

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV
Rüingsdorfer Str. 2 e · 53173 Bonn · Germany

**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 2017 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: Udo Behrenwaldt (Vors.), Wolfgang Fritz Driese, Dr. Maximilian Zimmerer
Eingetragen im Handelsregister Bonn HRB 16143
Investmentvermögen mit veränderlichem Gesellschaftskapital

Bonn, im Juli 2017

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 30. Juni 2017 bei 129,79 Euro. Für das erste Halbjahr 2017 entsprach die Veränderung des NAV inklusive aller Kosten somit + 10,30 %. Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von + 7,35 % erzielt.

| Jahr | TGV Partners Fund | DAX | Differenz |
|------------------------|-------------------|-----------|-----------|
| 2015 (9 Monate) | + 1,48 % | – 10,22 % | + 11,70 % |
| 2016 | + 15,95 % | + 6,87 % | + 9,08 % |
| 1. Hj. 2017 (6 Monate) | + 10,30 % | + 7,35 % | + 2,95 % |

| | | | |
|-----------|-----------|----------|-----------|
| per annum | + 12,28 % | + 1,32 % | + 10,96 % |
| absolut | + 29,79 % | + 3,00 % | + 26,79 % |

Auf den ersten Blick ist das erste Halbjahr 2017 sowohl für das TGV Partners Fund als auch für den gesamten Markt gut verlaufen. Auch die meisten breiten Indizes stiegen moderat und unter historisch außergewöhnlich geringen Schwankungen.

Bei den einzelnen Titeln im Portfolio des TGV Partners Fund stellt sich das Bild aber deutlich differenzierter dar.

Nur selten gibt es bei 15 Einzelpositionen innerhalb von kurzer Frist eine so ungewöhnlich hohe Spreizung zwischen positiver und negativer Kursentwicklung. Die beste Performance lag zwischenzeitlich bei rund +70 %, die schlechteste bei rund – 30 % innerhalb von nur sechs Monaten.

Ein wesentlicher Treiber der positiven Gesamtperformance des TGV im ersten Halbjahr war die ausgezeichnete Kursentwicklung bei den am höchsten gewichteten Positionen. In Euro gerechnet legten **Alphabet +15 %**, **Gruppo MutuiOnline +40 %** und **Tucows +40 %** zu. Diese Kursperformance wurde erfreulicherweise von einer ebenfalls ausgezeichneten operativen Entwicklung der Unternehmen begleitet.

Deutlich aus der Reihe tanzten vor allem wieder die Unternehmen aus der Öl- und Gasbranche. Diese hatten 2016 noch stark haussiert und zeigten angesichts schwacher Ölpreise im Jahr 2017 durchweg negative Kursentwicklungen.

Da etwa die Hälfte der Unternehmen des TGV Partners Fund in US-Dollar oder eng an den US-Dollar angelehnt notieren, sorgte die Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro für einen ordentlichen Gegenwind im Portfolio.

2017 war bisher ein Musterbeispiel dafür, wie sich eine hohe Konzentration auf relativ wenige Titel, die sich dann auch noch sehr positiv entwickeln, auf ein gesamtes Portfolio auswirkt. Dies sei aber gleichzeitig als Warnung gedacht: Nicht immer werden die jeweils hoch gewichteten Positionen im TGV Partners Fund eine bessere Performance als der breite Markt aufweisen. Phasen der Unterperformance sind in Zukunft unumgänglich.

Die Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den 15 Unternehmen, in die das TGV zum 30.06.2017 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf.

- Admiral Group
- amaysim
- Gruppo MutuiOnline
- Microsoft
- TGS Nopec
- Alphabet (Google)
- NOW Inc. (Distribution NOW)
- National-Oilwell Varco
- Rolls Royce
- Tucows

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund 85 % des Fondsvermögens. Das größte Unternehmen, an dem das TGV beteiligt ist, hat aktuell eine Marktkapitalisierung von rund 650 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

Seit dem Jahreswechsel gab es kleinere Veränderungen innerhalb des Portfolios, ohne dass sich die Zusammensetzung desselben im Wesentlichen verändert hätte.

Admiral Group ist seit der Auflage des TGV Partners Fund ein fester Bestandteil des Portfolios und durch eine gute Kursperformance in den letzten Monaten wieder in die Top 10 aufgestiegen.

Die Aktien von **amaysim** sind seit knapp einem Jahr Bestandteil des Portfolios. Waren sie bisher nicht unter den Top 10, sind sie durch eine deutliche Aufstockung der Position in den letzten Monaten nun unter den zehn größten Positionen des TGV Partners Fund zu finden.

Die Aktien von **Leucadia** und **Fastenal** wurden zum Jahresanfang verkauft. Bei beiden Unternehmen handelt es sich nach wie vor um hervorragende Unternehmen mit ausgezeichnetem Management. Jedoch hatten die Kurse beider Unternehmen nach dem Wahlsieg des US-Präsidenten Donald Trump solch außerordentliche und wenig inhaltlich begründete Freudensprünge gemacht, dass ein wesentlicher Teil der Aufstockung von amaysim durch einen Abzug von Mitteln bei diesen beiden Unternehmen finanziert wurde.

amaysim

Bei amaysim handelt es sich um ein australisches Unternehmen, welches bei Geschäftsmodell und Philosophie zahlreiche Ähnlichkeiten mit dem im letzten Brief vorgestellten Tucows hat. Schrieb ich im letzten Brief, dass die Marke Ting von Tucows mit der Marke Simyo in Deutschland vergleichbar sei, geht die Verwandtschaft bei amaysim sogar noch einen Schritt weiter. Denn das Unternehmen hat praktisch deutsche Wurzeln: Das hierzulande bewährte Geschäftsmodell wurde von den ehemaligen Gründern von Simyo von Deutschland nach Australien exportiert und das Angebot gegen Ende 2010 am Markt gestartet.

Der australische Mobilfunkmarkt zeichnete sich noch vor wenigen Jahren durch geringen Wettbewerb, schlechten Service und außerordentlich hohe Kosten für die Nutzer aus. Mit einem sehr einfachen und fairen Tarifmodell, deutlich günstigeren Preisen und ausgezeichnetem Service hat amaysim in kürzester Zeit und praktisch aus dem Stand mittlerweile rund eine Million Kunden unter Vertrag. Dieses Geschäftsmodell eines sogenannten MVNO (Mobile Virtual Network Operator) ohne eigenes Mobilfunknetz war bis zu diesem Zeitpunkt in Australien wenig bekannt und fiel offensichtlich auf einen sehr fruchtbaren Boden.

Die Aktien aller Telekommunikationsfirmen in Australien, auch die von amaysim, unterlagen in den letzten Monaten einer kräftigen Talfahrt, da der Wettbewerb an Schärfe zugenommen hat. Im April verkündete amaysim eine größere und nicht unumstrittene Akquisition des Unternehmens „Click Energy“.

Kurze Zeit darauf kündigte das einheimische Unternehmen TPG an, den Wettbewerb noch weiter anzuheizen und ein viertes, gänzlich neues Mobilfunknetz in Australien aufbauen zu wollen. Und wäre dies alles noch nicht genug, startet in Australien im Moment eine grundlegende Veränderung der landesweiten Internetversorgung, die vor allem für die seit langem etablierten Unternehmen eine Menge Unsicherheit bedeutet, da die bisher bestehenden Strukturen in Zukunft völlig umgekrempelt werden.

Die Vielzahl der Neuigkeiten, viele davon über den sich scharf zuspitzenden Wettbewerb auf dem australischen Markt, aber auch einige über das Unternehmen selbst, machte die gesamte Branche und amaysim äußerst unbeliebt bei vielen Investoren. Meiner Meinung nach wurde das Kind mit dem Bade ausgeschüttet. Die Aktien von amaysim fielen in Euro gerechnet seit Jahresanfang um fast 25 %.

Ein zunehmender Wettbewerb muss nicht zwangsläufig schlecht für das Auskommen von amaysim sein. amaysim hat die niedrigsten Kundenakquisitionskosten, das geringste Aufkommen an Beschwerden und hervorragende Bewertungen von Kunden. Diese Kombination im Zusammenhang mit einer äußerst kompetitiven Preisstruktur erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass sich wechselwillige Kunden auch in Zukunft für amaysim entscheiden werden.

Gefährlich ist ein scharf zunehmender Wettbewerb vor allem für diejenigen Unternehmen, die ihre Kunden als Geiseln halten, durch historisch hohe Margen träge sind und die durch einen gewachsenen Tarif-Dschungel davon abgehalten werden, alle Kunden gleichmäßig fair zu behandeln. Es entsteht eine Situation, die mit dem „*Innovator's Dilemma*“¹ vergleichbar ist: Ein junger Wettbewerber findet eine

¹ Clayton Christensens Buch „*The Innovator's Dilemma*“ zeigt anschaulich, dass Wettbewerbsvorteile alles andere als statisch sind, und ist sehr lesenswert für alle, die sich für dieses Thema interessieren.

ergiebigste Nische vor. Für die etablierten Wettbewerber ist es durch gewachsene Strukturen und eingefahrene Prozesse schwierig, die eigene Organisation so radikal zu verändern, wie es nötig wäre, oder gleichzeitig die Basis der bisherigen Profite zu kannelisieren.

Mergers and Acquisitions (M&A)

Im vergangenen Halbjahr haben gleich mehrere Unternehmen aus dem TGV Partners Fund angekündigt, andere Unternehmen zu kaufen oder bestehende Beteiligungen aufzustoeken. Deshalb halte ich es für sinnvoll, das Thema aufzugreifen und mein allgemeines Leitbild aufzuzeigen, mit dem ich M&A im Rahmen der Kapitalallokation beurteile.

Der Kauf, Verkauf und die Zusammenführung von Unternehmen, im englischen Mergers and Acquisitions, ist nicht nur unter Investoren ein kontroverses Thema. Auch in der Wissenschaft, der Presse und in den Unternehmen selbst wird viel über Sinn und Unsinn von Akquisitionen diskutiert. Die Gegner von Akquisitionen argumentieren oft, dass mehr als die Hälfte aller Transaktionen Wert für den Käufer vernichten und je nach Studie rund 70-90 % aller Transaktionen hinter ihren Erwartungen zurückbleiben.

Fakt ist: Viele Akquisitionen vernichten kräftig Wert. Auf der anderen Seite können gut und günstig durchgeführte Akquisitionen den Wert einer Unternehmung deutlich steigern. Wie immer kommt es auf die Umstände an.

In den letzten Monaten galt es, folgende Transaktionen für das TGV Partners Fund zu beurteilen:

- Tucows akquirierte „eNom“ von der Firma Rightside im Januar 2017 für rund 80 Mio. US-Dollar.
- amaysim akquirierte „Click Energy“ im April 2017 für rund 120 Mio. Australische Dollar.
- Bei Gruppo MutuiOnline entscheidet sich in den nächsten Monaten, ob die Tochtergesellschaft 7Pixels vollständig übernommen wird.
- NOW Inc. nutzte die letzten beiden Jahre der Krise in der Öl- und Gasindustrie und investierte fast 700 Mio. US-Dollar in mehreren Akquisitionen. Angesichts dessen, dass die Firma heute eine Marktkapitalisierung von rund 1,7 Mrd. US-Dollar aufweist und keine wesentlichen Schulden hat, eine außergewöhnliche Größe.
- TGS-Nopec kaufte seit Beginn der Krise die Multi-Client-Datenbanken von in Seenot geratenen Konkurrenten (Dolphin und Polarcus) für mehr als 30 Mio. US-Dollar.
- National-Oilwell Varco akquirierte über 200 (!) Unternehmen in den letzten 17 Jahren.

Für die Bewertung der Unternehmen, in die das TGV Partners Fund typischerweise investiert, spielt das Verständnis und die Beurteilung von Akquisitionen und vor allem deren Sinnhaftigkeit eine überdurchschnittlich wichtige Rolle.

Die Handhabung und die Beurteilung von Akquisitionen seitens der Unternehmen geben einen guten Einblick darin, wie Unternehmen mit dem Thema Kapitalallokation allgemein umgehen und welche

Prioritäten sie setzen. „Gute Akquisitionen“ sind ein Indiz dafür, dass das Management umsichtig mit dem Kapital der Aktionäre umgeht, so wie „schlechte Akquisitionen“ ein starkes Indiz dafür sind, dass eine rationale und vernünftige Kapitalallokation nicht im Vordergrund steht.

Hinzu kommt, dass das klassische Unternehmen im TGV Partners Fund sehr viel mehr freie Mittel erwirtschaftet als es für den Fortbestand des eigenen Geschäfts benötigt. Diese freien Mittel werden im besten Fall, gute Reinvestitionsmöglichkeiten vorausgesetzt, vollständig in das eigene Kerngeschäft reinvestiert.

Nun können aber die wenigsten Unternehmen stetig wachsende freie Mittel dauerhaft und zu ausgezeichneten Renditen in das eigene Kerngeschäft reinvestieren. Dies liegt beileibe nicht daran, dass die Unternehmen nicht gerne investieren wollten – aber die Nischen und das Wettbewerbsumfeld, in denen eine ausreichend hohe oder gar ausgezeichnete Rentabilität gewährleistet ist, sind für die meisten Unternehmen nun einmal begrenzt. Und so sind auch die vernünftigen Reinvestitionsmöglichkeiten für die meisten Unternehmen ab einem bestimmten Zeitpunkt oder einer gewissen Größenordnung begrenzt.

Unter diesem Gesichtspunkt sind Unternehmenszukäufe eine vernünftige Möglichkeit, freies Kapital zu investieren, und damit ein zusätzliches und wichtiges Instrument im Werkzeugkoffer der Kapitalallokation. Im besten Fall können sie sogar über die reine Kapitalverwendung hinaus auch den „Burggraben“ eines Unternehmens, also dessen Schutz vor Wettbewerb, positiv beeinflussen.

Aber es verhält sich ähnlich wie mit dem Investieren allgemein: Es handelt sich eher um eine Kunst als um eine Wissenschaft, und es müssen viele kleine Details zusammenkommen, damit Akquisitionen erfolgreich werden. Zu den Ingredienzien einer erfolgreichen Akquisition gehören vor allem die Kunst „Nein“ zu sagen, sehr viel Geduld, ein vernünftiger Prozess und tiefes Wissen über die Auswahl und Integration der zu kaufenden Unternehmen.

Vor einigen Jahren hat ein befreundeter Value-Investor sein Gedankengerüst, unter welchen Umständen Akquisitionen für ihn Sinn ergeben, mit mir geteilt. Dieses relativ einfache „mental model“ habe ich schamlos kopiert, nutze es seitdem für mich als Grundgerüst für die Beurteilung der jeweiligen M&A-Strategie und stelle es nachfolgend in Grundzügen dar.

Bei guten Akquisitionen sehe ich regelmäßig mindestens einen von drei Gründen für die Transaktion:

- 1) Das akquirierende Unternehmen kauft strukturell und außerordentlich günstig ein. Die Gründe für strukturell niedrige Preise sind vielfältig. Ein notleidender Verkäufer, eine generelle Krise in der Branche oder mangelnder Wettbewerb beim Kauf sind nur einige der Faktoren, die zu systematisch niedrigen Preisen führen können.
- 2) Der Zusammenschluss erzielt echte Umsatzsynergien: Beispielsweise derart, dass die Produkte des gekauften Unternehmens über die bereits bestehende Vertriebsinfrastruktur ausgerollt werden können, oder dass die Vertriebsinfrastruktur des gekauften Unternehmens zusätzlich mit eigenen Produkten bestückt werden kann.
Dabei ist nicht gemeint, dass sich die Umsätze einfach addieren ($1 + 1 = 2$), sondern dass das zusammengeführte Unternehmen eine Weile nach der Akquisition erheblich mehr Umsätze erzielt als beide Unternehmen für sich alleine erzielt hätten ($1 + 1 = 3$).
- 3) Das akquirierende Unternehmen kann echte und erhebliche Kostenvorteile heben. Kostensynergien werden zwar fast immer bei Akquisitionen angeführt, die wenigsten sind aber wirklich „echt“ und noch weniger Synergien erweisen sich später als tatsächlich hoch. Potenzielle Synergien gibt es aber viele: Hierzu zählen beispielsweise die bessere Auslastung

von Distributionsnetzwerken, der eigenen Infrastruktur oder der effizientere Einsatz von Marketingkosten pro Kunden. Aufgewogen und nur selten berücksichtigt werden diese Einsparungen aber allzu oft durch eine steigende Komplexität, durch Restrukturierungskosten und die hohe Aufmerksamkeit, die eine Integration dem Management abverlangen kann.

Ein Kaufpreis ist auch nicht unbedingt günstig, wenn er zwar niedriger als vergleichbare Transaktionen war, aber absolut gesehen dennoch zu hoch lag. Oft werden kränkelnde Wettbewerber gekauft, um die Kundenbeziehungen zu akquirieren und den Umsatz zu erhöhen. Aber allzu oft addieren sich dann nur die Probleme, nicht aber die Marktanteile. Und immer wenn die Worte „transformativ“, „Zusammenschluss auf Augenhöhe“, oder „Auktion“ in Bezug auf eine Akquisition fallen, stellen sich mir die Nackenhaare auf.

Am gelebten Beispiel habe ich seither beobachtet, dass die meisten guten Akquisitionen, die ich im Laufe der Zeit gesehen habe, auf einer oder gar mehreren dieser Säulen fußen, und viele der schlechten Akquisitionen, die ich im Laufe der Zeit beobachtet habe, keine dieser Säulen berücksichtigten und es meist völlig andere Gründe für den Abschluss der Transaktion gab.

Selbstverständlich gibt es für alle diese drei Szenarien zahlreiche Beispiele, in denen Akquisitionen nicht erfolgreich waren. Und nur, weil eine oder mehrere Bedingungen erfüllt waren, kann natürlich immer noch der komplexe Part der Integration scheitern.

Nichtsdestotrotz hilft mir dieses Gedankengerüst einzuordnen, wie das Management der jeweiligen Unternehmen grundsätzlich über Akquisitionen denkt. Es hilft dabei, in der Vergangenheit getätigte Akquisitionen zu bewerten und zu beurteilen, ob die Unternehmen einen systematischen und strukturierten Prozess in Bezug auf Akquisitionen haben, oder ob sie nur Unternehmen kaufen, weil es gerade der Mode entspricht und „man das in der Branche gerade so macht“.

Auf der anderen Seite entpuppt sich manch scheinbar teure oder riskante Akquisition später als ausgezeichneter Kauf. So gab es seinerzeit nur wenige Investoren, die Googles Akquisition von YouTube in 2006 nicht kritisch sahen. Damals erschien vielen der Preis von 1,65 Mrd. US-Dollar als völlig aberwitzig. YouTube hatte 2006 nur rund 15 Mio. US-Dollar Umsatz und machte große Verluste. Auf den ersten Blick sah alles nach einem wirklich verrückten Deal aus. Dass diese Akquisition im Rückspiegel betrachtet ein „phantastischer Schnapper“ war, fällt heute gerne unter den Tisch.²

eNom: Ein guter Deal?

Tucows Akquisition vom eNom scheint auf den ersten Blick dem Muster einer hervorragenden Akquisition zu folgen. Sollten die Ergebnisse auch nur halbwegs so eintreffen wie es bisher scheint, dann können wir nur abermals betonen, wie sehr wir uns glücklich schätzen können, Elliot Noss und sein Team als Partner zu haben.

Mit der Akquisition kauft Tucows einen direkten Wettbewerber im Domaingeschäft, den das Unternehmen seit fast zwei Jahrzehnten aus nächster Nähe kennt. Geschäftsprozesse, Kunden, Chancen und Risiken sind Tucows bestens bekannt. Es handelt sich um eine vergleichbare Unternehmung innerhalb des eigenen Kerngeschäfts. Im Zuge der Akquisition verdoppelt sich die Anzahl der durch Tucows verwalteten Domains von rund 14 Mio. Domains auf rund 30 Mio. Domains.

Von den drei oben genannten Gründen lassen sich zumindest zwei ohne Schwierigkeiten erkennen:

- 1) Der Preis: Tucows rechnet damit, dass der zukünftige Mehrertrag ohne Synergieeffekte und vor Steuern bei rund 15 Mio. US-Dollar und inklusive realistischer Synergien bei rund

² Die YouTube-Akquisition wurde im Oktober 2006 vollständig mit Aktien bei einem Kurs von rund 200 US-Dollar bezahlt. Diese Aktien haben heute einen Wert von rund 7,2 Mrd. US-Dollar. Der Wert von YouTube beträgt heute aber mit Sicherheit das Vielfache dieser Summe.

20 Mio. US-Dollar pro Jahr liegen soll. Dieser Ertrag gegenüber einem Kaufpreis von rund 80 Mio. US-Dollar entspricht einem Faktor des 4- bis 5-Fachen – in der heutigen Zeit ein außerordentlich günstiger Wert für ein relativ stabiles Geschäft, der die Transaktion alleine rechtfertigt.

- 2) Umsatzsynergien: Tucows rechnet nicht mit wesentlichen Umsatzsynergien, vielmehr werden eher stagnierende, vielleicht sogar schrumpfende Umsätze erwartet.
- 3) Kostensynergien: Das Geschäft von Tucows und eNom ist in zahlreichen Aspekten stark überlappend, in manchen gar identisch. Neben den klassischen Synergien wie etwa der Zusammenlegung von doppelten Funktionen („Back Office“) kann das tägliche Geschäft nun über ein viel größeres Volumen skaliert werden. Gerade in einem Geschäftsmodell, das von kleinteiligen Prozessen, Auslastungen und Effizienzen lebt, bietet sich eine hervorragende Chance, echte Synergien zu heben.

Warum hat Rightside, der frühere Eigentümer von eNom, dieses Geschäft nur so günstig verkauft?

Die Gründe hierfür sind vielfältig: Rightside befindet sich seit einigen Jahren vollständig im Umbruch. Das Unternehmen wurde als Abspaltung einer größeren Gesellschaft 2014 auf eigene Beine gestellt. Seit dem Spin-off war Rightside über alle Sparten hinweg unprofitabel und es mangelte an Kapital für Wachstumsinitiativen. eNom an sich war zwar seit jeher profitabel, bot aber nur wenig Wachstum, ja schrumpfte sogar leicht und war damit alles andere als „sexy“. Das neue Management wollte dem eigenen Geschäft zukünftig einen anderen Fokus geben und wollte die durch den Verkauf zufließenden Mittel unter anderem hierfür nutzen. Nachdem eNom für eine gewisse Zeit offen zum Verkauf stand, war Tucows der einzig wirklich interessierte Käufer.

Und dass es offensichtlich zahlreiche Friktionen innerhalb des verkaufenden Unternehmens Rightside und wenig Konsens über die zukünftige Ausrichtung gab, wurde in den letzten Wochen nun auch für Außenstehende offensichtlich. Rightside stimmte einer vollständigen Akquisition des verbleibenden Unternehmens durch das Unternehmen Donuts Inc. gegen Ende Juni 2017 zu.

Für Tucows hingegen ist das mangelnde Wachstum bei eNom nicht so negativ. Das Unternehmen kann die in Zukunft erwirtschafteten Mittel in seine neu aufgebauten Geschäftsbereiche lenken und dort gut verwenden. Dies stärkt die Basis für das zukünftige Wachstum.

Ob die Akquisition im Nachhinein wirklich „ausgezeichnet“ war, wird sich allerdings erst in einigen Jahren zeigen. Schließlich befindet man sich noch immer in der Phase der Integration. Ich gehe aber davon aus, dass die Chancen für eine gelungene Integration gut stehen. Der auf Seiten von Tucows für die Integration verantwortliche David Woroch ist ein „alter Hase“, ein erfahrener Manager und Urgestein der Branche. Er pendelt mit Feuereifer zwischen Seattle und Toronto hin und her und zeigte sich bei unserem letzten Besuch positiv, dass die Kulturen von Tucows und eNom gut zusammenpassen, was eine erfolgreiche Integration einfacher macht.

So wie bei Tucows gibt es hinter jeder der eingangs genannten Akquisitionen der Unternehmen im TGV Partners Fund eine Geschichte, wie das Geschäft zustande kam, was die Ratio für den Kauf war, und es wird in absehbarer Zukunft ein Ergebnis geben. Es gehört zu den Aufgaben eines jeden aktiven Investors, sich hierüber regelmäßig Gedanken zu machen und die Akquisitionen zu bewerten.

Ich komme zu dem Schluss, dass die überwiegende Mehrheit der Akquisitionen der Unternehmen im TGV Partners Fund positiv für ihre Eigentümer war und in der Summe eindeutig Wert für die Aktionäre geschaffen wurde.

Auch wenn nicht alle eingangs genannten Akquisitionen so spektakulär günstig waren wie die von eNom derzeit erscheint, machen sie aber auf den zweiten Blick Sinn und sollten – über einen ausreichend langen Zeitraum gemessen – nicht unerheblich positiv zum jeweiligen Wert der Unternehmen beitragen. Und dieser Wert wird sich über kurz oder lang in den Kursen der jeweiligen Aktien der Unternehmen widerspiegeln.

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

Mit herzlichen Grüßen aus Bonn

Ihr Mathias Saggau