

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 2016 unseres Sub-Advisors
MSA Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Partners Fund“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Bonn, im Juli 2016

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 30. Juni 2016 bei 103,22 Euro. Für das erste Halbjahr 2016 weist das TGV somit eine Performance, inklusive aller Kosten, von +1,71 % auf. Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von – 9,89 % erzielt.

Für einen Anleger der zur Auflage im März 2015 anstatt in das TGV Partners Fund in den DAX investiert hat, müsste der DAX zum 01. Juli 2016 um 27,60 % steigen, um mit dem TGV gleichzuziehen.

Auch wenn die Outperformance gut scheint, eine qualitative Aussage über die Performance ist immer noch wenig sinnvoll, da ein Zeitraum von etwas über einem Jahr keinen relevanten Maßstab zur Beurteilung eines Investment-Managers darstellt. Die Fähigkeiten eines Investors kann man allenfalls an mehrjährigen Ergebnissen erkennen, die sowohl Perioden steigender als auch fallender Märkte beinhalteten.

Das Referendum zum Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU („Brexit“) hat in den vergangenen Wochen zu erheblichen Schwankungen an den Börsen geführt, vor allem, weil die tatsächlichen Folgen und der Zeitplan eines Austritts noch nicht abzusehen sind. Für die Zusammenstellung an Unternehmen, die im TGV Partners Fund enthalten sind, messe ich dem Referendum in Summe wenig konkrete Bedeutung bei. Keines der Unternehmen, das im TGV Partners Fund enthalten ist, würde bei einem Austritt Großbritanniens in seinen Wettbewerbsvorteilen dauerhaft bedroht oder in seiner Existenz gefährdet. Es würden auch in Zukunft in Großbritannien weiterhin günstige Autoversicherungen benötigt (Admiral Group) oder Triebwerke für Großraumflugzeuge gebaut werden (Rolls Royce).

Es mag daher so sein, dass für die Europäische Union turbulente Zeiten bevorstehen. Ich sehe hierin keinen Anstoß, den eingeschlagenen Kurs zu verändern. Die Welt war am 10. September 2001 ebenso unsicher wie am 11. September 2001 und es wird auch in Zukunft regelmäßig unerwartete und schockartige Ereignisse und gute sowie schlechte Jahre an den Börsen geben. In welcher Reihenfolge oder zu welchen Zeitpunkten sie eintreten, vermag ich nicht einzuschätzen. Daher werde ich mich weiter auf die Dinge konzentrieren, auf die ich tatsächlich einen Einfluss habe: die Auswahl von Unternehmen nach den folgenden Kriterien:

1. Ist das Geschäftsmodell des Unternehmens verständlich?
2. Hat das Unternehmen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil?
3. Handelt das Management rational, integer und begreift es seine Aktionäre als Partner?
4. Ist der Preis, der für die Aktien des Unternehmens bezahlt wird, attraktiv?

Allen Unternehmen im TGV Partners Fund ist gemein, dass es sich um herausragende Unternehmen handelt, deren Aussichten ich langfristig als positiv einschätze und deren Anteile zu guten Preisen, gemessen an dem von mir unterstellten inneren Wert, erworben werden konnten.

Die Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den 15 Unternehmen, in die das TGV zum 30.06.2016 investiert war, möchte ich an dieser Stelle die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auflisten:

- Admiral Group
- Distribution NOW
- Fastenal
- Leucadia
- Rolls-Royce
- Alphabet (Google)
- Energy Assets
- Gruppo MutuiOnline
- National Oilwell Varco
- TGS Nopec

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund 75 % des Fondsvermögens. Das größte Unternehmen, an dem das TGV beteiligt ist, hat aktuell eine Marktkapitalisierung von ca. 500 Mrd. US-Dollar, das kleinste von weniger als 10 Mio. Euro. Das TGV Partners Fund hat keine Präferenzen hinsichtlich der Größe von Unternehmen, der Länder, Währungen oder Branchen.

Veränderungen in den Top 10:

Auch wenn die Positionen von **Microsoft** und **Amazon** nicht mehr unter den größten zehn Positionen erscheinen, ist die Anzahl der Aktien innerhalb des TGV Partners Fund seit Jahresanfang unverändert. Insgesamt gab es nur wenige Veränderungen innerhalb des Portfolios.

TGS Nopec:

Das TGV Partners Fund nutzte einen starken Kursverfall von **TGS Nopec**¹ nach einer Investitions- bzw. Gewinnwarnung in Januar 2016, um weitere Aktien des Unternehmens zuzukaufen. TGS Nopec ist nunmehr wieder unter den zehn größten Positionen des TGV Partners Fund enthalten. Die Mittel, die zum Kauf benötigt wurden, sind aus einem anderen mit der Ölindustrie verbundenen Wert abgezogen worden, so dass sich das Risiko hinsichtlich der Ölbranche als Ganzes innerhalb des TGVs nicht verändert oder erhöht hat.

Die Kernaussage der Investitionswarnung von TGS Nopec im Januar war, dass in der nahen Zukunft erheblich geringere Investitionen in Kartenmaterial geplant und damit in den Folgejahren geringere Gewinne erzielt werden. Für den langfristigen Partner sind in dieser auf den ersten Blick schlechten Botschaft zwei positive Aspekte enthalten:

1) Das Unternehmen ist und bleibt extrem diszipliniert, was seine Ansprüche an Investitionen in Kartenmaterial betrifft. Typischerweise (und im Gegensatz zu vielen Wettbewerbern) wird nur dann investiert, wenn bestimmte Investitionskriterien wie etwa Vorauszahlungen, Abnahmeverpflichtungen der Kunden und eine hohe Renditeerwartung erfüllt werden. Die Fähigkeit, „Nein“ zu sagen und eben diese Investitionskriterien auch in schlechten Zeiten nicht zu verwässern, ist eine große Stärke und von hoher Bedeutung für den langfristigen Erfolg des Unternehmens. Daher ist das tatsächliche Handeln des Managements, die Messlatte hoch zu halten und nicht auf mittelmäßige Investitionen auszuweichen, von großem Wert für die Aktionäre. Auch wenn man hierdurch kurzfristig mit niedrigeren Gewinnen leben muss.

2) Die Kosten für die Erstellung von seismischem Kartenmaterial, im Wesentlichen die Tagesraten für die Spezialschiffe, haben sich seit Beginn der Krise im Ölsektor mehr als halbiert. Um beispielsweise den gleichen absoluten Betrag von über 400 Mio. USD aus 2013 und 2014 zu investieren, müsste TGS Nopec heute doppelt so viele Projekte initiieren wie in diesen beiden Jahren – angesichts der Investitionszurückhaltung in der Branche eine unlösbare Aufgabe. Vor diesem Hintergrund ist ein

¹ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells von TGS Nopec ist im Bericht zum ersten Halbjahr 2015 enthalten.

geplantes Investitionsvolumen von 220 Mio. USD für 2016 geringer, in aufgenommenen Kilometern aber ähnlich wie in 2013/2014.

Zusätzlich ist es im Moment so, dass TGS Nopec als einziges Unternehmen der gesamten Branche reichlich liquide Mittel besitzt und ohne jegliche Schulden die aktuelle Seenot der Wettbewerber zum eigenen Vorteil nutzen kann. Beispielsweise, um sich Filetstücke an anderen Unternehmen oder Datenbanken zu günstigen Konditionen zu sichern. Bei einem Besuch der Branchen-Konferenz EAGE (European Association of Geoscientists & Engineers) im Mai dieses Jahres war es sehr eindrucksvoll, zu erleben, wie sehr die Wettbewerber Getriebene ihrer eigenen Verschuldung sind. Kristian Johansen, der CEO von TGS Nopec, kann frei von Schulden und Bankverpflichtungen agieren und stellt offensichtlich schon die Weichen für morgen und übermorgen.

Energy Assets:

Unsere Position in Energy Assets Plc muss mit einem lachenden und einem weinenden Auge beschrieben werden: Durch eine kurz nach unserem Kauf angekündigte Übernahme des Unternehmens hat die Investition für das TGV Partners Fund eine außerordentlich hohe Rendite erzielt, wird aber im Zuge einer Übernahme nur wenige Monate nach dem Kauf schon wieder verkauft.

Energy Assets ist ein schottisches Unternehmen, welches „intelligente“ bzw. internetfähige Gaszähler (sogenannte „Smart Meter“) für größere Industrie- und Geschäftskunden installiert und betreibt. Nach einer Veränderung der Regulierung vor wenigen Jahren gibt es in Großbritannien einen landesweiten Plan, nach welchem alle Gaszähler im Land ausgetauscht bzw. erneuert werden müssen. Im Zuge dieser Regulierung wurde festgelegt, dass die Spielregeln für den Betrieb und den Besitz der Zähler wesentlich verändert werden. Waren früher fast alle Gaszähler in Besitz des staatlichen Energieversorgers, so zeichnete sich ab, dass zukünftig freier Wettbewerb und private Firmen als sogenannte „Meter Asset Manager“ diese Rolle übernehmen sollten.

Im Laufe der letzten Jahre tauschte Energy Assets eine große Anzahl an alten Gaszählern gegen neue Geräte aus und besaß zum abgeschlossenen Geschäftsjahr im März 2016 ein Portfolio von knapp 150.000 Gaszählern. Durch bereits abgeschlossene Verträge zum künftigen Austausch mit verschiedenen Versorgern wird die Anzahl der installierten Gaszähler im Besitz von Energy Assets in den kommenden Jahren sehr wahrscheinlich stark steigen.

Als Teil der Betriebskosten bei der Versorgung mit Gas fallen Gebühren für die Bereitstellung des Gaszählers an. Dem Einbau und Wert des Gerätes – im Schnitt etwas mehr als 800 GBP pro Gaszähler – steht ein Umsatz von rund 130 GBP pro Jahr gegenüber. Nachdem die Geräte also angeschafft und eingebaut sind, erzielen sie sehr stabile Umsätze für die kommenden Jahrzehnte. Ein wunderbares Geschäft für Energy Assets.

Ich kenne das Unternehmen und das Management der Gesellschaft seit einigen Jahren, und die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV war bereits vor dem Kauf durch das TGV Partners Fund einer der wesentlichen Aktionäre von Energy Assets. Glücklicherweise konnte das TGV Partners Fund eine Kursschwäche im Frühjahr 2016 nutzen, um trotz eines sehr illiquiden Handels der Aktien um Kurse von 4,75 GBP langsam eine Position aufzubauen.

Im April 2016, noch während das TGV Partners Fund langsam eine Position aufbaute, wurde den Aktionären von Energy Assets durch eine US-amerikanische Private-Equity-Gesellschaft ein Übernahmeangebot in Form eines sogenannten „Scheme of Arrangement“ zu einem Kurs von 6,85 GBP unterbreitet. Dieses Scheme of Arrangement zwingt die Aktionäre ähnlich wie bei einem Squeeze-out-Verfahren in Deutschland, ihre Aktien bei positivem Ausgang zu verkaufen, wenn die wesentliche Mehrheit von 75 % der Aktien diesem Verfahren zustimmt.

Nachdem die Angebotsunterlagen veröffentlicht wurden, unerwartet keine Jahresergebnisse für das im März 2016 abgelaufene Geschäftsjahr enthielten und der Angebotspreis unter diesen Voraussetzungen als zu niedrig erschien, schloss sich die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV mit anderen größeren Aktionären von Energy Assets gegen dieses Angebot zusammen. Diese in Summe vier Aktionäre kontrollierten rund 23 % der Aktien und stimmten gegen das Scheme of Arrangement in der seinerzeit vorgelegten Form.

Nachdem Mitte Juni 2016 die aktuellen Zahlen veröffentlicht und der Angebotspreis auf 7,225 GBP angehoben wurde, kam es zu einer Einigung mit dem Käufer. Das Scheme of Arrangement wird folglich innerhalb der nächsten Monate abgewickelt und der Übernahmepreis in bar an die Aktionäre ausgezahlt werden. Daher wird Energy Assets zum Jahresende nicht mehr unter den zehn größten Positionen und im Portfolio enthalten sein.

Der Kursanstieg von rund +50 % in lokaler Währung (nach dem Brexit-Votum nur noch +40 % in Euro) in den Aktien von Energy Assets, der für das TGV Partners Fund seit dem ersten Kauf im März 2016 erzielt wurde, entspricht einem Ergebnisbeitrag von etwas mehr als 2 %, bezogen auf das Gesamtvermögen des TGV Partners Fund. Es wird mit großer Wahrscheinlichkeit eine äußerst seltene Ausnahme bleiben, dass der Wert einer Investition innerhalb von so kurzer Zeit realisiert wird.

Auf der anderen Seite hat der Käufer von Energy Assets kein schlechtes Investment getätigt: Er erhält ein außergewöhnlich gutes Geschäft mit einem hervorragenden Management-Team zu einem fairen Preis und wird, sollte sich das Geschäft weiter wie geplant entwickeln, trotz der gezahlten Übernahmeprämie eine sehr vernünftige Rendite auf sein eingesetztes Kapital erzielen.

„Sei kein Dividenden-Esel“

In einem 1992 erschienenen Artikel „*Don't be a Yield Pig*“ („Sei kein Ertragsschwein“) im Forbes Magazine ruft der Investor Seth Klarman Investoren dazu auf, Rendite und Risiko in ein vernünftiges Verhältnis zu setzen.

Jede Investition, die eine Rendite oberhalb der von Staatsanleihen verspricht, bringt auch höhere Risiken als diese mit sich. 1992 lagen die Leitzinsen in den USA bei rund 5 % und waren seit Mitte der 1980er Jahre kräftig gefallen. Viele Investoren, die trotz fallender Zinsen weiterhin überdurchschnittliche Erträge erzielen wollten, wichen in der Folge auf risikoreichere Investments aus. Investoren mit diesem Verhalten wurden an der Wall Street spöttisch „yield pigs“ genannt.

Nun sind die Zinsen seit 1992 immer weiter gefallen und die Umlaufrendite für 10-jährige deutsche Staatsanleihen ist in diesem Sommer erstmals negativ. Eine Entwicklung die noch vor wenigen Jahren völlig unvorstellbar war. Der Druck, überhaupt irgendeine positive Rendite zu erzielen, ist für alle Investoren enorm. Einen Ausweg sehen mittlerweile viele Marktteilnehmer in dividendenstarken Aktien als vermeintlich sichere Einnahmequelle.

Dieser Trend, Dividenden stets zu bevorzugen, ist sehr bedenklich und führt zu bizarren Auswüchsen: So gibt es regelmäßig Unternehmen, die eine Dividende auszahlen (wobei auf Ebene der Aktionäre Steuern anfallen) und über den gleichzeitigen Verkauf von Aktien das Kapital erhöhen (verbunden mit hohen Kosten für diese Transaktionen). Wirklich bedenklich allerdings ist, dass viele auch professionelle Investoren diesem Taschenspielertrick sogar noch applaudieren.

Dieses Verhalten hat im Kern große Ähnlichkeit mit den „yield pigs“ aus dem genannten Artikel und ich denke, dass man diese ausschließlich auf Dividenden fokussierten Investoren durchaus als „Dividenden-Esel“ bezeichnen kann.

Das wesentliche Problem mit dieser Art des Investierens ist, dass man nur einen Teilbereich der möglichen Kapitalverwendung betrachtet und oftmals wesentliche Risiken unbeachtet lässt. Dividenden sollten die Folge mangelnder sinnvoller Verwendungsmöglichkeiten von Kapital innerhalb der Unternehmung sein und nicht per se die favorisierte Verwendung.

Neben der Beurteilung von Wettbewerbsvorteilen eines Unternehmens und dessen Management ist eine der wichtigsten Einschätzungen, die ein langfristiger Investor treffen muss, die Beurteilung der Qualität der Kapitalverwendung. Bei der Auswahl von Unternehmen, die für das TGV Partners Fund grundsätzlich zur Empfehlung in Frage kommen, fließt ein guter Teil der Analyse in die Beurteilung dieses Aspekts der Unternehmenssteuerung.

Was bedeutet das konkret?

Gute Unternehmen erwirtschaften typischerweise mehr freie Mittel als sie für den Fortbestand ihrer eigenen Geschäfte benötigen. Ausgezeichnete Unternehmen erwirtschaften sehr viel mehr freie Mittel als sie für den Fortbestand ihrer eigenen Geschäfte benötigen. Daher stehen gute und ausgezeichnete Unternehmen regelmäßig vor der Frage, wie sie überschüssige Mittel sinnvoll verwenden sollen.

Für dieses überschüssige Kapital gibt es verschiedene Verwendungsmöglichkeiten: Es kann (1) zur Ausweitung der eigenen Unternehmung reinvestiert werden. Es können (2) Schulden zurückgeführt oder (3) externe Unternehmungen akquiriert werden. Darüber hinaus können (4) eigene Aktien zurückgekauft oder das überschüssige Kapital in Form einer (5) Dividende an die Aktionäre ausgezahlt werden.

Bei der Frage, welche dieser Alternativen für das jeweilige Unternehmen den höchsten Wert schafft, kann es keine pauschale Antwort geben. Wachstum braucht typischerweise Kapital. Starkes Wachstum benötigt in der Regel umso mehr Kapital. Aber nicht jedes Wachstum ist auch profitabel, wünschenswert oder überhaupt sinnvoll. Genauso verhält es sich mit Übernahmen, Aktienrückkäufen oder Dividenden: nicht alles, was grundsätzlich möglich ist, sollte auch gemacht werden.

Es erfordert viel Arbeit, Verständnis der handelnden Personen und eine Zeit der intensiven Begleitung, bis man als Investor verstanden hat, wie ein Unternehmen „tickt“ und wie und warum bestimmte Entscheidungen getroffen werden. Ich persönlich bevorzuge Unternehmen, die bei der Kapitalverwendung einer simplen Logik folgen, und zwar der rationalen Auswahl der Kapitalverwendung nach den besten zurzeit verfügbaren Alternativen unter der Berücksichtigung aller Verwendungsmöglichkeiten.

Dieses Prinzip erscheint einfach und logisch – und viele Partner mögen fragen, ob es in der „echten Welt“ denn überhaupt Abweichungen von diesem Prinzip gibt. Hier ist es wie mit dem Investieren allgemein: es ist im Prinzip sehr simpel – aber alles andere als einfach durchzuführen ...

In der Realität werden diese Entscheidungen über die Kapitalverwendungen unter verschiedenen Bedingungen und immer unter Unsicherheit getroffen. Oft entscheiden Komitees, zusammengesetzt aus Personen mit unterschiedlichen Kenntnissen, Erfahrungen und Intentionen, zusammen oder auch gegeneinander über die Kapitalverwendung. Hinzu kommt, dass verschiedene Eigentümer und auch das Management unterschiedliche Interessen verfolgen und schließlich ist es modern geworden, eine „feste Ausschüttungspolitik“ zu fordern – nur um weitere beispielhafte Einflussfaktoren zu nennen.

Es ist nach meiner Erfahrung sogar eher die Ausnahme als die Regel, dass die Kapitalverwendung von Unternehmen tatsächlich und dauerhaft nach dem oben genannten Prinzip funktioniert. Häufiger ist es so, dass regelmäßige Dividenden und eine feste Ausschüttungspolitik bevorzugt werden, oder die erwartete Rendite von internen Investitionen nicht mit der potentiellen Rendite der eigenen Aktien durch einen Rückkauf verglichen wird.

Das oben aufgezeigte Prinzip der rationalen Kapitalverwendung bedeutet aber auch, dass es keine Dividendenkontinuität, feste Ausschüttungsquoten oder generelle Aktienrückkäufe zur Deckung von Verwässerung geben darf, da ja gerade situationsbedingt und im Einzelfall entschieden werden muss, welche der vorhandenen Alternativen gerade die sinnvollste ist.

Bei der Empfehlung von Unternehmen, die für eine Investition im TGV Partners Fund in Frage kommen, halte ich mich an das oben genannte Prinzip und suche Firmen, die dieses selbst ebenso berücksichtigen. Tendenziell bevorzuge ich Unternehmen, die hervorragende Reinvestitionsmöglichkeiten innerhalb ihrer Kerngeschäfte haben und bei denen Dividenden daher eine untergeordnete Rolle spielen. Oder anders gesagt: wer bei gesundem Verstand würde heute aus einem Sparbuch, welches immer noch einen Zins von 10 % oder mehr bietet, Kapital in Form einer Ausschüttung (sprich Dividende) abziehen? Haben die Unternehmen aber keine sinnvolle Reinvestitionsmöglichkeit, dann begrüße ich Dividenden als Ultima Ratio der Kapitalverwendung.

Mein Appell an aktive Investoren ist daher: Seien Sie kein Dividenden-Esel! Machen Sie sich ein Bild von den gesamten Alternativen der Kapitalverwendung und berücksichtigen Sie diese bei Ihrer Investition. Manchmal kann weniger Dividende auch mehr Wert bedeuten.

Ausblick

Das TGV Partners Fund hat die Möglichkeit, dann konzentriert zu investieren, wenn eine besonders gute Chance mit einem geringen inhärenten Risiko vorliegt. Und es liegt in der Natur der Sache, dass solch außergewöhnliche Chancen auch nur außergewöhnlich selten auftreten. Sie zu suchen und vorsichtig zu beurteilen, begreife ich als einen Teil meiner täglichen Arbeit.

Dabei kann das TGV Partners Fund auch, anders als viele andere Fonds, in kleinste und/oder illiquide Unternehmen investieren, wenn die damit verbundenen Nachteile und Risiken mehr als ausreichend kompensiert werden.

Dies ist nur möglich, da die außergewöhnliche Struktur des TGVs und die hervorragende Investorenbasis dieses Handeln ermöglichen und daher mehr Freiräume bieten als bei vielen anderen Investoren – dafür möchte ich Ihnen danken.

Herzliche Grüße aus Bonn

Ihr Mathias Saggau