

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 Bericht über das erste Halbjahr 2020 unseres Sub-Advisors
Falkenstein Management GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Falkenstein Fonds“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

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

TGV Falkenstein Fonds - 1. Halbjahr 2020



BRIEF AN DIE INVESTOREN DES TGV FALKENSTEIN FONDS

Liebe Investoren,

nach knapp zehn Jahren bei der Falkenstein Nebenwerte AG und weiteren zehn Jahren bei der Sparta AG treffen wir uns nun hier wieder. Neben vielen langjährigen Freunden unserer Anlagephilosophie, die wir im Folgenden als Falkenstein-Philosophie bezeichnen wollen, begrüßen wir auch hocheifrig einige neue Mitglieder in der Familie.

In der Vergangenheit haben wir aus Beteiligungsgesellschaften heraus investiert. Heute beraten wir einen Fonds – den TGV Falkenstein Fonds (TGV Falkenstein). Er ist als Teilgesellschaftsvermögen der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV („Langfrist“) aufgesetzt. In diesem ersten Halbjahresbrief gehen wir deshalb etwas länger auf die Falkenstein-Philosophie, unsere Historie, aber auch auf die Unterschiede eines Teilgesellschaftsvermögens im Vergleich zu einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft ein. Ein wesentlicher Unterschied ist, dass wir früher als Vorstand einer Aktiengesellschaft das Kapital der AG investierten. Im neuen Set-Up agieren wir als Berater, bzw. als sogenannter „Sub-Advisor“ des Portfoliomanagers (der Fiducia Treuhand AG) des TGV Falkenstein. Wenn wir also in diesem Brief von Beratern sprechen, dann meinen wir uns.

Vieles ist jedoch auch unverändert geblieben. Dasselbe Team – bestehend aus Traute Kuhlmann, Martin Possienke und Christoph Schäfers – sitzt in denselben Büros, benutzt dieselben Computer und verfolgt vor allem denselben, langjährig erprobten Investmentansatz. Wir sind auch weiterhin davon überzeugt, dass eine Mischung aus Value-Investments und Sondersituationen zu überdurchschnittlichen Renditen führt und man dabei sehr ruhig schlafen kann.

Falkenstein-Philosophie

Wir beurteilen Unternehmen nach den Grundprinzipien des Value-Investings. Hierbei stehen Konzepte wie „nachhaltige Wettbewerbsvorteile“ und „Sicherheitsmarge“ im Vordergrund. Neben der Value-Komponente zeichnet sich das „ideale“ Falkenstein-Investment durch eine Sondersituation aus – oder eine solche ist perspektivisch vorstellbar. Ein entscheidender Aspekt von Sondersituationen ist, dass sie häufig eine Art zusätzliches Sicherheitsnetz bieten, wie zum Beispiel die Abfindungs- und Ausgleichszahlungen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Sondersituationen können aber auch Ereignisse sein, die eine bestehende Unterbewertung auflösen oder Anlass einer Neubewertung sind. Unternehmensübernahmen oder Veränderungen im Aktionärskreis stehen beispielhaft für derartige Ausgangslagen.

Das Verhältnis von Value-Investments und Sondersituationen ist veränderlich im Zeitablauf und sehr situationsabhängig. Typischerweise sind wir zu 30% bis 70% in marktnäheren Value-Titeln investiert, wobei jedoch die Einordnung, ob ein Investment noch marktnah oder schon eine Sondersituation ist, häufig schwerfällt.

Der Zeithorizont der Value-Investments ist langfristig. Bei Sondersituationen agieren wir opportunistisch. Dabei kann der Zeithorizont durchaus auch mehrere Jahre betragen, ist meist aber deutlich kürzer als bei den Value-Investments.

Im Normalfall ist unser Ziel-Portfolio konzentriert und besteht selten aus mehr als 20 bis 25 Positionen. Häufig entfällt mehr als die Hälfte des Gesamtvermögens auf die fünf größten Investments.

Insbesondere auf der Sondersituationsseite beschäftigen wir uns ganz überwiegend mit Investments im deutschsprachigen Raum, was in erster Linie mit einem besseren Verständnis der deutschen Kapitalmarktgesetzgebung zusammenhängt.

Diese hier kurz umrissene Strategie haben wir bereits bei der Sparta AG (Sparta) über mehr als zehn Jahre erfolgreich und unabhängig umgesetzt. Im Jahr 2019 wurde Sparta von einem Wettbewerber übernommen, der eine andere strategische Zielsetzung verfolgte. Nach unserem Ausscheiden stellte sich die Aufgabe, ein Anlagevehikel zur Fortsetzung der bisherigen Anlagephilosophie aufzusetzen. Mit Langfrist, deren Vertreter uns bereits seit Jahren im Aufsichtsrat von Sparta begleitet haben und dort gleichzeitig mit uns aus den Organen der Gesellschaft ausgeschieden sind, haben wir gemeinsam ein entsprechendes Konzept entwickelt.

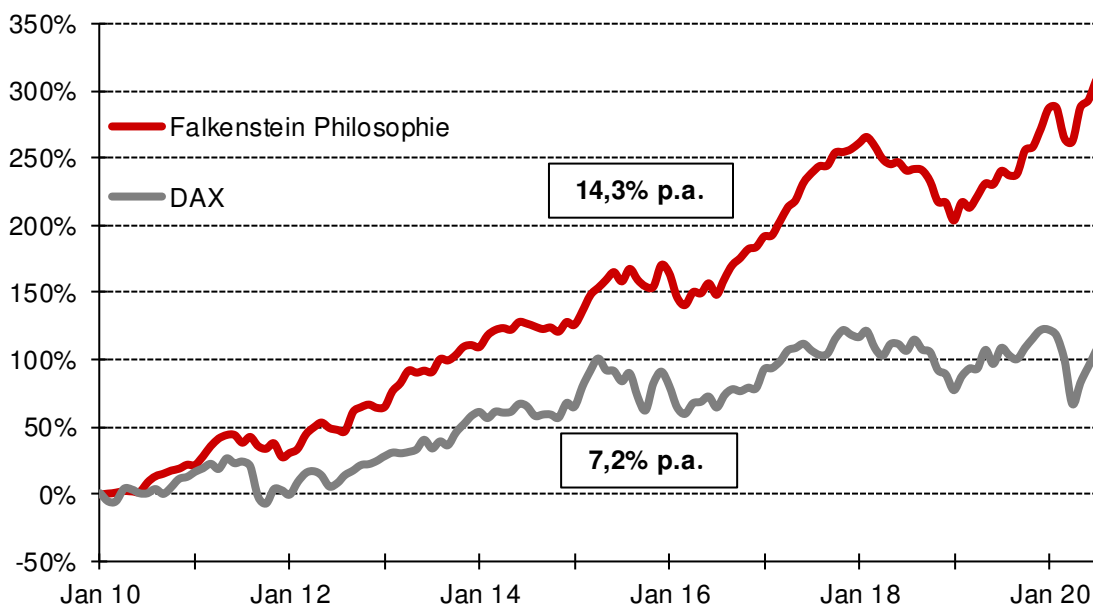
Im Vergleich zu einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft hat ein Fonds in Form eines Teilgesellschaftsvermögens einige Vorteile, die vor allem auf der steuerlichen Seite zu sehen sind. Auch die Kapitalaufnahme ist im Fonds wesentlich einfacher als in einer börsennotierten Aktiengesellschaft. Dies bringt jedoch quasi spiegelbildlich die Problematik von Mittelabflüssen zur Unzeit mit sich, die in unseren Augen den größten Nachteil von offenen Fonds darstellen. In ruhigen Börsenzeiten stellt ein Mittelabfluss durch die Rückgabe von Fondsanteilen kein Problem dar. Nur wenn Aktien günstig und kaufenswert erscheinen, weil gerade einmal wieder Krise ist und der Markt verrücktspielt, kann ein Mittelabfluss einen Nachteil für diejenigen Investoren bedeuten, die investiert bleiben. Plötzlich kann der Fonds nicht kaufen, sondern muss im schlimmsten Fall eigentlich kaufenswerte Aktien kurzfristig verkaufen, um den Mittelabfluss zu bedienen. Ein weiterer Aspekt ist, dass Sondersituationen im Endstadium recht große Positionsgrößen in verhältnismäßig illiquiden Werten verlangen. Auch solche Positionen sind wesentlich komfortabler, wenn das arbeitende Kapital „sicher“ ist.

Bei der Konstruktion des TGV Falkenstein wurde versucht, diesen allgemeinen Nachteil von Fonds weitestgehend zu beseitigen. Hierzu wurde insbesondere eine dreimonatige Kündigungsfrist zum Quartalsende eingeführt. Für den Fall, dass ein Investor sein Geld ohne vorherige Ankündigung benötigen sollte, gleicht er den potenziellen Nachteil, der den Mitinvestoren durch den Liquiditätsabfluss entsteht, durch einen Abschlag von 5% auf den Wert des zurückgegebenen Fondsvermögens aus. Dieser Abschlag wird dem Fondsvermögen (nicht dem Manager oder der Fondsgesellschaft) gutgeschrieben. Wir hoffen, mit dieser Konstruktion das Beste aus beiden Welten - Fonds und Beteiligungsgesellschaft - vereint zu haben, und gehen fest davon aus, dass sich die Falkenstein-Philosophie auch im neuen Gewand erfolgreich umsetzen lässt.

Historie der Falkenstein-Philosophie

Seit Beginn des Jahres 2010 – dem ersten vollständigen Jahr in der damals wiederbelebten Sparta – bis zum Sommer des Jahres 2020 hat die Falkenstein-Philosophie eine jährliche Rendite in Höhe von 14,3% p.a. erzielt. Es ist uns sehr bewusst, dass die Zusammenfassung von historischen Renditen, die mit unterschiedlichen Vehikeln erzielt wurden, durchaus kritisch zu hinterfragen ist. Wir sind dennoch der Ansicht, dass der nachfolgende Chart verdeutlicht, welche Rendite mit unserer Mischung aus Value- und Sondersituation-Investments in der Vergangenheit erzielbar war. Wir sind allerdings auch der Ansicht, dass sich die historisch erzielte Rendite wahrscheinlich nicht in die Zukunft projizieren lässt.

Falkenstein-Philosophie* vs. DAX



* Geschätzte historische Rendite der Falkenstein Philosophie, abgeleitet von Januar 2010 bis April 2019 anhand der Entwicklung des wirtschaftlichen Reinvermögens der Sparta AG mit investiertem Eigenkapital zwischen 25 Mio. und 100 Mio. Euro. Mai 2019 bis Dezember 2019 anhand der Entwicklung eines Portfolios im einstelligen Mio. Euro Bereich. Ab Januar 2020 anhand der Entwicklung des TGV Falkenstein Fonds.

Wie schon bei Sparta, nehmen wir uns weiterhin eine langfristige Zielrendite von 10% p.a. im fünfjährigen Durchschnitt vor. Vor dem Hintergrund ständiger Zinssenkungen und diverser „Quantitative Easing Programme“ der Notenbanken dieser Welt, ist dieses Ziel heute jedoch wesentlich ambitionierter als noch vor zehn Jahren. Das Titelbild dieses Briefes kann durchaus im Zusammenhang mit der Notenbankpolitik der letzten Jahre gesehen werden.

Die Überlegungen, die hinter der langfristigen Zielrendite stehen, sind die folgenden: Mit „normalen“ Investments in deutsche Aktien sollten in einem langjährigen Durchschnitt Renditen in Höhe von etwa 7% bis 8% p.a. zu erzielen sein, zumindest war das in der Vergangenheit der Fall. Deutsche Sondersituationen taxieren wir auf 4% bis 5% p.a. Bei einer 50:50 Gewichtung des Portfolios müssten mit unserem Ansatz im Durchschnitt also rund 6% p.a. vor Kosten und Steuern zu erzielen sein. Nach Kosten und Steuern wäre dann in etwa

von einer „Marktrendite“ in der Größenordnung von 4% bis 5% p.a. im längerfristigen Durchschnitt auszugehen.

Mit der langfristigen Zielrendite von 10% p.a. wollen wir also rund das Doppelte der „Marktrendite“ erzielen. Uns ist bewusst, dass dies ein recht ambitionierter Anspruch ist, auch ohne die angesprochene Nullzinsthematik. Unserer Ansicht nach könnte es jedoch weiterhin möglich sein, im langfristigen Durchschnitt zweistellige Renditen mit der Falkenstein-Philosophie zu erzielen. Ein unterstützender Faktor ist der Fokus auf Small- und Mid-Caps. Unter anderem aufgrund niedrigerer Markteffizienz haben diese in der Vergangenheit häufig besser abgeschnitten als Standardwerte. Auf der Sondersituationsseite sind unseres Erachtens die Märkte noch weniger effizient, so dass auch hier das Erzielen von Überrenditen gegenüber dem breiten Aktienmarkt möglich erscheint. Leider werden auch Sondersituation-Investments nicht einfacher, da andere, zum Teil sehr finanzstarke Marktteilnehmer, in dieses Segment drängen. Aber das ist vermutlich das Problem mit jeder erfolgreichen Nische, ob am Kapitalmarkt oder sonst wo, irgendwann wird es eng.

Wir vergleichen unsere langfristige Durchschnittsrendite gerne mit der Gesamtentwicklung deutscher Aktien (z.B. gemessen am DAX oder CDAX). Wichtig ist jedoch, dass uns diese Indizes nicht kurzfristig als „Benchmark“ dienen. Wir errechnen keinen „Tracking-Error“ und versuchen erst recht nicht, diesen zu optimieren oder gar zu minimieren, indem wir Portfoliogewichtungen nahe der Benchmark vornehmen. Auch andere Kennzahlen wie Volatilität, Beta-Faktoren und ähnliche vernachlässigen wir.

Wenn wir uns breite Aktienindizes anschauen, dann stets in einer langfristigen Betrachtungsweise. Für uns ist entscheidender, wie sich die zu Grunde liegenden Wertpapiere über Marktzyklen hinweg entwickeln, als deren Abschneiden in einem einzelnen Jahr. Es wird immer Jahre geben, in denen die Falkenstein-Philosophie dem Direktinvestment in den DAX oder einem anderen Aktienindex unterlegen ist. Dies gilt vermutlich insbesondere für Jahre mit dynamischen Aufwärtsbewegungen, schon allein deshalb, weil der Sondersituationsanteil des Portfolios in steigenden Märkten wahrscheinlich hinterherläuft. In Seitwärtsbewegungen oder Krisenjahren sollte unser Ansatz dafür aber deutlich besser abschneiden.

In der Vergangenheit konnte mit der Falkenstein-Philosophie eine ordentliche Überrendite von mehr als 7% p.a. gegenüber dem DAX erreicht werden. Auch für diese Überrendite gilt die Einschränkung, die wir schon bei der Gesamtrendite machten. Sie wird wahrscheinlich in dieser Größenordnung nicht fortzuschreiben sein, so sehr wir uns auch bemühen.

Es ist aber völlig klar, dass ein aktiv verwalteter Fonds – wie der TGV Falkenstein – über fünf oder zehn Jahre eine Rendite nach Kosten oberhalb der breiten Marktindizes erzielen muss. Andernfalls würden Anleger mit einem Investment in „den Markt“ besser abschneiden als mit dem TGV Falkenstein, was weder sie noch uns zufrieden stellen würde.

Portfolioüberblick

Per 30. Juni 2020 hatte der TGV Falkenstein ein Fondsvolumen von knapp 31 Mio. Euro. Nach der Auflage am 30. Dezember 2019 war der Fonds Mitte Februar 2020 mit knapp 90% fast voll investiert, sodass er die „Corona-Baisse“ leider deutlich zu spüren bekam. Seinen Tiefpunkt von 85 Euro erreichte der TGV Falkenstein am 15. März 2020. Die Kündigung der Serie D der Dräger Genussscheine durch den Emittenten am 24. März 2020 bewegte den Fondspreis jedoch wieder in die richtige Richtung. Das erste Quartal 2020 beendete der TGV Falkenstein mit einem Fondspreis von 94 Euro. Im Laufe des zweiten Quartals halfen die allgemeine Erholung der Aktienmärkte und die erfreuliche Entwicklung einiger Sondersituationen, den Fondspreis in positives Terrain zu bewegen. Per 30. Juni 2020 erreichte er 105 Euro und ist damit seit Jahresanfang bzw. seit Auflage mit etwas mehr als 5% im Plus.

TGV Falkenstein Fonds

30. Juni 2020

Unternehmen	Kurs (EUR)	Stücke	Marktwert (EUR)	Anteil (%)
Cash & Forderungen / Verbindlichkeiten			2.055.946	6,7%
Sondersituationen			13.362.697	43,5%
Dräger GS D	508,00	10.000	5.080.000	16,5%
McKesson	26,10	75.000	1.957.500	6,4%
Springer	63,00	30.000	1.890.000	6,2%
Comdirect	13,60	100.000	1.360.000	4,4%
Dräger GS A	583,10	2.000	1.166.200	3,8%
Dräger GS K	581,10	1.500	871.650	2,8%
Stada	93,50	6.239	583.347	1,9%
Rhön	18,16	25.000	454.000	1,5%
Value Investments			15.276.236	49,8%
Dräger ST	59,20	40.000	2.368.000	7,7%
TLG	17,43	100.000	1.743.000	5,7%
1&1 Drillisch	23,13	75.000	1.734.750	5,7%
Swissquote	76,02	20.000	1.520.319	5,0%
RWE	31,11	40.000	1.244.400	4,1%
Morphosys	112,45	10.000	1.124.500	3,7%
Rocket Internet	19,09	50.000	954.500	3,1%
United Internet	37,71	25.000	942.750	3,1%
Dt. Telekom	14,95	60.000	896.700	2,9%
Dt. Börse	161,05	5.000	805.250	2,6%
Uniper	28,70	25.000	717.500	2,3%
Energiedienst	28,28	25.000	707.071	2,3%
Tele Columbus	3,09	123.319	380.439	1,2%
STO	101,00	1.357	137.057	0,4%
NAV			30.694.879	100,0%
Ausgegebenen Aktien			291.245	
NAV je Aktie			105,39	

Wie der Übersicht auf der vorherigen Seite zu entnehmen ist, verteilte sich das Vermögen des TGV Falkenstein per 30. Juni 2020 zu 7% auf liquide Mittel, zu 43% auf Sondersituationen und zu 50% auf Value-Investments. Wie bereits erwähnt, liegt die Zielquote der marktnäheren Value-Investments zwischen 30% und 70%. Während des ersten Halbjahrs 2020 bewegten sich die Value Investments eher im unteren Bereich dieses Korridors, was auch der Corona-Situation geschuldet war. Wir möchten an dieser Stelle noch einmal darauf hinweisen, dass es sich bei der Einschätzung, welche Position ein Value-Investment und welche eher eine Sondersituation ist, um keine exakte Wissenschaft handelt. Die Einordnung folgt vielmehr nach bestem Wissen und Gewissen des Fondsberaters. Häufig sind die Übergänge fließend, bzw. es handelt sich um eine von uns sehr favorisierte „perspektivische Sondersituation“.

Auf der Sondersituationsseite des Portfolios ging es im ersten Halbjahr 2020 hoch her. Das Highlight aus unserer Sicht war die Kündigung aller drei Serien der Genusssscheine von Dräger durch das Unternehmen. Der damit verbundene Rückzahlungspreis lag um mehr als 100% über den Preisen der Genusssscheine vor der Ankündigung. Der verschmelzungsrechtliche Squeeze-Out der comdirect wurde von der Hauptversammlung beschlossen und wird vermutlich innerhalb des zweiten Halbjahres 2020 vollzogen. Auch die Squeeze-Out Ankündigung bei Axel Springer nach vollzogenem Delisting ist nicht zuletzt unter Performancegesichtspunkten erwähnenswert. Bei Stada wurde ebenfalls ein Squeeze-Out angekündigt und genau wie bei Axel Springer warten wir während des Schreibens dieses Briefes gespannt auf die Preisfestsetzung. Asklepios hat sich im Rahmen des Übernahmekampfes bei Rhön Klinikum gegen B. Braun durchgesetzt und kommt nach Ablauf der weiteren Annahmefrist auf einen Stimmrechtsanteil von 92,6%.

Auch außerhalb des TGV Falkenstein steppte der Bär (bzw. eigentlich eher der Bulle). Hervorzuheben ist der außergerichtliche Vergleich hinsichtlich der Nachbesserung der im Jahr 2007 ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der AXA-Konzern AG, der zu signifikanten Nachbesserungen bei allen Beteiligten führte. Diese beträgt beispielsweise rd. 14 Mio. Euro bei Sparta. Ein Beispiel, welches hervorragend verdeutlicht, wieviel Geduld man bei Sondersituationen mitbringen muss, aber auch wie ertragreich sie sein können.

Und dann war da ja noch Audi. Erst die Squeeze-Out-Ankündigung im Februar 2020 und dann die Preisfestsetzung im Juni, die kumuliert zu mehr als einer Verdopplung der Audi-Aktie führten. Wie wir als Berater des TGV Falkenstein es geschafft haben, dies zu verschlafen, wird wohl für immer unser unerklärbares Geheimnis bleiben. Oder um es mit den Worten des Präsidenten der BaFin zu sagen: „Es ist eine Schande, dass so etwas passiert ist“. Er sagte diese wahren Worte allerdings in Bezug auf das Verhalten seiner Behörde im Zusammenhang mit Wirecard, ein weiteres High- bzw. Low-Light des ersten Halbjahres 2020, von dem der TGV Falkenstein jedoch ebenfalls nicht betroffen war.

Auch beim Blick auf den Value-Anteil des Fonds fällt auf, dass hier einige Werte in perspektivischen Sondersituationen zu finden sind. 1&1 Drillisch, TLG und Uniper seien exemplarisch genannt. Wie eingangs beschrieben, ist dies idealtypisch für die Falkenstein-Philosophie. Wertpapiere in perspektivischen Sondersituationen generieren typischerweise genau dann die höchsten Performancebeiträge, wenn aus der perspektivischen eine echte Sondersituation wird. Auch die Dräger Genusssscheine hatten wir vor ihrer Kündigung im März als perspektivische Sondersituation in die Value-Schublade des TGV Falkenstein eingeordnet.

Hinsichtlich der Corona-Situation ist dem Leser vermutlich aufgefallen, dass wir versuchen, eine Einschätzung oder gar Prognose zu vermeiden. Es ist sicher aber auch aufgefallen, dass per 30. Juni 2020 rund 80% des investierten Kapitals des TGV Falkenstein in Unternehmen angelegt ist, die sich entweder in einer Sondersituation befinden, oder den Branchen Healthcare, Telekommunikation oder Versorger zuzuordnen sind. Da es sich bei diesen Branchen um Bereiche des täglichen Wirtschaftslebens handelt, die vermutlich auch im Rahmen einer längerfristigen Krise nicht überflüssig werden, ist dies auch eine Art der Einschätzung.

Worte des Dankes

Wir möchten uns ausdrücklich bei den Verantwortlichen von Langfrist bedanken. Wir kennen uns seit vielen Jahren, ob als Aufsichtsrat, als gleichgesinnte Investoren oder als Freunde und schätzen ganz besonders die vertrauensvolle Zusammenarbeit, in der das gesprochene Wort stets so behandelt wird wie ein notariell beurkundeter Vertrag. Bei allen Mitgliedern des Langfrist-Teams möchten wir uns für den guten Rat und die Geduld bedanken, die uns bei der Gestaltung der Dokumentation während der Neuaufnahme des Geschäfts und der vielen damit verbundenen Fragen entgegengebracht wurde.

Und natürlich gilt unser besonderer Dank den alten und neuen Anhängern der Falkenstein-Philosophie für das entgegengebrachte Vertrauen. Wir sind uns der damit verbundenen Verantwortung bewusst, und wir werden dieser Verantwortung mit maximalem Einsatz nachkommen. Das ist ein Versprechen.

Hamburg, im Juli 2020

Dr. Martin Possienke

Christoph Schäfers