

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
Germany

Telefon: +49/228/368840
Telefax: +49/228/365875

E-Mail: info@langfrist.de

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Bericht über das erste Halbjahr 2019 unseres Sub-Advisors
MSA Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Partners Fund“.

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

Bonn, im Juli 2019

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 28. Juni 2019 bei 151,63 Euro. Die Veränderung des Wertes für das erste Halbjahr 2019 betrug inklusive aller Kosten + 6,80 %.¹ Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von + 17,42 % erzielt.

Jahr	TGV Partners Fund (1)	DAX (2)	Differenz (1–2)
2015 (9 Monate)	+ 1,48 %	– 10,22 %	+ 11,70 %
2016	+ 16,27 %	+ 6,87 %	+ 9,40 %
2017	+ 20,24 %	+ 12,51 %	+ 7,73 %
2018	+ 0,76 %	– 18,26 %	+ 19,02 %
2019	+ 6,80 %	+ 17,42 %	– 10,62 %

per annum	+ 10,48 %	+ 0,84 %	+ 9,64 %
absolut	+ 52,68 %	+ 3,61 %	+ 45,99 %

Nach den auf breiter Front kräftigen Kursverlusten Ende des letzten Jahres wurden im ersten Halbjahr 2019 wieder kräftig die Korke knallen gelassen. Die meisten Indizes stehen heute zumeist dort, wo sie im Herbst 2018 ihre Achterbahnfahrt begonnen hatten. Das TGV Partners Fund hingegen konnte bei weitem keinen so kräftigen Gewinn verbuchen, liegt aber auf Halbjahressicht mit + 6,80 % im positiven Bereich.

Die Konzentration auf wenige Unternehmen, die für das Jahr 2018 außerordentlich positiv war, sorgte im ersten Halbjahr 2019 für eine kräftige Unterperformance gegenüber den breiten Indizes.

Ein Teil der im laufenden Jahr bisher vergleichsweise schwachen Kursperformance lässt sich durch die aktuelle – und nicht immer unumstrittene – Nachrichtenlage der im TGV Partners Fund enthaltenen Unternehmen erklären: Beispielsweise hatte **Tucows** im Bereich seines Mobilfunkgeschäfts ein verhältnismäßig schwaches erstes Quartal. **Alphabet** und andere „Internet-Giganten“ rücken immer stärker in den Fokus von verschiedenen Wettbewerbsbehörden. **Amaysim** führte im ersten Halbjahr eine größere Kapitalerhöhung und kräftige Restrukturierungen durch und **Majestic Wine** verkündete, sich von seinem Ladengeschäft trennen zu wollen.

Keine dieser Nachrichten kam unerwartet oder war für den langfristigen Eigentümer unbedingt negativ. Zu den Eigenarten der Börse gehört es, dass manchmal äußerst negativ aufgenommene Nachrichten eigentlich positive Aspekte für den *langfristigen* Eigentümer bereithalten.

¹ Seit dem Jahresbericht 2018 wird die Performance-Berechnung für das TGV Partners Fund nach der sogenannten BVI-Methode dargestellt. Die Unterschiede der prozentualen Rendite und der NAV-Veränderung sind durch Auszahlungen im Zusammenhang mit Steuern zu erklären.

Genauso kommt es aber auch vor, dass ausgesprochen positiv aufgenommene Nachrichten eigentlich einen negativen Kern haben. Hierzu später mehr ...

Regelmäßige Leser wissen, dass ich bei meinen Anlageempfehlungen kurzfristigen Zeiträumen von unter fünf Jahren praktisch keinerlei Bedeutung beimesse. Es kommt nach meinem Dafürhalten ausschließlich darauf an, wie sich das TGV Partners Fund über längere Zeiträume entwickelt. Hier stehen wir nach etwas über vier Jahren seit Auflage immer noch am Anfang der Reise.

Die Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den vierzehn Unternehmen, in die das TGV zum 28.6.2019 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Admiral Group
- Amaysim
- Gruppo MutuiOnline
- Majestic Wine
- Rolls-Royce
- Alphabet (Google)
- Computer Modelling Group
- Interactive Brokers
- NOW
- Tucows

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund 85 % des Fondsvermögens. Das größte Unternehmen, an dem das TGV beteiligt ist, hat aktuell eine Marktkapitalisierung von rund 650 Mrd. Euro, das kleinste von rund 15 Mio. Euro.

Die zentralen Anlagegrundsätze des TGV Partners Fund haben sich nicht geändert und werden sich auch künftig nicht ändern. Ich halte bei der Empfehlung potenzieller Investments ausschließlich an folgenden Kriterien fest:

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?

Veränderungen in den Top 10

Das Portfolio ist im Wesentlichen unverändert. Einzig die Aktien von **National-Oilwell Varco**, einem Unternehmen aus der Öl-Service Industrie, wurden verkauft und die freiwerdenden Mittel in die Aktien der **Computer Modelling Group (CMG)**, einem kanadischen Software-Unternehmen, welches ebenfalls in der Öl-Service Industrie tätig ist, investiert.

Tausch National-Oilwell Varco in Computer Modelling Group

National-Oilwell Varco ist eines der Unternehmen, das sich seit Beginn des TGV Partners Fund im Frühjahr 2015 im Portfolio befand. Im Jahres- und Halbjahresbericht 2015 hatte ich erklärt, wie Förderminderungen zum stetigen Versiegen von Öl- und Gasquellen führen. Aus diesem Grund sind stetig Investitionen in neue und bereits bestehende Quellen und Reservoirs erforderlich. Seit 2015 ist die weltweite Nachfrage nach Öl von rund 93–94 Mio. Barrel Öl am Tag („barrel per day“ oder kurz BPD) auf rund 99 Mio. BPD im Jahr 2018 gestiegen. Das Angebot nahm von rund 92 Mio. BPD im Jahr 2015 auf rund 95 BPD im Jahr 2018 zu. Während die Nachfrage nach Öl sehr stabil ist, hat sich die Struktur des Angebots seit 2015 durchaus verändert.

Ein wesentlicher Grund, weshalb das Produktionsvolumen trotz einer durch den Ölpreiskollaps im Jahr 2014 ausgelösten Branchenkrise historischen Ausmaßes dennoch gestiegen ist, liegt im sogenannten Schieferöl („Shale oil“). Durch die in den letzten Jahren stark weiterentwickelte Produktionstechnik des horizontalen Bohrens konnte das Angebot durch die USA schnell und stark ausgeweitet werden. Schieferöl hat im Gegensatz zu konventionellen Quellen, die beispielsweise unter dem Ozeanboden liegen, geringe anfängliche Investitionskosten und es können verhältnismäßig schnell erste Volumina gefördert werden. Die USA sind durch das Schieferöl innerhalb von zehn Jahren zum größten Ölproduzenten der Welt aufgestiegen. Sie produzieren heute etwa 12 Mio. BPD, wovon knapp sieben Mio. BPD aus Schieferöl gewonnen werden.

Die Kehrseite der Medaille ist allerdings, dass eine Schieferquelle innerhalb von 12 Monaten rund 50 % weniger und nach vier Jahren, typischerweise 70–80 % weniger ausstößt als am ersten Tag der Förderung. Große konventionelle Quellen haben hingegen eine vergleichsweise niedrige Förderminderung von 3–5 % pro Jahr. Gleichzeitig schwanken bei der Schieferölproduktion die operativen Kosten stark. Energiepreise, Arbeitskraft und Material haben einen weit größeren Effekt auf die Profitabilität eines geförderten Barrels als bei konventionellen Quellen.

Diese im Vergleich weit höhere Förderminderung von Schieferölquellen birgt Risiken für ein stabiles Angebot. Werden die Investitionen in konventionelle und verhältnismäßig langsam versiegende Ölquellen dauerhaft unterlassen, sinkt deren Anteil an der Gesamtförderung. Die Abhängigkeit von schnell zu produzierendem aber auch schnell versiegendem Schieferöl würde im Laufe der Zeit bedeutender werden.

Aus diesem Grund macht es langfristig trotz allem Sinn, verschiedene Arten von Quellen zu erschließen. Dennoch laufen die Investitionen in die Erschließung von konventionellen Öl- und Gasfeldern weltweit seit Jahren schleppend und das Investitionsniveau liegt weit unter den Ständen von 2014. Dieses sich kumulierende Defizit schlägt sich in einer historisch niedrigen Anzahl neu erkundeter Quellen und abbaufähiger Vorkommen nieder.

Diese Investitionszurückhaltung hatte auch Auswirkungen auf die Unternehmen im TGV Partners Fund. Alles in allem war die Investition in Unternehmen in diesem Bereich in den letzten vier Jahren alles andere als von Erfolg gekrönt. Auch wenn über die Jahre hinweg in Summe kein Kapital verloren wurde, stünde das TGV Partners Fund heute weit besser dar, wenn es nie in diesen Bereich investiert hätte.

Dies ist aber noch kein Grund das Handtuch zu werfen. Ich bin immer noch davon überzeugt, dass die Unternehmen aus dieser Industrie im TGV Partners Fund eine gute Zukunft vor sich haben. Langfristig werden dringend weitere Investitionen zur Erschließung von konventionellen Öl- und Gasfeldern als auch von Schieferquellen benötigt. Daher habe ich mit **Computer Modelling Group (CMG)** ein Unternehmen aus diesem Bereich zum Kauf empfohlen.

CMG ist ein kleines Softwareunternehmen aus Calgary (Kanada), welches sogenannte Reservoir-Simulations-Software für die Produzenten in der Öl- und Gaswirtschaft entwickelt. Hervorgegangen aus einem Universitätsprojekt ist es heute mit rund zweihundert Mitarbeitern ein klarer und fokussierter Marktführer in seiner Nische. Der größte Konkurrent am Markt ist der US-Konzern Schlumberger, für den jedoch das eigene Produkt in diesem Bereich nur einen winzigen Teil seines gesamten Produktspektrums mit entsprechend geringem Fokus darstellt.

Reservoir-Simulationen helfen bei der Planung und Steuerung, wie eine Ölquelle effizient erschlossen und gefördert werden kann. Da der Untergrund und die Eigenschaften eines gegebenen Reservoirs niemals gleich sind, nutzt man heute hochentwickelte Software, um verschiedene Produktions- und Fördermethoden mit den Eigenschaften eines Reservoirs in Einklang zu bringen. Dies beinhaltet beispielsweise die Analyse von Daten über die Zusammensetzung und Fließgeschwindigkeit des Öles und Gases, der Durchlässigkeit des Gesteins oder der Produktivität je nach Wahl der Produktionsmethode. Bei der späteren Produktion kann so deutlich mehr Öl und Gas gefördert werden als es ohne eine vorherige Simulation der Fall wäre. Gleichzeitig können durch die immer besser werdende Rechenkapazität auch immer mehr Variablen erfasst und immer bessere Simulations- und damit auch Produktionsergebnisse erzielt werden.

Wird die Produktion eines Reservoirs einmal in einem System geplant, ist der Einsatz der Software für die kommenden Jahre gesetzt. CMG hat bei Kunden einen vorzüglichen Ruf und konnte sich in den letzten zwanzig Jahren hervorragend entwickeln. So wurde der Umsatz in dieser Zeit verzehnfacht, während das Unternehmen stets hoch profitabel war. Eine goldgeränderte Bilanz ist die Folge.

Leider empfand ich die Bewertung der Aktien des Unternehmens regelmäßig als teuer: Als ich CMG das erste Mal im Jahr 2014 in Calgary besuchte, notierte die Aktie bei rund 15 kanadischen Dollar (CAD) zum mehr als 40-fachen seines ausgewiesenen Gewinns. Ich war begeistert vom Geschäft und von den handelnden Personen, leider nicht vom Preis. Ein großartiges Unternehmen zu einem hohen Preis.

Durch die stetig anhaltende Krise der Öl- und Gasindustrie im Allgemeinen und der Branchensituation in Kanada im Speziellen kamen die Aktien von CMG in den letzten Jahren stetig unter Druck. Eine Kombination von krisenbedingt schwachem Umsatzwachstum und gestiegenen Investitionen in die eigene Software ließ den Kurs der Aktien von rund 15 CAD im Mai 2014 auf rund 6 CAD im Mai 2019 fallen. Nun handelt es sich meiner Meinung nach um ein großartiges Unternehmen zu einem guten Preis.

Vor diesem Hintergrund habe ich empfohlen die Aktien von National-Oilwell Varco zu verkaufen und die freiwerdenden Mittel in die Aktien der Computer Modelling Group (CMG) zu investieren. Da ich das Risiko mit Hinblick auf die Öl- und Gasbranche insgesamt nicht erhöhen wollte, musste ich zwischen der Empfehlung des Verkaufs von NOW und National-Oilwell Varco abwägen. Ich hoffe später sagen zu können, dass das Bessere in diesem Fall der Feind des Guten war.

Der Marshmallow-Test: „das Richtige tun“ – „doing the right thing“

Die meisten von Ihnen haben mit Sicherheit schon einmal vom *Marshmallow-Test* gehört. In den 1960er-Jahren vom amerikanischen Psychologen Walter Mischel durchgeführt, wurden vierjährige Kinder vor die Wahl gestellt, einen Marshmallow direkt zu verzehren oder nach der Rückkehr des Betreuers zu einem späteren Zeitpunkt zwei Marshmallows zu erhalten. Die Forschungen und Ergebnisse des Tests gingen als „Belohnungsaufschub“ („delayed gratification“) in die Schulbücher ein.

Der Kapitalmarkt ist voll von Marshmallows ... und von CEOs und Aktionären, die sie haben wollen.

Regelmäßig versuche ich Unternehmen zu identifizieren, in denen das Management frei, rational und diszipliniert genug ist, auf das zweite Marshmallow zu warten. Seitdem ich dieses Bild im Kopf habe, gab es in den vergangenen Monaten mehrfach Situationen, bei denen ich innerlich schmunzeln

musste. Es waren Fragen, bei denen es um den Aufschub einer Belohnung von heute auf morgen, also dem Kern des Marshmallow-Tests, ging.

Diese dem Warten beim Marshmallow-Test ähnlichen Entscheidungen gibt es in vielen Varianten. Sie äußern sich beispielsweise in kräftigen Investitionen, die kurzfristig noch keine nennenswerten Umsätze, geschweige denn Erträge, erzielen. Sie können aber auch subtiler sein: etwa in Form von nicht durchgeführten Preiserhöhungen, die heute dem Kunden zugutekommen und so das Wachstum stimulieren, oder in Form von unterlassenen Aktivitäten, die ein zu hohes Risiko für das Unternehmen beinhalten (die andere ob der kurzfristigen Profitabilität trotzdem durchführen).

Nun wird die Situation am Kapitalmarkt dadurch verkompliziert, dass die Entscheider in den Unternehmen nicht in einem geschlossenen Raum nur mit sich selbst sitzen. Externe Beobachter oder Investoren mit kurzfristiger Agenda üben enormen Druck auf die Unternehmensführung aus, dass es in Ordnung gehe, ja geradezu deren Pflicht sei, den einen Marshmallow sofort zu nehmen. Daneben ist es in der Regel unsicher, ob es nun zwei, drei oder überhaupt gar keine Marshmallows als Belohnung gibt. „Lieber der Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach“, singen die Sirenen.

Bei vielen der Unternehmen, in die das TGV Partners Fund investiert ist, kann man aber deutlich erkennen, dass die Unternehmenslenker den „Börsen-Marshmallow-Test“ bestehen. Einige haben eine Kultur aufgebaut, zwei Marshmallows morgen dem einen Marshmallow heute zu bevorzugen. Einige wenige gehen sogar so weit, bewusst Raum für Leidensfähigkeit zu schaffen und die Organisation auf viele Marshmallows in der Zukunft zu trimmen. Dass diese Unternehmen – auch wenn von außen laut gerufen wird – dann trotzdem „das Richtige tun“, ist eine große Stärke, die sich nur schwerlich in Zahlen ausdrücken lässt.

Um den Bogen zur Einleitung zu schlagen: im vergangenen Halbjahr gab es zwei Unternehmen im Portfolio, die augenscheinlich besonders schlechte Nachrichten vermeldeten, die aber auf den zweiten Blick durchaus positiv zu bewerten sind.

Amaysim hat, wie im letzten Jahresbericht beschrieben, ein furchtbares Jahr 2018 hinter sich. Die angestoßene Überprüfung der Strategie durch den CEO Peter O’Connell führte dazu, dass zahlreiche Restrukturierungsmaßnahmen, im Wesentlichen eine radikale Konzentration auf die eigenen Wurzeln und die zentralen Werte von Amaysim („amazingly simple“) durchgeführt werden. Das Unternehmen entschied sich gleichzeitig dazu, eine große Kapitalerhöhung durchzuführen, um diese schmerzhaften, aber notwendigen Anpassungen vornehmen, und für die kommenden Jahre aus einer Position der finanziellen Stärke heraus am Markt agieren zu können.

Diese Konzentration auf die eigenen Werte betrifft auch das vor wenigen Jahren hinzugekaufte Energiegeschäft. Offensichtlich war das Wertversprechen im Verhältnis mit der Leistung für die Kunden schlechter als das des eigenen Mobilfunkgeschäfts. Hier will Amaysim zukünftig mit einem neuen, wirklich einfachen „Amaysim-Angebot“ an die alte Stärke anknüpfen. Diese Entwicklung werde ich genau verfolgen. Und auch wenn dieser Prozess länger dauert und kurzfristig sehr schmerzhaft ist, so ist er doch inhaltlich richtig und wichtig.

Einen möglicherweise noch radikaleren Wandel hat **Majestic Wine**² im Frühjahr dieses Jahres verkündet. Die Gesellschaft hat entschieden, die im Jahr 2015 vollzogene Hochzeit zwischen dem Ladengeschäft von Majestic Wine und dem Internetgeschäftsmodell Naked Wines wieder rückgängig zu machen. Die Ladengeschäfte sollen veräußert und das Wachstum des Internetgeschäfts von Naked Wines soll zukünftig deutlich forciert werden. Gleichzeitig soll die Gruppe in „Naked Wines“ umbenannt werden, um den neuen Gegebenheiten Rechnung zu tragen.

Auch wenn dieser Schritt kurzfristig sicher schmerzhaft ist und darüber hinaus zahlreiche außerordentliche Kosten verursacht, halte ich ihn für vollständig richtig. Die Fokussierung auf eine einzige Sache, in diesem Fall das schnell wachsende Geschäft von Naked Wines, ist der richtige Weg.

Dies bedeutet übrigens nicht, dass die Fachhandelsgeschäfte von Majestic Wines ein schlechtes Geschäft wären – mitnichten. Aber manchmal bedeutet eins plus eins eben nicht zwei. Und in diesem Falle muss man CEO Rowan Gormley und seinem Team großen Respekt aussprechen, diese Tatsache erkannt zu haben und diese nun zügig – wenn auch mit Schmerzen – zu berichtigen. Ein Marshmallow-Test am gelebten Beispiel.

Nun habe ich zwei Beispiele anscheinend negativer Nachrichten aufgezeigt, die für den langfristigen Eigentümer nicht ausschließlich negativ waren. Daher werden Sie nach einem Beispiel fragen, bei dem die Bewertung der Nachrichten andersherum gelagert ist und eine nur scheinbar positive Nachricht möglicherweise einen negativen Einschlag hat.

Als Beispiel möchte ich hierfür **Google**, die Tochtergesellschaft von Alphabet hervorheben. Viele Investorenkollegen sind geradezu davon begeistert, dass Google seit einiger Zeit verstärkt versucht, verschiedene bisher wenig monetarisierte Dienste wie YouTube oder Google Maps mehr und mehr zu melken. Per se ist dies keine schlechte Nachricht. Es muss aber sehr genau darauf geachtet werden, dass man es nicht übertreibt und Nutzer so möglicherweise zu Konkurrenten getrieben werden, weil der Kundennutzen aus den Augen verloren wurde.

„Nach fest kommt lose“, wie man im Handwerkerdeutsch sagt. Im Falle von Google ist es so, dass in den vergangenen Monaten gleichzeitig mehrere Signale auftauchten, dass in der Organisation in manchen Bereichen manchmal lieber ein schnelles Marshmallow heute genossen wird als auf zwei Marshmallows morgen zu warten.

Das eindrücklichste Beispiel für mich ist der Umgang mit „AdWords“, dem Kerngeschäft der Google-Suche. Waren Google AdWords früher mit einem gut sichtbaren orangefarbenen Hintergrund unterlegt und in grüner Schrift, sind sie heute nur noch über eine grüne Schrift von den nicht-bezahlten organischen Ergebnissen abgegrenzt. Seit März 2019 experimentiert Google darüber hinaus damit, die abgrenzende grüne Schrift durch eine normale schwarze Schrift zu ersetzen.

Die Folge sind mehr Klicks und damit mehr Umsatz, weil die Werbung durch die Nutzer schlechter von organischen Suchergebnissen unterschieden werden kann. Ausschließlich im Sinne der Nutzer ist dieses Verhalten allerdings nicht. Andere Beispiele sind etwa die Einblendung von nunmehr zwei Werbeeinblendungen für bestimmte Spots bei YouTube oder die jüngsten Preiserhöhungen bei Google

² Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells von Majestic Wine ist im Bericht des Gesamtjahres 2018 enthalten.

Maps für Webseitenbetreiber, G-Suite und die Veränderungen im Auktionsmechanismus auf ein Erstpreismodell.

All diese Aspekte zusammen lassen bei mir ein gewisses Störgefühl aufkommen, ob Google die Schraube nicht möglicherweise überdreht. Eine abschließende Antwort oder gar eine Lösung an dieser Stelle gibt es leider nicht. Dennoch sollte man sich diese Art von Fragen regelmäßig und bei jedem Unternehmen im Portfolio stellen.

Ich habe die Abwägung der Chancen und Risiken für das TGV Partners Fund offensichtlich immer noch positiv beantwortet. Die Vorteile und Stärken von Alphabet überwiegen die genannten Störgefühle bei weitem. Alles in allem sind Alphabet und seine Tochtergesellschaft Google fantastische Unternehmen und ich nutze zahlreiche Produkte täglich.

Als langfristiger Investor ist es unmöglich, ausschließlich gute Nachrichten zu seinen Unternehmen zu erwarten. Wie im Leben auch gibt es bei Unternehmen mal sonnige und mal regnerische Tage. Mal entwickelt sich ein Produkt nicht wie erwartet, mal muss die eigene Strategie umgestellt werden. Märkte und Konsumenten wandeln sich. Ein quartalsweises „immer nur bergauf“ in jeder Marktphase gibt es nicht.

Ich bin überzeugt davon, dass die Unternehmen im TGV Partners Fund jeweils eine robuste Mischung aus strukturellen Wachstumschancen, hervorragenden Marktpositionen und ausgezeichneten Management-Teams vorzeigen können. Natürlich werden bei einzelnen Unternehmen auch einmal schlechte Quartale oder Jahre auftreten. Alles in allem bin ich aber davon überzeugt, dass im Korb übermorgen mehr Marshmallows zu finden sein werden als dort heute liegen.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen einen guten Sommer und bedanke mich für Ihr Vertrauen.

Mit herzlichen Grüßen aus dem hochsommerlichen Bonn,

Ihr Mathias Saggau