tun. Wir möchten in der Lage sein, sie zu kaufen, wenn andere es nicht können. Das bedingt Unabhängigkeit. Ich hoffe, Sie verstehen, warum wir Umweltschutz und ethisches Handeln unterstützen aber nicht planen, unseren Fonds einer ESG-Konformität zu unterwerfen.

Und zuletzt…

Jedes Mal, wenn ich mich mit Managern unterhalte, erzählen sie mir, dass das Wichtigste für ein erfolgreiches Unternehmen erstklassige, hochkarätige Mitarbeiter sind. Großartige Talente sind selten, aber ich glaube, ich habe

eines gefunden. Aakash Vanchi Nath hat für Ray Dalios Fonds Bridgewater gearbeitet und ich habe ihn während meiner Arbeit als Mentor an der London Business School kennengelernt. Ich bin froh, dass er jetzt bei P&R als Analyst für Sie arbeitet.

Ich wünsche Ihnen ein wunderbares Jahr 2020 und freue mich auf das nächste Jahrzehnt.

One thing we can all do, as we enter the next decade together, is to reject fatalistic pessimism and instead embrace an optimism based in facts and a belief in human ingenuity. (New Scientist)

Mit bestem Gruß aus London,

Ihr Matthias Riechert

P.S. Wir haben eine neue Internetadresse: www.pr-realvalue.com

P&R Investment Management Ltd

Lynton House
7-12 Tavistock Square
London WC1H 9BQ
United Kingdom
Phone +44 207 7945988
www.pr-realvalue.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 Investment Fonds Manager (AIFM) IPConcept (Luxemburg) 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 (Luxemburg) 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 Ltd 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 Ltd übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Alle Meinungsaussagen 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 Ltd wider. P&R Investment Management Ltd 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 Ltd oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen. Weder P&R Investment Management Ltd 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 Ltd. P&R Investment Management Ltd 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 Ltd 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.