

BERICHT DES FONDSMANAGERS 2019

Nielsen – Global Value



2019: Das Flugzeug hebt gegen den Wind ab,
nicht mit ihm

Liebe Investoren und Partner,

unser Fonds hat im Berichtsjahr mit einer durchschnittlichen Aktienquote von 79,30 % ein Plus in Höhe von 26,31 % erzielt, während der MSCI-Welt-Index EUR (MSCI) um 30,02 % gestiegen ist. Seit der Fondsaufgabe am 04.12.2008 beträgt die jährliche Rendite des Fonds 7,43 %, während der Referenzindex im gleichen Zeitraum um 12,69 % p.a. gestiegen ist. Ende September hatte der Fonds einen Liquiditätsanteil in Höhe von 17,72 %.

Im Vergleich zum MSCI sind wir selbstverständlich mit unserer Leistung unzufrieden. Die Rendite wurde jedoch mit einem geringeren Risiko erzielt, da das Aktienportfolio im Vergleich zum MSCI sowohl eine höhere Qualität als auch eine niedrigere Bewertung aufweist und die Liquidität im Fonds seit der Gründung immer relativ hoch gewesen ist.

Jahr	Rendite Nielsen - Global Value	Durchschn. Aktienquote	Rendite MSCI
2019	26,71 %	79 %	30,02 %
2018	-16,37 %	66 %	-2,19 %
2017	1,77 %	59 %	18,48 %
2016	1,52 %	54 %	9,00 %
2015	7,68 %	63 %	2,08 %
2014	6,87 %	63 %	9,81 %
2013	19,61 %	65 %	28,87 %
2012	19,41 %	84 %	15,71 %
2011	-9,03 %	86 %	-5,49 %
2010	4,77 %	85 %	10,01 %
2009	24,94 %	73 %	25,73 %
2008	4,43 %	60 %	4,65 %
p.a.	7,43 %		12,69 %

Korrigiert um den Liquiditätsanteil haben unsere Aktieninvestments einen Ertrag von 185% (nach Abzug der Kosten) im Vergleich zu den 276 % des MSCI erzielt, was einer Jahresrendite von 9,93 % im Vergleich zu den 12,69 % für den MSCI entspricht.

Nach nunmehr elf Jahren mit steigenden Aktienmärkten, niedrigen Anleiherenditen und hohen Zuflüssen in Exchange Traded Funds (ETF), wird der Faktor Risiko immer wichtiger. Wir schließen uns der Meinung von Investorenlegende Seth Klarman an, dass die Marktteilnehmer das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlusts in Haussephasen unterschätzen:

„Wenn Aktienkurse niedrig sind, wie zwischen Herbst 2008 und Frühjahr 2009, sind die Risiken normalerweise sehr niedrig während deren Wahrnehmung sehr hoch ist. Wenn dagegen die Aktienkurse hoch sind, wie momentan, ist die Wahrnehmung von Risiken niedrig, aber die Risiken sind hoch.“

Wir bevorzugen ein konzentriertes Aktienportfolio, um den ersten Teil unseres Ziels - die Maximierung der langfristigen durchschnittlichen Jahresrendite - zu erreichen. Zur Erreichung des zweiten Teilziels - die Minimierung des Risikos eines dauerhaften Kapitalverlustes - ist die gewissenhafte (mit unzähligen Stunden verbundene) und exakte Analyse der Investitionsrisiken unverzichtbar. Für uns bedeutet Risiko nicht die Minimierung der monatlichen oder jährlichen Abweichung unserer Fondsrendite vom Referenzindex MSCI. Bei einem konzentrierten Aktienportfolio liegen signifikante Abweichungen vom Referenzindex in der Natur der Sache. Risikomanagement ist ein inhärenter Bestandteil unseres Investmentkonzepts und es sind vor allem Bewertungs- und Geschäftsrisiken, die zum dauerhaften Kapitalverlust führen können.

Mit Bewertungsrisiko ist gemeint, dass nur in Unternehmen mit einer ausreichenden Sicherheitsmarge investiert wird.

Der Marktwert muss mindestens 40 % unter dem Geschäftswert liegen (dem privaten Marktwert, den ein gut informierter Unternehmer zahlen würde). Das erscheint für die meisten Marktteilnehmer vor allem in der momentanen Haussephase zu konservativ zu sein, aber es ist für unsere bestehenden Investoren ein effizienter Schutz vor "Fehlern und Pech".

Auch das Geschäftsrisiko von Unternehmen (Bilanzqualität, Konkurrenzsituation, Kapitalrenditen, etc.) wird in Haussephasen von den Marktteilnehmern vernachlässigt, da sie von den zyklisch hohen Unternehmensgewinnen geblendet sind. Auch können viele Marktteilnehmer mit der aktuellen Situation nicht umgehen, da mit immer weiter steigenden Aktienmärkten und -bewertungen ihre Angst zunimmt, dass sie ihre vorhandenen Liquiditätsmittel nicht investiert bekommen und dadurch „underperformen“. Dieser Druck kann schnell zu einer Änderung der Investmentprinzipien führen.

Wir haben seit der Fondsaufgabe immer an unseren Investmentprinzipien festgehalten und nur dann investiert, wenn unsere Ansprüche an Unternehmensqualität und -bewertung gleichzeitig erfüllt wurden.

Trotz der Underperformance in den letzten Jahren behalten wir die Nerven und warten geduldig auf Gelegenheiten mit dem Wissen, dass in der Vergangenheit die Preise an den Finanzmärkten stets auf ein wirtschaftlich rationales Niveau zurückgefallen sind. Es genügt ein Blick auf die Renditen des MSCI über die letzten 15 (6,59 % p.a.) und 20 Jahre (4,59 % p.a.), die weit unter der Rendite des MSCI der letzten 10 Jahre liegen.



In Phasen der Underperformance erinnern wir uns an ein Zitat von Henry Ford: "Wenn alles gegen dich zu laufen scheint, erinnere dich daran, dass das Flugzeug gegen den Wind abhebt, nicht mit ihm."

Unser Fokus liegt nach wie vor auf der Maximierung der durchschnittlichen Jahresrendite des gesamten Fondsvermögens, und das auch im Vergleich zum Referenzindex MSCI. Mit unserem konzentrierten Aktienportfolio können wir schneller als vermutet wieder vorn liegen!

Die Investitionen unseres Fonds

Die zehn größten Positionen im Portfolio sind in nachstehender Tabelle mit ihrem Anteil am Fondsvermögen aufgeführt.

Unternehmen	Sektor	Anteil
JD.com Inc	Einzelhandel	10%
Admiral Group Plc	Versicherungen	10%
Ringkjoebing Landbobank	Banken	9,8%
Thor Industries Inc	Industrie	4,9%
Danske Bank A/S	Banken	4,8%
Alphabet Inc C	IT	4,8%
Duerr AG	Industrie	4,8%
St. Joe Co (The)	Immobilien	4,7%
Fairfax Financial Holdings	Versicherungen	4,6%
Alleghany Corp (Del)	Versicherungen	4,5%

Mit 46,64 % haben Banken und Versicherer einen hohen Anteil am Fondsvermögen: die Versicherer machen 19,14 % und Banken 27,50 % des Fondsvermögens aus. Der Rest des Aktienportfolios in Höhe von 38,15 % des Fondsvermögens verteilt sich auf verschiedene Branchen.

Einzelhandelsgeschäft

JD.com, eine unserer größten Positionen, wurde in 2004 gegründet und ist China's Antwort auf Amazon. JD.com profitiert vom starken Trend vom Offline- hin zum Online-Handel und hat in den letzten fünf Jahren ein Wachstum von aktiven Kunden von 30 % p.a. und ein Umsatzwachstum von 38 % p.a. erreicht. Das Geschäftsmodell ist gekennzeichnet durch günstige Preise, Respekt vor Markenrechten (keine Raubkopien), kurzen Auslieferungszeiten mit Hilfe der eigenen Logistik, sehr hohem Kundenservice, hoher Effektivität und motivierten Mitarbeitern. Darüber hinaus hat JD.com kontinuierlich daran gearbeitet, dass sie Kunden überall in China erreichen können. Aufgrund höherer Skalierungseffekte sind die Gewinnmargen und der Cash-Flow in 2019 gestiegen, was bei einem Unternehmen mit relativ niedrigen Kapitalinvestitionen zu einer höheren Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROIC) führt. Der starke Anstieg der Aktien von JD.com in 2019 relativiert sich dadurch, dass sie in 2018 um 53,70 % gefallen waren und unser Einstiegskurs vom März 2018 noch nicht wieder erreicht wurde.

Gerade Aktien von Online-Einzelhändlern wie JD.com und zooplus AG gehören zu den Aktien, die sehr hohe Kursschwankungen von Jahr zu Jahr aufweisen.

In dem Zusammenhang sei auf die Aktien von Amazon verwiesen, die seit ihrer Börseneinführung in 1997 um 100.000 % gestiegen sind, aber in Schwächephasen durchschnittlich um 35 % gefallen sind. Die drei größten Kursverluste betragen dabei 83 %, 73 % und 64 %.

Es sind jedoch nicht Kursverluste an sich, die uns zu einer Investition veranlassen, sondern das Verhältnis von Geschäftswert (die zukünftigen Erträge auf das eingesetzte Kapital) zum Marktwert. Während das Verhältnis bereits im März 2018 vorteilhaft war, ist die Unterbewertung bis Ende 2018 fortlaufend gestiegen. In diesem Zeitraum wurden die niedrigen Kurse für Käufe genutzt und die Position erhöht. In 2019 musste die Position dann leider aufgrund der UCIT- „5 % - 10 % - 40 %“ - Regel jedes Mal reduziert werden sobald die 10 % - Grenze erreicht wurde. Im Nachhinein kann man natürlich argumentieren, dass der Einstiegskurs im März 2018 zu hoch war und die Position mit niedrigeren Durchschnittskursen hätte aufgebaut werden können. Unsere Investitionsentscheidungen basieren nicht auf „Timing“, sondern ausschließlich auf einer ausreichenden Sicherheitsmarge. Der Versuch, eine Investition zu „timen“, kann - und da sprechen wir leider aus Erfahrung - langfristig zu ökonomisch teuren Fehlern führen.

Die *zooplus AG* ist der größte europäischen Onlinehändler für Tierfutter mit einem Marktanteil von 50 % am Online-Handel bzw. 6 % - 7 % am Gesamthandel. Das jährliche Gesamtvolumen von Haustierfutter und -zubehör beträgt jährlich 23 Mrd. Euro und wächst unabhängig von der Konjunktur 2 % - 3 % p.a.

Das Unternehmen hat mit über 6 Mio. aktiven Kunden, 8.000 verschiedenen Produkten und 11 in Europa verteilten Logistikzentren über 20 Jahre Erfahrung im Onlinemarkt für Tierfutter.

Der Umsatz ist seit 2010 um 27 % p. a. gestiegen. Die positive Gewinnmarge bei den Umsätzen von bestehenden Kunden nutzt das Unternehmen für die Neukundengewinnung. Die zooplus AG kann durch ihre Asset-Light-Strategie und ihrem skalierbaren Geschäftsmodell zukünftig sehr hohe Renditen auf das investierte Kapital (ROIC) erzielen.

Bankgeschäft

Fannie Mae ist die größte Hypothekenbank in den USA und das profitabelste Unternehmen gemessen an der Kennzahl „Gewinn/Mitarbeiter“. Das Unternehmen stand zu Beginn der Finanzkrise - wie andere Finanzunternehmen in den USA auch - vor großen Herausforderungen, mit der Folge, dass *Fannie Mae* im Verlauf der Finanzkrise unter staatlicher Verwaltung („Conservatorship“) gestellt wurde. *Fannie Mae* bekam einen Kontokorrentkredit vom Finanzministerium, für den sie bis zur Rückzahlung 10 % Zinsen pro Jahr zahlen mussten.

Als *Fannie Mae* im Sommer 2012 sämtliche notleidenden Kredite abgeschrieben hatte und vor einem erwarteten Rekordgewinn im Folgejahr stand, führte die Regierung unter Präsident Obama eine Gesetzesänderung ein, nach der *Fannie Mae* anstatt der 10 % Zinsen seinen gesamten Jahresgewinn an das Finanzministerium zahlen musste.

Es existieren immer noch 11.000 Dokumente über diesen Sachverhalt, die aber als geheim eingestuft sind und nicht der Öffentlichkeit offengelegt werden müssen.

Eine Reihe von Klägern haben mittlerweile vor Gericht durchgesetzt, dass einzelne Dokumente offengelegt wurden. Gemäß dieser Dokumente wusste die Obama-Regierung, dass *Fannie Mae* mittelfristig wieder profitabel sein würde und es sollte dennoch die Gesetzesänderung mit dem Ziel durchgesetzt werden, den privaten Aktionären sämtliche Gewinne zu nehmen. „In Gottes eigenem Land“ und der „Hochburg des Kapitalismus“ kam das einem Raub bei Tageslicht gleich: die Enteignung von privatem Eigentum durch den Staat ohne Kompensation!

Die Klagen der Aktionäre arbeiten sich durch das Rechtssystem und erreichen jetzt das Ende des Wegs. *Fannie Mae* steht zwar immer noch unter staatlicher Verwaltung, aber die Regierung unter Trump arbeitet an einer Änderung des Status quo. Im März 2019 veröffentlichte Trump ein formelles Memo, in dem er mitteilte, dass er *Fannie Mae* aus der staatlichen Verwaltung entlassen will. In den darauffolgenden Monaten wurde von offizieller Seite angekündigt, an einem entsprechenden Plan zu arbeiten und es gab eine Reihe von Gerichtsentscheidungen zugunsten der klagenden Aktionäre, was wir als sehr positiv ansehen. Es gibt mehrere formelle und eindeutige Ankündigungen, dass die Trump-Regierung an der Freilassung von *Fannie Mae* aus der staatlichen Verwaltung arbeiten.

Sowohl Kurssteigerungen als auch weitere Käufe haben den Anteil von *Fannie Mae* auf 8,40 % (Vorzugs- und Stammaktien) am Fondsvermögen gebracht. Der endgültige Plan der Regierung wird über den Erfolg dieser Investition entscheiden.

Wir sind schon seit sehr vielen Jahren überzeugte Investoren der *Ringkjøbing Landbobank A/S*.

Bereits 1992 haben wir das erste Mal investiert, danach während der dot-com-Blase in 2000 und in der Finanzkrise 2008.

Vor allem seit 1995 hat die Bank unter der Leitung von John Fisker durch Disziplin, Effizienz und unternehmerisches Talent hervorragende - sogar akzelerierende - Ergebnisse für die Aktionäre erzielt. Seitdem schlägt unser Herz in Zuneigung für diese Bank und ihr Management (es ist noch Platz für Romantik in der Finanzwelt!).

Im Jahr 2018 wurde die Nordjyske Bank A/S, übernommen, die im Vergleich eine höhere Kostenquote hatte sowie eine niedrigere Eigenkapitalrendite erzielte. Die Integration verläuft planmäßig und Ringkjøbing Landbobank A/S ist auf dem Weg die hohen Kapitalrenditen der Vergangenheit wieder zu erreichen.

Die unübertroffene Managementleistung, das chronische Unterschätzen des Geschäftswerts über viele Jahre und das laufende Aktienrückkaufprogramm liefern Zutaten für einen ökonomischen Cocktail aus langfristig ungewöhnlich hohen Renditen.



Manchmal gibt es auch Romantik in der Finanzwelt

Die *Danske Bank A/S* spielt nicht in der gleichen Liga bezüglich Effizienz und Kapitalrendite.

Der von den Medien ausführlich begleitete Geldwäscheskandal hatte den Aktienkurs derart nach unten gedrückt, dass die Bank zeitweise mehr tot als lebendig war. Und das obwohl der Vorstand das Übel an der Wurzel gepackt hatte. Sobald die Bank ihre Strafen bezahlt, ihre Kostenquote weiter reduziert und sich dem neuen ökonomischen Umfeld effizienter angepasst hat, wird sich Normalität einstellen. Nach unserem ersten Kauf in 2018 ist der Aktienkurs weiter gefallen und wir haben die Position seitdem laufend verbilligt. Da die Danske Bank A/S mit einer Eigenkapitalrendite von durchschnittlich 10 % p.a. zur Kategorie der gewöhnlichen Unternehmen gehört, ist der Zeitraum bis zum Erreichen der Normalität für unsere Per Anno - Rendite von großer Bedeutung („je früher desto besser“).

Versicherungsgeschäft

Admiral Group Plc wurde 1993 von einem Lloyds of London Syndikat als Versicherungsagentur gegründet. Dem Management war schon damals bewusst, dass das Internet über die Zeit hinweg eine unwiderstehliche Sammelstelle für den Preisvergleich standardisierter Versicherungsprodukte sein wird. Das Geschäftsmodell ist gekennzeichnet durch überdurchschnittlichen Kundenservice, Direktverkauf, geringe Kosten (die Kostenquote beträgt nur 17 %!) und hohe Profitabilität.

Beinahe noch stärker als auf Kosteneffizienz und Profitabilitätssteigerung ist das Management von Admiral Group PLC auf die Mitarbeitermotivation fokussiert.

Sie praktizieren die einleuchtende Idee, dass ein glücklicher Mitarbeiter viel mehr zum Erfolg eines Unternehmens beitragen kann.

Nicht umsonst ist Admiral als attraktiver Arbeitgeber bekannt und hat mehrere Jahre in Folge Preise als einer der besten Arbeitgeber Großbritanniens gewonnen. Auch sind alle Mitarbeiter Aktionäre und es gibt ein lukratives Aktienprogramm für die Mitarbeiter.

Das Unternehmen ist seit seiner Gründung gemessen an der Kundenanzahl sehr stark gewachsen und hat sein Geschäftsmodell in Spanien, Italien, Frankreich und in sechs US-Bundesstaaten kopiert, was das zukünftige Wachstumspotential stützen wird. Aufgrund der niedrigen Kapitalbindung beträgt die Eigenkapitalrendite im Durchschnitt 50 % p.a. und es werden 95 % des Nettogewinns als Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet.

Seit 2000 sind wir Investoren von Fairfax Financial Holdings Ltd. Wir haben großen Respekt vor dem Vorstandsvorsitzenden Prem Watsa, Kanada's Antwort auf Warren Buffett, und seinen Kollegen bei Fairfax und wir sind nach wie vor von dem großen zukünftigen Potential des Unternehmens überzeugt. Genau wie Berkshire Hathaway nutzt Fairfax seinen Kapitalstock für erfolgreiche Investitionen in Aktien und Anleihen. Mit den Kapitalgewinnen und den Gewinnen aus dem Versicherungsgeschäft hat Fairfax seit 1985 sein Eigenkapital pro Aktie um über 18 % p.a. gesteigert.

Finanzielle Zielsetzung

Unser wirtschaftliches Ziel ist die Maximierung der langfristigen durchschnittlichen jährlichen Eigenkapitalrendite, wobei gleichzeitig das Risiko des dauerhaften Kapitalverlustes minimiert werden soll.

Der wirtschaftliche Erfolg des Fonds wird von uns nicht an der Größe des Fondsvolumens gemessen.

Unser Wunsch nach Wertzuwachs im Laufe der Zeit soll durch Investition in unterbewertete und gut kapitalisierte Unternehmen mit Sitz im In- und Ausland erfüllt werden.

Wir erreichen dieses Ziel durch Investition in Qualitätsunternehmen und gewöhnliche Unternehmen. Ein Portfolio mit Qualitätsunternehmen ziehen wir vor, weil diese Unternehmen auf lange Sicht beträchtlich den Geschäftswert steigern werden.

Wir machen uns überhaupt keine Gedanken über vierteljährliche oder jährliche Preisschwankungen, sondern konzentrieren uns darauf, welche heutigen Maßnahmen den langfristigen Wert maximieren.

Wir möchten uns an dieser Stelle ausdrücklich bei allen Investoren des Fonds für die fortlaufende Unterstützung und das Vertrauen bedanken.

Januar 2020

Mit freundlichen Grüßen

Ole Nielsen

Wichtige Informationen

Dieser Bericht wurde von Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S mit größter Sorgfalt erstellt und herausgegeben. Diese Veröffentlichung stellt kein Angebot zum Kauf von Anteilen des Nielsen - Global Value dar. Käufe von Fondsanteilen können nur auf Basis der Wesentlichen Anlegerinformationen des aktuellen Verkaufsprospekts, der die mit diesem Investment verbundenen Risiken ausführlich darstellt, bzw. des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des Jahres- bzw. Halbjahresberichts getätigt werden.

Die hier zugrundeliegenden Analysen sind von Nielsen Capital Management für die eigenen Investmentaktivitäten erstellt worden. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden als glaubwürdig angesehen, für ihre Vollständigkeit und für ihren Wahrheitsgehalt kann keine Garantie übernommen werden. Alle enthaltenen Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Ankündigung geändert werden. Die Erwähnung von Aktien dient nicht als Kaufempfehlung.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft. Die Anteilspreise können sowohl steigen als auch fallen. Unter Umständen erhalten Sie nicht den ursprünglich investierten Anlagebetrag zurück.

Nielsen - Global Value ist ein Investmentfonds, der nach dem Recht des Großherzogtums Luxemburg als "Fonds commun de placement" organisiert ist. Die Anteile des Nielsen – Global Value sind in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb zugelassen.

Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S
Eriksholmvej 40
DK-4390 Vipperød
www.nielseninvestment.dk

Bei Fragen oder Interesse nehmen Sie gern Kontakt zu uns auf:

Sabine und Sven Hedderich

Georgstr. 36, 30159 Hannover

Tel. +49 511 / 45013713

Fax +49 511 / 45013715

E-Mail: s.hedderich@nielseninvestment.de

Andreas Klothen

Stöckheimer Str. 7, 50259 Pulheim

Tel. +49 2238 / 936 93 13

E-Mail: a.klothen@nielseninvestment.de