

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 2018 unseres Sub-Advisors JMX Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Truffle“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Jahresbericht 2018 des Sub-Advisors

Liebe Investoren,

in den vergangenen sechs Monaten war die Kursentwicklung des TGV Truffle mit -1,9% leicht negativ. Im Kontext von Rückgängen um die 20% und mehr bei vielen Aktienindices weltweit, mag die Kursentwicklung vom TGV Truffle in 2018 ein ruhiges Bild vermitteln. Nichts läge ferner von der Wahrheit. Binnen der letzten 12 Monate hat sich die Kursentwicklung der Aktien im TGV Truffle deutlich voneinander unterschieden: eine Portfolioposition hat sich seit Anfang 2018 im Kurs halbiert, eine andere notiert fast anderthalb Mal höher. Es ist reiner Zufall, dass das aggregierte Ergebnis über alle Positionen hinweg *minus 1,9 Prozent* ergab. Ich begegne Preisschwankungen stoisch, denn wirklich relevant ist die Wertentwicklung der Firmen. Diese verlief – mit einer großen Ausnahme – grob nach Erwartung. Insofern gibt es von den einzelnen Firmen auch wenig Neues zu berichten.

Die Ausnahme: Seit Start hält TGV Truffle eine Position in medical columbus – einem kleinen deutschen Unternehmen. Ursprüngliches Geschäftsmodell war der Betrieb einer Bestellplattform für den deutschen Krankenhauseinkaufsmarkt. In diesem Markt gab es jahrelang drei Wettbewerber. Alle nutzten ähnliche IT-Systeme, bedienten aber verschiedene Krankenhäuser. Es war offensichtlich, dass es zu einer Konsolidierung in dem Markt kommen musste; dass also die medical columbus entweder ihr eigenes Geschäft verkaufen oder das Geschäft eines Wettbewerbers übernehmen würde. Mitte 2018 erwarb der Wettbewerber GHX schließlich das operative Geschäft der medical columbus. Der Kaufpreis war für beide Seiten attraktiv.

Der wirkliche Held der Geschichte ist allerdings der Gründer und Vorstand der medical columbus: Dirk Isenberg. Herr Isenberg hat die Gunst der Stunde mit Entschlossenheit genutzt, jegliches bei CEOs so verbreitete Ego zurückgestellt und den Weg für eine Konsolidierung der Industrie geebnet. Er hat damit für die Aktionäre der medical columbus erheblichen Wert geschaffen und dafür gesorgt, dass die Aktie der medical columbus in den letzten 12 Monaten die zweitbeste Performance aller 561 Unternehmen auf dem deutschen Kurszettel erzielt hat. In der immer noch börsennotierten Aktiengesellschaft befindet sich nun in erheblichem Maße Liquidität aus dem Verkauf des operativen Geschäft, welches unter Begleitung des neuen Aufsichtsratsvorsitzenden Dr. Mathias Saggau reallokiert wird.

Messen und Wiegen

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

NAV zum 28.12.2018 in EUR	118,70
Zahl der Investments	10
Gewichtung größtes Investment	28,6%
Gewichtung Top-5 Investments	75,0%
Gewichtung Kasse / Festgeld	0,1%

Alphabetische Auflistung der Top-5 Investments:

Amaysim

medical columbus

Rolls-Royce

Tripadvisor

Tucows

Zeitraum	TGV Truffle	Berkshire ¹	(Differenz) ²	6% p.a. Benchmark	(Differenz) ²
2015 ³	-12,5%	-10,0%	(-2,5%)	+4,5%	(-17,0%)
2016	+18,1%	+27,5%	(-9,4%)	+6,0%	(+12,1%)
2017	+17,0%	+6,9%	(+10,1%)	+6,0%	(+11,0%)
2018	-1,9%	+7,5%	(-9,4%)	+6,0%	(-7,9%)
Seit Auflage ⁴	+18,7%	+31,8%	(-13,1%)	+24,5%	(-5,8%)

¹ in EUR

² Rundungsdifferenzen sind möglich.

³ 31.03.2015 – 31.12.2015

⁴ Seit 31.03.2015

Portfolioveränderungen

Seit Veröffentlichung des Halbjahresberichts im Juni 2018 kam es zu keinen nennenswerten Portfolioveränderungen. Zwar nutzte ich mehrfach die erheblichen Schwankungen an den Kapitalmärkten, um opportunistisch die Veränderung von Positionsgrößen zu empfehlen – TGV Truffle hält zum 31.12.2018 jedoch dieselben Aktien wie noch im Juni.

Konzentration

Die Zahl der im TGV Truffle enthaltenen Wertpapiere und deren Gewichtung führen regelmäßig zu zwei Rückmeldungen: Entweder erscheint Betrachtern die Konzentration auf wenige Titel als ungewöhnlich und risikobehaftet. Viele konventionelle Fonds investieren gestreuter. Andere Beobachter halten die Konzentration hingegen für wünschenswert und halten sie für eine grundlegende Bedingung langfristig herausragender Renditen.

Keine der Sichtweisen entspricht der meinen. Konzentration auf wenige Aktien ist kein Selbstzweck in meinen Empfehlungen, sondern das Ergebnis eines Entscheidungsprozesses. Es kann passieren, dass TGV Truffle in Zukunft erheblich gestreuter oder noch konzentrierter anlegt – dies soll dann nicht verwundern, sondern im Licht des Nachfolgenden hoffentlich nachvollziehbar sein.

In meiner engen Auswahl verfolge ich laufend rund 50 Unternehmen. Hier stimmen Integrität und Fähigkeit des Managements, die Qualität des Geschäftsmodells und die Wachstumsaussichten. Aus dieser Liste empfehle ich die Aktien zum Kauf im TGV Truffle, die ich zum jeweiligen Zeitpunkt für am meisten unterbewertet halte, wo der Kapitalmarkt die Qualität also nicht würdigt. Dies sind die Trüffel im TGV Truffle; oft unter Laub versteckt oder mit Schmutz bedeckt, dennoch erschnüffelbar – und ohne den Premiumpreis im Sterne-Restaurant zu zahlen.

Mein Analyseprozess ist recht simpel: Zu jeder der 50 Firmen überlege ich mir mögliche Szenarien – von katastrophal bis optimistisch – und erstelle eine Unternehmensbewertung, was die betreffende Firma in den jeweiligen Szenarien wert ist. Danach treffe ich eine Einschätzung, wie wahrscheinlich die einzelnen Szenarien sind. Aus diesen beiden Schritten erhalte ich einen „wahrscheinlichkeitsgewichteten Erwartungswert“ – meine letztliche Schätzung über den Unternehmenswert. Aktualisierungen erfolgen alle paar Monate bzw. wenn sich größere Ereignisse bei den Firmen abspielen. Das Ganze wirkt mathematisch präziser als es ist und unterliegt diversen Unschärfen. Ich denke hier nach dem Prinzip dass *ungefähr richtig* immer noch besser als *präzise falsch* ist. So verzweifeln viele Analysten geradezu vor der exakten Bestimmung, wann welche Cash-Flows bei Rolls-Royce in den kommenden Jahren eintreffen werden. Mein Fokus liegt hingegen darauf, ob die Prämissen hinter den Planzahlen plausibel sind und dass die Aktie aktuell drastisch zu niedrig gegenüber

einer groben Schätzung der Cash-Flows der kommenden Jahre ist. Niemand zwingt mich, eine präzise Schätzung über eine bestimmte Zahl im Geschäftsjahr 2019 abzugeben.

Viele Investoren, oft in ihrer Ausbildung mathematisch geschult, machen aus Unternehmen und deren Aktien eine pseudo-exakte Wissenschaft. Das geht in meinen Augen an der Realität vorbei, denn der Alltag von Unternehmen lässt sich selten mit Präzision modellieren. Ein umfangreiches Excel-Modell ist nicht entscheidend für den Investmenterfolg: Mehr und komplexere Informationen führen nicht zwangsläufig zu besseren Entscheidungen, sondern teilweise zu schlechteren Entscheidungen bei gleichzeitigem Glauben an eine höhere Qualität dieser Entscheidungen.

Ich lege ein viel größeres Augenmerk auf Robustheit der Schätzung und generelle Prognostizierbarkeit der Unternehmen. Wichtig ist dabei, dass ich mich bewusst auf jene Unternehmen beschränke, *die überhaupt halbwegs einschätzbar sind*.

Für derzeit 50 Unternehmen traue ich mir diese Einschätzung zu. Diese Größe ist nicht naturgegeben. Da immer wieder einige der Firmen übernommen werden oder sich Dinge zum Negativen ändern, lässt sich die Zahl aber nur schwer steigern. Pro Jahr kommen vielleicht zwei oder drei neue Unternehmen hinzu. Es gibt einfach nicht so viele exzellente Firmen, für die ich mir auch eine Einschätzung der Bewertung zutraue. In einer idealen Welt notieren diese 50 Firmen nun zum Zeitpunkt der Portfoliokonstruktion alle gleich weit unter ihrem fairen Wert. Ich könnte dann alle Unternehmen, gleichgewichtet, zum Kauf empfehlen. Das unternehmensspezifische Risiko („Fabrik brennt ab“, „Management-Team sind Verbrecher“) der einzelnen Positionen wäre in diesem Fall auf fünfzig Firmen verteilt und damit gering. Unter der Prämisse einer korrekten Analyse wäre eine Outperformance dann faktisch sicher. Das wesentliche Risiko läge dann im sogenannten systematischen Risiko: also Änderungen im Zinsniveau, gesamtwirtschaftliche Entwicklung, Besteuerung von Unternehmen etc. – diese Risiken betreffen allerdings alle Aktieninvestoren gleich. Insofern ist gegen eine Streuung über viele Positionen generell wenig einzuwenden.

Zwei praktische Dinge stehen der Realisierung dieses Ziels meist im Wege.

Erstens sind von den 50 Unternehmen stets einige teuer, einige günstig und die meisten grob fair bewertet. Aus dem vorliegenden Pool der 50 Unternehmen sind also immer nur eine Handvoll überhaupt als Investment attraktiv.

Zweitens sind die Reduktion des unternehmensspezifischen Risikos und der alleinige Verbleib systematischen Risikos nicht zu jedem Zeitpunkt erstrebenswert. So habe ich mich in den letzten Monaten mit der Einschätzung konkreter Unternehmensrisiken wohler gefühlt, als mit der Einschätzung darüber, ob und wann der nächste Wirtschaftsabschwung kommt. Die Risiken im TGV Truffle liegen aktuell darin begründet, ob z.B. Tucows den Glasfaserausbau in kleinen Städten erfolgreich umsetzt,

Rolls-Royce den Anstieg der Triebwerksproduktion organisiert bekommt oder ob sich die Majestic Wine Tochter „Naked Wines“ im US-Markt durchsetzen wird. Ob es eine Rezession in 2019 geben wird, ist für diese Firmen von untergeordneter Bedeutung.

In anderen zukünftigen Marktsituationen kann es jedoch sinnvoll sein, breiter zu diversifizieren und so mehr systematische Risiken einzugehen. Im Aufschwung nach der Finanzkrise 2008/2009 wäre es beispielsweise vorteilhaft gewesen, relativ breit gestreut auf verschuldete und zyklische Unternehmen zu setzen, welche von der folgenden Börsenerholung am stärksten profitiert haben.

Eine weitere wichtige Dimension bei der Debatte um Portfoliokonzentration ist die weitverbreitete regulatorische Gleichbehandlung aller Wertpapiere losgelöst von wirtschaftlichen Hintergründen. In jedem Land der Welt gibt es unterschiedliche Regeln zu Streuung von Investmentfonds, doch ist eine Kappung der einzelnen Portfoliopositionen auf (völlig willkürliche) 10% des Portfolio weit verbreitet. In meinen Augen erreicht eine solche Regel nur scheinbare Sicherheit: Ein Portfolio aus zehn mit 10% gewichteten Biotech-Startup-Aktien kann sehr leicht ausradiert werden, da das inhärente Risiko jeder einzelnen Firma sehr hoch ist. Gleichzeitig dürfte ein Investment in einer großen unverschuldeten Gesellschaft mit vielen verschiedenen Geschäftsbereichen derart unwahrscheinlich auf null fallen, dass eine 10% Gewichtung für die meisten Investoren als völlig tragfähig erscheint. In der regulatorischen Praxis wird allerdings kein Unterschied gemacht, welche Aktie denn nun mit 10% gewichtet wird. Beispiel TGV Truffle: Tucows und Rolls-Royce machen zusammen rund 50% des Portfolios aus. Die Unternehmen selbst bestehen jedoch aus unterschiedlichen Segmenten, die teilweise gar nichts mit einander zu tun haben. So ist Tucows eine Holding, die sowohl im Bereich Internet-Domains, Glasfaser-Telekommunikation und auch Mobilfunkverträgen tätig ist. Alles trägt den Titel „Kommunikation, sonstige“ aber inhaltlich besteht fast kein Zusammenhang. Nach der Regulierung vieler Fonds wäre es völlig vertretbar, jeweils 10% des Fonds in drei einzelne Aktien zu investieren, die in jeweils einem der drei Segmente von Tucows ihr Geschäft betreiben. 30% eines Fonds in Tucows zu investieren ist für viele Fonds jedoch schlichtweg verboten. TGV Truffle hingegen darf so investieren.

Ein warnendes Wort sei jedoch gereicht: Viele der besten Investoren haben ihre Portfolien immer wieder in den allerbesten Ideen konzentriert. So können 90% der Outperformance von Berkshire Hathaway unter der Führung von Warren Buffett auf zehn Entscheidungen innerhalb der letzten 50 Jahre reduziert werden. Leider sind auf dem Friedhof der gescheiterten Investoren auch recht viele Kollegen begraben, die irgendwann einmal eine große Wette eingingen. Demut ist hier zwingend.

Ich kenne Kollegen, die mit großer Bewunderung über Fonds mit hoher Konzentration sprechen, da die Fondsmanager besonders „mutig“ oder „zupackend“ agieren würden. Das ist in meinen Augen gefährlich und gar nicht mein Ziel. Es gibt keine Preise für die kühnsten Investoren oder den dramatischsten Weg, eine Performance zu erzielen. Konzentration bzw. Streuung im TGV Truffle sind

immer das Resultat der verfügbaren Opportunitäten und Gegebenheiten und nie Selbstzweck. Natürlich ist es der Traum eines jeden Investoren, bei der perfekten Opportunität einen großen Einsatz zu bringen und dann belohnt zu werden. Man muss aber sicherstellen, dass man überhaupt dauerhaft im Spiel bleibt, um diese Opportunität auch nutzen zu können.

Leseempfehlung

Als Investor liest man sehr viele Bücher und viele dieser Bücher sind auch gut, doch nur wenige Bücher sind wirklich exzellent. Diesen Herbst haben meine Frau und ich ein herausragendes Buch gelesen, welches Isabelle und ich beide unabhängig voneinander an diverse Menschen geschickt haben (was noch nie vorkam). Wir meinen es echt ernst:



Es geht um „Factfulness“ von Hans Rosling. Der Autor beschreibt auf teils urkomische Art und Weise, wie in der westlichen Welt einige Stereotype über den „Rest der Welt“ vorherrschen, welche entweder schon immer falsch waren oder seit Jahrzehnten überholt sind. Stichwort „Rest der Welt“: in Asien leben aktuell vier Milliarden Menschen und in Europa / Amerika / Afrika jeweils eine Milliarde. Bis ins Jahr 2040 dürfte die Zahl der Menschen in Asien und Afrika um jeweils eine Milliarde steigen und in Amerika und Europa stagnieren. Das wirft die Frage auf, wer eigentlich der „Rest der Welt“ ist. Ich kann „Factfulness“ mit Nachdruck empfehlen!

Ausblick

Die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV lädt dieses Jahr wieder herzlich zum Investorentreffen am 29.06.2019 nach Bonn auf die Godesburg ein, alle Anleger und deren Familien in den TGVs bekommen bald offizielle Informationen dazu. Der stetige Anstieg der Teilnehmer freut uns sehr. Hoffentlich werden auch 2019 Ihre Fragen informativ beantwortet – ansonsten tröstet sicher die Schokolade!

Bis dahin vielen herzlichen Dank nochmals für Ihr Vertrauen in meine Arbeit.

Ihr

Jan-Hendrik Mohr

JMX Capital GmbH