

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 Halbjahresbericht 2017 unseres Sub-Advisors JMX Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Truffle“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Vorstand: Jens Große-Allermann, Waldemar Lokotsch
Aufsichtsrat: Udo Behrenwaldt (Vors.), Wolfgang Fritz Driese, Dr. Maximilian Zimmerer
Eingetragen im Handelsregister Bonn HRB 16143
Investmentvermögen mit veränderlichem Gesellschaftskapital

Halbjahresbericht 2017 des Sub-Advisors

Liebe Investoren,

die Kurs-Performance im ersten Halbjahr 2017 war zufriedenstellend und reflektiert die operativen Entwicklungen bei den Investments des TGV Truffle. Steigende Kurse müssen nicht dazu führen, dass Aktien teurer werden, sofern die Unternehmenswerte in Gleichschritt mit den Kursen steigen. Bei der Entwicklung der Unternehmenswerte kam es sowohl zu positiven Überraschungen (z.B. einer sehr sinnvollen Akquisition durch Tu cows), wie auch zum Eintreffen von erwarteten Entwicklungen (z.B. der fortlaufend-erfolgreichen Transformation von Rolls-Royce). In der Tat scheinen trotz der guten Kursentwicklung in der jüngeren Vergangenheit die Investments in TGV Truffle nach wie vor attraktiv bewertet.

Messen und Wiegen

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

NAV zum 30.06.2017 in EUR	114,36
Zahl der Investments	10
Gewichtung größtes Investment	23,5%
Gewichtung Top-5 Investments	76,9%
Gewichtung Kasse / Festgeld	0,1%

Alphabetische Auflistung der Top-5 Investments:

Alphabet

Amaysim

Microsoft

Rolls-Royce

Tu cows

Zeitraum	TGV Truffle	Berkshire (in EUR)	(Differenz) ¹	6% p.a. Benchmark	(Differenz) ¹
Seit 01.04.2015	+14,4%	+10,0%	(+4,3%)	+14,0%	(+0,4%)
In 2016	+18,1%	+27,5%	(-9,4%)	+6,0%	(+12,1%)
In 2017	+10,7%	-4,1%	(+14,7%)	+2,9%	(+7,7%)

Portfolioveränderungen

TGV Truffle hat im abgelaufenen Halbjahr die Position in National-Oilwell Varco (NOV) verkauft. Hintergrund meiner Empfehlung dazu war meine geänderte Einschätzung hinsichtlich der Prognostizierbarkeit des Geschäftsmodells des Unternehmens. In der Förderung von Öl und Gas finden aktuell diverse technologische Umbrüche statt; so z.B. die steigende Bedeutung von Fracking als Fördertechnologie. Die damit einhergehenden Konsequenzen für die Offshore-Förderung unterliegen im aktuellen Umfeld diversen Unsicherheiten. Je mehr ich mich mit der Situation beschäftigte, desto unklarer wurden mir die Konsequenzen für NOV (einem der führenden Anbieter für Offshore-Fördertechnik). Dabei hat sich meine Einschätzung über das Management und die Kultur des Unternehmens keineswegs geändert – ich traue mir nur die Einschätzung über die Entwicklung der Absatzmärkte nicht mehr zu.

Gleichzeitig wird mir die Entwicklungsrichtung der Öl- und Gas-Distributionsfirma Now Inc. (DNOW) zunehmend klarer. Das Management-Team ist außergewöhnlich gut und ich bin zunehmend davon überzeugt, dass hier die richtigen Leute zur richtigen Zeit auf die richtigen Aufgaben treffen. DNOW konsolidiert kleinere Firmen in der Industrie, was sowohl im Vertrieb, als auch in der Beschaffung zu Skalenvorteilen führen wird. Die aktuelle Krise in der Öl- und Gas-Branche begünstigt dabei dieses Konsolidierungsvorhaben ungemein, da sich Akquisitionspreise für Firmen auf niedrigem Niveau befinden.

Es war daher eine klare Empfehlung, NOV zu Gunsten von DNOW abzubauen und somit das Investment im Öl- und Gas-Sektor auf die beste Idee zu konzentrieren.

Zeit

Wenn man die Performance von Warren Buffetts Berkshire Hathaway begutachtet, dann fällt auf, dass nur ca. zwanzig Anlageentscheidungen den allergrößten Teil der herausragenden Performance über die letzten 50 Jahre erklären. Im Rückspiegel betrachtet ist es vergleichsweise unerheblich, was Buffett

¹ Rundungsdifferenzen können zu kleineren Abweichungen in den Differenzen führen.

abseits dieser großen Entscheidungen noch an Wert geschaffen hat. Die große Wertschöpfung kam daher, dass Buffett dann vorbereitet war, als sich die wirklich seltenen und großen Opportunitäten zeigten.

Die langfristige und konzentrierte Strategie von TGV Truffle wird einer ähnlichen Logik unterliegen. Auch hier werden eine recht kleine Zahl meiner Research-Empfehlungen für die langfristige Performance von TGV Truffle entscheidend sein. Dahingehend ergibt es viel Sinn, diese künftigen Situationen mit Weitsicht vorzubereiten und sich ein Repertoire an Fähigkeiten, Wissen und Entscheidungshilfen zurecht zu legen. So eine Situation kann zum Beispiel eine starke Kursveränderung eines Unternehmens auf meiner Watchlist sein, welche es dann gilt in eine sinnvolle Empfehlung für TGV Truffle umzusetzen.

Natürlich kostet dieser Aufbau Zeit. Zeit, welche auch für andere Tätigkeiten verbracht werden könnte. Dabei entsteht in der täglichen Praxis regelmäßig ein Zielkonflikt aus *kurzfristig-nützlichem* und *langfristig-nützlichem* Einsatz von Zeit.

Der überwältigende Teil der Arbeitszeit in der Finanz-Branche wird in Hinblick auf den *kurzfristigen Nutzen* verbracht. Viele Marktteilnehmer beschäftigen sich z.B. mit der Frage, ob die Gewinnerwartungen der Analysten von einem Unternehmen übertroffen werden oder nicht. Noch mehr Gehirnkapazität zermartert sich darüber, was genau Zinsentscheidungen „für die Märkte“ heißen könnten. Ich will gar nicht in Abrede stellen, dass diese Überlegungen im Einzelfall sogar wertstiftend sein können. Das Problem ist, dass sich dieses kurzfristig-nützliche Research ausgesprochen schnell überholt. Ein erfolgreicher Investor hat dies „Informationen mit schnell ablaufendem Haltbarkeitsdatum“ genannt. Damit ein Investor von kurzfristig-nützlichen Informationen profitieren kann, müssen diese laufend neu aufgefrischt werden und sind schnell wertlos.

Dem gegenüber stehen Informationen mit *langfristigem Nutzen* (Lektüre eines Buches über Entscheidungspsychologie, persönliche Eindrücke aus einem Managementtreffen, Messebesuch zum Industrieverständnis usw.). Der Vorteil dieser Art der Informationsbeschaffung ist, dass sich dadurch eine Wissensbasis aufbaut. Diese kann ich in der Zukunft für die wirklich wichtigen Investmententscheidungen anzapfen. In einer Wirtschaftskrise den kühlen Kopf zu bewahren oder bei hunderten Managementtreffen alle paar Jahre ein außergewöhnliches Team zu identifizieren bedarf Übung und Vorbereitung – und entscheidet letztlich über den langfristigen Investmenterfolg.

Der große Vorteil von langfristig-nützlicher Information ist jedoch der Aufbau von Erfahrung. Erfahrung bedeutet, dass ein Mensch zusätzliche Informationen deshalb besser in die Urteilsfindung einbeziehen

kann, weil diese Informationen im Kontext ähnlicher, bereits bekannter Informationen aufgenommen werden. Hierin liegt mein persönlicher Wettbewerbsvorteil, den ich gegenüber vielen anderen Investoren habe: einen richtig langen Investmenthorizont und damit die Chance, in Teilbereichen viel Erfahrung aufzubauen. Dies liegt sowohl daran, dass ich früh im Leben mit dem Investieren gestartet bin, also auch, dass ich mit TGV Truffle eine auf Langfristigkeit ausgelegte Struktur berate. Ich sollte mir somit Betätigungsfelder wählen, in welchen man durch Erfahrung besser wird. Die Bewertung von Managementteams ist beispielsweise so ein Feld, in welchem ich mir über lange Zeit einen Wissens- und Verständnisvorsprung aufbauen kann. Konsequenz hiervon ist, dass ich mir als Research-Projekte für meine Watchlist vermehrt von herausragenden Kapital-Allokatoren geführte Firmen aussuche. Durch dieses Research baue ich mir ein Netzwerk und einen Erfahrungsschatz für künftige Management-Analysen auf. In der Tat mögen manche der so gesammelten Informationen kurzfristig unwichtig sein, doch entsteht parallel Wissen welches über viele Jahre wertstiftend sein wird. Weiterhin werden viele Managementfähigkeiten überhaupt erst nach mehrmaligem Kontakt und jahrelanger Beobachtung deutlich – insofern sind Research-Zeiträume von mehreren Jahren für die Managementbewertung unumgänglich².

Wenn man die Ergebnisse über Jahrzehnte statt über Monate optimieren möchte, dann ändert dies auch die Art von Firmen, die es lohnt zu analysieren. Es ergibt schlichtweg wenig Sinn, Zeit auf die Analyse von kleinen, langsam-wachsenden Unternehmen zu verwenden. Als potentielle Investments werden diese Firmen schnell unattraktiv. Dies liegt daran, dass der Zinseszineffekt (insbesondere wenn es zu Outperformance kommt) die Kapitalbasis von langfristigen Investoren schnell steigen lässt. Ironischer Weise können dadurch die best-performenden Small Cap-Investoren nach recht kurzer Zeit nicht mehr praktikabel in diesem Segment agieren und müssen sich hin zu größeren Firmen orientieren. Die erarbeitete Wissensbasis über die kleinen Firmen verliert dabei kontinuierlich an Wert. Die Investoren, die sich schon immer mit größeren Unternehmen oder stark-wachsenden Firmen befasst haben, gewinnen mit der Zeit einen Wissensvorsprung.

Buchempfehlung

Vor einigen Wochen habe ich „Scale“ von Geoffrey West³ in zwei Tagen verschlungen. West ist Professor am Santa Fe Institute (SFI), einem interdisziplinären Institut in der Wüste New Mexicos. Ich verfolge das SFI seit einigen Jahren, denn die dort wirkenden Wissenschaftler aller Disziplinen stellen regelmäßig

² Ergänzend kommt hinzu, dass durch die immer weitere Verbreitung passiver Investmentstrategien (z.B. ETFs) die ausgesprochen wichtige qualitative Einschätzung von Managern von einem immer kleineren Teil der Marktteilnehmer gelebt wird. Wissen in diesem Bereich gewinnt also an relativer Bedeutung.

³ West, Geoffrey: “Scale: The Universal Laws of Growth, Innovation, Sustainability, and the Pace of Life in Organisms, Cities, Economies and Companies.”, Penguin, 2017.

sehr anregende Überlegungen an. In seinem neuen Werk erklärt West die Grundprinzipien, welchen Wachstum zu Grunde liegt. Was limitiert eigentlich Wachstum? Warum gibt es Maximal- und Minimalgrößen bei Säugetieren? Warum sterben viele Firmen nach bereits kurzer Zeit, aber warum gibt es fast keine Beispiele sterbender Städte? „Scale“ ist in meinen Augen maximal relevant für das Verständnis vieler Lebensbereiche und auch sehr amüsant geschrieben.

Ausblick

Ab September werde ich mehrmals einige Wochen in Indien verbringen und dort Firmen analysieren. Seit fünf Jahren verfolge ich einige indische Firmen intensiver und habe diese bereits mehrmals besucht. Warum Indien? Obwohl Indien noch selten an der Spitze der Listen über globale Wirtschaftskennzahlen auftaucht, ist Indiens Wachstums bei diesen Kennzahlen beeindruckend. Dies hat konkrete Auswirkungen auf westliche Firmen. Beispiel Microsoft: die Zahl der Office-Nutzer wächst weltweit im hohen einstelligen Prozentbereich. Der Haupttreiber hinter diesem Wachstum ist die steigende Zahl von Bürojobs weltweit, wobei ein wesentlicher Teil dieser zusätzlichen Jobs in Indien geschaffen wird. So wächst in Indien die Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter um 12 Millionen Menschen pro Jahr. Die Wirtschaftssprache ist Englisch, das Buchhaltungs- und Rechtssystem ähnelt sehr dem Britischen. Das Land hat sich eine Kompetenz im Bereich IT-Outsourcing aufgebaut, viele Arbeitnehmer haben sehr gute IT-Kenntnisse und die Ingenieurausbildung an den Top-Universitäten des Landes findet auf Weltklasseniveau statt. Natürlich läuft in Indien noch nicht alles rund und das Land muss noch diverse Probleme überwinden. Nichtsdestotrotz dürfte ein ganz erheblicher Teil des weltweiten BIP-Wachstum über die kommenden 20 Jahre aus Indien kommen. Durch meinen langen Investmenthorizont scheint es unumgänglich, das Wachstum Indiens besser zu verstehen. Dies geht nur durch Firmenbesuche vor Ort und im Gespräch mit Menschen im Land. Ich werde im Jahresbericht 2017 über die gewonnenen Eindrücke berichten. Wer einen Schritt weitergehen mag: kommen Sie mich gerne im Herbst besuchen!⁴

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen eine gute Zeit und bedanke mich für das große Vertrauen.

Ihr

Jan-Hendrik Mohr

JMX Capital GmbH

⁴ Wählen Sie dafür den sichersten, komfortabelsten und umweltfreundlichsten Weg der Anreise: Lufthansa fliegt ab München täglich mit dem neuen A350 nach Mumbai und Delhi. Lassen Sie das sanfte Brummen der Rolls-Royce-Triebwerke Musik in Ihren Ohren sein!