

Brief an Investoren

1. Halbjahr 2017



POLLEIT & RIECHERT
Investment Management

26. Juli 2017

Sehr geehrte Investoren,

wir freuen uns über einen weiteren Wertzuwachs Ihres Investments im P&R REAL VALUE Fonds. Innerhalb des ersten Halbjahres hat der NAV nach Gebühren um +4,2% zugelegt. Im Vergleich dazu stieg der Aktien-Welt-Index in Euro um +2,4% und der Gold-Index in Euro verlor -0,7%¹. Der Dax Index stieg im selben Zeitraum um +7,4%.

Seit dem Start vor viereinhalb Jahren beträgt die durchschnittliche annualisierte Rendite des P&R REAL VALUE +12,5% nach Gebühren und ist damit besser als die des Aktien-Welt-Indexes (+12,2%), die des Dax Indexes (+10,7%) und die von Gold (-3,5%). Wenn Sie vor drei Jahren eingestiegen sind, liegt sie bei +18,6% (Aktien-Welt-Index +9,6%).

Unser Fonds besteht derzeit zu knapp zwei Dritteln aus Titeln, die in US Dollar notieren. Darum hat der Kursverlust des US Dollar zum Euro von -8,2% unsere Performance negativ beeinflusst. Wir sehen dies als kurzfristige Schwankung und versuchen nicht, diese vorherzusehen.

Der Fonds hält zum Stichtag 13 Positionen in Aktien und Call-Optionen, die 96,6% des Fondsvermögens ausmachen. Zu den Top 5 Positionen zählen:

- Cimpres
- Credit Acceptance
- World Acceptance
- Metro Bank
- Constellation Software

¹Die Performanceberechnung erfolgt nach der BVI Methode und berücksichtigt jährliche Ausschüttungen in Höhe von 0,20 Euro pro Fondsanteil. Fondsstart war der 27.12.2012. Die Jahresperiode startet und endet jeweils am 30. Dezember. Als Basis für den Aktien-Welt-Index wird der LYXOR ETF MSCI WORLD D-EUR verwendet. Als Basis für den Gold-Index wird der ZKB Gold ETF in EUR verwendet.

Als Reserve halten wir 0,5% in Cash sowie 2,9% in einem Zertifikat mit Anbindung an Gold. 65,6% des Portfolios sind in US-Dollar-Werten investiert, 22,9% in Britischen-Pfund-Werten und 8,2% in Kanadischen-Dollar-Werten. Die Größe des Fonds beträgt 24,3 Mio. Euro.

Wie entwickeln sich unsere Unternehmen?

Metro Bank

Metro Bank wächst phänomenal. Im letzten Jahr stieg die Zahl der Kunden von 655 Tsd. auf 915 Tsd., die Bilanzsumme stieg um 65% und mehr als 300 neue Mitarbeiter wurden eingestellt. Im vorherigen Halbjahresbrief hatten wir Ihnen von unseren Testkäufen berichtet, deren Ergebnisse wir an das Management schickten. Unternehmen, die sehr stark wachsen, machen Fehler. Und so ist das Erkennen von Problemen weniger wichtig, als die Analyse der Art und Weise wie mit Fehlern umgegangen wird.

In unserem Fall reagierte das Unternehmen schnell, transparent und zeigte sich sehr interessiert an unserem Kundenfeedback. Wir glauben, dass Metro Bank eine Kultur besitzt, die mit Herausforderungen umgehen kann und deshalb noch sehr viel Wachstum und Wertsteigerung für uns Aktionäre schaffen wird. Der Börsenpreis hat sich bisher gut entwickelt, aber reflektiert das langfristige Potenzial noch lange nicht. Wenn Sie sich einen optischen Eindruck von den neuen Bankfilialen („Stores“) machen wollen, klicken Sie bitte hier: ▶ [Metro Bank Filialen](#)

Credit Acceptance

Credit Acceptance ist ein herausragendes Beispiel für eine Firma mit guter Unternehmenskultur. Ein Indiz hierfür liefert die erneute Nominierung der Firma unter Amerika's Fortune 100-Best-Companies-to-Work-For. Demnach sind 95% aller Mitarbeiter stolz darauf anderen davon erzählen zu können, wo sie arbeiten. Das ist bemerkenswert für ein Unternehmen welches Autokredite an Subprime-Kunden vergibt.

Die Erklärung liegt in einem extrem positiven, stimulierenden Arbeitsumfeld. Dazu zählen beispielsweise akribisch vor- und nachbereitete Town-Hall-Meetings, in denen Mitarbeiter einen direkten Draht zum CEO Brett Roberts erhalten und Verbesserungsvorschläge einbringen können. Die Art und Weise, wie diese Organisation tickt, erklärt, warum der Gewinn pro Aktie in den letzten zehn Jahren um durchschnittlich 27% annualisiert gestiegen ist und warum wir es als wahrscheinlich erachten, dass auch die nächsten zehn Jahre positiv verlaufen werden. Seit unserem Einstieg hat sich unser Investment bereits mehr als verdoppelt. Wenn Sie mehr über dieses Unternehmen erfahren wollen, empfehlen wir Ihnen den Shareholder Letter von Brett Roberts: ▶ [Shareholder Letter Credit Acceptance](#)

World Acceptance

Viele kleine Verbesserungen bleiben oft unentdeckt, bis Mr. Market plötzlich aufwacht. Genau das ist Anfang Mai bei World Acceptance passiert. Mit einem Doppelschlag meldete das Unternehmen ein ordentliches Quartalsergebnis und die Möglichkeit von erneuten Aktienrückkäufen. Da etwa ein Drittel des Freefloats an Shortseller verliehen war, führten diese guten Nachrichten zu einem Short-Squeeze. Innerhalb von zwei Tagen schoss der Aktienkurs von 56 auf 88 US Dollar. Unsere Investment-These, die wir Ihnen im Q4 Brief 2015 ausführlich erläutert haben, scheint bisher aufzugehen, auch wenn das Management noch vor vielen Herausforderungen steht. Das Verhältnis vom Börsenpreis zum Wert ist weiterhin günstig (KGV von 8).

Veränderungen im Portfolio

Ein neues Investment – The Gym

The Gym Group plc verfolgt eine Discountstrategie mit Fitnessstudios in Großbritannien. Ähnlich wie Ryanair und Easyjet in der Luftfahrt, unterbietet The Gym in der Fitnessbranche angestammte Anbieter durch ein günstiges „no-frills“ Angebot. In Deutschland ist dieser Trend bereits weit fortgeschritten; etwa 45% aller Fitness-Studios sind hierzulande bereits Discounter mit wenigen großen Ketten und McFit als Marktführer. Großbritannien hat noch erhebliches Wachstumspotenzial; dort sind bisher nur 23% aller Gyms Discounter. Das Angebot von The Gym ist einfach und überzeugend und so füllen sich neue Studios schnell mit Kunden. Etwa 70% der Mitglieder kommen von Konkurrenten im mittleren Preissegment. 30% der Kunden sind hingegen erstmalige Gym-Mitglieder – ein Indiz für steigende Nachfrage.

Das Management der Firma nennt als oberste Priorität das Übertreffen einer Return-on-Capital-Hürde und nicht etwa Umsatzwachstum oder Marktführerschaft. Erst an zweiter Stelle kommt das Ziel, einen möglichst großen Teil der freien Cashflows in neue Gyms zu reinvestieren. Wenn es dem Management um CEO John Treharne gelingt, die Qualität der Gyms hoch und den Preis niedrig zu halten, wird die Firma noch einige Jahre mit hohen inkrementellen Renditen wachsen können. Wir beobachten die Neueröffnungen und das Preisverhalten einzelner Studios um herauszufinden, ob die Firma einen Verlauf wie Starbucks nehmen wird (mit hohen Kapitalrenditen trotz vieler Coffee-Shops), oder ob zunehmender Wettbewerb innerhalb der Discounter zu erodierenden Renditen führt. Wir haben eine vergleichsweise kleine Position zu Kursen aufgebaut, die etwa dem 11fachen unserer Schätzung der Owner's Earnings entsprechen. Mehr Details hierzu finden Sie hier: [▶ Präsentation The Gym](#)

Verkauf Aggreko

Im Gegenzug dazu haben wir uns von unserem Investment in Aggreko getrennt und damit einen erheblichen Verlust realisiert. Bis zu unserem Kauf erzielte die Firma abnorm hohe Kapitalrenditen über einen Zeitraum von etwa acht Jahren, gefolgt von einer Korrektur, die wir einem Mix aus externen Gründen zuschrieben. Wir gingen davon aus, dass dauerhafte Markteintrittsbarrieren zusammen mit einem weltweiten Nachfrageüberhang nach Elektrizität zu erneutem wertsteigernden Wachstum führen würde.

Wir lagen falsch. Wir haben insbesondere drei Dinge unterschätzt: (1) Die Lernkurve der Kunden, die mit neuen Konkurrenzangeboten lernten, den Preis durch Tenderverfahren zu drücken, (2) die technologische Weiterentwicklung alternativer Energiequellen und (3) das Risiko des Managementwechsels. Wir werden auch zukünftig Fehler machen, aber wir ziehen es vor, aus Fehlern von anderen zu lernen.

Wir senken unsere Gebühren

Ab sofort senken wir unsere fixe Beratungsgebühr von 1,5% auf 1,0% und ab Oktober führen wir eine Hürde für unsere Performancegebühr mittels erforderlicher Prospektänderung ein. Wir erhalten dann 15% Performancegebühr nur für den Anteil, der 5% auf das Jahr gerechnet, übersteigt.

Wir halten es für fair, dass Sie künftig einen höheren Anteil an der Performance erhalten. Ferner verbessern wir dadurch Ihren Fonds, denn mit geringeren Kosten steigt die Chance auf eine langfristige Outperformance.

Hierzu eine exemplarische Berechnung: Nehmen wir an, wir erzielen eine Rendite von 10% vor Abzug aller Kosten. Davon abgezogen werden:

- unsere fixe Anlageberatergebühr (1%)
- unsere Performancegebühr (15% über 5%)
- Tradingkosten (etwa 0,02%)
- Verwaltungskosten des Investmentmanagers IPConcept und der Depotbank DZ Privatbank (etwa 0,35%)

Zusammengerechnet verbleibt eine Nettorendite von etwa 8,1%. Unser Vergleichsindex, der Aktien-Welt-Index, ist ein Indexfonds (ETF) mit ausgewiesenen laufenden Kosten von 0,35%. Die Kostendifferenz liegt bei 1,56 Prozentpunkten und damit müssen wir zunächst eine Outperformance in dieser Höhe erzielen, um nach Kosten mit dem Indexfonds gleichzuziehen.

Dieser Kostennachteil betrifft alle aktiv gemanagten Fonds und ist einer der Gründe, warum in den letzten Jahren immer mehr Kapital von aktiven zu kostengünstigen, passiven Indexfonds geflossen ist.

Wenn Sie den P&R REAL VALUE mit anderen Fonds vergleichen, sollten Sie allerdings auch solche Kosten berücksichtigen, die nicht ausgewiesen werden, aber nichtsdestominder real für Anleger sind:

- **Kein Trading.** Wir investieren langfristig mit einer angepeilten *Portfolio Turnover Rate* von weniger als 20% (entspricht mindestens 5 Jahre Haltedauer). Wir schätzen, dass die Turnover Rate eines aktiven Fonds im Durchschnitt bei mindestens 100% liegt. Wir handeln also wesentlich seltener und produzieren im Vergleich nur ein Fünftel der Tradingkosten. Wir freuen uns ferner darüber, dass IPConcept die Kommissionsätze für unseren Fonds um ein Drittel reduziert hat.
- **Kein Größen-Problem.** Mit unserem kleinen Fondsvolumen können wir Positionen in weniger liquiden Werten eingehen. Große Fonds, die dazu noch häufig umschichten, produzieren Market-Impact-Kosten, die zu einem erheblichen Performance-Nachteil führen. Laut Schätzungen betragen diese Kosten 1% pro Turnover Rate von 100%.
- **Keine Kosten für externes Research.** Wir analysieren selbstständig und unabhängig und belasten den Fonds nicht mit Kosten für externes Research. Es ist hingegen Industriepaxis, Research von Brokern zu beziehen (Analysen, Meetings, Events und Infotainment). Die Kosten hierfür werden durch überhöhte Trading-Kommissionen beglichen und damit vom Anleger bezahlt. Diese Praxis wird künftig durch die MiFID2 Regulation erschwert.
- **Keine Kickback-Zahlungen.** Wir bezahlen keine Rückvergütungen (Kickbacks) an den Vertrieb, denn diese indirekten Zahlungen verschleiern die Kostenzuordnung für Anleger. Am liebsten sind uns Kunden, die direkt zu uns finden. Das spart Kosten für Mittelsmänner und fördert eine persönliche, langfristige Verbindung. *Wenn Sie zufrieden mit uns sind, empfehlen Sie uns gerne weiter!*

Unsere Wettbewerbsvorteile gegenüber passiven Indexfonds

Trotz des Kostennachteils gibt es gute Gründe, warum unser aktives, unternehmerisches Investmentmanagement zu einer besseren langfristigen Rendite führen kann *und* gut für unsere Wettbewerbsgesellschaft ist. Dies zeigt sich anschaulich beim Besuch von Hauptversammlungen.

Auf dem Shareholder-Meeting von Judges Scientific war Matthias Riechert als einziger Aktionär anwesend - eine hervorragende Gelegenheit die Personen kennenzulernen, die unser Kapital überwachen. Auf allen besuchten Hauptversammlungen zeigt die Überzahl von PR-Beratern, Analysten, Corporate Advisern gegenüber Aktionären ein wachsendes *Principal-Agent-Risiko*.

Bei seiner turnusmäßigen Wiederwahl erhielt ein Board-Mitglied von Judges mehr als 30% Nein-Stimmen. Die Nein-Stimmen kamen von Anlegern, die ihre Stimmenvergabe an *Proxy Voting Services* auslagern. Diese Agenturen entscheiden über tausende von Abstimmungspunkten, indem sie mit standardisierten Verfahren prüfen, ob der Antrag im Einklang mit Corporate Governance Richtlinien steht. In diesem Fall wurde die maximale, empfohlene Amtsdauer überschritten. Aber *nicht alles, was gezählt werden kann, zählt*. Dass die Person wertvolle Beiträge für die Unternehmensführung liefert, kann nicht mit einem starren Algorithmus beurteilt werden. So spricht es paradoxerweise *für* die Qualität des Aufsichtsrats, sich trotz der zu erwartenden Nein-Stimmen zur Wahl zu stellen.

Auf eine Frage zur Vorstandsvergütung antwortete ein Aufsichtsrat einer anderen Firma stolz: „Wir haben einen externen Consultant beauftragt, der unsere Vergütung an der von vergleichbaren Firmen orientiert hat.“ Warren Buffett sagte hierzu: „*If the board hires a compensation consultant after I go, I will come back - mad.*“ Das Auslagern fördert Konformität selbst bei schlechter Performance. Tatsächlich finden wir immer häufiger Vergütungspläne, die sich ähneln und an beeinflussbare Kennzahlen gebunden sind. Nur wenige Firmen haben einfache Zieldefinitionen, die Kapitalkosten berücksichtigen und damit nur tatsächliche ökonomische Wertsteigerung honorieren.

Fazit

Wenn immer mehr Geld passiv angelegt wird, entfällt die Verbindung zwischen dem Unternehmen und seinen Eigentümern. Der Einsatz von Stellvertretern fördert Gleichartigkeit und Herdenverhalten in der Unternehmensführung.

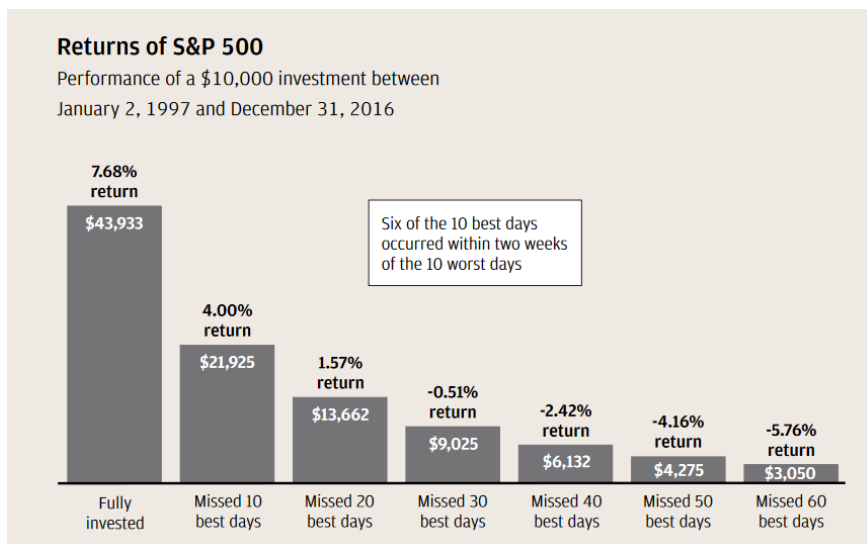
Es wird für uns einfacher solche Außenseiter zu finden, die sich an dem Prinzip „Think for yourself“ orientieren und eine Ownership-Kultur mit langfristiger Ausrichtung pflegen.

Als aktiver, langfristiger Investor mit nur wenigen Positionen können wir eine Firma intensiv kennenlernen und ihre Kultur einschätzen. Dies kann kein passiver, quantitativer Fonds, weil Kultur nicht „quantifizierbar“ ist.

In seinem Buch „The Outsider“ prägt William Thorndike den Begriff der „*Ikonoklasten*“. Ein Begriff, der auf jede Person angewendet wird, die gehegte Glaubensvorstellungen mit der Begründung herausfordern, dass sie falsch oder schädlich sind. Wir zählen uns selber zu diesen Herausforderern und suchen nach Unternehmern, die ebenso unabhängig denken und handeln. Diese seltenen Kandidaten produzieren oftmals außerordentliche Ergebnisse für ihre langfristigen Eigentümer und können nur mit den Antennen eines aktiven Managers frühzeitig entdeckt werden.

Tipp zur Verbesserung *Ihrer* Performance

Mit dem S&P 500 Index konnten Sie in den letzten 20 Jahren eine durchschnittliche annualisierte Rendite von 7,7% erzielen. Wenn Sie hingegen lediglich die 30 besten Tage verpassten, so reduzierte sich Ihre annualisierte Rendite auf -0,5%.



Quelle: Geschäftsbericht von JP Morgan auf Seite 64.

Wenn Sie (genau wie wir) nicht wissen, an welchen Tagen Mr. Market die größten Sprünge nach oben oder unten vollziehen wird, lautet die klügste Empfehlung: Bleiben Sie investiert – entweder mit Indexfonds oder mit guten aktiven Managern!

Wir wünschen Ihnen einen guten Sommer und freuen uns auf das zweite Halbjahr. Melden Sie sich gerne bei uns, wenn Sie Fragen haben.

Mit bestem Gruß,

Thorsten Polleit
Königstein i. T.

Matthias Riechert
London

Polleit & Riechert
Investment Management LLP

Lynton House
7-12 Tavistock Square
London WC1H 9BQ
United Kingdom

www.polleit-rieichert.com

Limited Liability Partnership
Partnership No. OC377772
Companies House

Registrar of Companies under the Limited Liability Partnerships.
Authorised and regulated by the FCA.

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.