

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

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Bonn, im Januar 2017

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 30. Dezember 2016 bei 117,67 Euro. Für das Kalenderjahr 2016 entsprach die Veränderung des NAV somit +15,95 %, inklusive aller Kosten. Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von +6,87 % erzielt.

Für einen Anleger, der zur Auflage im März 2015 anstatt in das TGV Partners Fund in den DAX investiert hat, hätte der DAX zum 31. Dezember 2016 einen Anstieg um +22,64 % verzeichnen müssen, um mit dem TGV gleichzuziehen. Damit liegt das TGV Partners Fund zum Stichtag über der Rendite der breiten Indizes.

Jahr	TGV Partners Fund	DAX	Differenz
2015 (9 Monate)	+1,48 %	-10,22 %	+11,70 %
2016	+15,95 %	+6,87 %	+9,08 %

per annum	+9,74 %	-2,33 %
absolut	+17,67 %	-4,05 %

Auch wenn die Outperformance eindrucksvoll erscheint, halte ich eine Bewertung der Performance immer noch für wenig sinnvoll, da sie bei einem Zeitraum von weniger als zwei Jahren keinen relevanten Maßstab zur Beurteilung eines Investment-Managers darstellt. Die Fähigkeiten eines Investors kann man allenfalls an mehrjährigen Ergebnissen erkennen, die sowohl Perioden steigender als auch fallender Märkte beinhalteten.

Es ist aber sehr wahrscheinlich, dass die Outperformance in der Zukunft nicht sehr häufig so hoch sein wird wie in den beiden abgelaufenen Kalenderjahren. Und es ist fest damit zu rechnen, dass zwischenzeitlich auch Phasen von Underperformance auftreten werden. Zwischenzeitliche starke Schwankungen in der Performance sind unumgänglich. Ich versuche nicht, diese zu antizipieren oder gar zu minimieren.

*„Wer die Aktien nicht hat, wenn sie fallen, der hat sie auch nicht, wenn sie steigen.“  
(André Kostolany)*

Dieses Zitat beschreibt einen guten Teil der Performance im Jahr 2016, denn das TGV Partners Fund war 2015 investiert, als die Aktien fielen, hatte sie aber auch 2016, als sie wieder stiegen. Während im vergangenen Jahr die scharfe Krise in der Öl- und Gasindustrie eine negative Auswirkung von rund -10 % bezogen auf das gesamte TGV hatte, kehrte sich diese Entwicklung 2016 um.

Ohne dass sich der relative Anteil der Öl- und Gasunternehmen im TGV wesentlich veränderte und ohne dass es bisher eine wirkliche Aufhellung der Lage in der Branche gegeben hätte, haben alle diese Aktien in 2016 haussiert. **TGS Nopec**, **Distribution NOW** und **National-Oilwell Varco** erholten sich von ihren Tiefkursen im Februar 2016 mit Kursgewinnen zwischen +50 % und +80 % bis zum Jahresende.

In Summe sind die Investments in diesem Bereich nun profitabel, so dass ein Beitrag zur Performance des gesamten TGV von rund +10 % für das Kalenderjahr 2016 auf diese drei Unternehmen zurückzuführen ist.

Die Übernahme und der damit einhergehende Verkauf von **Energy Assets**, wie im Halbjahresbericht 2016 beschrieben, brachte einen Ergebnisbeitrag von etwas mehr als +2 %, bezogen auf das Gesamtvermögen des TGV Partners Fund.

Ein weiterer Treiber der Performance war die scharfe Rally einiger Unternehmen nach dem Wahlsieg des republikanischen Kandidaten Donald Trump im November 2016. In dessen Zuge vollführten einige Unternehmen in Vorfreude auf höhere Inflation und potenzielle Infrastrukturmaßnahmen in den USA in nur wenigen Tagen Kurssprünge von mehr als +20 % (**Leucadia** und **Fastenal**).

Die Kursentwicklung fremder Währungen (im Wesentlichen der US-Dollar und das britische Pfund) hatte insgesamt nur wenig Auswirkung auf die Performance des TGV. Seit Auflage Ende März 2015 ist der US-Dollar gegenüber dem Euro ein wenig stärker geworden. Das britische Pfund hat gegenüber dem Euro kräftig verloren. Beide Effekte haben sich in Euro gemessen etwa aufgehoben.

### Die Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den 16 Unternehmen, in die das TGV zum 31.12.2016 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Alphabet (Google)
- Fastenal
- Leucadia
- National-Oilwell Varco
- TGS Nopec
- Distribution NOW
- Gruppo MutuiOnline
- Microsoft
- Rolls Royce
- Tucows

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund 80 % des Fondsvermögens. Das größte Unternehmen, an dem das TGV beteiligt ist, hat aktuell eine Marktkapitalisierung von mehr als 500 Mrd. US-Dollar, das kleinste von weniger als 10 Mio. Euro.

Die zentralen Anlagegrundsätze des TGV Partners Fund haben sich nicht geändert und werden sich auch zukünftig nicht verändern. 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*

Es gab nur wenige Veränderungen gegenüber dem letzten Jahr. **Microsoft** ist nun nach guter Kursentwicklung wieder unter den Top 10. **Admiral Group** ist nach unterdurchschnittlicher Kursentwicklung nicht mehr in den Top 10, aber immer noch unverändert Bestandteil des Portfolios.

Die frei werdenden Mittel aus dem Verkauf von **Energy Assets** wurden im Spätsommer unter anderem in Aktien des kanadischen Unternehmens **Tucows** investiert.

Ich empfinde die wenigen großen Veränderungen innerhalb des TGV Partners Fund nicht als Untätigkeit, sondern fasse sie als sehr positives Zeichen auf. Zum einen hilft ein wenig aktiver Handel dabei oft unterschätzte Transaktionskosten gering zu halten, zum anderen zeigt es, dass sich die meisten Investments des TGV Partners Fund so entwickeln wie erwartet und keine Verkäufe notwendig waren.

#### *Tucows*

Die Position in Tucows stellt, nach einer hervorragenden Performance seit dem Kauf im Spätsommer 2016, mittlerweile eine der größten Positionen dar. Das Unternehmen erfüllt alle Anforderungen, die das TGV Partners Fund an ein potenzielles Investment stellt und besitzt mit CEO Elliot Noss einen Unternehmenslenker, der nicht nur operativ und strategisch Spitzenleistungen vollbringt, sondern vor allem auch die Feinheiten der Kapitalallokation verstanden hat. Zudem ist Elliot substantiell an Tucows beteiligt. Eine hervorragende Kombination, die so ausgeprägt nur selten auftritt.

Tucows – phonetisch übersetzt bedeutet dies „zwei Kühe“ – gehört zu den größten Registraren von Internet-Adressen weltweit. Ein Registrar ist ein Unternehmen, das den Registrierungsprozess von Internet-Domains im Kundenauftrag durchführt. Im Rahmen der Registrierung einer Internet-Adresse fallen viele lästige Detailarbeiten und vor allem auch Rückfragen an. Es gibt mittlerweile viele hundert Millionen Adressen mit Endungen wie „.com“, „.net“ oder auch „.de“. Daher haben sich in den frühen Jahren des Internets einige Unternehmen darauf verlegt, diese Abwicklung von Kundenaufkommen als spezialisierte Dienstleister zu bedienen. Tucows hat eine fantastische Entwicklung in Bezug auf Kundenaufkommen, -zufriedenheit und Kostenstruktur.

In der Vergangenheit war Tucows testfreudig, wenn es darum ging, andere, an das eigene Geschäft angrenzende Geschäftsmodelle zu testen und einzuführen, aber bei Nichterfolg derselben diese wieder einzustellen.

So hat Tucows im Jahr 2012 damit begonnen, den hauseigenen Anspruch an höchsten Kundenservice und Einfachheit auch auf andere Bereiche auszudehnen. So wurde unter der Marke „Ting“ ein Mobilfunkangebot gestartet. Seit Kurzem ergänzt Tucows dieses Angebot in einzelnen Städten der USA auch damit, besonders schnelle Internetanschlüsse über Glasfaser zur Verfügung zu stellen.

Ting als Marke ist in Deutschland beispielsweise mit Simyo vergleichbar, Tucows als Holding mit United Internet. Mit diesem „No frills“-Angebot, welches sich durch Einfachheit, geringe Kosten und kurze Vertragslaufzeit auszeichnet, hat Ting Mobile seit seinem Start 2012 aus dem Stand mittlerweile rund 250.000 Geräte bzw. deren Nutzer unter Vertrag. Ein Tropfen in einem Ozean, der auf über 400 Mio. Geräte geschätzt wird. Für ein relativ kleines Unternehmen ein fantastischer Erfolg, der mittlerweile ebenso wertvoll für das Unternehmen ist wie das alte Geschäft mit dem Service rund um die Registrierung und Abwicklung von Internet-Adressen. Weitere zufriedene Kunden werden hoffentlich folgen.

Angesichts dessen, dass Ting im Verhältnis zum Gesamtmarkt in den USA unbedeutend klein ist, stehen die Chancen gut, dass Ting eine profitable Nische gefunden hat. Diese lässt sich hoffentlich ausbauen, während das ursprüngliche Geschäft weiter stabile Erträge erzielt und das zukünftige Wachstum finanzieren kann.

## Verkaufen, aber wann?

Bei der Fragestellung, wann und unter welchen Gegebenheiten Aktien kaufenswert sind, gibt es unter Value-Investoren sehr viel mehr Einigkeit als bei der Frage, wann (und ob) diese wieder verkauft werden sollten.

Angesichts der historisch niedrigen Haltedauer von Aktien bin ich überzeugt, dass viel zu viele Investments nach viel zu kurzer Frist wieder verkauft werden. Sind die Aktien eines Unternehmens nicht kaufenswert, um sie tatsächlich fünf Jahre zu halten, dann sollte man sie auch keine fünf Minuten besitzen. Sind es die Aktien dagegen wert, fünf Jahre oder länger gehalten zu werden, dann sollte man durchaus auch mal so lange ausharren. Das ist allerdings sehr viel einfacher gesagt als getan.

Typischerweise empfehle ich Positionen zum Verkauf, wenn eines der eingangs genannten vier Kriterien nach dem Kauf verletzt wird. Dies kann geschehen, weil sich die Tatsachen ändern. Aber auch, wenn ich im Nachhinein sehe, dass ich mich bei der ursprünglichen Analyse getäuscht habe. Beide Fälle werden in Zukunft mit Sicherheit vorkommen. Bei den Kriterien 1–3 ist dies in der Regel einfacher zu erkennen als bei Kriterium 4.

Das Kriterium 4, der attraktive Preis, wird dadurch besonders beeinflusst, dass sich die Kurse fast täglich ändern und die Bewertung von Aktien schon nach kurzer Frist deutlich schwankt. Ein Unternehmen, welches gestern noch wirklich außerordentlich günstig schien, kann heute schon nur noch mittelmäßig günstig oder gar teuer sein. Hier bei einem Unternehmen, auch oder gerade wenn man es gut kennt, eine richtige Entscheidung zu treffen, ist außerordentlich schwierig.

Oft ist es nämlich so, dass bei einem Unternehmen mit wirklich fantastischen Wettbewerbsvorteilen, guten Wachstumsraten und einem wirklich ausgezeichneten Management die Realisierung eines großen Teils des inneren Werts des Unternehmens erst in der Zukunft liegt. Und hier kann ein Preis, der heute noch extrem teuer scheint, tatsächlich noch attraktiv sein.

Hierfür ist **Amazon** ein hervorragendes Beispiel.

Seit dem Kauf Anfang April 2015 haben sich die Aktien von Amazon in kurzer Frist mehr als verdoppelt, ohne dass der innere Wert um die gleiche Spanne gestiegen wäre. Der innere Wert von Amazon ist nach meinem Dafürhalten in dieser Frist ein gutes Stück größer geworden, hat sich aber eben nicht verdoppelt. Folglich ist heute der Abstand zwischen Preis und innerem Wert deutlich kleiner und die erwartete zukünftige Rendite entsprechend niedriger als es zum Zeitpunkt des Kaufs der Fall war. Diese Tatsachen sind völlig unabhängig von der Qualität des Unternehmens und des Managements, welche beide ausgesprochen gut sind.

Da ich nach einer bestmöglich rationalen Auswahl von Investmententscheidungen und den zurzeit besten verfügbaren Alternativen strebe, und mir nach diesem fulminanten Kursanstieg von Amazon eine Vielzahl von Alternativen wesentlich günstiger erschienen, habe ich mit sehr schwerem Herzen empfohlen, die Position in Amazon im Laufe des Jahres 2016 zu verkaufen.

Ob es sich hier aber nicht doch um einen schwerwiegenden Irrtum handelt, wird sich erst in Zukunft zeigen. Möglicherweise habe ich trotz einer sehr langfristigen Perspektive den echten Wert von Amazon und die vielen Qualitäten und Optionen, die das Unternehmen besitzt, schwer unterschätzt.

Zum Vergleich: Es wäre ein kolossaler Fehler gewesen, **IBM** 1935, nur zwanzig Jahre nach dem Börsengang im Jahr 1915, oder **Coca-Cola** 1939, nur zwanzig Jahre nach dem Börsengang im Jahr 1919,

trotz hoher Bewertung oder zwischenzeitlich miserabler operativer Ergebnisse und Kursperformance zu verkaufen.

Die lange Dauerhaftigkeit des Wachstums beider Firmen hätte die Unternehmen zu fast jedem Zeitpunkt zu einem vernünftigen Investment gemacht und manch scheinbar günstige Alternative hätte sich tatsächlich als schlechtes Schnäppchen entpuppt.

Da ich mich selbst als Value-Investor im Sinne von Graham & Doddsville verstehe, habe ich für mich diesen speziellen Fall von Verkaufen nur des Preises wegen als potenziellen „*Graham’schen Fehler*“ getauft. Da für die Verkaufsentscheidung als ausschließliches Kriterium die anscheinend hohe Bewertung eines Unternehmens zählt und die Kriterien 1–3 weiterhin intakt sind, kommt es öfter vor, dass sich die verkauften Unternehmen noch Jahre oder Jahrzehnte lang hervorragend entwickeln. Man hätte die Aktien besser gehalten, ohne auf die heutige Bewertung und Benjamin Graham zu hören.

Ob Amazon nun, 20 Jahre nach dem IPO, auch diese Dauerhaftigkeit vorweisen und langfristig so erfolgreich sein wird, werden wir natürlich erst in der Zukunft sehen. Sollte der Preis der Aktien von Amazon jedoch in Bezug auf den inneren Wert wieder wesentlich attraktiver werden, dann werde ich die Aktien ohne Zögern als potenzielles Investment für das TGV Partners Fund empfehlen, da die Kriterien 1–3 immer noch in hohem Maße zutreffen.

### **Operative Entwicklung vs. Kursentwicklung**

Zur Bewertung des Erfolgs eines Unternehmens (genauso wie bei einem Investment-Manager) ist die Kursentwicklung innerhalb eines Jahres und zu einem einzelnen Stichtag mit Sicherheit nicht der richtige Maßstab. Daher erfreut es zwar, dass die Kurse in diesem Jahr insgesamt gestiegen sind, dies sagt aber nichts über den tatsächlichen operativen Erfolg oder Misserfolg der im TGV Partners Fund enthaltenen Unternehmen aus. Obwohl zentraler Treiber des inneren Wertes, kann die Entwicklung von Gewinn und Cashflow über einen zu kurzen Zeitraum gemessen ebenfalls leicht täuschen.

Alles in allem haben sich die Firmen im TGV Partners Fund bisher in etwa so entwickelt wie von mir erwartet. Einige Unternehmen entwickelten sich besser, andere etwas schlechter als erwartet, kein Unternehmen war operativ ein völliger Ausreißer. Diese Erkenntnis ist durchweg positiv, da Verluste die schlechte Angewohnheit haben, fast immer durch diejenigen Risiken einzutreten, die man eben nicht gesehen und eingepreist hat.

### *Gute Kurse bei schlechten Nachrichten*

Einige Firmen haben naturgemäß stark schwankende Ergebnisse, da sie in zyklischen Branchen tätig sind. So sind beispielsweise die Gewinne der Firmen **TGS Nopec**, **Distribution NOW** und **National-Oilwell Varco** im Bereich Öl und Gas seit unserem Engagement im Frühjahr 2015 alle deutlich gefallen und alle drei Unternehmen werden für das Jahr 2016 einen Verlust schreiben.

Ein Umstand, der natürlich wenig wünschenswert, aber angesichts des Ausmaßes der Krise im Sektor wenig verwunderlich ist. Durch den niedrigen Ölpreis ist die Aktivität im Sektor massiv eingebrochen. So lag beispielsweise in den Jahren 2015 und 2016 die Summe der neuentdeckten Reserven auf dem niedrigsten Stand seit 1947. Eine Krise solchen Ausmaßes kommt eben auch nur einmal in Jahrzehnten.

Bei allen drei Firmen sind die Verluste aber auch durch hohe und nachvollziehbare, aber einmalige Aufwendungen (Goodwill-Abschreibungen) bedingt. Der freie Cashflow (nach Aufwendungen für Erhaltungsinvestitionen) war bei allen drei Firmen positiv, ein Umstand, der in Verbindung mit einer gesunden Bilanz für die starke Überlebensfähigkeit spricht. Trotz der Verluste, bin ich mit der

operativen Performance der Firmen zufrieden. Die stark gestiegenen Kurse nehmen jedoch schon eine sehr deutliche Erholung der operativen Situation in 2017 vorweg. Ob diese nun auch so eintreten wird, werden wir erst in einiger Zeit sehen.

### *Schlechte Kurse bei guten Nachrichten*

Auch äußerst erfolgreiche Firmen, deren innerer Wert sich sehr stetig erhöht, können zwischenzeitlich stagnierende oder sogar schrumpfende Gewinne ausweisen. Beispielsweise dann, wenn das Gewinnen neuer Kunden, die Ausweitung eines Wettbewerbsvorteils oder der Start eines neuen Geschäftsfeldes in der Gewinn- und Verlustrechnung auftretende Investitionen nach sich ziehen.

Hier müssen neben Gewinn und Cashflow weitere Messgrößen wie Kundenwachstum oder Eigenschaften der Kunden (Lebensdauer der Kunden, durchschnittlicher Ertrag pro Kunde etc.) für eine Beurteilung der Sinnhaftigkeit dieser Investitionen herangezogen werden, um ausreichend informiert über Erfolg oder Misserfolg des Unternehmens zu urteilen.

Vor diesem Hintergrund hatte eines der größten Investments des TGV Partners Fund, **Alphabet**, die Holdinggesellschaft von Google, 2016 wieder ein besonders starkes Jahr.

Es gab in meinen Augen 2016 nur wenige Investments bei Aktien, die ein so gutes Verhältnis von vernünftiger Chance bei moderatem Risiko aufweisen konnten wie eine Investition in Alphabet. Nur wenige Firmen beherrschen ihr Feld so sehr, haben so viel Raum und Optionen für dauerhaftes weiteres Wachstum, investieren so massiv und so systematisch in die Zukunft und sind dabei trotz alledem noch so profitabel und angemessen bewertet wie Alphabet.

Dem täglichen Nutzer ist es wahrscheinlich nicht klar, aber selbst offenbar lange etablierte Dienste wie etwa „Google Maps“ und „YouTube“ stehen gerade noch am Beginn ihrer unternehmerischen Reise. Eine weitere Verbreitung von mobilem Internet in Verbindung mit höherer Bandbreite der Internet-Geschwindigkeit auf der Welt ist ein nicht zu unterschätzender Rückenwind für sehr viele Bereiche des Unternehmens.

Obwohl Umsatz und Gewinn währungsbereinigt im vergangenen Jahr voraussichtlich um vorzügliche +20 % wuchsen, sind die Aktien des Unternehmens im Jahr 2016 im Kurs praktisch unverändert und damit im S&P 500 ein klarer und deutlicher Underperformer.

*„Prognosen sind schwierig, vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen.“*

Das Jahr 2016 hat wieder eindrucksvoll gezeigt, wie schwierig Prognosen im Hinblick auf Marktentwicklungen sind. Die Reaktionen auf Brexit und Trump-Wahl sind nur zwei prägnante Beispiele. Daher sehe ich keinen Wert in Bezug auf eine Prognose, was die Märkte im Jahr 2017 bewegen könnte, oder wo sie um diese Zeit im nächsten Jahr stehen werden, und ich habe auch keinerlei Ambition, hier eine Voraussage zu treffen. Das TGV Partners Fund halte ich jedoch für das Jahr 2017 und darüber hinaus für gut aufgestellt, gerade weil es nicht von solch kurzfristigen Vorhersagen und Marktentwicklungen abhängig ist.

Die Unternehmen, an denen das TGV beteiligt ist, sind meiner Einschätzung nach von weit überdurchschnittlicher Qualität, haben gute Wachstumschancen und ausgezeichnete Management-Teams. Diese Eigenschaften, gepaart mit einer insgesamt attraktiven Bewertung, sollten im Laufe der Zeit zu zufriedenstellenden Ergebnissen führen.

Wird die See zwischendurch aber wieder rauer, dann sind unsere Unternehmen gut gerüstet. Die meisten Unternehmen im TGV Partners Fund haben keinerlei Schulden, einige eine moderate Verschuldung. Durchgerechnet auf einen einzelnen Fondsanteil sind die Unternehmen im TGV Partners Fund in ihrer Summe schuldenfrei. Eine hervorragende Voraussetzung, um jeden Sturm zu meistern.

### **Investorentreffen**

Die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren wird ihr jährliches Investorentreffen am Samstag, den 10. Juni 2017 in Bonn-Bad Godesberg abhalten.

Als Partner im TGV erhalten Sie wie jedes Jahr in Kürze eine Einladung. Wenn Sie bislang noch nicht teilnehmen konnten, dann möchte ich Sie ermuntern, nach Bad Godesberg zu kommen. Es lohnt sich! Es ist eine ausgezeichnete Gelegenheit, die anderen Partner und die Kollegen in der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV kennenzulernen.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen ein gesundes Jahr 2017 und bedanke mich für Ihr großes Vertrauen.

Herzliche Grüße aus Bonn

Ihr Mathias Saggau