

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 Jahr 2023 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, Ewald Stephan
Aufsichtsrat: Dr. Alexander Erdland (Vors.), Wolfgang Fritz Driese (stv. Vors.), Alexander Pichler (stv. Vors.)
Eingetragen im Handelsregister Bonn HRB 16143
Investmentvermögen mit veränderlichem Gesellschaftskapital

Bonn, im Januar 2024

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 29. Dezember 2023 bei 211,57 Euro. Die Veränderung des Wertes für das Jahr 2023 betrug inklusive aller Kosten + 19,61 %.¹ Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von + 20,31 % 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	– 33,35 %	– 12,35 %	– 21,00 %
2023	+ 19,61 %	+ 20,31 %	– 0,70 %

per annum	+ 9,02 %	+ 3,92 %	+ 5,10 %
absolut	+ 113,04 %	+ 39,99 %	+ 73,05 %

2023 war an den Kapitalmärkten wieder einmal ein ziemlich verrücktes Jahr. Nach den Maßstäben der vergangenen Jahre wahrscheinlich etwas weniger verrückt, aber immer noch „*ziemlich jeck*“, wie der Rheinländer sagen würde. Und welcher Unterschied nur wenige Wochen machen können: Wäre der Zeitpunkt dieses Berichts auf Ende Oktober gefallen, so hätte die Performance des TGV Partners Funds negativ und mit einer deutlichen Underperformance gegenüber dem gesamten Markt geendet. So aber ist das Jahr 2023 durch die schnelle und starke Kurserholung in den letzten zwei Monaten doch noch mit einem versöhnlichen Bild zu Ende gegangen.

Die vergangenen 12 Monate waren in mehrfacher Hinsicht ungewöhnlich. Besonders auffällig war die starke Diskrepanz zwischen der Bewertung großer Tech-Unternehmen auf der einen Seite und dem „Rest“, vor allem kleineren Unternehmen, auf der anderen Seite. Diese Kluft war bis November 2023 stärker als je zuvor. Börsianer sprechen von „*geringer Marktbreite*“, was bedeutet, dass nur wenige große Schwergewichte die Performance eines Index dominieren. Üblicherweise handelt es sich dabei um ein Phänomen, das die Unsicherheit in der Wirtschaft im Allgemeinen unterstreicht.

Besonders deutlich zeigte sich dieser Trend in den USA. Die größten Unternehmen im Index trugen einen überproportionalen Anteil zur positiven Gesamtentwicklung bei. Die durch die Presse getauften

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.

Aktien der „Magnificent 7“² waren zu rund zwei Drittel für den Anstieg verantwortlich. Ohne sie hätte der S&P 500 statt eines Zuwachses von 26,4 % nur einen knappen zweistelligen Gewinn erzielt.

Für aktive Fondsmanager und Investoren, die sich außerhalb der Indizes bewegen, war diese „geringe Marktbreite“ eine enorme Herausforderung. Je weniger dieser großen Unternehmen im Portfolio vertreten sind und je geringer der Anteil an den wenigen starken Marktbereichen, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, schlechter abzuschneiden als der Index. Auch das TGV Partners Fund hatte mehrere Unternehmen mit teils drastischer negativer Aktienkursentwicklungen im abgelaufenen Kalenderjahr (**Tucows, Naked Wines, Intred, Lanxess, Just Eat Takeaway**). Angesichts dieser Situation hätte das Gesamtergebnis in diesem Jahr deutlich schlechter ausfallen können, als es tatsächlich ausgefallen ist.

Die Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den 14 Unternehmen, in die das TGV zum 29.12.2023 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Associated British Foods
- DCC
- Gruppo MutuiOnline
- Software Circle (vormals Grafenia)
- Tucows
- Chapters Group AG
- Ferguson
- Naked Wines
- System1
- United Internet

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund 85 % des Fondsvermögens. Das größte Unternehmen, an dem das TGV beteiligt ist, hat aktuell eine Marktkapitalisierung von rund 35 Mrd. Euro, das kleinste von rund 40 Mio. Euro. Vier der fünf größten Positionen (**Chapters Group, Tucows, Ferguson, Software Circle, Gruppo MutuiOnline**) sind seit mehr als fünf 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?

² Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla.

Veränderungen in den Top 10

Durch Kursverluste im Jahr 2023 sind **Lanxess** und **Intred** aus den Top 10 herausgefallen. Die Aktien beider Unternehmen sind unverändert Teil des Portfolios. Neu hinzugekommen sind Aktien der **United Internet** und in die Top 10 aufgestiegen die Aktien von **Software Circle** (vormals **Grafenia**).

Software Circle

Die Aktien der Gesellschaft **Software Circle** sind seit Sommer 2018 ein Teil des Portfolios.³ Seit dem ersten Kauf ist viel Wasser den Rhein heruntergeflossen und das Unternehmen hat sich operativ bei weitem nicht so gut entwickelt, wie ich es mir seinerzeit erhofft hatte. Bis zum Herbst dieses Jahres war es daher im Hinblick auf die Kursentwicklung ein wenig erfolgreiches Investment.

Ursprünglich aus dem Druckereigeschäft kommend, hatte Grafenia mit der Tochtergesellschaft „Nettl“ ein zweites Standbein im Bereich von Softwaredienstleistungen aufgebaut. Trotz viel Arbeit, Schweiß und Herzblut gelang es dem Team nicht, das ursprüngliche Geschäft im Bereich der Druckerzeugnisse zu stabilisieren. Um es mit Warren Buffett zu beschreiben: *„Wenn ein gutes Management auf eine schlechte Branche trifft, ist es üblicherweise der Ruf der Branche, der intakt bleibt“*.

Daraufhin folgte im Jahr 2020 die Corona-Pandemie, die mit einer Krise für Druckerzeugnisse einherging. Im Jahr 2021 entschied Grafenia, die Strategie grundlegend zu verändern und günstigere kleinere, aber im Umsatz und Ertrag stabile Software-Unternehmen zu erwerben. Im Jahr 2022 wurde schließlich der Bereich von Druckerzeugnissen („*Works Manchester*“) verkauft und damit endgültig Abschied vom ursprünglichen Kerngeschäft genommen.

Seit Herbst 2022 hat man vier kleinere Software-Unternehmen übernommen und im zweiten Halbjahr 2023 mittels einer größeren Kapitalerhöhung die Grundlage für weiteres akquisitorisches Wachstum gelegt. Im Zuge dessen wurde Grafenia in „Software Circle“ umbenannt. Die operativen Ergebnisse und die strategische Entwicklung verlaufen meiner Einschätzung nach vielversprechend.

Dieses Beispiel zeigt einmal mehr, dass für manche Investments ein sehr langer Atem notwendig ist: Ohne die Bezugsrechte aus der Aktienposition aus dem Jahr 2018 wäre eine Teilnahme an der Kapitalerhöhung im Jahr 2023 nicht möglich gewesen. Und aufgrund der bis dahin schlechten Kursentwicklung konnten die neu erworbenen Aktien erfreulich günstig erworben werden. Durch die darauf folgende, positive Kursentwicklung seit diesem Herbst ist Software Circle nun wieder in den Top 10 des TGV Partners Fund enthalten.

Vor allem aber ist es wunderbar zu sehen, dass sich die ausgesprochene Hartnäckigkeit der operativ Verantwortlichen durch die wirklich nicht einfachen Zeiten hinweg nun endlich auszuzahlen scheint. Ich hoffe sehr, dass die lange Durststrecke nun zu einem Ende kommt. Hierfür ist ein großes Dankeschön angebracht! Ohne den Einsatz und das funktionierende Zusammenspiel aller handelnden Personen, von denen ich über die Jahre die meisten persönlich getroffen habe, würde das Unternehmen in seiner heutigen Form nicht existieren. Daher ein großes Dankeschön an: Gavin Cockerill, Iain Brown, Richard Lightfoot, Shira Giat, Roman Rothenberg, Matthias Riechert, Jan-Hendrik Mohr, Simon Barrell, Conrad Bona und Peter Gunning – bitte weiter so!

³ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Grafenia erfolgte im [Halbjahresbericht 2018](#).

United Internet

Dem Aktienkurs der **United Internet AG** und der Entwicklung des hinter dem Konzern stehenden Machers und Unternehmers Ralph Dommermuth folge ich seit vielen Jahren. Im Jahr 2019 verkündete United Internet durch seine Tochtergesellschaft 1&1 den Ausbau eines vierten und vollständig neuen Mobilfunknetzes für Deutschland. Dieses Vorhaben ist risikoreich und teuer – und es zögerte sich durch verschiedene Querelen weiter hinaus als ursprünglich geplant. Vor allem die Unsicherheit bezüglich der endgültigen Kosten und des Zeitplans des Ausbaus verursachten einen extremen Kursverfall. Seit ihrem Hoch vor fünf Jahren hatten die Aktien im Jahr 2023 zwischenzeitlich rund 80 % an Wert verloren. Ein Déjà-vu, wer hier an Tucows denkt!

Auch wenn dem teuren Netzausbau durch 1&1 natürlich Risiken innewohnen, übertrieb der Kapitalmarkt nach meinem Dafürhalten kräftig. Dies war insbesondere der Fall, nachdem United Internet für alle Beobachter unerwartet im August 2023 einen langfristigen Kooperationsvertrag mit Vodafone unterschrieb. Dieser bereinigt die existenzielle Unsicherheit und gibt United Internet für die nächsten 15 Jahre Planungssicherheit.

Daneben hat United Internet auch andere Geschäftsbereiche, die vom Mobilfunkbereich vollständig unabhängig sind. Etwa im Bereich von Glasfasernetzen, dem Domain-Hosting oder mit GMX und WEB.DE Dienstleistungen für Homepages und E-Mail für Privatkunden. Das TGV Partners Fund nutzte die außergewöhnlich niedrigen Kurse im Sommer 2023, um Aktien der United Internet zu kaufen. Der Markt schien mir zu dieser Zeit alle genannten weiteren Unternehmensbereiche vollständig zu ignorieren und sich ausschließlich auf die Querelen des Netzausbaus zu konzentrieren. In der Folge der Erholung an den Märkten und im Zuge des Vodafone-Vertrages hat sich der Aktienkurs in etwa verdoppelt.

Gleichzeitig hat das Unternehmen langfristig gute Aussichten. Mit Ralph Dommermuth steht an der Spitze ein waschechter Selfmade-Unternehmer, der United Internet mit seiner Gabe für Direktvertrieb aus dem Nichts heraus aufgebaut hat. Seit der Gründung im Jahr 1988 und dem Börsengang 1998 hat United Internet mehrere schwere Krisen überstanden und ist immer wieder gestärkt aus ihnen hervorgegangen.

Bis zu den Turbulenzen der letzten beiden Jahre galt United Internet daher als eine der großen deutschen Erfolgsgeschichten, die aus der „New Economy“ um die Jahrtausendwende hervorgegangen sind und Bestand haben. Ralph Dommermuth besitzt heute nach wie vor mehr als die Hälfte der Aktien und ist damit ohne Frage die treibende Kraft an Bord. Ich bin sehr zuversichtlich, dass die Erfolgsgeschichte von United Internet noch lange nicht vorbei ist.

Nichtsdestotrotz: Das Geschäftsmodell im Bereich der Domainverwaltung und der Glasfasernetze, gepaart mit dem Aufbau eines Mobilfunknetzwerks, beinhaltet Ähnlichkeiten mit Tucows. Daher ist die Gewichtung von United Internet im Portfolio bewusst relativ gering gewählt. Diese Überschneidungen haben mich in der Vergangenheit lange vollständig davon abgehalten, Aktien von United Internet zum Kauf zu empfehlen. Im Vergleich hatte ich die Kursaussichten von Tucows attraktiver eingeschätzt und tue das noch immer.

Als der Kurs Mitte 2023 jedoch so extrem gefallen war, dass der von mir unterstellte Wert des Unternehmens das eingegangene Risiko meines Erachtens bei weitem überwog, war aus meiner Sicht eine kleine Position zu rechtfertigen.

Operative Entwicklung vs. Kursentwicklung

Chapters Group AG

Das TGV Partners Fund ist seit seiner Auflage 2015 bei der **Chapters Group AG** investiert. Die Aktien sind heute die größte Position des TGVs. Seit 2018 bin ich als Aufsichtsrat der Gesellschaft bestellt. Da dieser Brief nicht an alle Aktionäre des Unternehmens gleichermaßen gerichtet ist, kann er für eine tiefgehende Berichterstattung zur Gesellschaft nicht das richtige Forum sein. Daher möchte ich an dieser Stelle auf den Geschäftsbericht und den Aktionärsbrief des Unternehmens für das Jahr 2022 und auf den im Frühjahr 2024 erscheinenden Bericht für das Jahr 2023 verweisen.

So viel sei festzuhalten: Das Unternehmen hat sich sowohl operativ als auch inhaltlich im Jahr 2023 weiterentwickelt und schließt an die positive Entwicklung der Vorjahre an. Chapters Group hat im Laufe der Zeit außergewöhnlich talentierte und fähige Persönlichkeiten angezogen, so dass ich zuversichtlich und auf die nächsten Jahre gespannt bin.

Ferguson und MutuiOnline

Sowohl **Ferguson**⁴ als auch **MutuiOnline**⁵ hatten mit den Folgen der durch die stark gestiegenen Zinsen ausgelösten Flaute auf den jeweiligen Immobilienmärkten bzw. der Bauwirtschaft zu kämpfen. Beide Unternehmen haben sich operativ ausgezeichnet behauptet und konnten ihre Umsätze und Gewinne trotz eines herausfordernden Umfelds mehr oder weniger stabil halten. Die Aktienkurse beider Unternehmen stiegen trotz stagnierender Erträge kräftig an.

Zur Verdeutlichung: MutuiOnline hatte im Bereich der Hypothekenvermittlung beim letzten Zinsschock im Jahr 2011/12 einen Umsatzrückgang von rund 70 % bei gleichzeitig deutlichem Rückgang der Profitabilität hinnehmen müssen. Der Aktienkurs fiel in dieser Zeit stark. Dass das Unternehmen nun etwas mehr als zehn Jahre später bei einem ähnlich starken Zinsschock den Umsatz in Summe steigern konnte und gleichzeitig nahezu keine Veränderung der Profitabilität verzeichnen muss, ist ein deutlicher Beweis für die ausgezeichneten Strukturen, die Marco Pescarmona und Alessandro Fracassi über die Jahre hinweg aufgebaut haben.

Hinzu kommt, dass sich die im Jahresbericht 2022 beschriebene Akquisition der beiden Vergleichswebseiten Rastreator in Spanien und Lelynx in Frankreich bis dato gut entwickelt. Ein Besuch der Tochtergesellschaft Rastreator und spanischer Versicherungen in Madrid, also potenziellen Zulieferern von MutuiOnline, hinterließ bei mir den Eindruck, dass diese Akquisition durchaus einen deutlichen Mehrwert für die Gruppe haben kann.

⁴ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Ferguson erfolgte im [Halbjahresbericht 2022](#).

⁵ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Gruppo MutuiOnline ist im [Jahresbericht 2015](#) und im [Jahresbericht 2022](#) enthalten.

Zuallerletzt ist es gut zu sehen, wie schnell MutuiOnline die für die Akquisition aufgenommenen Schulden zurückführt und damit wieder deutlich mehr Flexibilität für weitere Akquisitionen und Investitionen schafft.

Ferguson hingegen hat operativ ein weiteres stetiges, fast langweiliges Jahr hinter sich. In diesem Fall ist „langweilig“ positiv zu werten. Neben mehreren kleinen Akquisitionen investierte Ferguson vermehrt in lokale Verteilzentren und kaufte weitere Aktien zurück. Für das kommende Jahr erwartet das Unternehmen branchenbedingt stagnierende Umsätze, was angesichts der mehrjährigen guten Ergebnisse und der langfristig positiven Aussichten in meinen Augen insgesamt keinen Beinbruch darstellt.

Tucows

Die Situation um **Tucows**⁶ wurde in den letzten beiden Halbjahres- und Jahresberichten ausführlich und umfassend erläutert. Seither gibt es keine wesentlich neuen Entwicklungen, daher verschiebe ich eine erneute Berichterstattung auf einen späteren Zeitpunkt.

„If all the facts could be known, idiots could make the decisions“ (Tex Thornton)

Auch wenn Durststrecken und gelegentlich schlechte Ergebnisse zum Alltag des Börsengeschehens gehören und unausweichlich sind: Die beiden letzten Jahre waren psychologisch gesehen eine der härtesten Zeiten, die ich in meinen bisher über 20 Jahren an den Kapitalmärkten erlebt habe.

Durch mehrere Baissephasen habe ich gelernt, dass ich persönlich gut mit fallenden Kursen umgehen und nachts ruhig schlafen kann. Diese Gelassenheit basiert auf meinem Verständnis für die jeweiligen Unternehmen, ihre Akteure und den von mir unterstellten inneren Wert dieser Unternehmen. Und natürlich in dem Vertrauen in meine Fähigkeiten, hierbei in der Mehrzahl gute Investments identifizieren zu können.

Wenn man seine Hausaufgaben richtig gemacht und Vertrauen in den langfristigen Anstieg des inneren Werts eines guten Unternehmens hat, werden sich auch dessen Kurse über kurz oder lang erholen. Fehler im Einzelfall sind verkräftbar (und auch unvermeidlich), solange man systematische und strukturelle Fehler vermeidet und ein gut diversifiziertes Portfolio aufgebaut wird. Langfristig liegt der Bankvorteil an den Kapitalmärkten auf Seiten der Anleger, da Unternehmen operative Erträge erzielen und Werte schaffen.

In den letzten beiden Jahren habe ich erstmals eine Phase mit stärkeren Kursverlusten und einer deutlichen Underperformance gegenüber breiteren Indizes erlebt, bei der ich mich in der Verantwortung für Dritte, nämlich Sie, gewähnt habe. Eine solche Durststrecke hatte ich zwar stets erwartet, aber ihr tatsächlicher Eintritt ist dennoch nicht angenehm.

Dabei hat mich vor allem beschäftigt, dass Sie diese Entwicklung anders wahrnehmen, da Sie sich naturgemäß weniger mit den Unternehmen beschäftigen oder keinen direkten Kontakt mit den handelnden Personen haben. Es ist unmöglich, dass Sie alle den gleichen Wissensstand erreichen und damit die gleiche Art der Zuversicht entwickeln können.

Ähnliches erlebe ich, wenn ich Positionen anderer Fonds betrachte. Die Beurteilung eines Investmentprozesses von außen und die Unterscheidung zwischen guter Arbeit und Glück sind äußerst schwierig.

⁶ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Tucows erfolgte im [Jahresbericht 2016](#). Die letzten größeren Veränderungen sind im [Jahresbericht 2020](#), [Jahresbericht 2022](#) und [Halbjahresbericht 2023](#) beschrieben.

Jede Erfolgsbilanz ist über die Dauer hinweg von systematischen Einflüssen geprägt. Etwa die Konzentration auf verschiedene Unternehmensgrößen, Sektoren, Branchen oder Regionen. Die Isolierung dieser Effekte und die Beurteilung, ob ein Investor wirklich erfolgreich ist und wie viel von Trends oder Zufall begünstigt wurde, ist praktisch fast unmöglich. Unter anderem, deshalb sind Indexfonds eine gute Sache: Hier erhält man mit Sicherheit ein bestimmtes und an den Index gekoppeltes Ergebnis.

Auch ich kann nicht mit Sicherheit sagen, ob meine verfolgte Investmentstrategie langfristig tatsächlich einen Mehrwert bietet. Ich gehe fest davon aus, ansonsten würde ich sie nicht verfolgen, oder gar die Verantwortung für Dritte dafür übernehmen. Und natürlich bemühen wir uns, unsere Chancen in vielen Entscheidungen beispielsweise durch die unübliche Strukturierung als Teilgesellschaftsvermögen zu verbessern. Aber die endgültige Bewertung wird erst im Nachhinein erfolgen können.

Um Ihnen das nötige Vertrauen in Phasen schlechter Performance zu geben, teile ich regelmäßig Einblicke in meine Beurteilungen und die Logik hinter den investierten Unternehmen. Insgesamt hat diese Herangehensweise bisher gut funktioniert.

Das TGV Partners Fund geht nun bald ins zehnte Jahr seines Bestehens und der Kreis der investierten Partner ist außerordentlich stabil. Auf diese Beständigkeit bin ich sehr stolz; mehr noch als auf das bisherige Investmentergebnis. Dafür sind Sie natürlich direkt mitverantwortlich und dafür danke ich Ihnen sehr!

Ich bin sicher, dass auch zukünftig die Zeiten zwischenzeitlich stürmisch werden. Wichtig ist allein, dass das langfristige Ergebnis zufriedenstellend ist. Daran lassen wir uns gerne messen.

Investorentreffen

Die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV plant am Samstag, den 8. Juni 2024 ihr jährliches Investorentreffen in Bonn-Bad Godesberg auf der Godesburg abzuhalten. Als Partner im TGV erhalten Sie in Kürze eine Einladung.

Wie in den Vorjahren auch möchte ich Sie ermuntern, nach Bad Godesberg zu kommen. Es lohnt sich! Es ist eine ausgezeichnete Gelegenheit, die anderen Partner, die anderen TGV-Manager und die Kollegen in der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV kennenzulernen.

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

Herzliche Grüße aus Bonn, Ihr

Mathias Saggau