

Quartalsbericht

Für die Zeit vom 1. Oktober bis 31. Dezember
2013



POLLEIT & RIECHERT
Investment Management

27. Januar 2014

Sehr verehrte Investorinnen,
sehr geehrte Investoren,

wir freuen uns, Ihnen den vierten Quartalsbericht für den „P&R Real Value“ Fonds zu überreichen, der Ihnen gleichzeitig auch einen Jahresrückblick auf 2013 gibt.

Jahr	<u>Jährliche Veränderung in Prozent¹</u>		
	P&R REAL VALUE	Aktien Welt Index	Gold Index
2013	7,31%	19,69%	-30,65%

Der P&R REAL VALUE hält zum Jahresende 82,2 Prozent in Aktien, 7,5 Prozent in Zertifikaten und Fonds mit direkter Anbindung an Gold sowie 10,2 Prozent in Cash. Die weiteren Positionen bestehen aus 15 langfristigen Investments sowie einem Basket von vier Goldminenwerten (3,2 Prozent). Bezogen auf das Gesamtportfolio sind 50,2 Prozent in US-Dollar-Werten investiert, 28,4 Prozent in Britischen-Pfund-Werten, 2,4 Prozent in Kanadischen-Dollar-Werten und 1,2 Prozent in Euro-Werten. Die Größe des Fonds betrug 10 Mio. Euro zu Beginn des Jahres, Ende Dezember waren es 12,58 Mio. Euro.

Das erste Jahr seit Gründung des Fonds ist vorüber, und es ist Zeit für eine Performanceanalyse. In Folgenden analysieren wir zunächst die Kursperformance des Portfolios. Weil „Mr. Market“ manchmal übertreibt und manchmal untertreibt, ist die beste Art und Weise, die Wertentwicklung des P&R REAL VALUE zu beurteilen, die Analyse der Unternehmensperfor-

¹ Die Performance des Fonds berücksichtigt eine Ausschüttung in Höhe von 0,2%. Die Berechnungsperiode für das Jahr 2013 geht vom 27. Dezember 2012, dem Startdatum des Fonds, bis zum 2.1.2014. Als Basis für den Aktien Welt Index wird der LYXOR ETF MSCI WORLD in EUR FCP verwendet. Als Basis für den Gold Index wird der ZKB Gold ETF in EUR verwendet.

mance. Aus diesem Grund legen wir in unseren Berichten Wert auf die Erläuterung der Geschäftsentwicklung unserer wichtigsten Portfoliofirmen.

Kursperformance

Mit dem Ergebnis von plus 7,31 Prozent haben wir (a) eine höhere Verzinsung erzielt als mit Sparanlagen erreichbar war, und wir haben (b) die Kursentwicklung von Gold geschlagen. Allerdings lagen wir (c) deutlich hinter der Performance eines breiten Aktienindex wie dem MSCI World (in Euro gerechnet) zurück.

Gold war der große Kursverlierer des Jahres 2013. Unsere Goldposition hat 3,6 Prozentpunkte und das Goldminenbasket hat 3,7 Prozentpunkte unserer Fondsp performance gekostet. Zusätzlich hat auch unser Investment in EZCorp unter dem Goldpreistrückgang gelitten, denn die Firma hält als Pfandleiher Gold und Goldschmuck im Inventar. Diese Position hat unser Ergebnis um weitere 1,87 Prozentpunkte reduziert. Summiert sind das minus 9,1 Prozentpunkte, die unserer Entscheidung, direkt oder indirekt in Gold zu investieren, zuzuschreiben sind.

Ein weiterer Grund für unsere Underperformance relativ zur Aktienreferenz war unsere hohe Cash-Position in den ersten Monaten der Aufbauphase des Fondsportfolios. So betrug unsere Cashquote Ende März immer noch mehr als 40 Prozent. Zu dem Zeitpunkt hatte der MSCI World Index bereits mehr als 10 Prozent zugelegt.

Die gute Nachricht ist, dass die großen langfristigen Investments sehr gute Kursgewinne erzielt haben. So lag die durchschnittliche Performance gemessen an der prozentualen Veränderung zwischen Kaufkurs und Jahreschlusskurs für die Top 8 Positionen nach Größe bei plus 35,4 Prozent. Wir sehen das als Indiz für unsere Fähigkeit gute Investments aufzuspüren, wenngleich ein Jahr viel zu kurz ist, um hierüber verlässlich urteilen zu können.

Unternehmensperformance

Die meisten Unternehmen, deren Geschäftsjahr dem Kalenderjahr entspricht, haben ihre Geschäftszahlen noch nicht veröffentlicht. Wir werden darum im nächsten Quartalsbericht ausführlicher berichten können, ob und in welcher Weise die Kursperformance die Unternehmensperformance widerspiegelt.

Besuch bei Credit Acceptance

Eines unserer Spezialgebiete ist der Konsumentenkreditbereich für Haushalte im unteren Einkommenssegment. Credit Acceptance ist Finanzierer von Gebrauchtwagen für Subprime Kunden und fällt daher in diese Sparte.

Aktuell drängt wieder sehr viel Geld in diesen Markt. Um herauszufinden, wie die Firma mit dem erhöhten Wettbewerbsdruck umgeht, haben wir erneut mit Kunden, Konkurrenten und zuletzt erstmalig mit dem Management in der Zentrale in Michigan gesprochen.

Credit Acceptance arbeitet mit Autoverkäufern partnerschaftlich zusammen und teilt die Erträge aus den langfristigen Kreditrückzahlungen. Für bestimmte Händler ist diese Abmachung lukrativ. Sie sind dadurch motiviert, gute Kreditnehmer auszuwählen, und binden sich langfristig an das Unternehmen. Händler, mit denen wir sprachen, sind sehr zufrieden und loben die Qualität der Firma. Weil Credit Acceptance eine sehr hohe Reputation hat, sind neue Händler gewillt, in eine langfristige Zusammenarbeit einzutreten. Diese Reputation ist schwer zu kopieren, und das führt zu einem Wettbewerbsvorteil (weitere Infos siehe Memo vom 23. Mai 2013).

Im dritten Quartal hat die Firma 2,72 US Dollar pro Aktie verdient (adjustiert). Das sind 22 Prozent mehr als im letzten Jahr. Das Plus stammt vor allem aus der Zunahme des Kreditvolumens (plus 17 Prozent) durch neue Händler. Die Rendite auf das eingesetzte Kapital betrug 14,5 Prozent, während die Kapitalkosten bei 5,8 Prozent lagen. Die Differenz – die Zinsspanne – hat sich im Jahresvergleich um einen Prozentpunkt verringert. Ist dies ein Indiz für zunehmenden Preisdruck?

Das Management steuert die Firma durch eine Optimierung der Funktion „Kreditwachstum und Zinsspanne“. CEO Brett Roberts nimmt in Phasen hoher Liquidität eine geringere Zinsmarge in Kauf, wenn er im Gegenzug das Kreditvolumen steigern kann. Dies tut er aber nur solange ein Geschäft zu profitablen Konditionen abgeschlossen werden kann. In vergangenen Kreditzyklen (Brett Roberts ist seit 20 Jahren dabei) hat das Management einen großartigen Job gemacht, wohl auch weil der CEO nur für profitables Wachstum bezahlt wird. Sein Gehalt ist im hohen Maße an das langfristige Erzeugen von ökonomischem Gewinn („EVA“ Konzept) gebunden. Wir halten grundsätzlich sehr viel von dieser Methodik, denn sie honoriert Manager nicht für „blindes Wachstum“ und „Empire Building“, sondern das Management profitiert nur dann, wenn das Wachstum auch nach Abzug der Kapitalkosten profitabel ist. Wir haben aufgrund der positiven Eindrücke unsere Position erhöht. Unser durchschnittlicher Einstiegspreis liegt bei 108,0 US Dollar (knapp 11x KGV). Credit Acceptance ist nun unsere zweitgrößte Position im Portfolio.

Hier erfahren Sie mehr über die Firma und ihren Gründer Don Foss:

► [Die Don Foss Story auf Youtube](#)

Economic Value Added (EVA)

Entwickelt wurde der EVA von der Unternehmensberatung Stern Stewart & Co. Er wird berechnet als Differenz zwischen der Rendite auf das eingesetzte Kapital und den durchschnittlichen Kosten für das Kapital, und das Ganze wird dann multipliziert mit dem investierten Kapital.* Der Wert ist nur dann positiv, wenn ein Unternehmen mehr verdient als seine Kapitalkosten. Unternehmen, die keine Wettbewerbsvorteile haben, verdienen langfristig lediglich ihre Kapitalkosten.

*Die Übersetzung ins Deutsche, *Geschäftswertbeitrag (GWB)*, ist von der Siemens AG gesetzlich geschützt.

„Trading Update“ Energy Assets plc

Am 13. Januar 2014 veröffentlichte die Firma ein „Trading Update“ für das dritte Quartal bis Ende Dezember (das Geschäftsjahr der Firma endet im März). Anhand der Zahlen ist erkennbar, wie stark die Firma wächst. Das Portfolio an Gaszählern ist im Jahresvergleich um 28 Prozent gestiegen. Allein im letzten Quartal wurden 4500 Zähler montiert, die neue wiederkehrende Einnahmen erzeugen werden. Daneben hat das Management den Finanzierungsrahmen ausweiten können und stellt so die Weichen für weiteres Wachstum. Wir sind sehr zufrieden mit der Entwicklung und der Leistung der Unternehmensführung.

Allerdings sind wir auf ein potenzielles langfristiges Risiko aufmerksam geworden: Die Zielgröße bei der Berechnung der variablen Bezahlung des Vorstandes berücksichtigt keine Kapitalkosten (wie etwa den EVA). In ein paar Jahren, wenn die Kredite zurückgeführt sind, wird der Vorstand über die Verwendung immer höherer Cashflows entscheiden müssen. Aktuell steigt seine Belohnung selbst dann, wenn die Verzinsung der reinvestierten Gewinne auf Sparbuchniveau erfolgt. Um die Hürde höher zu legen und damit kluge Kapitalallokationsentscheidungen zu erreichen, sollte die „Karotte“ bald eine andere Zielgröße belohnen. Aus diesem Grund haben wir den Aufsichtsrat kontaktiert und eine Änderung der langfristigen Zielgröße bei der nächsten Vertragsverlängerung vorgeschlagen. Unser Fonds hält zwar nur etwa 1,5 Prozent des Unternehmens aber gute Ideen sollten ausgesprochen werden.

Das Unternehmen haben wir bereits ausführlich im Q3 Report und im letzten Memorandum vom 8. Januar 2014 erläutert. Auf Basis 31.12.2013 liegt unser Einstiegspreis bei 2,91 GBP pro Aktie und bildet die größte Position unseres Fonds.

Portfolio Veränderungen – “Mr. Market at work”

Wir haben das Portfolio im letzten Quartal kaum verändert. Einen schwungvollen Verlauf nahm der Börsenkurs von Euromoney. Der Kurs machte Ende Oktober einen Rücksetzer, den wir für Zukäufe zu Preisen von 10,66 GBP nutzten. Wir bezahlten damit etwa 14 x Owner’s Earnings (OE) – sehr günstig aus unserer Sicht. Nur einen Monat später stieg der Börsenpreis des Unternehmens um 25 Prozent auf etwa 13,24 GBP. Zu dem Preis bot uns sozusagen „Mr. Market“ (nun offensichtlich viel euphorischer als zuvor) 17,5 x Owner’s Earnings. Wir nahmen das Angebot teilweise an und reduzierten unsere Position umgehend wieder auf etwa 4,4 Prozent des Fonds.

Solche Verläufe sind für uns ein Indiz dafür, dass Märkte von Zeit zu Zeit ineffizient sind und lukrative *Preise* offerieren. Der *Wert* des Unternehmens hat sich aus unserer Sicht innerhalb eines Monats kaum verändert.

Wir haben im Quartal eine neue Position aufgebaut. Wenn diese Position nennenswert wird, werden wir darüber berichten.

Makro-Thema: Inflation oder Deflation?

Kredit, Geld und Preise

Wohl kein anderes Wirtschaftsphänomen löst so großes Unbehagen, ja zuweilen sogar Angst aus wie das Wort Deflation. Deflation bezeichnet einen fortgesetzten Rückgang der Preise auf breiter Front: Nicht nur die Preise für Konsumgüter fallen, sondern auch die für Häuser, Grundstücke, Rohstoffe und Aktien.

Aktuell warnen einige Ökonomen vor Deflation. Deflation ist (wie Inflation auch) ein *monetäres Phänomen*. Schrumpft die Geldmenge dauerhaft, ist zu erwarten, dass auch die Preise sinken. In einem Kreditgeldsystem könnte eine Deflation besonders folgenreich sein, sich zu einer Rezession oder Depression auswachsen: Die Produktions- und Beschäftigungsstruktur, die sich im Zuge des Kreditgeldbooms aufgebaut hat, würde im Zuge einer Deflation zusammenbrechen.

Die Erklärung: In Volkswirtschaften, in denen Private, Unternehmen, Banken und vor allem Staaten hoch verschuldet sind, sorgt Deflation für steigende reale Schuldenlasten, die viele Kreditschuldner überfordern würde. Doch würde es so weit kommen? Bei einem Herannahen einer Deflation wird öffentlicher Druck auf die Notenbank ausgeübt, sie zu „bekämpfen“.

Kreditgeldsystem

Im heutigen Kreditgeldsystem halten Zentralbanken das Geldangebotsmonopol. Sie können die Geldmenge jederzeit in jeder beliebigen Menge ausweiten – und damit Deflation verhindern. Und wenn nun in der Öffentlichkeit Deflation (stärker als Inflation) gefürchtet wird, ist absehbar, was geschehen wird.

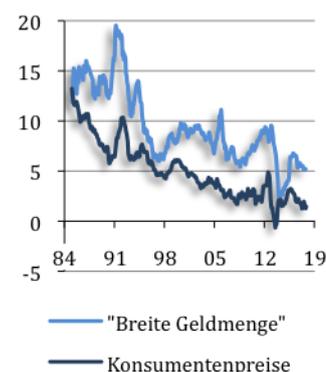
Die Zentralbanken werden die Geldmengen ausweiten, indem sie zum Beispiel Anleihen, Bankkredite oder Fremdwährungen aufkaufen und die Verkäufer mit neu geschaffenen Geld bezahlen. Dazu mag es erforderlich sein, „neue Wege“ zu gehen (indem nicht etwa Banken, sondern Privaten die Wertpapiere abgekauft werden). An der grundsätzlichen Fähigkeit der Zentralbanken, die Geldmengen ausweiten zu können und die Preise in die Höhe zu treiben, wenn es politisch gewünscht ist, sollte kein Zweifel aufkommen.

Wohin das Pendel schlägt

Weil das Ausweiten der Geldmengen nur allzu oft als die „Politik des kleinsten Übels“ angesehen wird, ist langfristig Inflation, nicht Deflation die eigentliche Gefahr im Kreditgeldsystem. Dies gilt insbesondere in wirtschaftli-

Geldmenge und Konsumentenpreise

Jahresveränderungsraten in Prozent



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.

Die langfristige *positive* Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Preisentwicklung lässt sich für viele Länder beobachten.

chen Situationen, in den Staat und Banken sich zu stark verschuldet haben. Die Sorge vor Deflation stellt die Weichen in Richtung einer inflationären Politik. Der Ökonom Friedrich August von Hayek (1899 – 1992) hat dies wie folgt formuliert:

„Zwei Dinge können nicht genug betont werden: erstens scheint es sicher, dass wir die Entwicklung zu immer größerer staatlicher Lenkung nicht aufhalten werden, wenn wir die inflationistischen Tendenzen nicht zum Stillstand bringen; und zweitens ist jeder andauernde Preisanstieg gefährlich, weil wir, sobald wir beginnen, auf seine stimulierende Wirkung zu vertrauen, schon auf einen Kurs festgelegt sein werden, der uns keine Wahl lässt, als entweder mehr Inflation zu bekommen oder für unseren Fehler durch Rezession oder Depression zu bezahlen.“

Unser Fazit: Wenn in der Öffentlichkeit Deflation gefürchtet wird und gleichzeitig das (mehr oder weniger stetige) Ansteigen der Preise gewünscht ist, sollten Investoren mit Geldwerteschwund und nicht mit einem Anstieg des Geldwertes rechnen.

Wir freuen uns auf das zweite Jahr unserer Firma und bedanken uns bei Ihnen für Ihr Vertrauen.

Mit bestem Gruß

Thorsten Polleit
Königstein i. T.



Matthias Riechert
London



Aktuelle Entscheidungen - Die Philosophie der tiefen Zinsen und des Gelddrucks

EZB-Präsident Mario Draghi wurde am 26. Januar 2014 in der *Financial Times* zitiert: Die EZB könnte den Banken *Unternehmenskredite* abkaufen (gegen Ausgabe von neuem Geld), um die Konjunktur zu beleben.

Am 23. Januar 2014 ruderte der Gouverneur der Bank von England, Mark Carney, zurück: Das Absinken der britischen Arbeitslosenquote (sie liegt derzeit bei 7,1%) werde nun doch nicht zu einem Anheben der Zinsen führen (ab 7,0% sollten die Zinsen, so die ursprüngliche Ankündigung, erhöht werden).

Vermutlich wird auch die Fed unter der neuen Führung die Politik des „Tapering“ nicht fortsetzen.

Polleit & Riechert
Investment Management LLP

Ölmühlweg 33C
D-61462 Königstein im Taunus

St. Albans House 4th Floor
57/59 Haymarket
GB-London SW1Y 4QX

Internet: www.polleit-riechert.com
Limited Liability Partnership
Partnership No. OC377772
Companies House

Registrar of Companies under the Limited Liability Partnerships

Disclaimer

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist Polleit & Riechert Investment Management LLP verantwortlich. Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau 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 Polleit & Riechert Investment Management LLP als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Polleit & Riechert Investment Management LLP 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 Polleit & Riechert Investment Management LLP wider. Polleit & Riechert Investment Management LLP 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. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. 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 Polleit & Riechert Investment Management LLP oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen. Weder Polleit & Riechert Investment Management LLP 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 Polleit & Riechert Investment Management LLP. Polleit & Riechert Investment Management LLP 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 Polleit & Riechert Investment Management LLP 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.