

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 2020 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 2020

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 30. Juni 2020 bei 148,51 Euro. Die Veränderung des Wertes für das erste Halbjahr 2020 betrug inklusive aller Kosten + 0,90 %.¹ Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine negative Performance von – 7,08 % 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	+ 3,67 %	+ 25,48 %	– 21,81 %
2020 (6 Monate)	+ 0,90 %	– 7,08 %	+ 7,98 %

per annum	+ 7,96 %	+ 0,54 %	+ 7,42 %
absolut	+ 49,54 %	+ 2,88 %	+ 46,66 %

Welch einen Unterschied ein paar Wochen machen. Auch wenn das Ergebnis des Teilgesellschaftsvermögens zum Halbjahr am Ende praktisch unverändert ist: der Weg hierhin war turbulent.

Wer hätte gedacht, dass die Welt innerhalb weniger Tage fast stehen bleiben könnte und in kürzester Zeit so drastische, durch das Corona-Virus ausgelöste, Veränderungen anstehen würden. Lächelten wir anfangs vielleicht noch über Gesichtsmasken in Asien, sind diese heute auch in Deutschland zu einem festen Bestandteil des öffentlichen Lebens geworden.

Hätte Ihnen irgendjemand im Januar prophezeit, dass ein neuartiges Virus die Welt in seinen Bann ziehen, verschiedene Industrien in den Stillstand schicken und gleichzeitig viele Millionen Menschen in die Arbeitslosigkeit treiben würde, der katastrophal düstere Ausblick wäre offensichtlich gewesen. Hätte ich Ihnen darüber hinaus irre Fantasien wie einen negativen Ölpreis oder das vollkommene Erlahmen des weltweiten Flugverkehrs vorhergesagt: Sie hätten an meiner geistigen Gesundheit gezweifelt. Wir wären uns auch einig gewesen: Ein kräftiger Börsencrash sei unabdingbar die Folge.

Umso erstaunlicher ist es, dass die Kurse vieler Aktien an den Märkten nach einem Einbruch im März und massiven Interventionen der Regierungen und Zentralbanken in wenigen Wochen auf ihre Stände zum Jahresanfang zurückschnellten. Ein weiteres Beispiel, dass es unmöglich ist, kurzfristige Entwicklungen am Aktienmarkt vorherzusehen.

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.

Zu unser aller großen Glück scheinen die medizinischen Auswirkungen gerade in Deutschland bisher verhältnismäßig glimpflich zu verlaufen. Es sieht so aus, als wenn sich die schlimmsten Befürchtungen der Auguren, die sich gerade am Anfang der Krise mit immer schwärzeren Voraussagen überschlugen, bisher nicht bewahrheiten. Ein konkretes Ende ist aber leider noch nicht absehbar.

Die Kurse der Aktien im TGV Partners Fund verhielten sich – wie so oft – querbeet verteilt von katastrophal (**Computer Modelling Group, Grafenia**) bis hin zu hervorragend (**Naked Wines, Admiral Group**) – wobei im Schnitt über das gesamte Portfolio hinweg eine schwarze Null erzielt wurde. Operativ scheinen die Auswirkungen bei den meisten Unternehmen bisher weit weniger dramatisch als es die Kursschwankungen glauben machen.

Die Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den sechzehn Unternehmen, in die das TGV zum 30.06.2020 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Alphabet
- Computer Modelling Group
- Gruppo MutuiOnline
- MEDIQON Group
- TGS-NOPEC
- Amaysim
- DCC
- Interactive Brokers
- Naked Wines
- Tucows

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund 85 % des Fondsvermögens. Das größte Unternehmen, an dem das TGV beteiligt ist, hat aktuell eine Marktkapitalisierung von rund 900 Mrd. Euro, das kleinste von rund 10 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

Durch die Corona-Krise in der ersten Hälfte des Jahres 2020 gab es einige kleinere Veränderungen innerhalb des Portfolios. Aktien von **Rolls-Royce** und **Admiral Group** wurden verkauft. Die freiwerdenden Mittel wurden in Aktien von **TGS-NOPEC** und **DCC** investiert.

Die Aktien von **Grafenia** sind weiter unverändert im Portfolio des TGV Partners Fund enthalten. Durch einen kräftigen Kursverfall sind die Aktien aus den Top 10 herausgefallen.

Die Aktien der **MEDIQON Group AG** befinden sich seit dem Start des TGV Partners Fund seit nunmehr über fünf Jahren im Portfolio. Seinerzeit hieß das Unternehmen **Medical Columbus AG** und seine Marktkapitalisierung war zu Beginn des TGVs so gering und es gab so wenige Aktien zu kaufen, dass es bisher noch nie für die Top 10 reichte.

Aus einer engen Begleitung wurde im Laufe der Zeit ein aktives Mitgestalten des Unternehmens, in dessen Aufsichtsrat ich seit dem Jahr 2018 tätig bin. Das Unternehmen ist nach einem Verkauf des ursprünglichen Kerngeschäfts im Jahr 2018 und einer Namensänderung in MEDIQON Group AG die ersten neuen Schritte gegangen. Es hat hoffentlich noch viele vor sich. Auf jeden Fall haben wir bisher ein großartiges Team zusammengestellt und Kapital für weiteres Wachstum zugeführt.

Da ich auch als Teil des Organs der Gesellschaft verantwortlich bin, ist eine tiefgehende Berichterstattung der MEDIQON Group AG und eine Erläuterung der Pläne für die Zukunft dieser Brief nicht das richtige Forum. Daher möchte ich an dieser Stelle auf den Geschäftsbericht und den Aktionärsbrief des Unternehmens für das Jahr 2019 verweisen.²

Die Gründe für den Verkauf von Rolls-Royce und Admiral Group könnten unterschiedlicher nicht sein. Dem einen Unternehmen (Admiral Group) wird es durch die Krise kurzfristig besser als geplant ergehen. Dem anderen (Rolls-Royce) stehen sehr schwere Zeiten bevor.

Admiral Group wird als Kfz-Versicherung im Jahr 2020 voraussichtlich ein spektakulär positives Ergebnis erzielen. Versicherungsprämien werden typischerweise vorschüssig berechnet und bezahlt. Bei der Berechnung der Höhe der Prämie wird eine Schadenshöhe bei einem normalen Verkehrsaufkommen unterstellt. Niemand plant mit einem fast vollständigen Erliegen des Verkehrs. Weniger Verkehr bedeutet weniger Unfälle und weniger Unfälle bedeuten weniger Versicherungsfälle. Vor diesem Hintergrund wird Admiral im Jahr 2020 weit weniger für Schäden auszahlen müssen als es bei einem normalen Verkehrsgeschehen der Fall gewesen wäre. Wenn alle zuhause bleiben, baut keiner Unfälle.

Ein außerordentlicher Ertrag, der die nächsten Jahre so nicht noch einmal auftreten wird. Die Aktien des Unternehmens hielten sich während der Corona-Krise durch diese allgemein gut verstandene Dynamik sehr gut, stiegen, anders als die meisten Aktien, sogar während des turbulenten Februars. Angesichts der sich auf breiter Front bietenden Alternativen habe ich einen Verkauf empfohlen, um Mittel freizusetzen.

Durch das vollständige Erliegen des Flugverkehrs wird die seit 2015 angestoßene Neuausrichtung von Rolls-Royce um Jahre zurückgeworfen. Für die erfolgreiche Fortsetzung der Transformation ist die neue Triebwerksgeneration *Trent XWB* maßgeblich. Ohne den Verkauf einer ausreichenden Anzahl dieser neuartigen Triebwerke können die mit der Entwicklung verbundenen Kosten nicht eingespielt werden und eine erwartete Skalierung des Geschäfts bleibt aus. Durch die Tatsache, dass im Moment nahezu alle potenziellen Kunden mit existenziellen Problemen zu kämpfen haben, ist völlig unklar, wie und wann sich das Geschäft wieder erholt. Kein Manager bei einer Luftlinie denkt an neue Triebwerke, während alle Flugzeuge auf dem Boden stehen. Sicher ist aber, dass die einstmal sehr klaren und positiven Aussichten von Rolls-Royce mehr als unsicher geworden sind. In dieser Hinsicht verändert das Corona-Virus das Umfeld für Rolls-Royce vollständig. Daher habe ich einen Verkauf des Investments trotz eines herben Verlustes nach nunmehr fast fünf Jahren Haltedauer empfohlen.

² Geschäftsbericht 2019 der MEDIQON Group AG (PDF), abrufbar unter der URL:
https://www.mediqon-group.de/wp-content/uploads/2020/06/Medicon_Group_Jahresabschluss-2019.pdf

Ausgelöst durch den erneut kräftigen Ölpreisverfall im März dieses Jahres ist mit **TGS-NOPEC** ein „alter Bekannter“ erneut in das Portfolio aufgenommen worden.³ Das TGV Partners Fund war bereits in der Vergangenheit bei TGS-NOPEC investiert und das Unternehmen hat sich trotz der monumentalen Krise in der Öl- und Gasindustrie solide entwickelt und ist eines der besten Geschäftsmodelle der Branche. Kristian Johansen und sein Team haben in der Zwischenzeit zahlreiche Wettbewerber konsolidiert und „klar Schiff“ gehalten. Nachdem die Aktien des Unternehmens in der Spitze über – 65 % seit dem Jahresanfang im Kurs gefallen waren, war die Bewertung so außerordentlich günstig, dass das TGV Partners Fund gerne diese Gelegenheit zum Kauf wahrnahm.

Mit dem zweiten Unternehmen **DCC** aus Irland habe ich eine lange und besondere Beziehung. Während der Zeit der Europa-Krise in den Jahren 2010/11 kamen Aktien und Anleihen in den sogenannten PIIGS-Staaten (Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien - abgeleitet aus dem Englischen „pig = Schwein“) in kurzer Zeit stark unter Druck. Ich erinnere mich, dass in einer Bank um diese Zeit die Kunden aktiv angesprochen wurden, ob sie denn „allen Ernstes“ Aktien und Anleihen aus diesen Ländern auch zukünftig besitzen wollten. Diese Warnung führte regelmäßig zu einem Verkauf aller betreffenden Papiere ohne Rücksicht auf die zugrundeliegenden Gegebenheiten.

Während dieser Zeit wurde ich als Analyst der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV in Bonn eingestellt. Was in der Bank als Risiko gebrandmarkt wurde, verstand man hier als Chance. Eine meiner ersten Aufgaben für den Vorstand Jens Große-Allermann bestand darin, gesunde und gute Unternehmen ausfindig zu machen, die zwar in diesen Ländern beheimatet waren, aber einen großen Teil ihrer Umsätze und Erträge in anderen Ländern erzielten. Vielleicht waren die Kurse dieser Unternehmen zu Unrecht unter Druck gekommen? Basierend auf dieser Vorarbeit fuhren wir im Spätsommer des Jahres 2011 frohen Mutes nach Irland.

Gleichzeitig geleitet durch die glänzende Referenz von Don Fitzgerald, einem befreundeten irischen Investor, besuchten wir unter anderem DCC und trafen den damaligen CEO von DCC, Tommy Breen und den Finanzvorstand Fergal O'Dwyer. Wir waren begeistert! Danke Don! Es war eines der ersten Unternehmen, zu dessen Kaufentscheidung für die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV ich etwas beigetragen habe. Seit dieser Zeit habe ich das Unternehmen einige weitere Male besucht und habe über die Zeit eine positive Beziehung und ein Verständnis zu den heute handelnden Personen aufbauen können.

DCC, gegründet als **Development Capital Corporation**, war ursprünglich darauf konzentriert, benötigtes Kapital für junge Firmen in Irland zur Verfügung zu stellen. Im Laufe der Zeit entwickelte sich das Unternehmen zu einer dezentral geführten Holding mit verschiedenen Geschäftsbereichen.

In den beiden größten Geschäftsbereichen von DCC (DCC LPG und DCC Oil) werden jährlich über eine Millionen Kunden mit fast 2 Millionen Tonnen Flüssiggas und 12 Milliarden Litern Öl versorgt. Diese beiden Geschäftsbereiche stehen heute für drei Viertel der Erträge. DCC ist heute hauptsächlich in Großbritannien und Kontinentaleuropa tätig und hat ein riesiges Distributionsnetzwerk mit fast 3.000 Tankwagen. Das Unternehmen verdient einen kleinen und stabilen Betrag pro ausgelieferter Tonne Flüssiggas oder ausgeliefertem Liter Öl. Ein klassischer Distributor.

DCC hat in den letzten 25 Jahren mehrere hundert zumeist kleinere Akquisitionen getätigt und hat das eigene Distributionsnetzwerk immer weiter ausgebaut und verdichtet. Bei den Akquisitionen war das

³ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells von TGS-NOPEC ist im Bericht zum 1. Halbjahr 2015 enthalten.

Unternehmen sehr versiert und diszipliniert. Man achtete immer darauf, eine vernünftige Rendite zu erzielen und die finanzielle Verschuldung in einem angemessenen Rahmen zu halten. Die Bilanz dieser Serie ist makellos, das Ergebnis spektakulär. Seit dem Börsengang im Jahr 1994 konnte der operative Gewinn von 15 Mio. Pfund auf nahezu 500 Mio. Pfund um fast 15 % jährlich gesteigert werden.

In den letzten Jahren konnte DCC sein Geschäft immer stärker internationalisieren. Getrieben durch die Krise der Branche gingen viele Öl-Multis dazu über, ihre eigene Distribution als „abseits des Kerngeschäfts“ auf den Prüfstand zu stellen und zu verkaufen, um benötigtes Kapital beispielsweise für Dividenden freizusetzen. So konnte DCC von der Krise der Branche profitieren und kaufte systematisch gute Vermögenswerte von willigen Verkäufern.

Seit der Krise im Jahr 2011 bis zum Jahr 2016 entwickelte sich der Aktienkurs von DCC fantastisch und weit besser als die operativen Ergebnisse. Ich folge dem Unternehmen regelmäßig und habe seit meinem ersten Besuch eine große Sympathie. Allerdings war ich nicht bereit, bei einem hohen Preis für ein hervorragendes Geschäft eine Kaufempfehlung auszusprechen. In den letzten vier Jahren schwächelte der Aktienkurs, obwohl sich das Geschäft operativ sehr gut weiterentwickelte. Die Bewertung wurde im Laufe der Zeit besser und besser.

Getrieben durch die Corona-Krise und den Ölpreis-Crash fielen die Aktien von DCC im März dieses Jahres kräftig, zwischenzeitlich sogar überproportional zum Gesamtmarkt. Dies, obwohl der Ölpreis praktisch keinen Einfluss auf das eigentliche Geschäft hat und das Geschäftsmodell an sich sehr stabil und äußerst konjunkturresistent ist. Eine hervorragende Gelegenheit, endlich den Kauf von DCC für das TGV Partners Fund zu empfehlen.

Ich rechne damit, dass die verschärfte Krise in der Öl- und Gasbranche über die Dauer positiv für DCC sein wird. Der zentrale Teil des Wachstumsmotors von DCC ist es, zahlreiche gute und günstige Akquisitionen in diesem Bereich durchzuführen. Je mehr abgabewillige Verkäufer sowie Angebote und je weniger potenzielle Käufer es gibt, desto besser für DCC.

Fünf Jahre TGV Partners Fund

Abseits der Corona-Krise gab es in diesem Halbjahr auch positive Nachrichten. Das TGV Partners Fund feierte Ende März 2020 die ersten fünf Jahre des Bestehens. Die Zeit bis hierhin verging praktisch wie im Fluge. In der Vergangenheit hatte ich mehrfach betont, dass ich einer kurzfristigen Kursentwicklung keinerlei Bedeutung beimesse. Hierzu stehe ich. Die Beurteilung eines Investors sollte erst nach mindestens fünf Jahren, besser aber nach einem noch längeren Zeitraum erfolgen. Sie sollte Zeiten steigender Märkte und vor allem auch Zeiten fallender Märkte beinhalten.

Nun sind fünf Jahre vergangen und ich sollte mich an meinen Worten messen lassen. Hierfür möchte ich Ihnen über die reine Kursperformance hinaus Datenpunkte an die Hand geben, die ich für eine Beurteilung als wichtig erachte. Ich plane, diese Datenpunkte in fünfjährigen Abständen fortzuführen.

Das TGV Partners Fund hat über die vergangenen fünf Jahre eine Rendite von rund + 50 % oder rund 8 % p.a. erzielt. Solide, aber alles andere als außergewöhnlich. Ein Stück besser als die meisten breiten Indizes, aber auch etwas schlechter, als ich es insgeheim erhofft hatte.

Vergleicht man das Ergebnis mit verschiedenen Indizes, dann wird deutlich, dass es über die letzten fünf Jahre hinweg eine große Spreizung von Ergebnissen an den Märkten gab. Nicht überall schien die

Sonne. Kurz gesagt: Alles was viel Technologie gerade in den USA beinhaltet, entwickelte sich über die letzten fünf Jahre hinweg hervorragend: Nasdaq: + 134 %, S&P 500: + 57 %. Der Rest der Welt lief schleppend: MSCI World: + 34 %, Eurostoxx50: + 3 %, MSCI Emerging Markets: + 7 %. Einige Sektoren liefen geradezu katastrophal: Europäische Banken: rund – 50 %, Energie weltweit: – 39 %.⁴

Kursperformance vs. operative Performance:

Sehr viel wichtiger als steigende Kurse allein erachte ich die langfristige und inhaltliche Entwicklung der nachhaltigen Ertragskraft. Die nachhaltige Ertragskraft ist eine der zentralen Kenngrößen mittels derer ich die verschiedenen Unternehmen im TGV Partners Fund bewerte und gegenüber vorliegenden Alternativen ins Verhältnis setze.

Sie ist eine Schätzung meinerseits und beruht auf Daten und Annahmen, welchen Ertrag ein Unternehmen heute erzielen würde, sollte es ab diesem Zeitpunkt überhaupt nicht mehr in zukünftiges Wachstum investieren. In der Theorie könnte es dann den nachhaltigen Ertrag als Dividende ausschütten, würde aber im Umkehrschluss fortan nicht mehr wachsen können. Die nachhaltige Ertragskraft und die Kursentwicklung der Aktien der Unternehmen sollten über einen längeren Zeitraum Hand in Hand gehen.

Meiner Einschätzung nach lag der nachhaltige Ertrag der Unternehmen im TGV Partners Fund zum Start des TGVs vor fünf Jahren bei rund 6,50 Euro pro Anteil. Dieser ist bis heute um rund 10 % jährlich auf rund 11 Euro pro Anteil gewachsen. Kann die nachhaltige Ertragskraft innerhalb der Unternehmen im TGV Partners Fund auch weiterhin dauerhaft gesteigert werden, dann wird sich dies fast unweigerlich in einem weiter steigenden Kurs der Aktien und einer positiven Rendite für das TGV niederschlagen.

Es ist noch einmal anzumerken, dass diese Kennzahl ein robustes, aber zugleich auch ein theoretisches Konstrukt ist. Zum einen bereinige, normalisiere und schätze ich Einflussgrößen für das Ergebnis. Zum anderen habe ich keine Kontrolle über das Investitionsverhalten der Unternehmen. Die Annahme, dass ein Unternehmen „ab jetzt“ nicht mehr investieren wird, habe ich bisher nur äußerst selten in der Praxis gesehen.

Dennoch dient mir diese Methodik als Fixstern und ist Teil einer breiteren Philosophie, um über die Bewertung und vor allem die Reinvestitionsmöglichkeiten der betreffenden Unternehmen nachzudenken. Die Verbindung aus heutiger Ertragskraft und zukünftigem Wachstum determiniert den Wert eines Unternehmens. Wachstum benötigt Investitionen. Diese Investitionen stehen ihrerseits nicht für eine Ausschüttung als Dividende zur Verfügung.

Nun ist es so, dass die Unternehmen im TGV Partners Fund im Schnitt der letzten fünf Jahre etwa 20 % der von mir geschätzten nachhaltigen Erträge als Dividenden oder Aktienrückkäufe ausgeschüttet haben. Die restlichen 80 % der Mittel wurden in Form von Investitionen in zukünftiges Wachstum reinvestiert und haben die nachhaltige Ertragskraft gestärkt.

Dass die nachhaltige Ertragskraft in den letzten fünf Jahren nur rund 10 % p.a. wuchs und damit niedriger als von mir erhofft anstieg, lag daran, dass das TGV neben dem Anteil an hervorragenden

⁴ Exemplarisch einige Exchange Traded Funds (ETFs), die diese Entwicklungen abbilden: (Nasdaq100: IE00B53SZB19, S&P500: IE00B5BMR087, MSCI World IE00B4L5Y983 Eurostoxx50 IE00B53L3W79, MSCI EM: IE00BKM4GZ66, Stoxx Europe Banken: DE000A0F5UJ7 und MSCI World Energy ELU0533032420.

Investments, die ihre Ertragskraft außerordentlich steigern konnten (Tucows, Gruppo Mutui Online, Alphabet), auch einen nicht zu vernachlässigenden Anteil an deutlich schlechter als erwartet verlaufenden Investments hatte. Diese konnten ihre nachhaltige Ertragskraft bis heute nicht oder nur unwesentlich steigern und zogen den Schnitt für das Portfolio nach unten. Ziel des TGVs für die Zukunft muss es sein, solche schlecht verlaufenden Investments für die nächsten fünf Jahre zu reduzieren. Natürlich ist dies leichter gesagt als getan.

Auf Grund der vorliegenden Daten bin ich positiv gestimmt: Die Bewertung der Unternehmen im Portfolio ist meiner Einschätzung nach heute insgesamt etwas niedriger als vor fünf Jahren. Die Unternehmen im TGV Partners Fund haben im Schnitt praktisch keine Verschuldung, sind in Summe moderat bewertet und haben strukturell hervorragende Wachstumsperspektiven. Setzt man diese Tatsachen ins Verhältnis zu einer Welt, in der die Zinsen bei null Prozent verharren und viele Unternehmen gleichzeitig vor großen strukturellen Herausforderungen stehen, lässt mich dies außerordentlich positiv auf die vor uns liegenden Jahre blicken.

Das Zinsniveau und die Bewertungen

Eine Herausforderung der nächsten Jahre oder gar Jahrzehnte wird das historisch niedrige Zinsniveau der heutigen Zeit sein. In Anlehnung an Newtons Apfel und die Gravitation: Ohne Zinsen gibt es keine Schwerkraft. Preise von Vermögenswerten werden schwerelos und steigen. Durch die in den vergangenen Jahren historisch stark gesunkenen Zinsen ist zukünftiges Wachstum in den letzten Jahren immer wertvoller geworden und die Preise von vielen Vermögenswerten sind stark gestiegen.

Vielen Unternehmen, die *wahrscheinlich* stark wachsen können, wird heute eine historisch hohe Bewertung zugestanden. Umsatzmultiples des 20- oder 30-fachen, früher eine Seltenheit, sind an der Tagesordnung. Würden viele dieser Unternehmen heute aufhören zu wachsen, wäre bei vielen wahrscheinlich kaum eine nachhaltige Ertragskraft und damit wenig Wert vorhanden. Der gesamte Wert hängt an einer positiven zukünftigen Entwicklung.

Diese in den letzten Jahren gewachsene Begeisterung für „sicheres Wachstum“ lässt sich besonders eindrucksvoll an der Zusammensetzung der großen Indizes ablesen. Die fünf größten Unternehmen im S&P 500 und im MSCI World (Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet und Facebook) sind allesamt Unternehmen, die allem Vernehmen nach einer glänzenden Zukunft entgegengehen. Die operativen Ergebnisse dieser Unternehmen waren in den letzten fünf Jahren hervorragend, die Aktienkursentwicklung geradezu sensationell.

Die im Nachhinein richtige Strategie über die letzten fünf, gar zehn Jahre wäre es gewesen, ausschließlich auf die Ertragskraft in der fernen Zukunft abzustellen. Dennoch konnte ich nie aus meiner Haut heraus und konnte mich bei meiner Methodik nie ganz von der heutigen Ertragskraft lösen. Zumal es in der Vergangenheit regelmäßig Zeiten gab, in der man diesen Kompromiss nicht machen musste. Im ersten Halbjahresbrief des TGV Partners Funds von 2015 schrieb ich: *„Unter diesen Voraussetzungen sind einige dieser großen ‚Megacaps‘ wie z. B. Google oder Microsoft langfristig außerordentlich attraktiv, da sie derzeit ähnlich wie der Gesamtmarkt bewertet werden, strukturell aber völlig andere Aussichten haben als das durchschnittlich am Markt gehandelte Unternehmen“.*

Die Kurse dieser Unternehmen sind in den letzten fünf Jahren weit stärker gestiegen als die zugrundeliegenden operativen Ergebnisse. „Sicheres Wachstum“ ist am Markt stark nachgefragt. Der

Kurs der Aktien von Microsoft beispielsweise hat sich in dieser Zeit verfünffacht, der von Amazon versechsfacht – während der Umsatz von Microsoft in dieser Zeit um + 50 % und der von Amazon um knapp + 300 % gestiegen ist. Offensichtlich ist die Bewertung dieser Unternehmen in den letzten Jahren angestiegen und sie sind heute nicht mehr „ähnlich wie der Gesamtmarkt bewertet“.

Waren die oben genannten fünf Unternehmen vor fünf Jahren noch mit rund 10 % im S&P 500 gewichtet, haben sie heute einen Anteil von rund 22 %. Fast ein Viertel des Index! Ein ähnlicher Effekt, wenn auch in schwächerer Form, liegt im MSCI World vor. Ein Beleg der fantastischen Kursentwicklung, die diese Unternehmen hinter sich haben. Und obwohl es sich um ausgezeichnete Unternehmen mit hervorragenden Aussichten handelt, ist heute sehr viel mehr dieses „sichere Wachstum“ in den Kursen eingepreist als es das vor fünf Jahren war. Dieser gigantische Rückenwind hat den S&P 500 in den letzten Jahren zu einem der besten Indizes der Welt gemacht. Ohne die genannten Aktien hätte der S&P 500 erheblich schlechter abgeschnitten. Ein Portfolio ohne Technologieaktien hat mit großer Sicherheit Schwierigkeiten gegenüber dem breiten Markt gehabt.

Das Problem mit einer solchen Ausweitung der Bewertung ist, dass sie normalerweise nicht ewig so weitergeht und nicht so nachhaltig ist wie der dauerhafte Anstieg der Ertragskraft. Verdoppelt sich ein Gewinnmultiple beispielsweise von 17x auf 34x innerhalb von fünf Jahren, dann ist es natürlich möglich, dass die Bewertung innerhalb der nächsten fünf Jahre weiter auf 70x ansteigt. Allein, es ist unwahrscheinlich.

Hier sei ein Wort der Warnung angebracht: Es kann manchmal viele Jahre dauern bis diese Vorschusslorbeeren durch ein operatives Ergebnis gestützt werden. Als beispielsweise Microsoft das letzte Mal im Jahr 2000 als ein „todsicheres Investment“ galt und mit einem Gewinnmultiple von rund 70x eine außerordentlich hohe Bewertung zugebilligt bekam, dauerte es danach sechzehn lange Jahre – begleitet von hervorragenden operativen Ergebnissen – bis die Aktie ab 2016 endlich wieder neue Höhen erzielen konnte.

Damit will ich nicht vorhersagen, dass die Zukunft für die Märkte im Allgemeinen oder für Microsoft im Speziellen düster aussieht. Keineswegs! Meine Botschaft ist eher, dass bei sehr hohen Bewertungen später dann auch operativ außerordentlich gute Ergebnisse folgen müssen, damit diese Bewertungen im Nachhinein Sinn machen. Bei denjenigen Unternehmen, die in den folgenden Jahren keine herausragenden Ergebnisse liefern – dies werden naturgemäß viele sein – sind dann große Schmerzen vorprogrammiert.

Obwohl ich verstehe, welchen großen Wert manche dieser schnell wachsenden Unternehmen haben können, widerstrebt es meinem Konzept, zu stark von künftigem Wachstum abhängig zu sein und dafür heute einen sehr hohen Preis zu bezahlen. Mir ist sehr bewusst, dass profitables zukünftiges Wachstum in einer Zeit außerordentlich niedriger Zinsen besonders wertvoll ist. Aber ich schrecke davor zurück, mich ausschließlich auf die zukünftige Profitabilität zu verlassen und schaue immer auch auf die heute erzielbare Ertragskraft.

Der Einfluss von Corona auf das Portfolio

Natürlich fragen Sie sich, welchen Einfluss die Corona-Krise auf die Unternehmen im TGV Partners Fund haben wird: Hier gibt es keine einfache Antwort, zumal wir noch „mittendrin“ sind.

Meiner Einschätzung nach wird Corona nur wenige strukturelle Veränderungen im Verhalten der Menschen hinterlassen. Insbesondere für den Fall, dass in näherer Zukunft ein Impfstoff und/oder eine Heilung für COVID-19 gefunden wird. Menschen sind Gewohnheitstiere, für die es schwierig ist, mit alten Gewohnheiten zu brechen. Ich gehe aber davon aus, dass Corona zu einer drastischen Beschleunigung bereits bestehender Trends geführt hat. Diese Trends waren zwar schon vorher erkennbar, hätten aber ohne Krise nicht so schnell an Fahrt aufgenommen. Wie oft habe ich in den letzten Wochen gerade von älteren Freunden und Bekannten gehört, dass *„dieses Netflix ja wirklich praktisch ist, ohne Werbung und mit eigenen Startzeiten und einer riesigen Auswahl.“*

Diesen direkten Einfluss konnte man bei einigen Unternehmen im Portfolio direkt beobachten: **Naked Wines**, **Interactive Brokers** oder beispielsweise **YouTube**, die Tochtergesellschaft von **Alphabet**, konnte sich vor Kundenansturm während der ersten Monate der Krise kaum retten. Diese Gesellschaften konnten ein Vielfaches der normal zu erwartenden Neukunden verzeichnen. Hoffen wir mit Blick auf das Portfolio, dass diese Neukunden die angebotenen Waren und Dienstleistungen dauerhaft in ihren Alltag aufnehmen und damit alte Kauf- und Nutzungsgewohnheiten ablösen.

Insgesamt ist mehr als die Hälfte des Portfolios in Bereichen tätig, die direkt oder indirekt mit einer zukünftig stärkeren Nutzung des Internets in allen Lebensbereichen in Verbindung stehen und von ihr profitieren. Diese Tatsache ist äußerst positiv, sorgt sie doch für strukturelles Wachstum bei den betroffenen Unternehmen. Diese Eigenschaft in Verbindung mit der oben angesprochenen vernünftigen Bewertung und finanziellen Stabilität der Unternehmen ist eine hervorragende Kombination, um einen Sturm in rauer See zu meistern.

Investorentreffen

Auf Grund der Corona-Krise konnte das jährliche Investorentreffen der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV am 6. Juni 2020 in Bonn-Bad Godesberg leider nicht stattfinden. Es ist geplant das Treffen am 5. September 2020 per Videokonferenz nachzuholen. Dies kann natürlich das persönliche Treffen nicht ersetzen – ist aber hoffentlich eine Übergangslösung bis zum nächsten Jahr.

Als Partner im TGV erhalten Sie selbstverständlich eine Einladung. Für Rückfragen stehe ich natürlich jederzeit zur Verfügung.

Bleiben Sie gesund!

Mit herzlichen Grüßen aus Bonn

Ihr Mathias Saggau