

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 Halbjahresbericht 2019 unseres Sub-Advisors JMX Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Truffle“.

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

Halbjahresbericht 2019 des Sub-Advisors

Liebe Investoren,

im Jahresbericht 2018 schrieb ich:

„Im Kontext von Rückgängen um die 20 % und mehr bei vielen Aktienindices weltweit, mag die Kursentwicklung vom TGV Truffle in 2018 ein ruhiges Bild vermitteln. Nichts läge ferner von der Wahrheit. Binnen der letzten 12 Monate hat sich die Kursentwicklung der Aktien im TGV Truffle deutlich voneinander unterschieden: eine Portfolioposition hat sich seit Anfang 2018 im Kurs halbiert, eine andere notiert fast anderthalb Mal höher. Es ist reiner Zufall, dass das aggregierte Ergebnis über alle Positionen hinweg minus 1,9 Prozent ergab.“

Im ersten Halbjahr 2019 hat das TGV Truffle nun sein wahres Gesicht gezeigt: Nach rasantem Anstieg bis Ende April ist der Kurs in den vergangenen Wochen nun wieder auf das Niveau vom Dezember 2018 gefallen. Mein Ziel an dieser Stelle ist es nicht, diese Schwankungen zu deuten. Vielmehr möchte ich dafür sensibilisieren, dass große Schwankungen bei Aktien dazugehören und nicht zwangsläufig etwas mit der Entwicklung der dahinterstehenden Unternehmen zu tun haben müssen. Da das TGV Truffle in einer kleinen Zahl von Aktien investiert ist, wird es immer wieder Zeiträume geben, während denen – zufällig – einige Aktien im TGV gleichzeitig gut bzw. schlecht laufen. Ich rufe dazu auf, diesen kurzfristigen Schwankungen nicht zu viel Bedeutung zuzumessen.

Der Fokus muss auf der Entwicklung der zu Grunde liegenden Unternehmen liegen. Hier gab es im ersten Halbjahr 2019 wenig Überraschendes. Die einzig nennenswerte Nachricht ist eine Kapitalerhöhung bei der Firma amaysim (welche das TGV Truffle mitgezeichnet hat). Der australische Anbieter kundenfreundlicher Mobilfunk- und Stromprodukte sieht aktuell eine gute Möglichkeit, Neukunden zu attraktiven Kosten zu akquirieren. Dies ist erscheint sinnvoll, da binnen der nächsten Jahre wichtige Zulieferverträge neu verhandelt werden. Mit steigender Größe wird die Verhandlungsmacht von amaysim größer und es ist davon auszugehen, dass bei Neuverhandlung des Zuliefervertrags für Mobilfunk in 2022 erhebliche Kostenreduktionen durchgesetzt werden können. So erzielt beispielsweise die Mobilfunkmarke Ting des Portfoliounternehmens Tucows mit einem zu amaysim quasi identischen Produkt aktuell rund 60% Bruttomarge, und dies mit weniger als 200.000 Kunden im riesigen Mobilfunkmarkt der USA. Amaysim verdient in Australien (8% der Einwohnerzahl der USA) mit mehr als 1.000.000 Kunden gerade einmal 30% Bruttomarge. Die Unterstützung des Unternehmens amaysim durch Aktionäre wie TGV Truffle erscheint wie gut investierte Mühe und der weiterhin richtige Ort Kapital zu investieren.

Messen und Wiegen

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

NAV zum 28.06.2019 in EUR	120,01
Zahl der Investments	13
Gewichtung größtes Investment	21,3%
Gewichtung Top-5 Investments	62,7%
Gewichtung Kasse / Festgeld	0,7%

Alphabetische Auflistung der Top-5 Investments:

Alphabet

Amaysim

Rolls-Royce

Scout24

Tucows

Zeitraum	TGV Truffle	Berkshire ¹	<i>(Differenz)²</i>	6% p.a. Benchmark	<i>(Differenz²)</i>
2015 ³	-12,5%	-10,0%	<i>(-2,5%)</i>	+4,5%	<i>(-17,0%)</i>
2016	+18,1%	+27,5%	<i>(-9,4%)</i>	+6,0%	<i>(+12,1%)</i>
2017	+17,0%	+6,9%	<i>(+10,1%)</i>	+6,0%	<i>(+11,0%)</i>
2018	-1,9%	+7,5%	<i>(-9,4%)</i>	+6,0%	<i>(-7,9%)</i>
2019	+1,1%	+4,9%	<i>(-3,8%)</i>	+2,9%	<i>(-1,8%)</i>
Seit Auflage ⁴	+20,0%	+38,3%	<i>(-18,3%)</i>	+28,1%	<i>(-8,1%)</i>

¹ in EUR

² Rundungsdifferenzen sind möglich.

³ 31.03.2015 – 31.12.2015

⁴ Seit 31.03.2015

Portfolioveränderungen

Nach praktisch keinen Veränderungen im zweiten Halbjahr 2018 war das erste Halbjahr 2019 von verhältnismäßig hoher Aktivität im Portfolio geprägt. Gerade die attraktiven Kurse vieler Aktien rund um den Jahreswechsel in Verbindung mit einigen Zuflüssen in das TGV führten zu vergleichsweise reger Handelsaktivität.

Neu dabei ist insbesondere eine Position an der Firma Scout24. Das Unternehmen betreibt die Anzeigenportale Immoscout24 und Autoscout24 in Deutschland und in einigen europäischen Ländern. Anzeigenportale (sei es heute im Internet oder früher in Zeitungen) gehören zu den von Natur aus sehr starken Geschäftsmodellen. Alle Anbieter wollen auf der Werbefläche präsent sein, auf der die meisten Interessenten suchen. Alle Interessenten suchen dort, wo das meiste Angebot vorliegt. Dadurch entsteht ein so genannter Netzwerk-Effekt, welchen Wettbewerber nur schwerlich durchbrechen können. Im Gegensatz zu anderen Wettbewerbern in Europa und auch im Vergleich zu den ehemals in Zeitungsannoncen gezahlten Werbebudgets, liegen die Preise der Scout24-Produkte, trotz Preissteigerungen in der Vergangenheit, immer noch auf moderatem Niveau. Kontinuierliche Preiserhöhungen scheinen daher noch viele Jahre möglich. Bei einer aktuellen Free Cash-Flow Rendite von rund 4% und einem plausiblen Gewinnwachstum von 10-15% p.a. für die überblickbare Zukunft erscheint das Investment in Scout24 aktuell sehr attraktiv. Hinzu kommt die Möglichkeit für die Firma, auf einzelne zum Verkauf stehende Teile des eBay-Konzerns zu bieten. Einige dieser Teile sind in hohem Maße komplementär zu den Produkten von Scout24 und sollten daher eine sehr attraktive Reinvestitionsmöglichkeit für den Free Cash-Flow darstellen.

Weitere große Veränderungen waren der Verkauf der Tripadvisor-Position und die Reduktion der Rolls-Royce-Position.

Ideen platzen lassen

Eine Outperformance an der Börse ist nur dann möglich, wenn man zum Kauf- bzw. Verkaufszeitpunkt eine andere Meinung als der jeweilige Verkäufer bzw. Käufer hat und damit richtig liegt. Nur eine differenzierte Meinung alleine reicht leider nicht und nur richtig zu liegen auch nicht. Die Idee ist es, dort Recht zu haben, wo Recht haben gut bezahlt wird – vor allem nämlich, wenn der Konsens der eigenen Einschätzung widerspricht. Nur dann ist der Marktpreis eines Wertpapiers ineffizient und eine aktive Positionierung kann eine Überrendite bringen. Dort Recht zu haben, wo die eigene (wenn auch richtige) Meinung bereits Konsens ist, bringt keine Überrendite. Im Ergebnis muss ein aktiver Investor also eine kuriose Mischung aus Demut und Arroganz mitbringen. Demut, da man stets die eigene Meinung hinterfragen muss und in der Realität nur selten die Dinge wirklich klarer sehen kann als andere

Marktteilnehmer. Arroganz, weil man auch den Mut haben muss, für eine andere Meinung einzustehen, um bewusst eine Position gegen die Sicht der Mehrheit einzugehen.

Der Mensch ist für so ein Verhalten nicht gemacht. Es gibt gute evolutionäre Gründe, sich mit der Herde zu bewegen, statt dagegen. Psychologisch ist es weitaus einfacher von allen geliebt zu werden, als der schrullige Nonkonformist zu sein, welcher für seine kuriose Alternativsicht belacht wird. Umso schlimmer wird der psychologische Druck, wenn man ehemals arrogant war (um eine andere Meinung zu vertreten), dann jedoch (getrieben durch die vernünftige Demut) von seinem Standpunkt abrücken muss. Im echten Leben wird solchen Menschen oft Häme und Spott zuteil. Eingedenk dieser Aussicht vertreten in sozialen Situationen nur wenige Leute wirklich nonkonforme Thesen bzw. ändern diese dann auch nur schwerlich. Menschen wollen klare Ansagen von ihren Anführern hören und kein abwägendes „auf der einen Hand ja, auf der anderen nein“. Gesellschaftlich werden Helden verehrt, welche entschlossen und kühn handeln und insbesondere Männern wird Entschlossenheit als positive Eigenschaft zugeschrieben.

Die Börse wird durch die menschliche Psyche geprägt und auch hier greifen die gleichen Muster wie auf einer Cocktailparty. Es ist daher extrem schwer, eine einmal getroffene Entscheidung zu ändern – insbesondere, wenn man diese öffentlich erklärt hat. Unter Investorenkollegen kann man teils höchst emotionale Debatten (oder eher Polemik) über einzelne Aktien erleben. Menschen *verteidigen* ihre Ideen, anstatt diese zu *hinterfragen*. Ein herausragender Investor, der seit vielen Jahren Outperformance generiert, meinte dazu zum Start von TGV Truffle, ich solle niemals „meine Paranoia ablegen“. Er sprach von der Paranoia, sich in einen Investment-Case zu verlieben. Das alles sagt sich leicht, aber nichtsdestotrotz ist es enorm schwer im Investmentbetrieb seine ehemals guten Ideen zu zerstören.

Im letzten Halbjahr kam es zweimal zu solch einer Ideen-Revidierung. Erstens gab ich die Empfehlung, Tripadvisor zu verkaufen. Dies fiel mir nicht leicht, denn ich lag in 2017 mit meiner arroganten Einschätzung richtig, dass der Markt Tripadvisor falsch bewertet. Demut und der Verkauf einer Position ist danach nicht leicht. Konkret haben sich in den letzten Monaten jedoch zahlreiche Änderungen ergeben: Die Funktionalität vom Konkurrenzprodukt Google Maps wird sehr schnell besser und gleichzeitig hat Tripadvisor eine kurzfristige Monetarisierung über den langfristigen Kundennutzen gestellt. Aus Sicht des langfristigen Investors ist die nachhaltige Kundenzufriedenheit aber viel wichtiger, als den Umsatz je Kunden kurzfristig hochzuschrauben. Tröstlich jedoch, dass der Wettbewerbsdruck auf Tripadvisor von einer anderen Portfoliofirma des TGV Truffle ausgeht – in der Tat wurden Teile der Verkaufserlöse von Tripadvisor in die Google-Mutter Alphabet umgeschichtet.

Zweitens habe ich meine Bewertungseinschätzung zu Rolls-Royce revidieren müssen. Eine neue Erkenntnis ist, dass Rolls-Royce einen erheblichen Teil der Free Cash-Flows der kommenden Jahre auf der Bilanz als Barbestand vorhalten werden muss. Dies ist durchaus legitim, um Krisen zu stemmen, Produktrückrufe bearbeiten zu können oder um den Airline-Kunden – die teils Wartungsverträge über mehr als 10 Jahre Laufzeit abschließen – erhöhte Sicherheit zu geben. In meiner vorherigen Bewertung unterschätzte ich aber den Einfluss von Rating-Agenturen: schlichtweg wird Rolls-Royce kein Geld an Aktionäre auszahlen, solange nicht die Rating-Note ‚A‘ vergeben wurde. Dadurch, dass weniger Geld an die Aktionäre fließen wird, hat sich meine Bewertung nach unten angepasst. Dabei hat sich nichts an der qualitativen Einschätzung des Investments geändert und ich gehe davon aus, dass Rolls-Royce noch über Jahre ein fester Bestandteil in TGV Truffle sein wird. Nur scheint eine Positionsgröße von 10% auf Basis des angepassten Risiko/Rendite-Profiles adäquater als die vormalige Positionsgröße von 20%.

Entscheidungsrevidierungen wie hier dargestellt erscheinen ex-post nachvollziehbar – sie haben aber auch eine Schattenseite. Gerade bei qualitativ-herausragenden Unternehmen ist stoisches Dabeibleiben oftmals die richtige Wahl. Viele meiner Empfehlungen bezüglich der Portfolioanpassung des TGV Truffle sind durch Kursveränderungen getrieben. Eine Firma wird gekauft, der Kurs steigt und die Position wird getrimmt, um andere, scheinbar günstigere, Unternehmen höher gewichten zu können. Regelmäßig sind solche Anpassungen vergebene Liebesmüh, denn die einzig entscheidende Frage ist, ob die Aktie über fünf oder zehn Jahre massiv höher notieren wird als heute. Mein letzter größerer Fehler in diesem Bereich war die Verkaufsempfehlung für Microsoft Anfang 2018 bei einem Kurs von knapp unter USD 100 je Aktie. TGV Truffle hatte mit dem Investment in die Aktie damals ca. 70% Kursgewinn erzielt und ich sah andere Chancen zur Reallokation. Nicht das erste Mal unterschätzte ich das positive Momentum einer sich gut-entwickelnden Firma: Heute steht der Kurs bei USD 130 – getrieben nicht durch Spekulation, sondern durch eine weiterhin guten Firmenentwicklung. Gerade wenn Wachstumstreiber in den Geschäftsfeldern eines Unternehmens noch lange andauern, so dürften sich Verkäufe auf Grund von temporär höheren Kursen als viel zu kurzfristig herausstellen.

Der Schlüssel für das beständige Halten großartiger Unternehmen liegt in der tiefen Auseinandersetzung mit einer Firma und ihrer Kultur, um so die nötige Konfidenz aufzubringen. Gerade bei stark wachsenden Unternehmen ist ein qualitatives Verständnis des „Unterbaus“ und der langfristigen Strategie einer Organisation von enormer Bedeutung. Nur so ist ein Verständnis möglich, wie lange Wachstum überhaupt organisatorisch dargestellt werden kann. Auch erlaubt ein qualitatives Verständnis der Unternehmenskultur eine Einschätzung darüber, wie eine Firma mit Sicherheit auftretende Krisen meistern kann. Es gibt eine Reihe von Unternehmen, da traue ich mir eine Aussage über die Kultur „in der Tiefe der Organisation“ zu.

Der Mathematiker Benoît Mandelbrot hat den Begriff Fraktal geprägt. Die Idee ist, dass es Gebilde gibt, deren Teile die gleiche Struktur haben wie das große Ganze. Beispiel Schneeflocke: eine einzelne Flocke hat die gleiche Form, wie ein Teil der Flocke unter dem Mikroskop betrachtet. Die besten Unternehmen sind wie Schneeflocken: sie haben ein klares Muster, also eine besondere und konsistente Unternehmenskultur. Diese Kultur steht nicht nur auf den Powerpoint-Folien für Investoren, sondern wird von den kleinsten Organisationseinheiten autark gelebt. Dies entdeckt man nur durch Besuche von verschiedenen Teilen der Firma, meist über Jahre hinweg. Manchmal jedoch fällt bei einer Firma der Groschen und man hat eine wirklich besondere Unternehmenskultur vor sich. Hier wird der Kampf aus Arroganz und Demut dann am Schwersten, da es sich insbesondere dort oft lohnt, über Jahre arrogant an den Erfolg der Firma zu glauben.

Leseempfehlung

Bill & Melinda Gates sind als größte Spender der Weltgeschichte bekannt und prägen mit ihrer Stiftung die Art und Weise, wie Menschen Kapital an die Gesellschaft zurückgeben. Melinda hat nun ein über weite Passagen autographisches Buch über die Rolle von Frauen in der Welt und deren nicht genutzte Potentiale verfasst. „Moment of Lift“ gibt Einblicke in die Lebensrealität von Frauen in Entwicklungsländern und liefert augenöffnende Daten. Mich faszinierte dabei insbesondere die komplexe Persönlichkeit von Melinda Gates, die sich menschlich seit Gründung der Stiftung sehr fortentwickelt hat und die Leser an dieser Entwicklung intim teilhaben lässt. Eine inspirierende Sommerlektüre!

Ausblick

Ich wünsche Ihnen einen schönen Sommer und erholen Sie sich gut. Bis zum Jahresbericht im Januar schicke ich vielen Grüße aus Hamburg und bedanken mich für das große Vertrauen.

Ihr

Jan-Hendrik Mohr

JMX Capital GmbH