

# 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](mailto:info@langfrist.de)

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Halbjahresbericht 2020 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 2020 des Sub-Advisors

Liebe Investoren,

es ist knapp über fünf Jahre, dass TGV Truffle an den Start ging. Die Zeit vergeht schnell, wenn man Freude an der Sache hat.

Das Entdecken von unterschätzten Unternehmen (die sprichwörtliche „Trüffelsuche“), die Dialoge mit Managementteams, der Austausch mit anderen Investoren, das stetige Zweifeln an den eigenen Hypothesen und der innere Kampf mit den eigenen, fehlbaren Emotionen ... nichts fordert mehr und nichts davon möchte ich missen. Die Vielfalt der Eindrücke und Tätigkeiten in meinem Beruf ist ein Segen und ich hoffe, so noch viele Jahrzehnte weiterarbeiten zu können.

Alles das war mir bewusst und ein wesentlicher Grund dafür, vor fünf Jahren meinen kleinen Laden aufzusperren und das Schild an der Tür auf „geöffnet“ zu drehen. Was ich damals nicht zu würdigen wusste und nun nach fünf Jahren und etwas mehr Lebenserfahrung gar nicht überbewerten kann: es kommen fast nur nette Menschen in meinen Laden!

Die Managementteams in den Portfolio-Unternehmen von TGV Truffle sind bewusst danach ausgesucht. Der Wert eines guten Managementteams ist kaum zu überschätzen. Dabei sind Kriterien wie Ehrlichkeit, Empathie und Leidenschaft von höchster Bedeutung. Ich sehe diese Menschen als meine Kunden, denn die besten Führungskräfte dieser Welt können sich ihre Investoren aussuchen. Meine Rolle ist es, Rat zu geben, wenn darum gebeten wird und zu unterstützen, wenn es notwendig ist. Hierdurch entsteht sich verstärkendes, gegenseitiges Vertrauen und Gleichschaltung von Interessen. Welche in einigen Fällen zu Freundschaften geführt haben.

Die anderen Besucher meines Ladens sind Sie, die Investoren im TGV Truffle. Teils bewusst – durch die gewählte Struktur und meine Art zu kommunizieren – teils durch Glück kommt im TGV Truffle eine Gruppe zusammen, auf die ich sehr stolz bin. Ich habe den Eindruck, ein Großteil von Ihnen versteht teils sehr genau, was ich tue oder eben bewusst nicht tue und viele von Ihnen bringen sich proaktiv ein. Das ist im Vergleich zu klassischen Fonds völlig atypisch, doch ich genieße die enge Verbindung zwischen Ihnen als Kapitalgebern und meiner Arbeit. Ebenso ungewöhnlich ist, dass TGV Truffle in den ersten fünf Jahren keinen einzigen Abfluss verzeichnete. Viele meiner Kollegen bekommen nach einer schlechten Wochenperformance Abflüsse – was den Investmentprozess in dramatischer Art und Weise erschwert. Ohne Ihre Geduld und langfristige Perspektive, liebe Investorinnen und Investoren, wäre meine Arbeit nicht möglich und es ist mir eine Freude, für das TGV als Berater tätig zu sein. Mein Ziel ist es, dass Ihr Vertrauen in meine Arbeit zu Ihrem besten Investment wird.

Vielmehr denn als „Besucher“ meines Ladens ist die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV der beste Partner für die nachhaltige Entwicklung von TGV Truffle. Norman Rentrop und Jens Große-Allermann waren vor fünf Jahren verrückt genug, einem 25-Jährigen Investment-Nerd den Start am Finanzmarkt zu ermöglichen. Seither probiere ich, mehr Nutzen zu stiften als Schaden anzurichten und die Idee und Kultur der Investmentaktiengesellschaft zu unterstützen. Die dortige Struktur ist meines Wissens in dieser Form einmalig, für die Arbeit von Investoren wie Rob Vinall, Mathias Saggau, mir und einem wachsenden Kreis weiterer hervorragender Sub-Advisors jedoch optimal. Norman Rentrop und Jens Große-Allermann gilt für das Vertrauen damals und heute von vollem Herzen mein Dank.

Wie im Jahresbericht 2019 unter der Überschrift „Sinn und Unsinn von Börsenkursen“ erläutert, mag der Kapitalmarkt teils erratische Preise für Unternehmen aufrufen: So ist „Mr. Market“ in den letzten sechs Monaten nicht gerade durch Ausgeglichenheit und Achtsamkeit aufgefallen. Dennoch ist nach fünf Jahren der erste halbwegs sinnvolle Zeitraum erreicht, die Performance eines Investors etwas strukturierter zu bewerten: Hiermit lege ich meine Arbeit der letzten fünf Jahre im folgenden Abschnitt auf die sprichwörtliche Trüffelwaage.

### Messen und Wiegen

Zunächst die wichtigsten Portfolio- und Performance-Fakten zum TGV Truffle in tabellarischer Übersicht:

Portfolio-Fakten:	
NAV zum 30.06.2020 in EUR	127,30
Zahl der Investments	15
Gewichtung größtes Investment	21,8%
Gewichtung Top-5 Investments	63,4%
Gewichtung Kasse / Festgeld	8,8%

Top-5 Investments (alphabetisch):
Amaysim
Associated British Foods
MEDIQON Group
Naked Wines
Tucows

Zeitraum	TGV Truffle <sup>1</sup>	Berkshire <sup>2</sup>	(Differenz) <sup>3</sup>	6% p.a. Benchmark	(Differenz) <sup>3</sup>
2015 <sup>4</sup>	-12,5%	-10,0%	(-2,5%)	+4,5%	(-17,0%)
2016	+18,1%	+27,5%	(-9,4%)	+6,0%	(+12,1%)
2017	+17,0%	+6,9%	(+10,1%)	+6,0%	(+11,0%)
2018	-1,9%	+7,5%	(-9,4%)	+6,0%	(-7,9%)
2019	+1,3%	+13,6%	(-12,2%)	+6,0%	(-4,7%)
In 2020	+5,8%	-21,4%	(+27,2%)	+3,0%	(+2,8%)
Seit Auflage <sup>5</sup>	+27,4%	+17,7%	(+9,7%)	+35,8%	(-8,4%)

Beim Start vom TGV Truffle habe ich zwei Messlatten für die Performance nach allen Kosten gesetzt: (i) besser als 6% pro Jahr und (ii) besser als der Kurs der Berkshire Hathaway-Aktie in EUR zu rentieren.

Das TGV lief seit Start besser als Berkshire Hathaway, brachte allerdings weniger als 6% pro Jahr.

Der Anspruch muss sein, mittelfristig beide Hürden deutlich zu übertreffen.

Es ist philosophisch interessant, ab wann man im Leben eines Investors *überhaupt* die Performance sinnvoll bewerten kann. Gerade in einem konzentrierten Portfolio wie TGV Truffle führen Veränderungen in den Kursen einzelner Aktien zu teils erratischen Auswirkungen auf die Gesamtperformance. Noch im Januar schrieb ich:

*„Im Jahr 2019 haben sich bei einigen Portfolio-Unternehmen geradezu absurde Verwerfungen zwischen Kurs und Wert ergeben. Die extremsten Beispiele dafür sind Amaysim, Naked Wines und System1. Die aktuellen Kurse dieser Firmen notieren um ein Vielfaches geringer, als die Ertragspotentiale der Firmen nahelegen würden bzw. als der Wert, der in einem Verkaufsprozess Erlöst werden könnte.“*

Seither ist die Aktie von Amaysim um weitere 30% gefallen und hat sich von diesem Niveau dann aber mehr als verdoppelt. Naked Wines notiert heute auch grob auf dem doppelten Niveau von Januar. System1 hat sich hingegen seit Januar noch einmal halbiert. Die zu erahnende Pointe: die eigentliche unternehmerische Entwicklung all dieser Unternehmen war viel weniger dramatisch.

<sup>1</sup> Performance des TGVs nach BVI-Methode, somit bereinigt um aus dem Fondsvermögen gezahlte Steuern.

<sup>2</sup> in EUR

<sup>3</sup> Rundungsdifferenzen sind möglich

<sup>4</sup> 31.03.2015 bis 31.12.2015

<sup>5</sup> Seit 31.03.2015

Allerdings sind fünf Jahre auch ein hinreichend langer Zeitraum, um diverse Entscheidungen in einem Portfolio zu betrachten und ihre Güte zu beurteilen. Zumal in den letzten fünf Jahren wirklich einiges passiert ist:

- Großbritannien entschied sich, aus der EU auszutreten.
- Psychopathen wurden in die höchsten Ämter dieser Welt gewählt.
- Öl zeigte erstmalig einen negativen Preis.
- Ein Virus legte in unbekanntem Maße die Welt lahm.
- Am deutschen Aktienmarkt wurde ein Betrugsfall über Jahre gefeiert und ging dann binnen Tagen insolvent.
- Banken in Europa berechnen ihren Kunden „Verwahrungsentgelte“ statt Zinsen auf Einlagen zu zahlen.
- Gleichzeitig strömen Zentralbanken seit Jahren in nie dagewesenem Maße Liquidität in die Weltwirtschaft.
- Während in einzelnen Bereichen der Weltwirtschaft depressionsartige Zustände herrschen (z.B. im Einzelhandel, bei europäischen Banken oder im Rohstoffsektor), kommen andere Bereiche gar nicht aus dem Feiern heraus (Softwareunternehmen, gerade in den USA, notieren zu teils bizarr-hohen Bewertungen, die an eine Spekulationsblase erinnern).

Ein Investorenkollege von mir schrieb in seinem letzten Investorenbrief völlig zutreffend: „*What a time to be in business!*“.

Zur Einordnung hilft ein Blick auf einige weltweite Indices, also Zusammenstellungen von Aktien mit Sitz in bestimmten Regionen:

Indices <sup>6</sup> April 2015 bis Juni 2020	
Nasdaq 100 Index	+134,0%
MSCI Emerging Markets Index	+6,5%
DAX30 Index	+2,9%

Der Nasdaq 100 bildet die 100 größten Technologiefirmen in den USA ab, der MSCI Emerging Markets eine große Liste von Unternehmen in Ländern wie China, Indien, Russland, Brasilien oder Thailand und der DAX30 die 30 größten börsennotierten Unternehmen Deutschlands. Hätte man vor fünf Jahren in ein DAX30-Indexfonds investiert – und ich bin mir sicher, dass einige Leser dies getan haben – dann hätte man nach Kosten aber inklusive aller Dividenden seither praktisch *kein Geld verdient*. Hätte man

---

<sup>6</sup> Performance der ETFs IE00B53SZB19, IE00BKM4GZ66 und IE00B5BMR087 in EUR, inklusive Dividenden.

hingegen einen Indexfonds auf den Nasdaq gekauft, würde man *mehr als doppelt so viel Kapital* wie vor fünf Jahren haben.

Als in Deutschland ansässiger Berater des TGV Truffle könnte ich mich nun damit rühmen, seit fünf Jahren eine erheblich bessere Performance als der DAX30 abgeliefert zu haben. Dies ist aber Unsinn, denn ich kann weltweit Aktien für den Kauf empfehlen. Somit kann man gut die Frage stellen, warum TGV Truffle nicht unentwegt in Nasdaq 100-Werten investiert war!

Zum Start von TGV Truffle habe ich dazu eine „Gebrauchsanleitung für Investoren“ verfasst, in welcher ich festlegte, wie ich das TGV beraten würde. Ich meinte damals und glaube noch heute, dass die dort festgelegten Grundsätze (Kapitel „Investmentstil“) zeitlos sind und sauber umgesetzt zu hohem langfristigen Erfolg führen werden. Ein wesentlicher Teil des Investmentstils von JMX Capital ist es, sehr gute Unternehmen zu kaufen, wenn sie günstig sind und zu verkaufen, wenn sie teuer geworden sind. Der von Laub bedeckte Trüffel soll erschnüffelt werden und wird dann an das Sterne-Restaurant verkauft. In den letzten Jahren hat jedoch ein Bieterwettkampf der Sterneköche um die besten Trüffel begonnen, in dem TGV Truffle sprichwörtlich keine Aktien mehr hat.

So war Microsoft (im Portfolio von 2015 bis 2018) über Jahre ein völlig unterschätzter Trüffel, welcher danach zusehends populärer wurde. Mitte 2018 fiel die Entscheidung, die Aktie zu rund USD 100 zu verkaufen – ein in meinen Augen damals recht ambitionierter Preis für diesen Trüffel. Seither hat sich die Aktie nochmals verdoppelt. Zwar hat sich die Firma operativ in der Tat besser entwickelt als von mir gedacht, die Verdopplung innerhalb von zwei Jahren impliziert jedoch eine drastische Verbesserung der zukünftigen Zahlen. Heute notiert das Unternehmen zum 42-fachen Gewinn des Jahres 2019 – sehr viel muss gut gehen, damit Investoren auf diesem Preis langfristig Geld verdienen.

Diese Meinung muss aktuell viel Kritik einstecken. Das Argument lautet: Es lohnt sich, für höchste Unternehmensqualität auch hohe Preise zu zahlen. Diese Einschätzung teile ich *im Prinzip*, finde allerdings einen Blick in die Vergangenheit für den Kontext wichtig. Ein gutes Beispiel ist Coca-Cola im Jahre 1998. Die Aktie erreichte damals – mit durchaus ähnlichem Narrativ wie heute US-Softwarefirmen beschrieben werden („höchste Qualität“, „tolle Unternehmenskultur“, „noch jahrelanges Wachstum“) – einen Höchststand und wartete mit sehr ambitionierten Bewertungskennzahlen auf. Es dauerte (inklusive Dividenden) 13 Jahre, bis dieser Höchststand in 2011 wieder erreicht wurde. Und wir sprechen hier über ein Unternehmen, welches sich operativ gut entwickelte und daher die gesteckten Erwartungen auch erfüllte. Der Blick ins Jahr 2007 – damals waren Rohstoffaktien die „sichere Wette mit glasklarer Zukunft“ und stellten die höchst-bewerteten Unternehmen der Welt dar – ist noch ernüchternder. Das wohl bestgeführte große Ölunternehmen der Welt, Exxon Mobil, notiert inklusive Dividende heute noch deutlich unter dem Niveau von 2007. Wieder sind 13 Jahre vergangen, nur haben

sich die hohen Erwartungen von damals überhaupt nicht erfüllt. Der Besuch des Sternerestaurants endete mit Magenschmerzen!

Insofern trauere ich der Performance des Nasdaq 100 nur eingeschränkt hinterher: um davon profitieren zu können, hätte ich entgegen meiner Prinzipien handeln müssen. Zumal ein Investment wie 2015 bis 2018 in Microsoft zu einer Verdopplung des eingesetzten Kapitals für TGV Truffle binnen drei Jahren führte und ein voller Erfolg war – ich habe nur früher empfohlen von der Party nach Hause zu gehen als andere.

Es bleibt jedoch die Frage, welche Note ich mir für die Beratung von TGV Truffle in den letzten fünf Jahren geben sollte.

Für mich ist es am sinnvollsten, die Güte des eigenen Prozesses (anstatt der Ergebnisse) unter die Lupe zu nehmen. In der Gebrauchsanleitung für Investoren spreche ich davon, eine Watchlist hervorragender Unternehmen zu pflegen, aus welcher dann die jeweils günstigsten für das Portfolio von TGV Truffle empfohlen werden. „Günstig“ heißt dabei für mich, dass zwischen Börsenkurs und meiner Schätzung für den gerechtfertigten Wert eine hohe Diskrepanz besteht. Bei der Analyse dieses „gerechtfertigten Wertes“ stelle ich darauf ab, was man auf Basis verschiedener Szenarien für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens und unter Erwartung einer angemessenen Rendite für das gesamte Unternehmen zahlen könnte. „Angemessene Rendite“ für eine Aktienanlage ist im aktuellen Inflationsumfeld für mich rund 10% pro Jahr in Euro<sup>7</sup>. In anderen Worten: wenn die von mir empfohlenen Aktien alle genau zum fairen Wert in TGV Truffle gekauft würden und die Ergebnisse der Firmen aggregiert so ausfallen wie geschätzt, würden die Kursperformance der Aktien 10% pro Jahr betragen. Da die Welt aber natürlich unsicher ist, probiere ich eben Aktien *unter* dem fairen Wert zum Kauf zu empfehlen. Der Unterschied zwischen Preis und Wert dient dann als Sicherheitsmarge gegen die Unwägbarkeiten des Unternehmertums. Sollten diese Unwägbarkeiten eher zu positiven Überraschungen führen oder meine Schätzungen über zukünftige Ergebnisse von Natur aus konservativ sein (was ich anstrebe und glaube umzusetzen), dann sollte die Sicherheitsmarge bei Kauf nicht als Puffer gebraucht werden sondern eine Quelle von Renditen über 10% pro Jahr sein.

Wenn man für die Berechnung des NAV von TGV Truffle nicht die Kurse der Aktien zum jeweiligen Stichtag einfügt, sondern die von mir geschätzten fairen Werte der Firmen, so erhält man den Wert, den ein Anteil von TGV Truffle *wert sein sollte*. Ich will diese Zahl bewusst nicht publizieren, um keinerlei

---

<sup>7</sup> Akademisch lässt sich langfristig eine Überrendite von rund 6% pro Jahr von Aktien über Staatsanleihen nachweisen. Die langfristige Staatsanleihen-Rendite liegt bei ca. 0,5% pro Jahr über Inflation und 2% pro Jahr ist das aktuelle Inflationsziel der Europäischen Zentralbank. Eingedenk von rund 1,5% pro Jahr jährlicher Kosten im TGV Truffle muss eine Aktie also brutto  $6\% + 0,5\% + 2\% + 1,5\% = 10\%$  pro Jahr bringen, um als Investment in Frage zu kommen.

falsche Erwartungen zu schüren oder in die Irre zu führen. Dennoch ist es aufschlussreich, diesen fairen Wert je Anteil vom 30.06.2015 mit dem fairen Wert je Anteil per 30.06.2020 zu vergleichen. In voller Würdigung, dass es sich lediglich um grobe Schätzungen handelt: bei gleicher Methodik ist der faire Wert je Anteil in dieser Fünfjahresspanne um rund 9% pro Jahr gestiegen. Diese Zahl ist nun natürlich bereits nach Abzug von ca. 1,5% jährlichen Kosten. Auch war die Inflation in Europa 2015 bis 2020 eher bei 1,5% pro Jahr und Staatsanleihen verdienen 0,5% pro Jahr *weniger* als Inflation (statt wie historisch *mehr* als Inflation). Auf die Aktienüberrendite heruntergebrochen lag die Wertsteigerung also bei  $9\% - 1,5\% + 0,5\% + 1,5\% = 9,5\%$  pro Jahr gegenüber 6% pro Jahr in den Modellannahmen. Das ist halbwegs zufriedenstellend. Allerdings wünsche ich mir – insbesondere wegen der Messunschärfen und des teils sehr konzentrierten Portfolios – mittelfristig eine deutlichere Marge zwischen Entwicklung des fairen Wertes und der generellen Renditeerwartung für Aktien. In Schulnoten wäre die Leistung wohl eine 3+ und das reicht mir nicht.

Diese Rechnung illustriert jedoch zwei Dinge nochmals besonders.

Erstens zeigt sich, wie extrem gut die amerikanischen Technologiewerte in den letzten fünf Jahren relativ zu langfristigen Renditeerwartungen am Aktienmarkt gelaufen sind. Die obigen 134% Performance des Nasdaq 100 in 5 ¼ Jahren entsprechen 17,6% Rendite pro Jahr, oder eben 16,6%<sup>8</sup> Aktienüberrendite gegenüber 6% langfristigem Schnitt. Es wäre überraschend, wenn sich diese Zahlen fortsetzen würden.

Zweitens wird deutlich, wie wichtig es ist, mit Sicherheitsmarge zu kaufen. Ich habe in meinen Briefen schon oft Microsoft und Rolls-Royce gemeinsam besprochen, da beide Firmen ähnlichen Dynamiken einer Transformation unterliegen. Beide Unternehmen würde ich wieder zum Kauf empfehlen, obwohl die Ergebnisse – sowohl operativ wie auch in den Kursen – völlig auseinander gingen. Wenn ich mir alte Finanzmodelle zu Microsoft ansehe, dann hat die Firma es geschafft, meine Best-Case-Schätzung zu treffen. Rolls-Royce hingegen hat mit gravierenden technischen Problemen in einem Triebwerksprogramm und der Einstellung des Flugverkehrs durch die Covid19-Pandemie gleich zwei unwahrscheinliche, wenn auch plausible, Rückschläge erlitten. Als Investor braucht man Aktien wie Microsoft im Portfolio, um gelegentliche Fälle wie Rolls-Royce zu kompensieren. Die Kunst ist es, in den Bewertungsannahmen in der Art konservativ zu schätzen, dass die positiven Ereignispfade etwas mehr als gehofft überraschen und die negativen Ereignispfade glimpflicher laufen als gedacht.

---

<sup>8</sup>  $17,6\% + 0,5\%$  negativer Anleiherendite -  $1,5\%$  Inflation =  $16,6\%$  Aktienüberrendite



## Portfolioveränderungen

Das erste Halbjahr war von viel höherem Portfolioumschlag als sonst üblich geprägt. Das löst Störgefühle bei mir aus – probiere ich doch ein wirklich langfristiger Investor zu sein. Durch die Verwerfungen der Kapitalmärkte im März entstanden jedoch außergewöhnlich gute Möglichkeiten, welche nur in einem kurzen Zeitfenster nutzbar waren.

Ein gutes Beispiel ist DCC, eine irische Holding, welche in diversen Logistikgeschäften tätig ist. Das Geschäft ist denkbar robust und insbesondere von Covid19 nicht betroffen. Das Unternehmen kenne ich seit 2011 und ich bin mit den handelnden Personen und dem Geschäft gut vertraut. DCC war schon lange ein Kandidat auf meiner Watchlist. Mitte März stürzte die Aktie dramatisch ab und ich konnte den schnellen Aufbau einer Position empfehlen. Die Entscheidung dazu musste binnen Minuten fallen, da plötzlich ein Aktienpaket zu niedrigen Preisen zum Kauf angeboten wurde. Beherzt empfahl ich zuzugreifen. Seither hat sich der Kurs verdoppelt, was die Absurdität der damaligen Bewertung unterstreicht. Derartige Preisschwünge bei soliden Milliardenunternehmen wie DCC sind die Chancen, auf die ich für TGV Truffle warte.

Im Januar sprach ich die Übernahme bei Cincinnati Bell an und dass genau bei Veröffentlichung des Jahresberichts im Januar ein weiteres Gebot für die Firma publik wurde. Im weiteren Verlauf konnten die wesentlichen Aktionäre von Cincinnati Bell dem Management und Bietern deutlich machen, dass ein Erwerb der Firma nur zu einer höheren Bewertung möglich sei. Es kam zu einem Bieterwettstreit und letztlich gewann das Gebot zu USD 15,50 je Aktie – eine schöne Verbesserung gegenüber dem erstmaligen Angebot von USD 10,50! Das TGV Truffle verkaufte die Position und der erzielte Preis ist zufriedenstellend. Gleichzeitig kam es durch den Verkauf zur idealen Zeit zu einem Liquiditätszufluss im TGV, welcher in Käufe von beispielsweise DCC reinvestiert werden konnte.

Ein sehr interessante Erkenntnis aus dem Cincinnati Bell Investment ist jedoch, dass die Bieter (zu denen die renommiertesten Infrastrukturinvestoren der Welt gehörten) einem Glasfasernetzwerk in den USA scheinbar einen drastisch höheren Wert beimessen, als der Kurs der Aktie dies vermuten ließ. Das lässt mich ausgesprochen optimistisch auf das größte Investment von TGV Truffle, Tucows, blicken. Hier misst die Börse dem Glasfasersegment aktuell sogar einen negativen Wert zu (obwohl die operativen Zahlen gut aussehen). Es wird einen Tag geben, an dem die heutige Erkenntnis von professionellen Infrastrukturinvestoren auch bei den Aktionären von Tucows ankommen wird. Auf dem Weg dahin freue ich mich über jahrelange Möglichkeit, die Aktie von Tucows viel zu günstig empfehlen zu können – die Firma selbst scheint dies ähnlich zu sehen: insbesondere in der Krise im März wurden verstärkt eigene Aktien zurück gekauft.

Bei den langjährigen Positionen Alphabet und Rolls-Royce kam es im abgelaufenen Halbjahr zum Verkauf. Beide Aktien würde ich unter anderen Umständen wieder zu einem Kauf empfehlen, mich stört also nichts bei den Firmen per se.

Rolls-Royce halte ich aufgrund der durch Covid19 völlig veränderten Flugverkehrslandschaft für aktuell zu schwer einzuschätzen. Gerade da sich die Firma immer noch in einer Transformation befindet, kommt die Krise nun zur Unzeit und dürfte den Turnaround ungewisser machen. Ich verfolge die Situation eng und es ist gut möglich, dass TGV Truffle in Zukunft wieder Aktionär bei Rolls-Royce wird. Dazu muss die Firma jedoch die Krise durch- bzw. überleben.

Alphabet hingegen ist aus Bewertungsgründen zum Verkauf empfohlen worden. Das TGV Truffle war hier seit Beginn investiert und die Position war über die Jahre einer der großen Gewinner im TGV. Für die Einschätzung von Alphabet nutze ich eine Bewertungslogik, nach welcher ich die ausgewiesene Profitabilität um Kosten für Wachstumsprojekte bereinige. Historisch hat Alphabet in sehr erheblichem Maße Aufwendungen in der Gewinn- und Verlustrechnung geltend gemacht, welche eigentlich eher Investitionscharakter haben. Die Börse unterschätzte über viele Jahre die Ertragskraft der Firma, was eine wunderbare Chance bot. Gerne würde ich empfehlen, noch weiter Aktionär bei Alphabet zu bleiben, doch hat sich der Kurs jüngst erheblich meiner Schätzung des fairen Wertes genähert. Gleichzeitig bin ich über Zeit skeptischer geworden, was die regulatorische Betrachtung der Firma angeht. Der monopolrechtliche Druck nimmt zu und es kann gut sein, dass Alphabet die volle Ertragskraft gar nicht zeigen sollte bzw. mit stärkeren Auflagen oder Steuern belegt bekommt. Sollte sich die Lücke zwischen fairem Wert und Kurs jedoch in Zukunft wieder deutlicher öffnen, so freue ich mich jetzt schon, die Aktien dieses tollen Unternehmens zum Kauf zu empfehlen.

## **MEDIQON**

Fast seit Start des TGV Truffle ist die MEDIQON Group AG (damals noch unter dem Namen medical columbus AG) ein fester Bestandteil des Portfolios. Das Geschäft hat sich seither ganz erheblich geändert: ehemals als Softwarefirma im deutschen Klinikmarkt gestartet, ist die MEDIQON heute als Holding tätig und betreut die Aktivitäten ihrer Tochterunternehmen. Der Aufsichtsrat hat mich zum 01.03.2020 zum weiteren Vorstand der Gesellschaft zur Unterstützung des Gründers und Vorstandsvorsitzenden, Dirk Isenberg, berufen. Bei der MEDIQON verantworte ich nun primär die Kapitalallokation. Herr Isenberg hat ein super Team bei der MEDIQON aufgebaut und das Ziel ist, das Kapital der Aktionäre intelligent zu vermehren. MEDIQON ist ein großes Investment von TGV Truffle und die Früchte meiner Arbeit als Vorstand werden in erheblichem Maße auch dem TGV zukommen. Bei

Interesse kann ich Ihnen die jährlichen Geschäftsberichte empfehlen, in welchen in hohem Detailgrad auf die Holding-Aktivitäten eingegangen wird<sup>9</sup>.

### Die perfekte Welle

In den letzten fünf Jahren durfte ich diverse Erfahrungen machen, die meinen Blick schärfen wie gute und schlechte Aktieninvestments aussehen und welche Attribute diese zeigen – oft lange bevor die Ergebnisse sich in Geschäftszahlen oder Kursen widerspiegeln. Dabei sei gesagt, dass viele Wege nach Rom führen und unterschiedlichste Investoren mit den unterschiedlichsten Strategien an der Börse langfristigen Erfolg haben. Es ist jedoch nicht wichtig, was *irgendwie bei anderen* funktioniert, sondern was *ziemlich sicher für einen selbst* funktioniert. Und dafür schärft sich laufend, nach was man eigentlich suchen sollte um einen Trüffel zu finden. Natürlich muss man dabei – wie ein Surfer der im flachen Wasser auf die „perfekte Welle“ wartet – auch mit Kompromissen leben. Wie beim Surfen weiß man auch beim Investieren erst hinterher, ob einen die Welle umwirft oder ob dahinter noch eine viel bessere Welle kommt. Auf Basis der Begebenheiten muss man also großartige Wellen surfen, ohne dass einem jemand Perfektion garantiert. Wie jeder Surfer habe ich als Investor aber eine Idee wie Perfektion bei einer Aktie für mich aussieht – und dieser Blick ist die letzten Jahre klarer geworden. Dennoch ergibt eine Verallgemeinerung, ein Ratgeber, eine Checkliste wie die perfekte Welle aussieht, wenig Sinn. Jede Situation ist unterschiedlich und einzelnen Aspekte können übergeordnete Bedeutung haben. Das endlose Warten auf die vollendete Perfektion bei einem Investment kann hemmen und die Kunst liegt im richtigen Kompromiss. Es gibt eben keinen Ferrari Kombi!

Dennoch ist mir ein Attribut eines möglicher Weise perfekten Investments in den letzten Jahren nochmals klarer geworden: die Interessen der handelnden Personen in den Firmen müssen mit den Interessen der Investoren von TGV Truffle möglichst kongruent sein. „Interesse“ muss dabei nicht zwangsläufig monetär sein – Menschen führen Firmen aus den unterschiedlichsten Gründen – doch wenn nicht alle im gleichen Boot sitzen, wird die Reise in Richtung langfristig-hervorragender Performance *ungleich schwerer*. Dies war mir schon bei Start von TGV Truffle in der Theorie klar. Manche Erfahrungen muss man jedoch durchleben, um die Lektion daraus wirklich in ihrer Tiefe zu verstehen. Jeder Unternehmer wird sagen „am Ende hängt es an den Menschen“ – in einer Welt voller blinkender Kurse, Analyse von Finanzabschlüssen und Wettbewerbsdynamiken ist dies leicht zu vergessen. Gleichzeitig bin ich überzeugt, dass insbesondere der Trend hin zu ETFs die aufwendig analysierbaren Ineffizienzen eher größer macht. Viele Wettbewerber von TGV Truffle verlassen sich nur auf Datenreihen oder sind gar komplett passive Anleger, die nur regelbasiert agieren. Diese Anleger –

---

<sup>9</sup> [https://www.mediqon-group.de/wp-content/uploads/2020/06/Medicon\\_Group\\_Jahresabschluss-2019.pdf](https://www.mediqon-group.de/wp-content/uploads/2020/06/Medicon_Group_Jahresabschluss-2019.pdf)

welche mittlerweile einen Großteil des Kapitalmarktes ausmachen – nehmen sich nicht die Zeit für das persönliche Gespräch und Betrachtung von Kontext. Oft liegen hier allerdings die größten Ineffizienzen.

Den kommenden fünf Jahren von TGV Truffle sehe ich mit viel Hoffnung entgegen, da ich mir bei den Interessen, Fähigkeiten, Anreizen und Motivationen der handelnden Personen bei den wichtigsten „Trüffeln“ sehr sicher bin.

### **Leseempfehlung**

Ich konnte im Frühjahr endlich ein Buch auf der Leseliste angehen, welches dort seit Jahren stand: „Technological Revolutions and Financial Capital“ von Carlota Perez. Die Autorin blickt darin auf diverse historische Innovationsschübe (Einführung der Eisenbahn, Erfindung des Internets usw.) und setzt diese in Bezug zur Rolle des Kapitalmarktes. Es ist dabei faszinierend zu sehen, wie sich Dinge teils auf absurd-ähnliche Art und Weise wiederholen. Die Lektüre rückt die eigene Rolle als Investor etwas in Perspektive und relativiert zeitgenössische Kommentatoren, welche das Heute oft als „nie dagewesen“ deuten.

### **Ausblick**

Bedingt durch die Corona-Krise, musste die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV das ursprünglich für Juni geplante Investorentreffen leider auf den 05. September verschieben. Da keine Gefahr durch Covid19 entstehen soll, wird die Veranstaltung virtuell abgehalten. Es wird Ihnen aber natürlich die Möglichkeit gegeben, Fragen zu stellen. Ihnen sollten bereits die Einladung für die Veranstaltung zugegangen sein.

Bis dahin wünsche ich Ihnen und Ihren Familien alles Gute, Gesundheit und Sicherheit. Ich freue mich auf die Zusammenarbeit der nächsten fünf Jahre und hoffentlich noch lange darüber hinaus!

Ihr

Jan-Hendrik Mohr

## Gebrauchsanleitung für Investoren – JMX Capital

Warren Buffett und Charlie Munger haben 1983 eine Reihe von „owner-oriented principles“ veröffentlicht, um allen Aktionären zu erklären, welche Erwartungshaltung bei einem Investment in Berkshire Hathaway Aktien angebracht ist. Ich sehe eine solche „Gebrauchsanleitung für Investoren“ als effektiven Weg, um den Investoren im TGV Truffle die Grundprinzipien meiner Arbeit auf kompakte Art und Weise zu erklären.

Folgende Prinzipien sollen als „Gebrauchsanleitung für Investoren“ dienen:

### 1. Wert und Preis sind unabhängig voneinander.

Seit ich im Alter von elf Jahren das erste Mal eine Biografie über Warren Buffett gelesen habe, bin ich von den Prinzipien des Value Investing überzeugt. Jedes Wertpapier hat einen inneren Wert sowie einen Preis, der bei einer Transaktion für dieses Wertpapier zu bezahlen ist (z.B. der Börsenkurs). Der innere Wert und der Preis sind jedoch nicht immer identisch und können stark voneinander abweichen. Langfristig wird der Preis des Wertpapiers zu dessen inneren Wert konvergieren. Value Investing bedeutet, diesen inneren Wert gut bestimmen zu können und Wertpapiere konsequent unter ihrem Wert zu kaufen. Dies impliziert, dass Kapitalmärkte nicht immer und überall effizient sind. Benjamin Graham hat zur Illustrierung dessen die Figur des „Mr. Market“ erdacht. Der arme Mr. Market leidet an einer bipolaren Störung und ruft alltäglich Preise von Wertpapieren auf. Wenn er einen guten Tag hat, sieht die Zukunft prächtig aus und seine Wertpapier-Preise reflektieren allen Optimismus der Zukunft. Schlechte Tage schlagen jedoch ins Gegenteil um und die Preise von Mr. Market sind von Trübsal geprägt. Zu unserem Glück ist Mr. Market nicht nachtragend und vergibt uns jede Ignoranz – niemals müssen wir auf seine Preise reagieren. Vielmehr können wir sie opportunistisch zu unserem Vorteil nutzen und kaufen, wenn Mr. Market depressiv ist, und verkaufen, wenn er den Champagner öffnet. Meine Arbeit fokussiert sich auf das tiefe Verständnis des inneren Wertes von Wertpapieren und ich agiere, wenn ich einen Unterschied zwischen Wert und Preis erkennen kann.

### 2. Stürmische Zeiten sind wünschenswert.

Es kann viel Zeit verstreichen bis Wert und Preis konvergieren. In der Tat ist es gut möglich, dass die Bewertungsdifferenz zunächst größer wird bevor sie sich schließt. Dennoch sind die meisten Schwankungen am Kapitalmarkt kurzfristig bedingt und haben wenig mit der langfristigen ökonomischen Realität zu tun. Wenn ich meinen Erfolg bei einem bestimmten Investment bestimmen möchte, so betrachte ich stets in wie fern die operative Entwicklung der Firma meinen Erwartungen entsprochen hat und nicht darauf, wie sich der kurzfristige Aktienkurs entwickelt. Insbesondere bei hervorragenden Unternehmen ist ein langwieriger Erkenntnisprozess von Mr. Market eine sehr positive Gegebenheit. Je länger eine Unterbewertung anhält, desto mehr Aktien können langfristige, rationale Investoren an der stets günstiger werdenden Firma erwerben. Man kann es sich wie eine Steinschleuder vorstellen: je länger und kräftiger man zurückzieht, desto impulsiver erfolgt der Ruck nach dem Loslassen. Die gleiche Logik gilt am Aktienmarkt. Während viele Menschen sich durch kurzfristig stürmische Zeiten verrückt machen lassen, sehe ich diese eher als Gelegenheit an.

Die besten Chancen sehe ich dann, wenn Mr. Market den langfristigen Wert einer Firma vollkommen aus den Augen verliert. Anders als von der modernen Finanzmathematik postuliert, sollten die Investoren im TGV Truffle eine Präferenz für stürmische Zeiten mitbringen. Dem akademischen Paradigma, nach welchem Kurschwankungen mit Risiko gleichzusetzen ist, widerspreche ich vollends. Ich werde alles tun, das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlustes zu minimieren, ich werde nichts unternehmen, die Preisschwankungen von TGV Truffle zu glätten.

3. Verantwortlichkeit in der 1. Person Singular.

Viele Fondsmanager berichten über ihre Entscheidungen in der 1. Person Plural – „wir haben eine Position in Aktie XYZ“ – wobei es eigentlich heißen sollte: „ich habe eine Position in Aktie XYZ“. Man kann diese Nuance als irrelevant abtun, doch ich finde sie hoch signifikant. Im TGV Truffle gibt es keinen Investmentausschuss, kein Team und keine geteilte Verantwortlichkeit bei Fehlern. Ich gebe die Investmentempfehlungen und ich bin am langen Ende für die Ergebnisse verantwortlich. Dies bedeutet auch, dass die Investoren in TGV Truffle eine Wette auf meine persönlichen Kapitalallokationsfähigkeiten eingehen, da diese allein die künftige Wertentwicklung beeinflussen. Hierfür werde ich mich sehr intensiv mit potenziellen Anlageobjekten befassen und dabei versuchen mögliche Bewertungsdifferenzen aufzuspüren sowie meine getätigten Investitionen mit der notwendigen Aufmerksamkeit verfolgen. Ich sehe keinerlei Bedarf für Marketing-Personal und plane auch nicht ein Investmentteam aufzubauen. Allerdings heißt dies auch, dass ich wenig Zeit für den Dialog mit Investoren aufbringen kann. Ich werde primär in meinen Jahresberichten kommunizieren und freue mich auf alle Fragen beim jährlichen Investorentreffen der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV in Bonn. Das Team in Bonn befasst sich mit allen regulatorischen und administrativen Fragen rund um TGV Truffle und prüft als Fondsmanager meine Anlageempfehlungen bzw. setzt diese nach positiver Prüfung um. Auch ist die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV sofort handlungsbereit, sollte mir etwas zustoßen. Am allerwichtigsten jedoch: die Trennung von Administration und Beratung des Fonds erlaubt mir einen ausschließlichen Fokus auf Kapitalallokation – eine privilegierte und komfortable Situation, für die ich sehr dankbar bin. Ähnlich wie die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV lege ich wenig Wert auf repräsentative Büros oder eine aufwendige Webpräsenz – Investoren, die viel Dialog brauchen und gerne ihren Fondsmanager auf n-tv sehen würden, sollten nicht in TGV Truffle investieren.

4. Es braucht 20 Jahre einen Ruf aufzubauen und fünf Minuten ihn zu zerstören.

Die Investmentindustrie ist voller Interessenskonflikte und falscher Anreize. Die Integrität meiner Arbeit hat oberste Priorität und ich möchte ein verlässlicher und ehrlicher Geschäftspartner sein. Ich habe keinerlei Interesse daran, unfaire Vorteile zu nutzen oder meine Reputation zu riskieren.

5. All-In.

Es ist schon lange mein Traum einen eigenen Fonds zu beraten und in der Tat habe ich keinen

Plan B. Alle meine eigenen privaten Investments werden in Anteilen von TGV Truffle stattfinden. Die Investoren in TGV Truffle vertrauen mir ihr hart-verdientes Geld an und haben somit meine vollste Aufmerksamkeit verdient. Mein Ziel ist es nicht, den größten Investmentfonds zu beraten, sondern vielmehr die beste langfristige Performance zu erzielen ohne dabei irreparablen Kapitalverlust zu riskieren.

## 6. Marathon und kein Sprint.

Ein Marathon-Läufer muss immer nur zwei Variablen optimieren: a) die Wahrscheinlichkeit anzukommen und b) die Gesamtzeit für die Beendigung von 42,195 km. Es ist völlig irrelevant, welche Zwischenzeiten der Läufer auf einzelnen Intervallen erzielt. Auf Basis meiner Lebenserwartung kann ich mich noch ca. bis zum Jahre 2075 mit Investieren beschäftigen (solange ich geistig in der Lage und willens dazu bin – was sich allerdings bei vielen Value Investoren nicht als Problem erwiesen hat). Analog zum Marathon sollte ich daher a) ankommen, d.h. keinen permanenten Verlust von Kapital erleiden und b) meine Rendite über lange Zeiträume optimieren. Alle Zeiträume unter fünf Jahren dürften sich nicht als hilfreich erweisen, Rückschlüsse auf meine Kapitalallokationsfähigkeiten zu treffen. Bei der Betrachtung der Performance von TGV Truffle gebe ich zu Bedenken, dass ich versuche, den optimalen Marathon zu laufen und nicht der beste Sprinter zu sein.

## 7. Investmentstil.

Es ist in der Investmentindustrie üblich, Fonds nach bestimmten Stilen zu klassifizieren: „value“, „growth“ oder „special situations“. Wenn ein Fondsmanager von seinem designierten Stil abweicht – sogenannter „style drift“ – dann wird dies als negatives Zeichen ausgelegt. Mein Stil ist „rational“ – ich werde immer die Empfehlungen für TGV Truffle geben, welche ich zu einem gegebenen Zeitpunkt als richtig erachte, völlig frei davon, welche Titulierung dies von Kommentatoren zur Konsequenz hat. Meine Investmentempfehlungen sind einzig und allein durch meine Kompetenz begrenzt, die Über- oder Unterbewertung eines Wertpapiers einzuschätzen. Konkret arbeite ich dabei in einem zweistufigen Investmentprozess:

### a) Aufbau einer Watchlist

Ein Großteil meiner Zeit verwende ich darauf, eine Watchlist interessanter Firmen aufzubauen und mein Verständnis über dieses Unternehmen zu vertiefen. Alle Unternehmen eint die Erfüllung von drei Kriterien:

- (i) Verständlichkeit und hinreichende Prognostizierbarkeit des Geschäftsmodells
- (ii) Fähiges und integriertes Management
- (iii) Nachhaltiger Wettbewerbsvorteil

Die aktuelle Bewertung ist für einen Platz auf der Watchlist nicht erheblich. Ganz im Gegenteil: viele Firmen auf der Watchlist sind im Normalfall fair oder sogar teuer bewertet (es handelt sich schließlich auch um herausragende Firmen!).

Wenn ich nach abgeschlossenem Research vor der Entscheidung stehe ein Unternehmen auf meine Watchlist zu setzen, so stelle ich mir stets eine entscheidende Frage: wenn die Aktie eines Tages ohne Nachrichten um 20% fällt – hätte ich dann die Traute sofort Aktien der Firma zu kaufen? Diese Frage lässt sich offensichtlich nur bei Unternehmen allerhöchster Qualität bejahen, deren Geschäftsmodell geringen Risiken ausgesetzt ist. Genau diese Firmen suche ich!

In meiner täglichen Arbeit gilt es, den Zielkonflikt zwischen tieferem Verständnis bereits auf der Watchlist befindlicher und dem Aufspüren neuer Firmen zu lösen. Je mehr Firmen sich auf der Watchlist befinden, desto schwerer wird es, jede einzelne Firma genau zu verfolgen. Auf der anderen Hand steigt jedoch mit der Größe der Watchlist auch die Chance, dass eine der Firmen fehlbewertet ist. Zu meinem Vorteil findet oft auch ein Wissens-Netzwerkeffekt zwischen den Firmen statt. Soll heißen: ein bestehendes Watchlist-Unternehmen nennt mir z.B. einen herausragenden Lieferanten – für mich ein toller Startpunkt zur Erweiterung meiner Watchlist. Vielleicht handelt es sich ja bei dem Lieferanten um ein Unternehmen, welches meine Kriterien erfüllt. Durch solche Ergänzungen kommen nämlich nicht nur zusätzliche Firmen auf meinen Schirm, sondern ich lerne gleichzeitig mehr über die existierende Watchlist.

#### b) Portfolio-Umsetzung

Als Teilmenge meiner Watchlist bilde ich für TGV Truffle ein konzentriertes Portfolio derjenigen Unternehmen, welche ich zu einem gegebenen Zeitpunkt für am stärksten unterbewertet halte.

Immer wieder kommt es vor, dass ein hervorragendes Unternehmen auf meiner Watchlist vor einem erheblichen aber lösbaren Problem steht, welches zwar temporär den Aktienkurs drückt, jedoch wenig Auswirkung auf den langfristigen Wert der Firma hat. Aller Erwartung nach kommt es jedoch nicht allzu oft zu einer deutlichen Fehlbewertung eines Unternehmens von der Watchlist. Deshalb gilt es, zur gegebenen Zeit auch beherzt zuzugreifen und eine entsprechend hohe Gewichtung jeder einzelnen Position im TGV Truffle anzustreben. Üblicher Weise dürften sich rund 10 Werte im TGV Truffle befinden. Dies erlaubt genügend Diversifizierung unternehmensspezifischer Risiken bei gleichzeitig relevantem Einfluss jeder Position auf die Performance des TGV. Ich scheue in besonderen Einzelfällen auch nicht vor hohen Konzentrationen in einzelnen Aktien zurück. In solchen Fällen müssen jedoch die Wahrscheinlichkeit und das potentielle Ausmaß eines Kapitalverlustes in dem Investment extrem gering sein. Gemeinhin anerkannte (jedoch vollkommen willkürliche!) Diversifizierungs-Maßstäbe aus dem institutionellen Asset Management spielen für meine Beratung des TGV Truffle Portfolios keine Rolle. Nichtsdestotrotz achte ich auf wirkliche Diversifizierung zwischen den ökonomischen Einflussgrößen hinter meinen Portfoliounternehmen. So sollten beispielsweise ein Rohstoffpreis oder eine einzelne Volkswirtschaft kein übermäßiges Gewicht im TGV erhalten.

Eines steht fest:

TGV Truffle ist kein index-naher Aktienfonds, sondern vielmehr die Darstellung der jeweils besten Investmentideen – in welcher Gestalt diese sich auch zeigen sollten.



#### 8. Management-Gebühren und Gleichbehandlung aller Investoren.

Die Management-Gebühr des TGV Truffle beträgt 1% des Fondsvermögens und wird quartalsweise abgerechnet. Zusätzlich fällt eine Performance-abhängige Gebühr in Höhe von 10% der über 6% p.a. liegenden Rendite an. Die Messelatte von 6% wird jedes Jahr als Zinseszins kalkuliert, d.h. es wird stets nur dann Performance-Gebühr berechnet, sofern der erste in TGV Truffle-investierte Euro sich mit 6% p.a. verzinst hat. Jeder Anleger kann quartalsweise Kapital investieren und abziehen. Anders als viele Fonds zahlt TGV Truffle keine so genannte Bestandsprovision an Vermittler. Alle Investoren im Fonds werden gleich behandelt – sowohl ich selbst wie auch die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV unterliegen den gleichen Gebühren und Bedingungen wie alle anderen Investoren.

Jan-Hendrik Mohr, Hamburg, April 2015