

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV
Rüingsdorfer Str. 2 e · 53173 Bonn

**Investmentaktiengesellschaft für
langfristige Investoren TGV**
Rüingsdorfer Straße 2e
53173 Bonn

Telefon: 0228/368840
Telefax: 0228/365875

E-Mail: info@langfrist.de

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Jahresbericht 2016 unseres Sub-Advisors JMX Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Truffle“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Jahresbericht 2016 des Sub-Advisors

Liebe Investoren,

seit Jahresmitte 2016 sind die Aktienmärkte stark gestiegen und gleichzeitig gewann der US-Dollar gegenüber dem Euro deutlich. Da im TGV Truffle sehr viele in US-Dollar notierte Aktien enthalten sind, erscheint die Kursperformance der letzten Monate sehr positiv. Dies ist jedoch keineswegs ein Resultat überraschender Neuigkeiten bei den Portfoliounternehmen oder gar besonderen Trüffel-Spürfähigkeiten Ihres Sub-Advisors im zweiten Halbjahr 2016. Vielmehr schwanken Kurse einfach schneller als Unternehmenswerte und wo „Mr. Market“ im ersten Halbjahr vielleicht etwas zu pessimistisch war, so ließ er im zweiten Halbjahr die Korke knallen. So zeigt insbesondere der Vergleich zu unserer Benchmark, der Berkshire Hathway A-Aktie (in EUR), dass auch andere Investoren jüngst in den Genuss steigender Kurse kamen. Nach wie vor bleibt es das Ziel, für die Investoren von TGV Truffle über Jahrzehnte eine substantielle Outperformance gegenüber Berkshire Hathway zu erzielen und dabei deutlich mehr als 6% pro Jahr an Rendite einzufahren. Dabei erwarte ich, die Launen von Mr. Market meist stoisch auszusitzen und gelegentlich mit meinen Empfehlungen zu nutzen.

Bei den Portfoliounternehmen gab es sehr wenige neue Erkenntnisse oder besondere Ereignisse. Operativ laufen die Dinge nach Plan und es ist eine Freude, die unternehmerische Leistung der Managementteams zu begleiten. Die Kurse der Firmen haben sich allerdings teils erheblich verändert und so kam es im letzten Halbjahr zu recht hoher Aktivität in der Zusammensetzung des TGV Truffle. Doch dazu später mehr.

Messen und Wiegen

Wie gewohnt zunächst an dieser Stelle die wichtigsten Portfolio- und Performance-Fakten zum TGV Truffle in tabellarischer Übersicht:

NAV zum 31.12.2016 in EUR	103,35
Zahl der Investments	11
Gewichtung größtes Investment	19,7%
Gewichtung Top-5 Investments	63,7%
Gewichtung Kasse / Festgeld	2,2%

Alphabetische Auflistung der Top-5 Investments:

Alphabet

Microsoft

National-Oilwell Varco

Rolls-Royce

Tucows

Zeitraum	TGV Truffle	Berkshire (in EUR)	(Differenz)	6% p.a. Benchmark	(Differenz)
Seit 01.04.2015	+3,3%	+14,7%	(-11,3%)	+10,8%	(-7,4%)
2016	+18,1% ¹	+27,5%	(-9,4%)	+6,0%	(+12,1%)

Im zweiten Halbjahr wurden drei Positionen neu aufgebaut (amaysim, Majestic Wine und Tucows) und eine Position verkauft (Aggreko). Weiterhin wurden mehr Alphabet und Rolls-Royce gekauft und dafür DNOW und Leucadia etwas reduziert. Meist waren die Umschichtungen zwischen den Firmen lediglich durch veränderte Aktienpreise bedingt. Beispielsweise ist in den letzten Monaten Leucadia rund dreißig Prozentpunkte stärker gestiegen als Alphabet – ohne dass die Unternehmensentwicklungen gravierend anders gewesen wären – und so ergibt es nur Sinn, dass mehr Kapital auf Alphabet allokiert wird.

Drei Junge Wilde

Ich bin sehr froh, dass Mr. Market in den letzten Monaten die Chance bot, Positionen bei amaysim, Majestic Wine und Tucows aufzubauen. Obwohl die drei Unternehmen in unterschiedlichen Geschäftsfeldern und Regionen tätig sind, so einen sie doch wesentliche Attribute:

- Es handelt sich um relativ junge, agile und schlanke Organisationen, die in Industrien im Wettbewerb stehen, die oft verkrustet und inflexibel sind. Das Majestic Wine Tochterunternehmen „Naked Wines“ vertreibt Weine sehr viel effizienter als herkömmliche Vertriebskanäle und bietet den Kunden dadurch niedrigere Preise und passendere Auswahl. Amaysim bricht durch einfache und günstige Tarife den sehr teuren und kundenunfreundlichen australischen Mobilfunkmarkt auf. Tucows gewinnt in verschiedenen Märkten (Domains, Mobilfunk und Internet), da die Firma Wege gefunden hat, guten Service nicht nur als Kostenfaktor zu sehen, sondern als Mittel zur Kundenbindung.

¹ Die gemäß der sogenannten BVI-Methode ermittelte Performance für die Anleger lag um ca. 0,1% höher, da hier eine steuerlich bedingte Auszahlung im Q1/2016 berücksichtigt wurde.

- Auf Sicht der kommenden fünf bis zehn Jahre werden sich bei allen drei Unternehmen mehr als genug Möglichkeiten bieten, die erwirtschafteten Gewinne sehr rentabel ins operative Geschäft zu reinvestieren. Primär erfolgt dies über Ausgaben für Kundenakquisitionskosten (Werbung, Empfehlungsprämien, Einstellung neuer Marketingmitarbeiter usw.). Dabei liegt der Wert eines akquirierten Kunden bei allen drei Firmen um ein Vielfaches über den Kundenakquisitionskosten.
- Der Kapitalmarkt bewertet die Firmen aktuell so, als würden keine Wachstumsmöglichkeiten bestehen. Das erscheint sehr pessimistisch, da alle Unternehmen in den relevanten Segmenten in den letzten Jahren sehr stark gewachsen sind und die wichtigsten Treiber des Wachstums Bestand haben, bzw. sich sogar noch verstärken.
- Die Führungsmannschaften aller drei Firmen zeigen ein tiefes Verständnis von Kapitalallokation, gehören selbst zu den größten Aktionären ihrer jeweiligen Unternehmen und sind ausgesprochen datengetrieben in ihren Entscheidungen.
- Es handelt sich bei allen drei Firmen um Abonnement-basierte Geschäftsmodelle, was die Prognostizierbarkeit erleichtert und Risiken reduziert.
- Die Kapitalstruktur der Firmen ist heute suboptimal und dürfte sich in den kommenden Jahren verbessern. Auf Nicht-Fachchinesisch heißt das: während beispielsweise Tucows manche Projekte mit mehr Fremdkapital finanzieren sollte, so wäre für Majestic Wine eine reine Innenfinanzierung besser geeignet. Beide Firmen werden dies in den kommenden drei Jahren umsetzen.
- Am Wichtigsten: Alle drei Firmen haben einen vollkommenen Fokus auf Kundenzufriedenheit tief in ihrer Unternehmenskultur verankert und zum Haupt-Differenzierungsmerkmal gemacht. Ein gutes Beispiel hierfür ist amaysim aus Australien, welche Mobilfunk-Kapazität einkauft und in einfache, günstige und kundenfreundliche Tarife verpackt. Dazu nutzt amaysim das Mobilfunknetz der Firma Optus, einem der großen Netzanbieter in Australien. Ironischerweise wird seit vielen Monaten amaysim von den Kunden in einer Zufriedenheitsumfrage in der Kategorie „Netzqualität“ substantiell besser platziert, als Optus selbst. Obwohl die Kunden also exakt die gleiche Infrastruktur nutzen, überstrahlen das simple Produkt, die günstigen Preise und der herausragende Service sogar exogene Einflüsse des Geschäfts. In einer Welt, in der Kunden sich in sozialen Medien austauschen und durch Netflix, Amazon und Google an hohe Nutzerfreundlichkeit gewöhnt werden, wird eine Unternehmenskultur à la amaysim zum nachhaltigen Wettbewerbsvorteil.

Aktuell ist die Gewichtung der drei Firmen in TGV Truffle recht verschieden. Meiner Analyse nach notieren zwar alle drei ungefähr mit dem gleichen Abstand zum fairen Wert, doch ist die Höhe und Eintrittswahrscheinlichkeit von Verlusten z.B. bei Tucows erheblich kleiner als bei Majestic Wine. Daher ist Tucows aktuell die größte Position im TGV Truffle und Majestic Wine gehört zu den kleineren Positionen.

Den Trüffel im Dreck finden – investieren in Transformationsphasen von Firmen

Bei der Einschätzung von Unternehmen in Transformationsphasen habe ich mich in 2016 als Investor am meisten weiterentwickelt. Wenn eine im Grunde gesunde Firma mit schönem Geschäftsmodell eine Transformation durchmacht, so kann dies ein toller Ort sein, um Trüffel zu suchen.

Oft ist das Wort „transformieren“ ein Euphemismus für „aufräumen“ und in den seltensten Fällen beginnen Transformationsphasen, nachdem es gerade besonders gut für eine Firma lief. Der klassische Fall sieht oft so aus:

Ein langjähriger Marktführer dümpelt seit einiger Zeit ohne großes Umsatzwachstum vor sich her, das Management ist langgedient, die Profitabilität ist mittelmäßig. Allgemein möchte zwar jeder Beteiligte, dass es etwas besser läuft, doch besondere Not zur Veränderung besteht auch nicht. Eines Tages jedoch ereilt den müden Riesen ein (oft exogener) Schock und aus einem mittelmäßigen Gewinn wird manchmal schnell ein plötzlicher Verlust. Die Organisation steht wie ein Reh im Scheinwerferlicht und es müssen Entscheidungen getroffen werden.

Die dann getroffenen Entscheidungen richtig einzuschätzen, ist eines der fruchtbarsten Analysefelder am Kapitalmarkt. Auf jeden Fall spielt es einem Investor wie TGV Truffle direkt in die Karten, da die nötigen Voraussetzungen für die Ausnutzung der aus einer Transformation resultierenden Fehlbewertung vorhanden sind.

Erstens muss ein Investor bei Transformationssituationen in der Lage sein, einige Jahre nach vorne zu blicken und hinter kurzfristige Unsicherheit zu schauen. Dies ist der langfristigen Investorenbasis vom TGV Truffle möglich.

Zweitens sind Investitionen in transformierende Unternehmen oft kontrovers und unpopulär, eignen sich daher nur bedingt für institutionelle Entscheidungsprozesse. Meine tägliche Arbeit als Sub-Advisor ist quasi das Gegenteil von institutionell. Ich sitze alleine im beschaulichen Hamburg-Eimsbüttel, kann mir in Ruhe Gedanken machen und bin keiner Gruppendynamik ausgesetzt.

Drittens erfordert die Analyse einer Transformation erheblichen Research-Aufwand, der nur in einem konzentrierten Portfolio sinnvoll abbildbar ist. TGV Truffle kann sehr konzentriert investieren und so können die einzelnen Investments mit hohem Aufwand analysiert werden.

Viertens ist qualitative Urteilsfindung bei Transformationen maßgeblich (z.B. Einschätzung über die Entscheidungsfreude einer Eigentümerfamilie oder den Kommunikationsstil eines CEOs). Soziale

Normen verbieten jedoch oft die öffentliche Nennung einer solchen Einschätzung, sofern sie negativ ausfällt. Und selbst wenn sie positiv sein sollte, basieren viele Kapitalmarktteilnehmer ihre Urteile lieber auf nackten Zahlen, selbst wenn diese irrelevant sind. Dabei sind schon viele Investmentideen – trotz toller Kennzahlen – an der banalen Realität gescheitert, dass irgendwer mit dem Geld durchgebrannt ist. Da ich meine Analysen nicht publiziere oder zur öffentlichen Diskussion stelle, kann ich bewusst auch mein Bauchgefühl und meine Intuition über die handelnden Personen in die Urteilsfindung mit einfließen lassen.

Fünftens kann es in Einzelfällen nötig und sinnvoll sein, die Aktionärsrolle aktiv wahrzunehmen und eine Transformation durch Mitwirkung, z.B. bei der Besetzung eines Aufsichtsrates, selbst zu prägen.

Die fünf vorgenannten Faktoren sind für viele Investoren schwer umsetzbar, wohin gehend die Struktur vom TGV Truffle und die Philosophie von JMX Capital als Sub-Advisor ideal geeignet sind, um die schönsten Trüffel im Dreck von Transformationen zu suchen.

Seit März 2016 bin ich Aufsichtsrat bei der börsennotierten englischen Firma Grafenia plc. Die Motivation zu dieser Aufgabe ist die Lernerfahrung, eine Transformation einmal „von innen“ zu erleben. Diese Rolle war im letzten Jahr ausgesprochen hilfreich beim Verständnis, welche Erfolgsfaktoren eine Transformation begünstigen und welche Hindernisse es gibt. Dabei lässt die Arbeit bei kleinen Firmen nur erahnen, vor welchen Aufgaben die Führungsteams in multinationalen Konzernen stehen. Auf jeden Fall schätze ich die Arbeit von Satya Nadella bei Microsoft und Warren East bei Rolls-Royce noch mehr, seit ich absehen kann, was sie in der Praxis bedeutet.

In den letzten Monaten habe ich meine Erfahrungen zur Transformation von Firmen systematisiert und in meine Analyse einbezogen. Dabei bin ich auf fünf Faktoren gestoßen, welche wiederkehrend den Erfolg von Transformation zu prägen scheinen:

- 1) Klare und sichtbare Führungspersönlichkeit, die als „Evangelist des Wandels“ fungiert und diesen Wandel personifiziert. Satya Nadella bei Microsoft, Dr. Blaschke bei Washtec, Jack Byrne bei Geico, Carlos Brito bei AB Inbev, Vicent Bollore bei Vivendi – Wandel scheint besser zu funktionieren, wenn er eindeutig personifiziert ist.
- 2) Vereinfachung der Organisation und Aufwertung bestehender Mitarbeiterrollen. Warren East spricht davon, dass manche Entscheidungen bei Rolls-Royce 70 (!) Unterschriften bedurften. Eine gute Transformation traut den bestehenden Mitarbeitern mehr Verantwortung zu, reduziert Bürokratie und weckt Unternehmergeist.
- 3) Fokus auf den Kunden statt auf die Organisation legen. Viele Organisationen verlieren mit der Zeit den Kontakt zum Kunden. Einer der besten Transformationsmanager, den ich kenne, sagt dazu: „Wir behandelten unsere Kunden wie Geiseln“.

- 4) Daten lügen nicht. Oft herrschen in etablierten Unternehmenskulturen Pseudowahrheiten, welche sich durch den Einsatz quantitativer Messung enttarnen lassen. Ein gutes Transformationsmanagement setzt messbare Ziele und erzeugt mehr Transparenz.
- 5) Der Aufsichtsrat ist Dreh- und Angelpunkt für erfolgreichen Wandel. Es scheint, als ob ein engagierter und einflussreicher Aufsichtsrat eine Transformation sehr begünstigt. Vielmehr fallen einige Unternehmen auf, wo sogar die Aufsichtsräte selbst aktiv werden und in den Vorstand wechseln, um die Transformation anzugehen. Die vielleicht vielversprechendste Situation ergibt sich, wenn ein bestehender Aufsichtsrat sich entscheidet, in den Vorstand zu gehen und danach Kriterium 1) erfüllt.

Manche der oben genannten Aspekte scheinen wie aus einem Management-Lehrbuch kopiert und lesen sich wie Allgemeinplätze aus der BWL-Vorlesung. Wenn jemand engere oder konkretere Erfolgsfaktoren kennt, dann wäre ich sehr gespannt diese zu hören. Auch würden mich Widersprüche zu den obigen Aspekten brennend interessieren (es kann gut sein, dass meiner Liste eine völlig subjektive Wahrnehmung zu Grunde liegt).

Angewandt auf das Portfolio von TGV Truffle sehe ich Microsoft, Majestic Wine und Rolls-Royce als die besten Beispiele von Firmen in Transformationsphasen, die die fünf oberen Kriterien erfüllen. Microsoft ist dabei scheinbar am weitesten gediehen, Majestic Wine bereits auf guten Wege und Rolls-Royce noch am Anfang. Rolls-Royce ist allerdings auch das spannendste Beispiel einer Transformation, da diese lange dauern wird und die Firma massiv zum Positiven verändern dürfte. Besonders erhellend war der Kapitalmarkttag der Firma im November, an welchem ich zwei Tage lang die Möglichkeit hatte, die handelnden Personen der Transformation über Stunden hinweg zu befragen. Alles, was ich von und über Warren East und sein Team lernte, entspricht meinem Ideal eines erfolgreichen Transformationsteams. Als Kontrast dazu steht die aktuelle Entwicklung bei Aggreko. Auch hier konnte ich die Führungsmannschaft im Juni in Schottland besser kennen lernen und die Strategie nachvollziehen. In der Tat sind die handelnden Personen kompetent, ehrlich und engagiert. Es scheint jedoch so, als würde beim oberen Kriterium 2) genau das Gegenteil passieren. Statt auf die bestehende und herausragende Kultur von Aggreko zu setzen (als „Orange Blood“ bekannt), wird die Organisation aktuell sehr viel komplexer und mit externen Managern besetzt. Das kann klappen, ich halte jedoch die Erfolgswahrscheinlichkeiten bei Microsoft, Majestic Wine und Rolls-Royce für erheblich höher. Im Zuge dessen hat das TGV Truffle die Position von Aggreko verkauft und die Allokation z.B. bei Rolls-Royce gesteigert.

Buchempfehlung und Investorentag

Eines der besten Bücher zum Thema Transformation ist „Onward“ vom Starbucks Gründer Howard Schultz². Schultz ging nach jahrelanger Führung des Unternehmens ursprünglich in den Aufsichtsrat von Starbucks, kehrte aber als CEO zurück, nachdem es für die Firma schlechter lief. In seiner (übrigens zweiten!) Unternehmens-Biographie offenbart er sein Seelenleben während des Umbaus und reflektiert viel über die weichen Aspekte einer Transformation. Ausgesprochen lesenswert.

Wie jedes Jahr wird es auch dieses Jahr im Juni das Investorentreffen der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV in Bonn geben. Ihnen werden hierzu im Laufe der kommenden Monate Einladungen zugehen. Sie sind besonders herzlich eingeladen, auch Ihre Familien mitzubringen³ und das Team aus Bonn und die Sub-Advisor der TGVs mit Fragen zu löchern.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen einen guten Start ins Jahr 2017 und bedanke mich für das große Vertrauen.

Ihr

Jan-Hendrik Mohr

JMX Capital GmbH

² Schultz, Howard: Onward, 2011. Rodale Books, New York

³ ...es wird wie immer Schokolade geben...