

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 2022 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 2022

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 30. Juni 2022 bei 176,58 Euro. Die Veränderung des Wertes für das erste Halbjahr 2022 betrug inklusive aller Kosten - 33,47 %.¹ Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von - 19,52 % 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	+ 30,47 %	+ 3,54 %	+ 26,93 %
2021	+ 38,21 %	+ 15,79 %	+ 22,42 %
2022	- 33,47 %	- 19,52 %	- 13,95 %

per annum	+ 8,26 %	+ 0,92 %	+ 7,34 %
absolut	+ 77,81 %	+ 6,83 %	+ 70,98 %

Welch einen Unterschied ein paar Monate ausmachen können: Geschockt durch den plötzlichen Krieg in der Ukraine und rasant steigenden Zinsen kannten die Kurse der meisten Aktien in den letzten Monaten nur eine Richtung: „nach unten“. Zahlreiche darunter weit nach unten.

Sprach ich an dieser Stelle vor etwas mehr als einem Jahr noch von heiß gelaufenen Bewertungen und aberwitzigen Erscheinungen am breiten Markt, so ist dieses Phänomen in den letzten zwölf Monaten komplett verfliegen und hat vielerorts einer breiten Katerstimmung Platz gemacht. Inzwischen hat sich die Wirtschaftslage stark eingetrübt. Viele Unternehmen, die während der Corona-Krise besonders hoch gelobt worden waren, haben sämtliche in der Zeit erzielten Kursgewinne wieder abgegeben, viele sogar mehr als das. Es gibt sehr viele Aktien von Unternehmen, die innerhalb eines Jahres deutlich mehr als 50 % von ihrem Wert eingebüßt haben.

Von diesen sinkenden Kursen waren auch die Unternehmen betroffen, in die das TGV Partners Fund investiert war und ist. Für die schlechte Performance innerhalb der letzten sechs Monate gibt es keinen einzelnen Schuldigen. Es ist eher so, dass mehrere Unternehmen seit Jahresbeginn harsche Kursverluste hinnehmen mussten: **Naked Wines (-75 %)**, **JustEat Takeaway (-69 %)**, **Tucows (-47 %)**,

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 Fondspreis-Veränderung sind durch Auszahlungen im Zusammenhang mit Steuern zu erklären.

MutuiOnline (-45 %) Ferguson (-39 %), Interactive Brokers (-30 %). Bei einem konzentrierten Portfolio, bei dem das Kapital in eine überschaubare Anzahl an Unternehmen investiert ist, haben diese Kursverluste dementsprechend starke Folgen für die gesamte Performance.

In der Vergangenheit habe ich immer wieder betont, dass kurzfristige Prognosen über die Kursentwicklungen von Aktien in meinen Augen unmöglich sind. Aus diesem Grund versuche ich nicht, solche Marktbewegungen zu antizipieren oder das Portfolio vor fallenden Kursen abzusichern. Wer hätte beispielsweise im März 2020, inmitten des Crashes zu Beginn der Corona-Pandemie gedacht, dass sich die Kurse der Unternehmen innerhalb von wenigen Wochen so schnell wieder erholen würden?

Eine Absicherung des Portfolios erfolgt ausschließlich über die Qualität der Unternehmensauswahl. Insbesondere gehe ich davon aus, dass die ausgewählten Unternehmen in der Zukunft sehr viel besser dastehen werden und heute gleichzeitig schon vernünftige Bewertungen aufweisen. Dass es bei den Erträgen dabei fette und magere Jahre gibt und dass günstige Bewertungen zwischenzeitlich auch noch sehr viel günstiger werden können, ist leider ein unausweichlicher Fakt dieses Ansatzes unternehmerischen Investierens. Entscheidend ist, dass man dort ankommt, wo man hinwill. Wie Charles Schwab es treffend formuliert: **„It's not about timing the market, it's about time in the market.“**

Meiner Einschätzung zufolge sind die Unternehmen im Portfolio in der Summe defensiv ausgerichtet und so sagte ich im Januar dieses Jahres: *„Meiner Einschätzung zufolge nach sollte sich das Portfolio eher so verhalten, dass es bei allgemeinen Kursstürzen weniger stark getroffen wird als der Gesamtmarkt. Und bei allgemein stärker steigenden Kursen sollte es weniger stark gewinnen. Die Unternehmen im Portfolio haben in der Summe keine Nettoschulden, oftmals krisenresistente Geschäftsmodelle und somit eher defensiven Charakter. Das Ergebnis der letzten 24 Monate aber war ein anderes.“*

Diese Aussage wurde schon wenige Monate später brutal mit der Realität konfrontiert. Denn auf eine Phase in welcher sich der Fonds deutlich besser als die breite der Märkte entwickelte folgte nun eine Phase mit einem sehr viel schlechter als erhofften Ergebnis. Und dass, obwohl die wirtschaftlichen Ergebnisse der letzten Quartale für viele der Unternehmen im TGV Partners Fund bisher sehr solide sind und von einer wirtschaftlichen Abkühlung oder gar Depression nichts zu spüren ist. Eher im Gegenteil: Es gibt zahlreiche Beispiele im Portfolio, bei denen die Lage im aktuellen Umfeld operativ eher besser als schlechter wird.

Auch an meiner Einschätzung zur Qualität der Unternehmen hat sich bisher nichts verändert. Eher bin ich trotz oder gerade wegen der Turbulenzen positiv gestimmt: denn wirklich hervorragende Unternehmen schaffen es, gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten Mehrwert zu schaffen und gehen oft stärker aus einer Krise heraus als sie hineingehen.

Daran lässt sich vor allem ablesen warum das Investieren in Aktien, wie von mir immer wieder betont, nur über längere Zeiträume praktiziert werden kann. Würde das Kapital im TGV Partners Fund von Ihnen in dieser Situation kurzfristig benötigt, wären Sie gezwungen, nun zu schlechten Kursen zu verkaufen. Je länger aber der Zeitraum ist, den man für eine Investition in Aktien einplanen kann, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit eines positiven Ertrages.

Vor diesem Hintergrund bin ich von der Zusammensetzung der Investoren im TGV begeistert. Sie ist ein dauerhafter Wettbewerbsvorteil, der das Investieren für das TGV erheblich beeinflusst und

unterstützt. Es gab keine Mittelabflüsse in den letzten Quartalen und trotz der harschen Kursverluste wenige besorgte Anrufe. Vielfach wurden die stark fallenden Kurse als Aufforderung für weitere Investitionen gesehen. Das ist unabhängig von einer Anlage in das TGV Partners Fund bezüglich Aktien ein richtiger Reflex für eine umsichtige und langfristige Kapitalanlage.

Die Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den vierzehn Unternehmen, in die das TGV zum 30.06.2022 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Associated British Foods
- Ferguson
- Interactive Brokers
- Lanxess
- System1 Group
- DCC
- Gruppo MutuiOnline
- Just Eat Takeaway.com
- MEDIQON Group
- Tucows

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund 95 % des Fondsvermögens. Das größte Unternehmen, an dem das TGV beteiligt ist, hat aktuell eine Marktkapitalisierung von rund 30 Mrd. Euro, das kleinste von rund 10 Mio. Euro. Die meisten Unternehmen sind seit Jahren ein fester Bestandteil des TGVs.

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

Im Zuge der Verwerfungen an den Märkten hat das TGV Partners Fund Aktien von zwei Unternehmen (**Ferguson** und **Lanxess**) gekauft. Finanziert wurden diese mit Verkäufen von Aktien im Bereich von Öl und Gas (**TGS** und **Computer Modelling Group**) und der graduellen Verkleinerung einiger bestehender Positionen. Die Aktien von **Naked Wines** sind weiterhin Teil des Portfolios, aber nach dem starken Kursverlust der letzten Monate, nicht in den Top 10 vertreten.

Auch wenn sich der Verkauf der Aktien im Bereich Öl und Gas durch die stark gestiegenen Ölpreise seit Kriegsbeginn im Nachhinein als äußerst unglückliches Timing herausgestellt hat, bin ich davon überzeugt, dass die Aktien der beiden neu gekauften Unternehmen im Verhältnis und langfristig betrachtet ein besseres Chance-/Risikoverhältnis aufweisen und damit für die Zusammensetzung des Portfolios zu bevorzugen sind.

Den beiden neuen Positionen Lanxess und Ferguson ist gemein, dass sie jeweils aus einer historischen Transformation ihres eigenen Geschäfts kommen und heute deutlich bessere Unternehmen als noch vor wenigen Jahren sind. Obwohl man eindeutig erkennen kann, dass die Zukunft dieser beiden Unternehmen sehr viel besser aussieht als die Vergangenheit, scheint der Konsens am Markt diese

Ansicht nicht zu teilen. Sie werden bewertet als würde es sich weiterhin um mittelmäßige oder gar schlechte Geschäfte handeln.

Nehmen wir beispielsweise **Ferguson**: Gegründet als Wolseley Sheep Shearing Machinery im Jahr 1887, akquirierte das Unternehmen im Laufe der Jahre verschiedene Geschäftsbereiche und war über die Jahrzehnte hinweg eines der großen britischen Konglomerate. 1982 kaufte man in den USA mit „Ferguson Enterprises“ einen regionalen Distributor für Sanitärbedarf hinzu, welcher einen der in Spitzenzeiten 32 verschiedenen Geschäftsbereiche von Wolseley bildete. Von allem etwas ohne klaren Fokus. Dann kam die Finanzkrise 2008 und Wolseley stand, gebeutelt von hohen Schulden, kurz vor der Pleite und überlebte nur knapp.

Nach dieser Nahtoderfahrung entschloss man sich dazu sich auf seine besten Geschäftsbereiche zu konzentrieren. In den folgenden Jahren wurden die Schulden drastisch abgebaut und das Unternehmen auf einen einzigen Geschäftsbereich, den Großhandel von Sanitär- und Wassergewerken in den USA fokussiert. 2017 wurde das Unternehmen schlussendlich in Ferguson Plc umbenannt.

Heute ist Ferguson mit fast 30 Mrd. USD Umsatz in den USA der größte Distributor für professionellen Handwerkerbedarf in den USA. Das Unternehmen hat in den vergangenen zwölf Jahren seit der Finanzkrise eine hervorragende operative Entwicklung vollzogen.

Da Wolseley historisch in Großbritannien beheimatet und in London gelistet war, wurde es praktisch von keinem US-Analysten beobachtet. Dies führte dazu, dass das Unternehmen eher als „europäisches“, denn als „US-amerikanisches“ wahrgenommen wurde. Die Folge war eine sehr viel niedrigere Bewertung im Vergleich mit Wettbewerbern am US-Markt. Auch heute gibt es wenige US-Investoren und praktisch keine US-Indexfonds in der Aktionärsstruktur, obwohl es sich mittlerweile um ein sehr großes und rein amerikanisches Unternehmen handelt.

Die Vernachlässigung geht sogar so weit, dass in einer kürzlich erschienenen rund 66 Seiten starken Studie der Barclays Bank zur Bewertung aller Unternehmen zum Thema „*U.S. Homebuilding & Building Products*“ Ferguson nur ein einziges Mal in einer Fußnote genannt wird. Und dass, obwohl es als eines der größten Unternehmen in diesem Bereich eigentlich eine bedeutende Rolle spielt.

Daher wurde als eine der letzten notwendigen Maßnahmen im März 2022 entschieden, die Börsennotierung von Großbritannien in die USA zu verlegen, um mittelfristig einen Platz im wichtigen S&P 500 Index zu erhalten. So soll das Interesse von amerikanischen Investoren und Indexfonds geweckt und der Bewertungsunterschied gehoben werden.

Dieser Bewertungsunterschied ist enorm. Distributoren allgemein sind ein gutes Geschäftsmodell. Sie zeichnen sich regelmäßig durch stabiles organisches Wachstum aus - gepaart mit Krisenresistenz und sehr hohen Renditen auf das eingesetzte Kapital. Dementsprechend werden diese Unternehmen regelmäßig mit hohen Bewertungen an der Börse gehandelt. **Fastenal, Watsco** oder **Pool Corporation**: zahlreiche Vertreter dieser Zunft waren über die letzten 25 Jahre hinweg spektakuläre Investments und fantastische Unternehmen. Allerdings sind sie auch regelmäßig sehr hoch bewertet. Das 25- oder 30-fache der jährlichen Gewinne als Bewertung sind keine Seltenheit.

Ferguson hat in den letzten Jahren eine ähnlich positive operative Entwicklung genommen. Der operative Ertrag konnte in den letzten zehn Jahren um mehr als 15 % p. a. gesteigert werden. Anders als die oben genannten Distributoren liegt die Bewertung aktuell bei etwa dem 10-fachen der Nachsteuergewinne für das Geschäftsjahr 2022. Gleichzeitig hat Ferguson eine konsistente Historie werttreibender Akquisitionen und kauft bei niedrigen Kursen aggressiv eigene Aktien zurück. Das ist aus meiner Sicht eine hervorragende Verwendung der eigenen Erträge.

Indexfonds und Aktionärsstruktur

Indexfonds, so genannte ETFs (Exchange-Traded-Funds), haben in den letzten dreißig Jahren einen einmaligen Aufstieg erlebt. Als besonderes kostengünstige Alternative im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds bilden sie regelbasiert einen bestimmten Index nach und treffen somit automatische Kauf- oder Verkaufsentscheidungen. Der große Vorteil von Indexfonds liegt auf der Hand und ist unbestritten: sie haben gegenüber aktiv gemanagten Fonds vielfach geringere Kosten.

Einer der Gründe, warum Ferguson in meinen Augen so viel günstiger bewertet, ist als vergleichbare US-Wettbewerber, liegt in der Historie als europäisches Unternehmen und der abweichenden Börsennotiz in London begründet. Sie hängt damit auch direkt mit der Struktur von ETFs zusammen.

Ferguson hat historisch bedingt keinen Eigentümer und praktisch keinen dauerhaften Ankeraktionär. Überwiegende Teile der Aktionärsstruktur sind heute Indexfonds mit einem Fokus auf britische oder europäische Aktien sowie britisch orientierte Fonds. Ferguson hat heute vor allem fast keine US-amerikanischen Aktionäre.

Mit der Verlagerung der Börsennotierung in die USA im März 2022 ist für die europäisch orientierten Indexfonds die Grundlage für das Halten der Aktien weggefallen. Ferguson ist per Definition kein europäisches Unternehmen mehr. Die US-Amerikanischen Indexfonds wiederum können in der Breite noch nicht in das Unternehmen investieren, da Ferguson beispielsweise bisher keinen Geschäftsbericht bei der amerikanischen Börsenaufsicht veröffentlicht hat. Dieser sogenannten 10-K ist eine der notwendigen Bedingungen, um im amerikanischen S&P 500 aufgenommen zu werden. Dazu wird es voraussichtlich im Laufe dieses Jahres kommen.

Ein durch eine Veränderung des Listings angestoßener vollständiger Wechsel in der Aktionärsstruktur hat umfangreiche Folgen. Normalerweise würde dieser Prozess gerade bei einem so großen Unternehmen halbwegs geordnet vonstattengehen. Nur ist die Situation am breiteren Gesamtmarkt im Moment eben gerade nicht geordnet.

Dies führt wiederum dazu, dass das TGV Partners Fund in einer Situation investieren kann, in der die kurzfristigen Aussichten in Bezug auf Aktien im Allgemeinen und die Aktien von Ferguson im Speziellen äußerst unsicher sind, bei der es aber diesbezüglich keinen Zusammenhang mit dem operativen Geschäft und dem inneren Wert des Unternehmens gibt.

Der Wert eines Unternehmens und der Preis seiner Aktien stehen nicht jederzeit in einer engen Beziehung. Der Preis von Aktien kann gerade in Stresssituationen weit vom tatsächlichen Wert des Unternehmens abweichen. Und die Aktionärsstruktur kann in einer solchen Marktphase die Grundlage für signifikante Kursverluste darstellen. Sind einzelne größere Aktionäre durch externe Umstände

gezwungen ihre Aktien ohne Rücksicht auf den Kurs zu verkaufen, dann führt dies in einem Umfeld wie dem aktuellen zu weiteren Turbulenzen.

Ein gutes Beispiel für Turbulenzen hinsichtlich der Aktionärsstruktur sind in dieser Beziehung die Aktien von **Naked Wines**. Nach dem Verkauf des ehemaligen Ladengeschäfts „Majestic Wine“ erfolgte ein fast vollständiger Wechsel der Aktionärsstruktur.² Viele neue Aktionäre wurden gerade während der Corona-Pandemie auf Naked Wines aufmerksam und hofften auf dauerhaft rosige Aussichten.

Als Corona-Gewinner und E-Commerce Unternehmen entwickelten sich die Aktien in den vergangenen Monaten nun aber besonders schlecht. Mäßige Jahresergebnisse für das Jahr 2021 und ein schlechter Ausblick für das kommende Jahr, führten zu einem Crash, bei dem der Kurs der Aktien rund 60 % ihres Wertes an nur zwei Tagen verlor. Eine riesige Verunsicherung machte sich breit.

Von einem Darling des Marktes (gepriesen als „*das Netflix des Weins*“) mit respektabler Bewertung innerhalb weniger Monate auf das Bewertungsniveau zu dem das Unternehmen als Start-Up seinerzeit 2015 von Majestic Wine übernommen wurde. Allerdings mit dem Unterschied, dass das Naked Wines heute mehr als viermal so viele Kunden hat und Umsatz macht als vor sieben Jahren.

Die vergangenen drei Jahre haben zahlreiche Auswüchse hervorgebracht, die es in normalen Zeiten wahrscheinlich so nicht gegeben hätte. Negative Zinsen, ein negativer Ölpreis, völlig verrückte Bewertungen in einigen Teilen des Aktienmarktes und ein Goldrausch bei so genannten digitalen Vermögenswerten („Crypto Assets“). Gefolgt von sprunghaft steigenden Zinsen und einer galoppierenden Inflation und darauffolgend einem Crash bei Technologieaktien.

Die Chance, dass all diese Veränderungen in kurzer Frist ohne Friktionen oder Ausfälle bei allen Marktteilnehmern und generell ohne Kollateralschäden vorüberziehen werden, ist auszuschließen. Daher gehe ich davon aus, dass es in den kommenden Quartalen durchaus weitere dieser Verwerfungen geben wird. Bis dahin könnten sich aber gerade diese technisch bedingte Effekte, wie etwa die Liquidierung von Investoren, zu Chancen für besonnene und langfristig orientierte Investoren erweisen. Leider weiß man erst nachher, wann der Boden tatsächlich erreicht wurde.

Für das TGV Partners Fund hat dies nicht nur negative Auswirkungen. Der innere Wert der Unternehmen, der Fixstern, nach dem wir navigieren, wird durch diese Turbulenzen normalerweise nicht beeinflusst. Es verhält sich langfristig sogar andersherum: je größer der Stress und die Schwankungen, desto wahrscheinlicher sind hohe Ineffizienzen in einzelnen Ecken des Marktes. Die Möglichkeit diese Ineffizienzen, wenn sie denn richtig erkannt werden ausnutzen zu können, zahlen positiv auf den langfristigen Wert des TGV Partners Fund ein.

Leider kommen sie unausweichlich im Tandem mit Zeiten von Unsicherheit und hohen Schwankungen an den Märkten.

Standortbestimmung: Wie geht es weiter?

Bei der Anlage in Aktien gibt es zwei Möglichkeiten dauerhaft Kapital zu verlieren. Die erste ist es eine Krise nicht aussitzen zu können, bzw. allgemein zu niedrigen Kursen zu verkaufen oder schlimmer noch

² Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells von „Majestic Wine“ und der Transformation zur heutigen „Naked Wines“ sind in den Berichten des Gesamtjahres 2018 und des ersten Halbjahres 2019 enthalten.

verkaufen zu müssen. Die zweite ist, dass die investierten Unternehmen ihrerseits in der Not Kapital benötigen und die Aktionäre durch die Ausgabe neuer Aktien zu Tiefstkursen dauerhaft verwässern. Den ersten Punkt haben nur Sie als Investoren im TGV in der Hand. Der zweite Punkt liegt in meiner Hand bei der Empfehlung der richtigen Unternehmen.

Im Jahresbericht 2020 zum fünfjährigen Bestehen des TGV Partners Fund hatte ich ihnen das Konzept der nachhaltigen Ertragskraft vorgestellt. Ich hatte erwähnt, diese in größeren Abständen im Jahresbericht anzugeben. Diese nachhaltige Ertragskraft ist Baustein der Bewertung der verschiedenen Unternehmen im TGV Partners Fund und ich setze sie regelmäßig gegenüber vorliegenden Alternativen ins Verhältnis. Aus gegebenem Anlass möchte ich Ihnen die von mir genutzten Werte an die Hand geben – und damit einen wichtigen Baustein, wie ich auf das Portfolio in seiner Summe schaue.

Die nachhaltige Ertragskraft 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. 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 etwas mehr als sieben Jahren bei rund 6,50 Euro pro Anteil. Die nachhaltige Ertragskraft ist meiner Schätzung nach bis heute im Sommer 2022 um rund 13 % jährlich auf etwa 16 Euro pro Fondsanteil gewachsen. Kann diese nachhaltige Ertragskraft innerhalb der Unternehmen im TGV Partners Fund auch in der Zukunft in einem ähnlichen Tempo gesteigert werden, dann wird sich dies unweigerlich in einem weiter steigenden Kurs der Aktien und einer positiven Rendite für das TGV niederschlagen.

Aus diesen genannten Datenpunkten lassen sich zwei wesentliche Punkte ablesen: Zum einen ist die nachhaltige Ertragskraft über die Zeit hinweg stärker gestiegen als der Kurs des TGV Partners Fund. Damit lässt sich die Kursentwicklung des TGV Partners Fund der letzten Jahre meiner Meinung nach vor allem auf eine operative Steigerung des durch die Unternehmen erzielten Ertrags und nicht auf eine Veränderung der Bewertung der Firmen im TGV zurückführen. Ein Gradmesser für eine nachhaltige organische Entwicklung.

Zum anderen ist die Bewertung hinsichtlich eines einzelnen Anteils des TGVs über die vergangenen Jahre günstiger geworden. Auf Grund dieser Tatsache bin ich für die Zukunft positiv gestimmt: Die Bewertung der Unternehmen im Portfolio ist meiner Einschätzung nach heute in ihrer Summe niedriger als zu jedem Zeitpunkt während der letzten sieben Jahre, die Corona-Krise eingeschlossen.

Setzt man diese Tatsachen ins Verhältnis zu einer unsicheren Welt, in der sich die Zinsen trotz eines sehr starken Anstiegs in den letzten Wochen immer noch auf historisch niedrigen Niveaus bewegen und viele Unternehmen vor großen strukturellen Herausforderungen stehen, lässt mich dies inhaltlich ruhig auf die vor uns liegenden Jahre blicken.

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

Herzliche Grüße aus Bonn, Ihr Mathias Saggau