

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 2021 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 2021

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 30. Juni 2021 bei 234,56 Euro. Die Veränderung des Wertes für das erste Halbjahr 2021 betrug inklusive aller Kosten +22,15%.¹ Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von + 13,22 % 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	+ 22,15 %	+ 13,22 %	+ 8,93 %

per annum	+ 14,73 %	+ 4,26 %	+ 10,47 %
absolut	+ 136,19 %	+ 29,79 %	+ 106,40 %

Auch wenn das Halbjahresergebnis des TGV Partners Fund auf den ersten Blick gut aussieht, ist nach einem Blick unter die Motorhaube in Summe wenig geschehen. Es gab operativ bei den Unternehmen und inhaltlich im Portfolio keine größeren Überraschungen, außer dass die Kurse der Aktien im Schnitt ordentlich gestiegen sind.

Die Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den vierzehn Unternehmen, in die das TGV zum 30.06.2021 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Computer Modelling Group
- Groupe Sfp
- Interactive Brokers
- MEDIQON Group
- TGS
- DCC
- Gruppo MutuiOnline
- Just Eat Takeaway.com
- 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 20 Mrd. Euro, das kleinste

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.

von rund 10 Mio. Euro. Die fünf größten Positionen (**Tucows**, **Gruppo MutuiOnline**, **MEDIQON Group**, **Naked Wines** und **TGS**) sind seit Jahren fester Bestandteil des TGVs und stellen mehr als die Hälfte des Vermögens dar.

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

Die Aktien von **amaysim** wurden erwartungsgemäß im Februar 2021 verkauft. Leider gab es – anders als erhofft – keinen weiteren Bieter für den Kundenstamm von amaysim. Daher musste die Position im Zuge der Übernahme durch Optus mit einem herben Verlust verkauft werden.

Bei der **MEDIQON Group** wurde im Frühjahr 2021 eine bereits im vergangenen Jahr angekündigte Kapitalerhöhung gezeichnet, so dass das Unternehmen nun ein größeres Gewicht im Portfolio hat als bisher.

Das Unternehmen **TGS** hat sich von „TGS-Nopec Geophysical Company“ in „TGS“ umbenannt. TGS war in den frühen achtziger Jahren aus einer Fusion von TGS (Tomlison Geophysical Services) und Nopec (Norwegian Petroleum Exploration Consultants) hervorgegangen. Das operative Geschäft bleibt unverändert.

Neu hinzugekommen sind im Frühjahr 2021 Aktien des Unternehmens **Just Eat Takeaway.com (JET)**. Den meisten in Deutschland ansässigen Partnern besser bekannt als Muttergesellschaft von Lieferando.

Just Eat Takeaway.com (JET)

JET hat eine faszinierende Unternehmensgeschichte. Von einem jungen Niederländer namens Jitse Groen vor rund 21 Jahren als „Thuisbezorgd.nl“ (in etwa übersetzt als „nach Hause bestellt“) gegründet, eroberte die Website im Verlaufe weniger Jahre die Niederlande. Die ursprüngliche Idee des jungen Unternehmers war es, die zahlreichen verschiedenen Flyer von unterschiedlichen Restaurants am Kühlschrank oder in der Küchenschublade abzulösen und alle Restaurants mit eigenem Lieferdienst in einer Region auf einer Website zusammenzufassen. Erfolgt eine Bestellung über die Website, erhält JET eine Kommission vom Restaurant, typischerweise 10 bis 15 % des Warenkorbs. Für Restaurants war dies ein neuer und durchaus attraktiver Marketingkanal, über den neue Kunden akquiriert werden konnten.

Ähnlich wie bei anderen Marktplätzen, etwa eBay oder immobilienscout24.de existiert bei Takeaway.com ein Netzwerkeffekt. Je mehr Kunden die Website nutzen, desto wichtiger wird der Kanal für die teilnehmenden Restaurants. Je mehr Restaurants auf der Plattform zu finden sind, desto

mehr Kunden nutzen das Angebot. Schlussendlich geht aus diesem Prozess regelmäßig ein einziger Anbieter hervor, der einen Großteil der Nutzer und Anbieter miteinander verbindet.

In den meisten entwickelten Ländern der Welt gab es in diesen Marktplätzen eine Evolution: Ein *survival of the fittest*, bei dem am Ende die Website mit den meisten Nutzern, manchmal eine zweite, übrigblieb. Typischerweise kämpfen mehrere Webseiten mit einem ähnlichen Angebot so lange um ein Land und die Nutzer, bis dieser Wettkampf entschieden ist. Solange der Kampf um die Marktherrschaft andauert, erscheint es rational, alle freien Mittel in die Akquisition von Kunden und Anbietern zu investieren.

Sobald der Kampf um die Vorherrschaft endgültig entschieden ist, handelt es sich in der Regel um ein äußerst profitables Geschäftsmodell. Das gleiche Prinzip findet sich in ähnlicher Form auch bei anderen Unternehmen wieder, in die das TGV Partners Fund investiert war oder ist. Beispielsweise die Vergleichs-Webseiten der **Gruppo MutuiOnline** oder der **Admiral Group**.

Thuisbezorgd.nl konnte im Laufe der Zeit die Marktführerschaft in den Niederlanden für sich entscheiden und ist dort seither außerordentlich profitabel. Als ehrgeiziger und geschickter Unternehmer nutzte Jitse Groen diese Profitabilität, um andere Länder in Europa im Sturm zu erobern.

2010 wurde das Unternehmen in „Takeaway.com“ umbenannt und eine Expansion in Großbritannien und Frankreich gestartet. 2014 wurde das deutsche Unternehmen **Lieferando.de** übernommen. 2016 erfolgte der Börsengang (IPO). Auch nach dem IPO beschleunigte Jitse Groen seinen sehr aggressiven Expansionskurs. Durch die Ausgabe eigener Aktien als Akquisitionswährung übernahm er andere Marktplatz-Webseiten innerhalb seiner Branche. Etwa die deutsche Website **Lieferheld** (2018), die britische **Just Eat** (2019) und die US-amerikanische **Grubhub** (2020/21).

Das so kombinierte Unternehmen wickelte im Jahr 2020 etwas mehr als 800 Millionen Bestellungen ab, die für sich genommen einen Warenkorb von rund 20 Mrd. Euro hatten. Es erzielte damit einen Umsatz von rund 4 Mrd. Euro.

Die Logik hinter diesen Übernahmen war der Gewinn der Marktherrschaft und das Ende des kostspieligen Kampfes um Marktanteile. Diesen Effekt konnte man etwa in Deutschland bereits hervorragend beobachten: Waren sowohl Lieferheld als auch Lieferando in den Jahren vor der Fusion durch ihre sehr hohen Marketingaufwendungen unprofitabel, wurde das kombinierte Geschäft mangels weiterer Konkurrenz bereits kurze Zeit nach der Fusion sehr gewinnbringend.

Seit einigen Jahren ist es so, dass zahlreiche neue Wettbewerber mit einem etwas anderen Geschäftsmodell in den Markt von JET eingetreten sind. Statt nur eine Website zu betreiben, beschäftigen diese Start-ups eigene Fahrer, versuchen ein eigenes Logistiknetzwerk aufzubauen und dieses mit Essens- oder Warenlieferungen auszulasten. Gerade Restaurants ohne eigene Liefermöglichkeiten waren die ersten Kunden.

Hier sind beispielsweise **UberEats**, **DoorDash**, **Deliveroo**, **Wolt** oder auch das deutsche Start-up **Gorillas** zu nennen. Im Jahr 2020 liebte der Markt diese neue Art Unternehmen als Corona-Gewinner. Durch Börsengänge oder Venture-Capital waren die Gesellschaften mit sehr viel Kapital ausgestattet und investieren entsprechend Milliarden in den möglichst schnellen Aus- und Aufbau ihrer eigenen Geschäfte. Es wird mit harten Bandagen gekämpft.

Die starke Expansion dieser neuen Modelle auch während der Corona-Pandemie 2020/21 und die Ankündigung der aggressiven und gut finanzierten Wettbewerber JET auch in den eigenen Heimatmärkten angreifen zu wollen, hat die Aktien von JET im Frühjahr 2021 auf eine Talfahrt geschickt. Wie soll das Unternehmen langfristig profitabel werden, wenn ständig neue Wettbewerber mit scheinbar unerschöpflichen Werbeetats vor den Toren stehen und randalieren? Die WirtschaftsWoche titelte in diesem Zusammenhang im April 2021: „*Endet der Liefer-Boom als Milliardengrab?*“.

Und es ist tatsächlich so, dass heute nicht im Detail abzusehen ist, wo sich die gesamte Branche in den einzelnen Ländern hin entwickelt. Es herrscht die offensichtliche Angst, dass die neuen Anbieter mit einer eigenen und integrierten Logistik langfristig das Rennen machen und JET die Wurst vom Brot nehmen – analog zur Entwicklung von **eBay** und **Amazon**.

In den Gründungsjahren war eBay mit seinem Marktplatzmodell eines der ersten Internetgeschäftsmodelle, das schon früh profitabel war. Deutlich schneller als Amazon. In den folgenden Jahren schaffte es eBay aber nicht, das Geschäft weiterzuentwickeln. Letztendlich wurde eBay, das vor mehr als zwanzig Jahren ehrfürchtig in einem Atemzug mit Amazon genannt wurde, spektakulär überholt. Heute machen Wert und Ansehen von eBay nur noch einen Bruchteil dessen von Amazon aus.

Das spannende aber ist die Zeitachse: Es ist nicht zu verkennen, dass eBay trotz des scheinbaren Misserfolges im Vergleich zu Amazon auch 25 Jahre nach der Gründung immer noch ein spektakulär profitables Geschäftsmodell hat. Natürlich ist das Unternehmen sehr viel kleiner als der große Verwandte. Aber es reicht immer noch aus, um damit jährlich viele Milliarden Gewinn zu erzielen.

Die Lektion daraus: Marktplatzmodelle, die ältesten Geschäftsmodelle im Internet, sind oftmals wesentlich langlebiger, als man es für möglich hält. Eine Tatsache, die am Markt in Bezug auf JET aktuell nicht unbedingt konsensfähig ist.

Die derzeitige Skepsis gegenüber dem Unternehmen und die Unsicherheit über die Zukunft ist im Aktienpreis von JET reichlich enthalten. Betrachtet man die Marktposition in den einzelnen Ländern, das Wachstumspotenzial und die jetzt schon vorhandene Profitabilität, dann erscheint die Bewertung – gerade auch im Vergleich zu den anderen börsennotierten Wettbewerbern – frappierend gering. Dass sich die Lage oder die Aussicht derselben auch nur ansatzweise verbessern könnte, ist meiner Meinung nach keineswegs eingepreist.

Vor diesem Hintergrund sehe ich JET zum aktuellen Preis als ein äußerst asymmetrisches und attraktives Investment. Im schlechtesten Fall erhält man ein (in der Zukunft) stagnierendes Marktplatzmodell. Im besten Fall erhält man eine hervorragende Startposition für einen zukünftigen Giganten in der Lieferindustrie. Mit Jitse Groen hat man zudem einen Gründer und Eigentümer auf seiner Seite, der äußerst ambitioniert und weitsichtig agiert und bisher das Interesse seiner Aktionäre fantastisch vertreten hat.

Vor diesem Hintergrund habe ich den Kurssturz im Frühjahr 2021 genutzt, um den Kauf von Just Eat Takeaway.com-Aktien zu empfehlen. Es ist gut möglich, dass sich die Lage angesichts der sehr dynamischen Wettbewerbssituation rasch ändert und ich die Situation falsch eingeschätzt habe. Sollten sich die Fakten ändern, dann werde ich auch meine Meinung ändern.

Wann ist ein Fehler ein Fehler, die Zweite.

Im Bericht über das Jahr 2019 hatte ich einige Absätze über die Schwierigkeit der Analyse von Fehlern und Risiken beim Investieren geschrieben. Es ist für Außenstehende schwierig zwischen dem erwarteten und dem dann tatsächlich erzielten Ergebnis einer Investition zu differenzieren. Auch bei vollständigen Desastern wie etwa **Wirecard** oder **Enron** gibt es Investoren, die auf dem Weg vor dem Zusammenbruch durch frühes Kaufen und das rechtzeitige Verkaufen ihrer Aktien Geld verdient haben. Niemand wird in diesem Fall von einem brillanten, umsichtigen oder nachhaltigen Investment sprechen, dem man nacheifern sollte.

Seinerzeit hatte ich festgehalten, dass es für eine vollständige Beurteilung des Investments in **amaysim** noch zu früh sei und eine Retrospektive in Aussicht gestellt, sollte es beendet sein. Da das TGV Partners Fund im Februar 2021 seine Aktien im Zuge des Übernahmeangebots von Optus verkaufen musste, sehe ich den richtigen Zeitpunkt für eine schmerzhaft Rekapitulation gekommen.

Das erste Investment des TGV Partners Fund in amaysim erfolgte im Jahr 2016.² Die Grundidee war, dass amaysim durch seinen Fokus auf schlanke Prozesse als wichtiger Vertriebskanal für den Netzanbieter Optus eine hervorragende Ausgangsbasis hat, um bestehende Kundenverträge in einen guten Ertrag umzuwandeln. Entweder könnte dies im Laufe der Zeit über deutlich verbesserte Einkaufskonditionen oder durch das Realisieren des strategischen Wertes bspw. durch eine Übernahme des Unternehmens durch Optus oder einen anderen Marktteilnehmer geschehen.

2017 übernahm amaysim „Click Energy“, um mit einem ähnlichen Angebot wie im Mobilfunkbereich „*amazingly simple*“ den Energiemarkt zu bespielen und den Kunden ein gebündeltes Produkt anbieten zu können. Soweit die Theorie.

In den Jahren nach 2017 steuerte sowohl der australische Mobilfunkmarkt als auch der Energiemarkt in eine handfeste Krise. Die Mobilfunkpreise fielen durch einen Preiskrieg, die regulatorischen Rahmenbedingungen für Energieverträge wurden durcheinandergewürfelt und die Aktien von amaysim fielen in der Folge bis zum Tief im März 2020 um rund drei Viertel ihres Wertes. Diese extern ausgelösten Tiefschläge lagen nicht in der Hand des Unternehmens.

Um dem Unternehmen die nötige Rückendeckung zu geben und um schwierige Entscheidungen durchsetzen zu können, wurde die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV im Laufe der Zeit zu einem der größten Investoren der Gesellschaft. Die Investmentaktiengesellschaft unterstützte in der Folgezeit beispielsweise auch die Kapitalerhöhung im Frühjahr 2019, die dem Unternehmen strategischen Handlungsspielraum gegenüber potenziellen Käufern und vor allem einer anstehenden und besonders wichtigen Rahmenvertragsverhandlung geben sollte.

Allen Kollegen, die im Namen der Investmentaktiengesellschaft an diesem Investment mitgewirkt haben, gebührt ein außerordentlich großes Dankeschön. Sie haben äußerst viel Arbeit und Herzblut in die Causa amaysim gesteckt und die Interessen der TGVs dort ausgezeichnet vertreten. Ohne diese wäre das Investment mit hoher Wahrscheinlichkeit sehr viel schlechter verlaufen.

² Hintergründe zum Verlauf des Investments in amaysim finden Sie im Bericht über das erste Halbjahr 2017, im Bericht über das erste Halbjahr 2018 und im Bericht über das Gesamtjahr 2019.

Im Spätherbst 2020 verkaufte amaysim dann die Tochtergesellschaft Click Energy und kündigte anschließend einen Verkauf des Mobilfunkgeschäfts an Optus an. Der Preis für Click Energy war besser als von mir erwartet. Der Preis für den Verkauf des Mobilfunk-Geschäfts war aus meiner Sicht außerordentlich niedrig. Optus konnte einen hervorragenden Deal erzielen. Die Annahme, dass ein anderer Bieter bereit sein könnte, für den Kundenstamm zu bieten, ist im Nachhinein nicht eingetreten. Dies hätte dem Investment einen völlig anderen Ausgang gegeben.

Nachdem das Investment abgeschlossen ist, steht ein kräftiger Verlust von rund 35 % über die Zeit zu Buche. Bezogen auf das gesamte Vermögen des TGV Partners Fund war dies ein negativer Einschlag von rund 5 % verteilt auf mehrere Jahre. Da sich der Rest des Portfolios seit 2016 sehr positiv entwickelt hat, stünde das TGV heute sehr viel besser da, wenn es niemals in amaysim investiert hätte. Es steht die alte Weisheit, dass Fehler beim Investieren kleiner werden, da die Position kleiner und der Einfluss auf das gesamte Portfolio über die Zeit geringer wird.

Nichtsdestotrotz ist die Fehleranalyse im Fall von amaysim etwas anders gelagert als beispielsweise bei NOW Inc. Während bei NOW seinerzeit Risiken eintraten, die ich tatsächlich auch als solche identifiziert hatte, wurden bei amaysim einige Risiken von mir falsch eingeschätzt. Diese haben dann auch zu einem schlechten Ausgang beigetragen.

Frei nach Konrad Adenauer („*Was hindert mich klüger zu werden*“) bin ich in der Folge bei einigen Aspekten der Unternehmensauswahl noch sensibler, als ich es noch vor wenigen Jahren war.

Anreizstrukturen: Das Leben ist sehr viel einfacher, wenn alle Beteiligten im Boot in die gleiche Richtung rudern. Diese Eigenschaft findet sich häufiger bei eigentümergeführten Unternehmen oder jenen mit starker Aktionärsstruktur als bei Unternehmen ohne echten Eigentümer. Gibt es unterschiedliche Ansichten über den Kurs und zu viele Steuermänner, dann geht es nirgendwo hin. Schlimmer noch: wenn sich Rettungsboote in alle Himmelsrichtungen absetzen, hat man auf dem großen Boot in der Regel das Nachsehen.

Robustheit: Hervorragende Unternehmen sind regelmäßig exzellent darin, eine Sache besonders gut zu machen. Dieses klare Profil bringt häufig eine Art Robustheit für eventuelle Krisen mit sich. Mit dem Kauf von Click Energy (eine völlig andere Branche mit einem völlig anderen Modell) und dem gleichzeitigen Ausrollen von Internet-Anschlüssen hat sich amaysim möglicherweise verzettelt und die „Konzentration auf die eine Sache“ schleifen lassen. Als dann eine handfeste Krise auftrat mussten zu viele Brände gleichzeitig gelöscht werden.

Australien ist sehr weit weg: Eine Zeitdifferenz von acht Stunden erschwert die Kommunikation und das enge Begleiten eines Unternehmens ungemein. Der Aufwand, einem Unternehmen in Australien im Detail und mit einem regelmäßigen Austausch zu folgen ist überproportional groß, gerade in Zeiten eines schnellen Umbruchs. Gleichzeitig kann man einige Marktentwicklungen, wie etwa den Preiskampf um die Mobilfunkpreise im Markt, nur aus der zweiten Reihe verfolgen.

Keine dieser Erkenntnisse allein sollte ein Investment verhindern. Es gibt ausgezeichnete Unternehmen in Australien, in die das TGV Partners Fund zukünftig investieren könnte. Es mag auch Situationen geben, in denen der Mangel eines eindeutigen Eigentümers akzeptabel ist. Aber im Falle von amaysim würde ich heute die Frage „*Würde ich unter den vorliegenden Tatsachen wieder so*

entscheiden, wie zur Zeit der ursprünglichen Entscheidung?“ mit großer Sicherheit sehr viel differenzierter und nicht mit einem klaren „Ja“ oder „Nein“ beantworten.

Ausblick

Auch wenn die Märkte in den vergangenen Monaten von Hoch zu Hoch eilten, möchte ich an dieser Stelle zum wiederholten Male zur Besonnenheit aufrufen. Hatte ich noch im Januar davon gesprochen, dass einige Bereiche des Marktes heiß gelaufen sind, konnten im ersten Halbjahr 2021 geradezu wahnwitzige Zustände beobachtet werden. Statt Tulpen waren es sogenannte „Dogecoins“ und ein Internetforum namens Reddit, die in aller Munde waren.

Die Zukunft ist ungewiss und es ist unwahrscheinlich, dass sich die gegenwärtige Hochstimmung an den Märkten in alle Ewigkeit so fortschreibt. Schwankungen und auch magere Jahre gehören zum Investieren dazu.

Auf der anderen Seite kann ich mich nicht über einen Mangel an Ideen oder an einer zu geringen Auswahl an guten und auch günstig zu erwerbenden Aktien von Unternehmen beklagen.

Die Unternehmen, an denen das TGV beteiligt ist, sind meiner Einschätzung nach von weit überdurchschnittlicher Qualität, haben ordentliche Wachstumschancen und ausgezeichnete Management-Teams. Diese Eigenschaften, gepaart mit einer insgesamt attraktiven Bewertung, werden im Laufe der Zeit auch von heute aus betrachtet aus zu zufriedenstellenden Ergebnissen führen. Zwischendurch wird es meiner Einschätzung nach – das ist unvermeidbar – turbulente Phasen geben.

Da ich bei der Empfehlung von Unternehmen für das TGV Partners Fund sehr viel stärker darauf achte bestandsgefährdende Risiken zu vermeiden als spektakuläre Gewinnchancen zu identifizieren, bin ich zuversichtlich, dass das TGV auch diese turbulenten Zeiten gut überstehen wird.

Herzliche Grüße aus Bonn

Ihr Mathias Saggau