

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 2015 unseres Sub-Advisors JMX Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Truffle“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Jahresbericht 2015 des Sub-Advisors

Liebe Investoren,

die ersten neun Monate von TGV Truffle liegen hinter uns und ich würde gerne die Gelegenheit nutzen, Sie auf den aktuellen Stand zu bringen. Wie bereits in der „Gebrauchsanleitung für Investoren“ geschildert, plane ich einen Marathon zu laufen und TGV Truffle viele Jahre zu beraten. Die ersten Monate stellen dabei allenfalls eine Augenblick-Betrachtung des Starts dar. Dieser ist jedoch unter meinen Erwartungen geblieben und ich halte es somit für besonders wichtig, in diesem Jahresbericht offen zu kommunizieren und Details zu erklären.

Messen und Wiegen

Wie schon zum Halbjahresbericht hier die wichtigsten Portfolio- und Performance-Fakten zu TGV Truffle in tabellarischer Übersicht:

NAV zum 31.12.2015 in EUR	87,52
Zahl der Investments	9
Gewichtung größtes Investment	17,2%
Gewichtung Top-5 Investments	70,9%
Gewichtung Kasse / Festgeld	0,1%

Alphabetische Auflistung der Top-5 Investments:

Alphabet (früher bekannt als "Google")

Leucadia

Microsoft

National-Oilwell Varco

Rolls-Royce

Zeitraum	TGV Truffle	Berkshire (in EUR)	(Differenz)	6% p.a. Benchmark	(Differenz)
Seit 01.04.2015	-12,48 %	-10,0 %	(-2,48 %)	4,50%	(-16,98%)

Ein wichtiger Teil meiner Arbeit ist der Aufbau und die Pflege einer Beobachtungsliste von Unternehmen, die theoretisch für eine Investition – wenn der Preis einer Firma einmal deutlich unter deren Wert liegt – in Frage kommen. Die überwiegende Mehrzahl der Firmen die ich tagein tagaus analysiere, schaffen es nie auf diese Liste, meistens, weil ich mir nicht zutraue das Geschäft hinreichend gut zu verstehen.

Einen Großteil meiner Arbeitszeit verwende ich darauf, die Unternehmen auf der Beobachtungsliste besser zu verstehen und die Liste zu vergrößern. Es fallen dabei auch regelmäßig Firmen aus der Beobachtungsliste heraus (so z.B. neulich die Bierfirma SAB Miller, welche durch ein anderes Unternehmen auf der Beobachtungsliste, Anheuser-Busch InBev, gekauft wurde). Ziel ist es, für TGV

Truffle hervorragende Firmen zu kaufen. Gelegentlich muss ich aber meine Einschätzung revidieren und ein Unternehmen von der Beobachtungsliste streichen, da es z.B. nicht mehr meinen Ansprüchen an die Nachhaltigkeit von Wettbewerbsvorteilen genügt oder ich nach einem Managementwechsel den handelnden Personen nicht mehr vertraue.

Das Portfolio von TGV Truffle setzt sich aus der Teilgruppe von Firmen der Beobachtungsliste zusammen, die aus heutiger Sicht das beste Chance-Risiko-Verhältnis aufweisen. Das führt im Umkehrschluss dazu, dass die langfristige Performance von TGV Truffle primär von zwei Faktoren abhängen wird: 1) wie gut ist die Auswahl der gesamten Beobachtungsliste und 2) welches Talent beweise ich darin, für TGV Truffle die Unternehmen der Beobachtungsliste mit dem besten Chance-Risiko-Verhältnis zu empfehlen?

Um diese beiden Erfolgsfaktoren laufend zu prüfen, analysiere ich jährlich die Entwicklung der Unternehmen auf der Beobachtungsliste. In 2015 kamen dabei zwei interessante Dinge zutage. Erstens entwickelte sich die Liste als Ganzes sehr erfreulich: ein Kauf aller aktuell 47 Firmen auf der Beobachtungsliste hätte im Zeitraum 01.04.2015 bis 31.12.2015 eine Kurs-Performance von 8,8% gebracht. Zweitens bestand ein starker Zusammenhang zwischen der Kurs-Performance der Aktien in den 12 Monaten vor dem 01.04.2015 und der Performance ab dem 01.04.2015: was gestiegen ist, stieg weiter und was gefallen ist, fiel weiter!

Das beste Verhältnis aus Chance und Risiko besteht oft dort, wo kurz vorher die größten Verwerfungen aufgetreten sind. Es bleibt zu erwarten, dass TGV Truffle insbesondere dann eine Position in einer neuen Aktie aufbaut, wenn deren vorherige Performance schlecht war. Dies ist logisch, schließlich will jeder gute Investor dann in Unternehmen investieren, wenn diese günstig sind und nicht, nachdem die Kurse schon gestiegen sind! Da das komplette Portfolio am 01.04.2015 neu aufgebaut wurde, finden sich auch viele Werte in TGV Truffle, die vor dem 01.04.2015 sinkende Kurse aufwiesen.

Bei jeder Firma kann man sich die Frage stellen, wieviel ein informierter und rationaler Käufer für die gesamte Firma zahlen würde. Solch ein Käufer würde die Umsätze und Gewinne, den Kundenstamm und die Wettbewerbssituation betrachten und Szenarien für die zukünftige Entwicklung entwerfen. Wenn sich die Umstände und der Marktausblick eines Unternehmens im Zeitverlauf ändern, so würde der Käufer auch die rationale Einschätzung des fairen Wertes anpassen. Die Veränderung dieses fairen Wertes verläuft jedoch graduell – weil sich die Unternehmen und Wettbewerbssituationen selten über Nacht ändern.

Das allgemeine Bild der Börse ähnelt dagegen einem Kasino. Wild schreiende Börsenhändler probieren Kurse zu prognostizieren und allseits wird „spekuliert“. Was oft in Vergessenheit gerät: eine Aktie ist nicht bloß ein Papier, welches hin- und hergeschoben wird, sondern verbrieft einen Anteil an einem Unternehmen. Dieses Unternehmen hat genauso wie eine private Firma einen Wert, den ein rationaler und informierter Betrachter einschätzen kann. Sobald die Firma jedoch börsennotiert ist, wird sekundlich ein Preis festgestellt, zu welchem Käufer und Verkäufer Anteile handeln können. Dieser Preis *kann* dem Wert des Unternehmens entsprechen *muss* es aber nicht.

Das permanente Hinterfragen eigener Entscheidungen geht der menschlichen Psyche zuwider. Dafür gibt es in der Psychologie den Ausdruck des Bestätigungsfehlers. Ein Entscheider sucht nach einer getroffenen Entscheidung laufend nach Argumenten, die die eigene Einschätzung bestätigen. Sich selbst einen Fehler einzugestehen ist hart und wird umso härter, je öffentlicher und konkreter man sich auf eine Meinung festgelegt hat. Es ist psychologisch verführerisch, sich bei steigenden Kursen gemütlich zur Ruhe zu setzen und davon auszugehen, dass sich die Firmen im Portfolio gut entwickeln. Durch steigende Kurse wird dem Investor täglich kognitive Bestätigung vorgegaukelt, dass die getroffene Entscheidung korrekt war. Diese Ruhe wird jäh unterbrochen, sobald der Kurs von Portfoliofirmen massiv unter Druck kommt. Wenn einem der Kapitalmarkt täglich reflektiert falsch zu liegen, dann stellt man hingegen Dinge zwangsläufig auf den Prüfstand. Insofern können Phasen von schlechter Kurs-

Performance durchaus die Qualität der Entscheidungen verbessern. Ich halte es dabei wie Bob Marley: „Manche Menschen spüren den Regen – andere werden einfach nass.“

Ab durch den Regen – Einfluss des Ölpreises auf die Performance von TGV Truffle in 2015

Den größten negativen Einfluss auf die Kurs-Performance 2015 von TGV Truffle hatte mit Sicherheit der Verfall der Ölpreise. Zwei Portfoliopositionen (National-Oilwell Varco und NOW) sind direkte Zulieferer der Ölindustrie, bei Rolls-Royce und Aggreko spielt die Ölindustrie für Teilsegmente des Geschäfts eine wichtige Rolle. Zum Start von TGV Truffle Anfang April 2015 stand der Ölpreis für ein Barrel der Sorte Crude bei ca. USD 50 und hatte sich schon seit Ende 2014 mehr als halbiert. Die Neuinvestitionen im Ölbereich waren bereits eingebrochen und die Kurse quasi aller Firmen die irgendetwas mit Öl zu tun hatten, waren bereits massiv gefallen. Mit weiter fallenden Ölpreisen (und damit fallenden Kursen der Aktien aus dem Ölsektor) baute TGV Truffle sukzessive die Positionen in National-Oilwell Varco und NOW auf¹. Der Ölpreis fiel weiter, die Kurse der beiden Ölzulieferer fielen weiter, TGV Truffle kaufte mehr...und der Ölpreis fiel weiter. Und weiter. Und weiter!

Im Januar 2016 steht der Ölpreis nun bei ca. USD 30 und was zwar Freude an der Tankstelle bereitet, mag Investoren im Ölbereich durchaus nervös machen. Nüchtern betrachtet, kann ein Anhalten der niedrigen Preise für unsere Portfoliopositionen National-Oilwell Varco und NOW jedoch durchaus wünschenswert sein. Dies klingt nicht intuitiv, lässt sich jedoch mit einer einfachen Logik erläutern: die mittelfristige finanzielle Performance beider Firmen hängt von der *produzierten Menge* ab und nicht vom *Preis*. Ich weiß nicht, wie sich der Ölpreis entwickeln wird. Meine Hypothese ist allerdings, dass die Welt weiterhin Öl nutzen wird und für die Förderung Zulieferer von Produktionsausrüstung benötigt werden.

Bei National-Oilwell Varco und NOW handelt es sich um solche Zulieferer. Sie brauchen einen Bohrer um eine Ölquelle zu bohren? National-Oilwell Varco baut Ihnen den Bohrer und NOW bringt ihn zum Bohrloch. Beide Firmen verdienen also daran, dass nach Öl gebohrt wird und dass die Produktion in Stand gehalten wird. Wenn der Ölpreis sinkt, fallen unmittelbar auch die Neubohrungen und beide Firmen verdienen *zunächst* weniger Geld. Man muss dazu wissen, dass die meisten Gegenstände am, im und ums Bohrloch herum massiven Kräften ausgesetzt sind und es zu Verschleiß kommt. Diesem Verschleiß gilt es als Ölproduzent entgegen zu wirken, da sonst die Funktionstüchtigkeit des Bohrlochs in Gefahr ist. Dieses Ersatzteilgeschäft ist recht stabil und hängt mit der Zahl der sich in Betrieb befindlichen Felder bzw. der produzierten Menge Öl ab. Sobald man nicht von einem substantiellen Rückgang der Ölproduktion ausgeht (was ich nicht für plausibel halte), kommt selbst bei niedrigen Ölpreisen ein laufender Umsatz in die Kassen von National-Oilwell Varco und NOW. In den Telefonkonferenzen zu den Quartalszahlen sprechen die Vorstände beider Firmen aktuell viel davon, dass in den Ölfeldern Ausrüstung „kanibalisiert“ wird, d.h. aus stillgelegten Bohrtürmen werden Ersatzteile entnommen und in produzierende Türme umgebaut. Dieses Spiel können die Ölproduzenten jedoch nur begrenzt lange spielen, über kurz oder lang sind Ersatzinvestitionen nötig. Weiterhin dürfte bei halbwegs konstanter Produktionsmenge über kurz oder lang auch ein Bedarf an neuen Bohrungen entstehen, da Ölfelder nach gewisser Zeit versiegen. Wenn nicht neu gebohrt wird, fehlt es schlichtweg irgendwann an Öl.

Es spricht also einiges dafür, dass das aktuell schwache Geschäft von National-Oilwell Varco und NOW durch einen Aufschub und nicht durch einen Wegfall von Investitionen begründet ist. Reicht dies aber, dass ich einen niedrigen Ölpreis als „wünschenswert“ bezeichnen sollte? Ich meine ja, denn beide Firmen nutzen die aktuelle Krise proaktiv um Marktanteile zu gewinnen und um kleinere Wettbewerber aufzukaufen. National-Oilwell Varco geht noch weiter und kauft zudem aggressiv eigene

¹ Beide Firmen waren interessanter Weise bis Anfang 2014 noch unter einem Dach vereint – NOW wurde jedoch später als separate Firma an der Börse notiert. National-Oilwell Varco ist dabei eine Produktionsfirma und verdient Geld mit der Konstruktion von Ausrüstung, NOW betreibt ein Großhandels- und Distributionsgeschäft für Ausrüstungsgegenstände der Ölindustrie.

Aktien zurück. Beide Firmen verfügen über ausgesprochen gesunde Bilanzen und können vom Gegenwind in der Branche profitieren. Es geht in der Ausrüsterindustrie aktuell vor allem darum, so lange zu überleben, bis die letztlich nötigen Investitionen der Ölproduzenten getätigt werden. Beide Firmen haben schon mehrfach in vergangenen Krisen der Ölzulieferindustrie bewiesen, der „last man standing“ zu sein. Oder um es in den Worten des aktuellen Vorstandsvorsitzenden von National-Oilwell Varco zu sagen: „diese Firma ist durch Krisen zu dem gewachsen, was sie heute ist.“ Als mein Kollege Mathias Saggau und ich im Mai auf der weltgrößten Öl-Messe, der Offshore Technology Conference in Houston waren, ließen sich kaum Produktionsanlagen ohne den „NOV“ Schriftzug von National-Oilwell Varco finden. Ein Messeteilnehmer erzählte die Anekdote, „NOV“ stünde unter der Hand für „No Other Vendor“, also „kein anderer Lieferant“!

Eines ist sicher: der Ölpreis wird in den kommenden Monaten weiter schwanken und die Kurse unserer Ausrüster werden sich dem nicht entziehen können. Mit Blick auf die längere Sicht jedoch dürften beide Firmen gestärkt aus der Krise hervorgehen und den Wert pro Aktie derzeit laufend steigern.

Aggreko und Rolls-Royce

Neben dem negativen Einfluss des gesunkenen Ölpreises sticht insbesondere die negative Kursentwicklung der Portfoliounternehmen Rolls-Royce und Aggreko hervor. Bei beiden Firmen liegt der Einstandskurs von TGV Truffle deutlich über dem aktuellen Kurs und es kam während des Jahres in beiden Fällen zu Gewinnwarnungen.

Aggreko und Rolls-Royce befinden sich in einer vergleichsweise ähnlichen Situation. Nicht nur kommen beide Unternehmen aus Großbritannien, vielmehr war für beide das letzte Jahr von drei Themen geprägt:

- Veränderungen im Top-Management
- Zyklische Schwächen in den Absatzmärkten, insbesondere im Öl & Gas-Bereich
- Erheblicher Restrukturierungsbedarf bezüglich Kosten- und Organisationsstruktur

Zusammengefasst war 2015 bei beiden Firmen ein Jahr der Veränderungen und 2016 dürfte ähnlich viel interne Unruhe erzeugen. Beide Unternehmen zeigten in den Jahren vor 2014 starkes Wachstum, bei Aggreko verlief die Entwicklung sogar extrem rasant (die Firma hat sich 2005 auf 2014 im Umsatz vervierfacht). Ich bin davon überzeugt, dass der langfristige Wachstumstrend beider Firmen ungebrochen ist und dass beide Unternehmen über nachhaltige und strukturelle Wettbewerbsvorteile verfügen.

Aggreko ist der größte Anbieter temporärer Stromlösungen. Die Verwendungsmöglichkeiten sind vielfältig und gehen von einem einzelnen Generator zur Versorgung einer Veranstaltung bis hin zu mehreren hundert Generatoren, wenn das Stromnetz eines ganzen Landes gestützt werden muss. In vielen Ländern ist das Stromnetz labil und Erzeugungskapazitäten in herkömmlichen Kraftwerken hinken der stetig steigenden Stromnachfrage hinterher. Die Bedeutung eines flexiblen und stabilen Stromnetzes nimmt in vielen Teilen der Welt zu und oft stellen die Lösungen von Aggreko die schnellste und kosteneffizienteste Lösung für die Versorger in den Ländern dar. Der Wettbewerbsvorteil von Aggreko liegt in den Skaleneffekten gegenüber Wettbewerbern. Aggreko kann die Generatoren-Flotte sowohl für kleine lokale Projekte anbieten, als auch ganze Länder mit Strom versorgen. Weiterhin ist die Flotte global bewegbar und kann immer dort eingesetzt werden, wo gerade Nachfrage besteht. Aggreko erzielt dadurch eine strukturell höhere Auslastung als kleinere Wettbewerber, welche ihr Flotte oft nur in bestimmten Geografien oder nur für einzelne Verwendungsbereiche einsetzen können. Es gibt Wettbewerber die probieren mit Aggreko in Konkurrenz zu treten, doch deren finanzielle Erfolge sind mäßig. Der größte Wettbewerber ist die vor 12 Jahren gegründete APR Energy, welche in 2015 nur knapp der Insolvenz entgangen ist. Zwar hat APR Energy viel Geld in den Ausbau der Flotte gesteckt,

konnte dabei jedoch nur in einem Teilsegment (große, länger-laufende Infrastrukturprojekte) mit Aggreko in Konkurrenz treten. Eine Schwäche in diesem Segment in 2015 konnte Aggreko ohne große Probleme mit anderen Einsatzmöglichkeiten überwinden – APR Energy hingegen ging an einem Mangel von Auslastung beinahe zu Grunde.

Ein Großteil des Wertes von Rolls-Royce liegt in den künftigen Wartungsumsätzen aus zivilen Flugzeugturbinen. Das weltweite Langstreckenflugaufkommen wächst stetig und es gibt im Langstreckenbereich überhaupt nur zwei Anbieter von Turbinen (Rolls-Royce und GE). Die Kosten für die Entwicklung eines Triebwerks gehen in die Milliarden und der Produktlebenszyklus dauert Jahrzehnte. Ich sehe keine Veränderung der Wettbewerbssituation für Rolls-Royce am Horizont und so sollte sich das Wachstum im Langstreckenflugaufkommen in den kommenden Jahren sehr deutlich in den Taschen von Rolls-Royce bemerkbar machen.

Trotz dieser langfristigen Trends befinden sich beide Firmen aktuell in einer Wachstumspause. Insbesondere der gesunkene Ölpreis führte zu Nachfragerückgängen und beide Firmen haben weitreichende Neuorganisationen angestoßen, um die Profitabilität zu steigern. Bei Rolls-Royce kommt die Sondersituation hinzu, dass sich mehrere neue Turbinenprogramme (vor allem das Trent XWB für den A350) in der Startphase befinden und dadurch Anlaufverluste entstehen. Kurzfristig führt dies dazu, dass die Ergebnisse beider Firmen schwer prognostizierbar sind und durchaus noch weitere schlechte Nachrichten kommen können, bevor der Ausblick sich aufhellt. Dadurch entsteht bei vielen Marktteilnehmern ein Gefühl, welches ausgesprochen unbeliebt ist: Unsicherheit. Man kann aktuell viele Berichte zu beiden Firmen lesen, in welchen ein Einstieg erst empfohlen wird, wenn „sich die Dinge klären“ oder „Licht am Ende des Tunnels zu sehen ist“.

Das Brot und Butter Geschäft eines typischen Analysten einer Großbank ist es, genaue Schätzungen über die Gewinne von Firmen im nächsten Quartal oder Jahr abzugeben. Dies ist bei Aggreko und Rolls-Royce derzeit unmöglich mit Präzision zu erreichen. Ob Aggreko oder Rolls-Royce heute aber gute Investment sind, hängt zum ganz wesentlichen Teil an den Cash-Flows, den die Unternehmen über die kommenden 10-20 Jahre erzielen. Insbesondere im Fall von Rolls-Royce lassen sich die Höhe und der Zeitpunkt dieser Erträge recht gut einschätzen, da im Turbinensegment ein Großteil der Umsätze unmittelbar von den Betriebsstunden der Flugzeuge abhängen. Durch den aktuellen Neuausrüstungszyklus der Airlines besteht hohe Transparenz darüber, wann in Zukunft welche Flugzeuge im Einsatz sein werden und mit welchen Turbinen diese Flugzeuge betrieben werden.

Ein langfristiger Investor wie TGV Truffle kann sich dabei auf den inhärenten Wert der Firma konzentrieren und braucht keine exakte Schätzung des nächsten Quartalsgewinns. Ganz im Gegenteil: Situationen kurzfristiger Unsicherheit / Unvorhersehbarkeit bei langfristig geringer Wahrscheinlichkeit dauerhaften Kapitalverlusts erachte ich als idealen Ort für die Trüffelsuche. Aggreko und Rolls-Royce stellen aktuell solche Situationen dar.

Natürlich verschließe ich dabei nicht die Augen vor Änderungen im Geschäftsmodell und sollte es zu einer deutlichen Änderung meiner Einschätzung des Wertes kommen, so wird an keiner Entscheidung dogmatisch festgehalten. In vielen Fällen wird jedoch vom Kapitalmarkt heißer gekocht als gegessen – für uns eine interessante Konstellation.

Eine eigene Überschrift für eine Aktie: Leucadia

Der durchschnittliche Einstandskurs von TGV Truffle bei Leucadia belief auf ca. USD 23. Zum Jahresende schloss die Aktie bei ca. USD 17. Das Unternehmen war damit einer der wesentlichen Verlustbringer bei der Kursperformance von TGV Truffle in 2015. Dies rechtfertigt in meinen Augen deshalb eine eigene Überschrift, weil tatsächlich im letzten Dreivierteljahr sehr wenige neue Erkenntnisse zum

Unternehmen bekannt wurden. Es wird dadurch deutlich, dass ein schwacher Kursverlauf nicht zwangsläufig ein Zeichen schlechter Unternehmensentwicklung sein muss.

Bei Leucadia handelt es sich um eine Holding-Firma, welche als größtes Investment die Investmentbank Jefferies hält. Dazu kommt ein Portfolio diverser anderer Firmen aus unterschiedlichsten Branchen, welche vom Leucadia-Management meist in komplizierten Sondersituationen erworben werden – meist wenn kein anderer Käufer agieren kann. So wurde im Januar 2015 sprichwörtlich über Nacht eine in Not geratene Onlinebank nach der plötzlichen Abwertung des Schweizer Frankens von Leucadia rekapitalisiert. Solche Transaktionen können nur wenige Investoren durchführen und ich halte das Team bei Leucadia für befähigt, systematisch in Krisensituationen Kapital sinnvoll zu investieren. Leucadia wurde von 1978 bis 2012 von zwei Unternehmern (Ian Cumming und Joseph Steinberg) geführt. In dieser Zeit ist der Buchwert je Aktie im Schnitt um 20 % pro Jahr gestiegen. Beide Herren genießen beste Reputation, welche sie vor allem durch die klare und offene Beschreibung ihrer Aktivitäten in den Geschäftsberichten erlangt haben. Als Nachfolger der beiden wurde in 2012 Richard Handler (langjähriger CEO von Leucadias größter Beteiligung Jefferies) benannt. Handler ist seit 27 Jahren bei Jefferies tätig und hat die Investmentbank als CEO durch die Finanzkrise geführt. Sowohl in seinen Taten als auch in seinen Äußerungen hebt er sich dabei von seinen Investmentbanker-Kollegen durch Integrität und Langfristigkeit ab.

Viele Investoren schrecken vor Leucadia deshalb zurück, weil die größte Beteiligung eben eine Investmentbank ist. Investmentbanken haben (meist vollkommen verdient) nicht den besten Ruf und ein wesentlicher Teil des Unternehmenswertes geht sprichwörtlich jeden Tag zum Feierabend nach Hause². Historisch gibt es jedoch einige herausstechende Ausnahmen von Investmentbanken, welche über Jahrzehnte für Ihre Kunden Wert geschaffen haben. Das aus dem Britischen kommende Konzept einer „Merchant Bank“, welche Unternehmern die Expansion finanziert und mit ihnen zusammen im Risiko steht, ist heute kaum noch anzutreffen. Grund dafür ist die extreme Regulation der großen Institute in der Finanzindustrie und die subkritische Größe vieler kleiner Beratungshäuser. Jefferies hingegen ist klein genug, um nicht als Großbank reguliert zu werden und groß genug, um dennoch weltweit operieren zu können und alle Produktsegmente anbieten zu können. Ein weiterer Charme liegt in der Kombination von Jefferies und dem langfristigen Kapital der Leucadia-Gruppe. Anders als fast alle anderen Häuser, kann Jefferies mit seinen Kunden zusammen investieren und als Partner (statt als Gegenpartei) auftreten.

An der Börse notiert Leucadia aktuell ca. zu dem Preis, den man bei einer Liquidation des Unternehmens erzielen würde. Dass diverse Beteiligungen in der Fortführung des Geschäfts erheblichen Wert erzielen werden oder dass das Management Kapital sinnvoll allokiert, findet im Preis keinerlei Berücksichtigung. Natürlich besteht die Chance, dass ich die Situation völlig falsch bewerte – doch auf Basis meiner Einschätzung ist in den letzten Monaten vor allem eines passiert: Leucadia ist an der Börse günstiger geworden. Das kann man mit Blick auf die kurzfristige Performance schlecht finden, doch so lange meine Einschätzung über die Werthaltigkeit der Firma stimmt, sollte die Chance für uns eher größer geworden sein.

Alphabet und Microsoft

Zwei große Investments von TGV Truffle (Alphabet³ und Microsoft), zeigten deutlich steigende Kurse in 2015. Die Unternehmen haben sich jedoch nicht sonderlich überraschend entwickelt, viel mehr wurde der in den letzten Jahren eingeschlagene Weg fortgesetzt, was der Kapitalmarkt nun langsam wahrnimmt. Beide Firmen verfügen über:

² Letztgesagtes gilt, außer man absolviert wie der Autor dieses Textes einmal ein Praktikum in einer solchen Investmentbank und gerät an die Ehre einen Unternehmensverkauf „begleiten zu dürfen“. In dem Falle bitte den letzten Halbsatz ignorieren.

³ Google hat sich in „Alphabet“ umbenannt, um deutlich zu machen, dass das Kerngeschäft Google-Suche mittlerweile durch viele andere Aktivitäten des Konzerns (selbstfahrende Autos z.B.) ergänzt wird.

- Eine schwer replizierbare Marktposition in ihren Märkten
- Strukturelle Wachstumstrends in der Nachfrage
- Ein fähiges und ehrliches Management
- Latente Umsatzpotentiale durch Neuprodukte oder Preissetzungsmacht
- Sehr gute Reinvestitionsmöglichkeiten von Erträgen

Diese Faktoren führen dazu, dass TGV Truffle selbst nach den schönen Kursanstiegen weiterhin in den Firmen investiert bleiben wird. Ein wesentlicher Teil der guten Performance beider Aktien in 2015 wurde an wenigen Handelstagen (meist nach den Quartalsergebnissen) realisiert. Es ist erstaunlich, wie sehr Kapitalmarktteilnehmer selbst bei vermeintlich allseits bekannten Firmen überrascht werden können.

Obwohl jeder die Produkte der beiden Firmen kennt und nutzt (z.B. schreibe diesen Brief gerade in Word und er wird über Gmail versendet) scheint mir der ökonomische Wert der Kundenbasis am Kapitalmarkt unterschätzt zu werden. An zwei Beispielen wird dies offensichtlich.

YouTube:

YouTube wurde 2006 vom Google-Konzern für 1,65 Milliarden US-Dollar gekauft. 10 Jahre später ist YouTube (übrigens genau wie damals schon) die weltweit dominante Internetseite für das Hochladen und Schauen von Videos. Ich selbst nutze YouTube mehrmals täglich für die unterschiedlichsten Inhalte und ich denke nicht mehr darüber nach, ein Video woanders zu suchen. Interessant ist jedoch das Nutzungsverhalten Kindern und Teenagern. Hier hat sich „YouTube-Star“ als anerkannter Beruf durchgesetzt und ersetzt zunehmend das Fernsehen als passives Unterhaltungsmedium.

Dabei genießt YouTube ausgeprägte Netzwerkeffekte, welche die Geschäftspotentiale hochattraktiv machen. Wenn ich beispielsweise eine Zusammenstellung von Videos produziert habe, die Hunde beim Baden zeigt⁴, dann bekomme ich eben nur auf YouTube mehr als 80 Mio. Zuschauer. Als Hundevideo-Interessierter hingegen besuche ich die Internetseite, wo die meisten Hundevideos hochgeladen werden: YouTube. Daraus entsteht ein sich selbst verstärkender Effekt aus Anbietern und Nachfragern, der nur schwer zu durchbrechen ist.

In den Zahlen von Alphabet lässt sich der wirtschaftliche Effekt des oben Gesagten allerdings gerade erst erahnen. Zwar schaltet YouTube diverse Anzeigen, doch diese sind bisher relativ ungenau ausgesteuert und quasi alle erzielten Umsätze werden in den Ausbau der Plattform reinvestiert. Ich schätze, dass der Ergebnisbeitrag von YouTube in den Alphabet-Zahlen aktuell gering ist. Sowohl Netflix als auch Spotify haben es geschafft, mit grob vergleichbaren Plattformen ca. 10 USD / Nutzer im Monat durch Abos und Werbung zu generieren. Wenn YouTube es schafft, mit nur 10% der Nutzer 10 USD pro Monat zu erzielen, so würde das Umsatzpotential der Firma aktuell rund 12 Milliarden US-Dollar betragen. Es ist nicht ungewöhnlich, dass Plattform-Geschäftsmodelle 30% Marge erzielen (und teils deutlich mehr). Bei 30% Marge läge der aktuell erzielbare Gewinn von YouTube bei ca. 3,6 Milliarden US-Dollar. 3,6 Milliarden, die aktuell nicht in den Gewinnen von Alphabet ausgewiesen werden – und YouTube ist nur eines von sieben Alphabet-Produkten mit mehr als einer Milliarde Nutzern.

Office 365:

Wenige Software-Produkte sind so allgegenwärtig wie das Office-Paket von Microsoft. Briefe werden in Word geschrieben, Kalkulationen in Excel durchgeführt und Präsentationen in PowerPoint erstellt. Die Nachhaltigkeit des Wettbewerbsvorteils ist aber nicht allein durch die Gewöhnung der Nutzer begründet. Vielmehr noch genießt Office beachtliche Netzwerkeffekte. Als Unternehmen wähle ich das Programm, welches neue Mitarbeiter ohne Einarbeitungsphase benutzen können. In vielen

⁴ <https://www.youtube.com/watch?v=V4LnorVVxfw>

Stellenausschreibungen werden somit „MS Office Kenntnisse“ vorausgesetzt. Ein Mitarbeiter hat gar keinen Bedarf eine andere Lösung in der Ausbildung zu lernen, da quasi jeder Arbeitgeber eben Office verwendet. Alternativenanbieter tun sich schwer dabei, diesen Netzwerkeffekt zu durchbrechen (selbst Google Docs hat nach anfänglichen Erfolgen wieder Marktanteile an Microsoft verloren).

Die neue Version Office 365 ist cloudbasiert, d.h. die Datenbanken hinter dem Programm liegen nicht auf dem jeweiligen Computer beim Endnutzer, sondern befinden sich in großen Datenzentren und werden über das Internet abgefragt. Dies hat diverse Vorteile für die Nutzer, da die Software stets aktuell ist und Unternehmen viel weniger eigene Rechenkapazitäten vorhalten müssen. Microsoft hat im Zuge dessen auch das Preismodell von einer Einmallyzenz auf ein monatliches Abo umgestellt. Früher wurde eine Office Lizenz (einmaliger Preis rund EUR 150) alle vier bis sechs Jahre erneuert, meist wenn der Nutzer einen neuen Computer bekam. Pro Jahr erzielte Microsoft also 25-40 EUR je Nutzer mit Office. Office 365 hingegen kostet rund 100 EUR pro Jahr pro Nutzer in einem Abomodell. Die Funktionalität ist deutlich höher und Microsoft hat mehr Kosten mit Office 365 als vorher, doch netto verdient die Firma erheblich mehr pro Nutzer. Office 365 wird insbesondere von Unternehmen sehr gut angenommen und verzeichnet starkes Wachstum. Da sich Microsoft gerade mitten in der Umstellung auf Office 365 befindet, vernebeln einige buchhalterische Effekte noch den Blick auf den kommenden Gewinnanstieg. Im wahrsten Sinne des Wortes sollte diese Buchhaltungs-Wolke der Cloud-Umstellung jedoch bald verziehen und zeigen, welchen Trüffel Microsoft mit Office 365 eigentlich im Produktportfolio liegen hat.

Opportunitätskosten

TGV Truffle, unsere relative Benchmark Berkshire Hathaway und auch fast alle weltweiten Aktienindices haben seit dem 01.04.2015 deutliche Kursverluste erlitten. Es stellt sich die Frage, ob nach jahrelangen Anstiegen des Aktienmarktes nicht eine höhere Gewichtung von Tagesgeld und ein langsamerer Aufbau von Investments sinnvoller gewesen wäre. Die Börse verführt Investoren oft dazu, Einschätzungen über die kurzfristige Kursentwicklung zu treffen. Mein Konzept ist es, mir die Stimmungsschwankungen des Marktes zu Nutzen zu machen. Es ist nicht mein Ziel, die Stimmungsschwankungen zu prognostizieren. Es ist daher logisch zwingend, dass der Tagesgeldanteil in TGV Truffle eine Konsequenz der verfügbaren Investmentideen darstellt. Viele Ideen = niedrige Tagesgeldquote, wenige Ideen = hohe Tagesgeldquote.

Zu Grunde liegt die Philosophie, jedes verfügbare Investment anhand der Opportunitätskosten zu bewerten. Für jede Investmentmöglichkeit in TGV Truffle stellt sich also die Frage: „was muss verkauft werden, um das neue Investment zu tätigen?“. Bei diesem Vergleich schneidet Tagesgeld sehr schlecht ab, denn es bringt aktuell keinerlei Rendite. Weiterhin sorgen unsere neun Investments in TGV Truffle für intellektuelle Disziplin bei der Prüfung jedes Neuinvestments. Der eingangs diskutierte Bestätigungsfehler sorgt nämlich auch dafür, dass man bei einem oberflächlich recherchierten Investment sehr schnell zu einer Entscheidung gelangt. Die menschliche Psyche sehnt sich nach Klarheit und nimmt dabei gerne geistige Abkürzungen in Kauf. Insbesondere von Dritten präsentierte Investmentideen hören sich oft schlüssig an. „Warum nicht einfach kaufen, es hört sich doch plausibel an und eine 1%-Position tut doch keinem weh!“, ruft der Bestätigungsdrang im Kopf des Portfoliomanagers. An der Börse ist es heute ein Leichtes, per Knopfdruck ein Investment zu tätigen und innerhalb von Sekunden ist man Aktionär eines Unternehmens. Solides Investieren basiert für mich jedoch ganz vorrangig auf solidem Research. In meinen Augen kann man dem geistigen Kurzschluss leicht einen Riegel vorschieben, indem man sich konsequent fragt: „lohnt sich Idee XYZ so sehr, als dass ich dafür bereit bin etwas meines aktuellen Portfolios zu verkaufen.“ Viele aufgegriffene Investment-Ideen klingen zunächst extrem interessant – bis ich realisiere, dass TGV Truffle dafür z.B. Alphabet-Aktien verkaufen müsste. Sehr, sehr viele Ideen verlieren Ihren Glanz, wenn man sie mit Alphabet vergleicht!

Gute Partner

Es gibt zwei wiederkehrende Muster in den Karrieren fast aller herausragenden Fondsmanager der letzten 50 Jahre. Erstens, hat jeder noch so gute Investor über kurz oder lang Perioden von zeitweise schlechter Performance. Zweitens, erhalten die Investoren *nach* Perioden von guter Performance typischerweise substantielle Mittelzuflüsse und *nach* Perioden von schlechter Performance substantielle Mittelabflüsse. Das führt dazu, dass in vielen Fällen die tatsächlich erzielte durchschnittliche Performance für die Anleger in erfolgreichen Fonds massiv von der Performance pro Fondsanteil abweicht. Ein trauriges Extrembeispiel für dieses Phänomen ist der von Peter Lynch zwischen 1977 und 1990 gemanagte Fidelity Magellan Fonds. Lynch konnte in diesen 13 Jahren eine völlig herausragende jährliche Performance von 29% verzeichnen – dennoch hat der durchschnittliche Investor im Fidelity Magellan Fonds im selben Zeitraum Geld *verloren*.

Es ist bemerkenswert, dass sich die aktuelle Investorenbasis in TGV Truffle auf Basis qualitativer Faktoren für ein Investment entschieden hat (es gibt eben noch keinen fünfjährigen „Track Record“). Ich möchte mich einfach nochmal bei Ihnen für das Vertrauen in meine Arbeit als Sub-Advisor und in die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV als Portfolioverwalter bedanken. Sollte TGV Truffle einmal größer werden und es sich abzeichnen, dass nach einer Periode (hoffentlich!) guter Performance viele Mittelzuflüsse kommen: seien Sie sich sicher, dass die Interessen der „Investoren der ersten Stunde“ immer geschützt bleiben. In der Tat empfinde ich ein Ergebnis wie bei Fidelity Magellan – eine gute Performance aber trotzdem verliert der durchschnittliche Investor Geld – nicht erstrebenswert. Ich glaube dies aber auch vermeiden zu können, in dem die Investorenbasis von TGV Truffle nachhaltig wächst und ich mir die Zeit nehme, jeden Investoren individuell kennen zu lernen. Es geht schließlich um eine hoffentlich langfristige Partnerschaft und ich profitiere inhaltlich laufend vom Austausch mit den TGV Truffle Investoren.

Ausblick

TGV Truffle hält aktuell ein ausreichend diversifiziertes Portfolio hervorragender Unternehmen. Weiterhin denke ich, dass die Qualität und die Aussichten der Unternehmen derzeit am Kapitalmarkt unterschätzt werden. Für die kommenden Jahre bin ich zuversichtlich und freue mich, die Firmen zu begleiten und Sie mit den Sub-Advisor-Berichten auf dem Laufenden zu halten.

Am 11. Juni 2016 findet das alljährliche Investorentreffen der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV in Bonn statt. Sie sind dazu herzlich eingeladen und erhalten in den kommenden Wochen auch noch eine formale Einladung per Post zugesandt. Wie in den letzten Jahren sind Ihre Familie und insbesondere Ihre Kinder herzlich miteingeladen. Buffett hat seine ersten Aktien mit acht Jahren gekauft. Ich selbst war mit meinen mit 12 Jahren beim ersten Kauf spät dran. Lassen Sie es Ihre Kinder besser machen und bringen Sie Buffetts Rekord in Gefahr⁵!

Ich freue mich auf ein Treffen im Juni und insbesondere auf Ihre Fragen. Löchern Sie uns gerne, die Tage sind lang im Juni.

Bis dahin beste Grüße und danke nochmals für Ihr Vertrauen

Ihr

Jan-Hendrik Mohr
JMX Capital GmbH

⁵ Sollte dies unerwarteter Weise als Argument nicht genügen: in Bonn gibt es zufällig auch den Haribo Werksverkauf.