

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 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
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 2023

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 30. Juni 2023 bei 183,16 Euro. Die Veränderung des Wertes für das erste Halbjahr 2023 betrug inklusive aller Kosten + 3,55 %.¹ Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von + 15,98 % 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 (6 Monate)	+ 3,55 %	+ 15,98 %	- 12,43 %
per annum	+ 7,70 %	+3,70 %	+ 4,00 %
absolut	+ 84,43 %	+ 34,95 %	+ 49,48 %

Nach dem schlechten Jahr 2022 kam es im Gegensatz zu den breiten Aktienindizes im ersten Halbjahr des Jahres 2023 nur zu einer unwesentlichen Erholung bei den Kursen der Unternehmen im TGV Partners Fund. Mit dem Kursverlauf des Teilgesellschaftsvermögens bin ich unzufrieden, doch hat sich bei einigen Unternehmen meiner Einschätzung nach, die Lage deutlich zum Positiven verändert, wie ich Ihnen im Verlauf dieses Briefes erläutern möchte. Dies wird früher oder später dann hoffentlich die erwarteten Früchte tragen.

Wesentliche Veränderungen

Die wohl größte Veränderung in diesem Halbjahr betrifft die größte Position des Teilgesellschaftsvermögens Partners Funds (Chapters Group AG, ehemals MEDIQON Group AG) und die Art der Zusammenarbeit zwischen Jan-Hendrik Mohr und mir. Letztere mündete in der zusätzlichen Übernahme der Beratung des **TGV Truffle**, neben der des **TGV Partners Funds** ab dem 01. Februar

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.

2023 durch meine Person. Vor diesem Hintergrund werde ich in Zukunft auch die Berichte für das TGV Truffle verfassen.

Das Wichtigste zuerst: Für die Anleger im TGV Partners Fund wird sich faktisch nichts ändern. Beide Fonds unterliegen mit der Übernahme der Beratung derselben Strategie und Philosophie. Ich bleibe meiner bisherigen Linie treu und erwarte, dass sich das Portfolio des TGV Truffle schrittweise und mit der Zeit dem des TGV Partners Fund angleichen wird. Ich gehe davon aus, dass die Berichte beider Fonds zukünftig dem Inhalt nach identisch sein werden, und halte es für sinnvoll, meine Anlagephilosophie an dieser Stelle für die neu hinzugekommenen Partner erneut zu erklären.

Ein Blick auf den zurückgelegten Weg bis heute wird Ihnen helfen, den gegenwärtigen Stand besser einzuordnen:² Jan-Hendrik Mohr und ich kennen uns seit über zwölf Jahren, seit wir gemeinsam die Hauptversammlung von Berkshire Hathaway besuchten. Unser Treffen war der Anfang eines intensiven Austauschs, der bis heute anhält. Wir beide haben vor der Auflegung der von uns beratenen Fonds mehrere Jahre als Analysten für die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV in Bonn gearbeitet und regelmäßig zahlreiche Unternehmen gemeinsam besucht.

Beide Teilgesellschaftsvermögen wurden am selben Tag aufgelegt und hatten durch unsere enge Zusammenarbeit regelmäßig große Überschneidungen. Und auch wenn es durchaus immer wieder Unterschiede in den Portfolios gab, ist es bemerkenswert, dass sich die Performance der beiden Fonds nach acht Jahren bis heute fast identisch entwickelt hat.

Der Wechsel in eine andere Rolle erfolgt nun, weil sich die Gegebenheiten verändert haben: So wird Jan sich von nun an vollständig auf die Rolle des Vorstandsvorsitzenden (CEO) der Chapters Group AG konzentrieren. Die Aktien der Chapters Group sind seit der Auflegung in beiden TGVs enthalten und sind heute nach einer unglaublich starken operativen Entwicklung jeweils eines der größten Investments der beiden Fonds.

Unter Jans Mitwirkung hat sich die Gesellschaft schnell weiterentwickelt und ist heute mit 30 verschiedenen Tochtergesellschaften und vielen hundert Mitarbeitern im Konzern um ein Vielfaches komplexer als noch vor wenigen Jahren. Um dieser Tatsache gerecht zu werden und das Wachstum auch zukünftig voranzutreiben, wird er seine volle Aufmerksamkeit von nun an vollständig auf die Herausforderungen bei der Chapters Group richten.

Dadurch hat Jan weiterhin einen direkten Einfluss auf den langfristigen Investorserfolg beider TGVs. Da ich seit 2018 als Aufsichtsrat der Gesellschaft bestellt bin, wird unsere Zusammenarbeit unverändert eng weitergehen.

Investmentphilosophie

Ich betrachte ein TGV nicht nur als ein anonymes Konstrukt, das täglich im Wert schwankt oder Gewinne durch den ständigen Kauf und Verkauf von Aktien zu generieren sucht. Stattdessen sehe ich es als eine Sammlung ausgewählter Unternehmensaktien, die ich beabsichtige, langfristig zu besitzen.

² Hier sei auch der Jahresbericht des TGV Truffle über das Jahr 2022 genannt, in dem Jan seine acht Jahre TGV Truffle Revue passieren lässt. ([LINK](#))

Ich hoffe, auch Sie sehen sich im Laufe der Zeit als tatsächliche Eigentümer dieser Unternehmen und nicht nur als externe oder gar anonyme Kapitalgeber in einem Fonds.

In meiner Rolle als sogenannter „Sub-Advisor“, zu Deutsch: „Fondsberater“, betrachte ich Sie als Partner im Geiste und strebe danach, Ihr Kapital nach bestem Wissen und Gewissen investiert zu halten und zu mehren. Ich bin mit dem überwiegenden Teil meines eigenen Vermögens in das TGV Partners Fund investiert. Dies stellt sicher, dass ich ihr Vermögen so investiere, als wäre es mein eigenes. Von der schlechten Performance des Fonds in den letzten 18 Monaten bin ich daher ebenso betroffen.

Ich glaube nicht an einen jederzeit effizienten und rationalen Markt. Die meisten großen Investoren und Kapitalanlagegesellschaften unterliegen vielerlei institutionellen Zwängen, Regulierungen und Verhaltensweisen, die es ihnen unmöglich machen, sowohl rational als auch langfristig zu investieren. Niemand kann absehen, wie sich Aktienkurse kurz- oder mittelfristig entwickeln. Langfristig jedoch entwickeln sich die Aktien meiner Überzeugung nach wirtschaftlich im Einklang mit dem Erfolg oder Misserfolg der ihnen zugrundeliegenden Unternehmen.

Mein Ziel ist es, die höchstmögliche Rendite über einen sehr langen Zeitraum zu erwirtschaften. Was heißt „langfristig“? Die Qualität von Investmententscheidungen kann nicht nach Tagen, Wochen oder Monaten gemessen werden. Die Fähigkeit eines Investors lässt sich ausschließlich an mehrjährigen Ergebnissen ablesen, die sowohl Perioden steigender als auch fallender Kurse beinhalten. Daher meine ich mit „langfristig“ einen Zeitraum von mindestens fünf, besser deutlich mehr Jahren.

Das TGV ist nicht an bestimmte Indizes, geographische oder spezifische Sektoren gebunden. Die Zusammensetzung wird daher regelmäßig stark von klassischen Aktienindizes abweichen. Nach meinem Verständnis ist meine Arbeit als Sub-Advisor erfolgreich, wenn die erzielte Rendite über der breiten Aktienindizes (z.B. DAX, MSCI World, o.a.) liegt und Sie als Anleger diese Rendite schlussendlich auch tatsächlich realisieren konnten.

Zwischenzeitlich starke Schwankungen, zeitweise Underperformance und auch durchaus schlechte Phasen an den Märkten sind unumgänglich und normal. Dies kann und wird besonders in schlechten Jahren wie 2019 oder 2022/2023 schmerzhaft sein, ist aber auf lange Sicht unvermeidlich.

Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den vierzehn Unternehmen, in die das TGV zum 30.06.2023 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Associated British Foods
- DCC
- Gruppo MutuiOnline
- Lanxess
- System1 Group
- Chapters Group (vorher: MEDIQON)
- Ferguson
- Intred
- 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 30 Mrd. Euro, das kleinste von rund 10 Mio. Euro. Vier der fünf größten Positionen (**Tucows, Chapters Group, Ferguson, Gruppo MutuiOnline, Naked Wines**) sind seit mehr als fünf Jahren ein fester Bestandteil des TGVs.

Die zentralen Anlagegrundsätze des TGV Partners Fund haben sich seit der Auflage 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?

Bei der Empfehlung von Aktien für den Kauf innerhalb des TGVs konzentriere ich mich darauf, Aktien von exzellente Unternehmen zu identifizieren, und versuche, diese zu einem attraktiven Preis zu kaufen. Es ist nicht das Ziel, Aktien von mittelmäßigen Unternehmen zu einem exzellenten Preis zu erwerben.

Häufig ist es bei Aktien der Fall, dass zwei oder drei der oben genannten Fragen mit „ja“ zu beantworten sind. Sehr selten wiederum ist es der Fall, dass alle vier Fragen mit einem starken „ja“ beantwortet werden können. Bei der Abwägung, in welchem Maße die einzelnen Faktoren erfüllt werden, gehe ich methodisch und sorgfältig vor. Natürlich unterliegen zahlreiche Aspekte einem subjektiven Ermessen oder Schätzungen meinerseits. Niemals werde ich wissentlich in ein unehrliches oder unfähiges Management investieren.

Das Portfolio ist auf eine kleine Anzahl an Unternehmen fokussiert, damit deren Entwicklung mit der notwendigen Aufmerksamkeit und Intensität gefolgt werden kann. Auch aus diesem Grund ist das Portfolio deutlich konzentrierter als bei herkömmlichen Investmentfonds.

Veränderungen in den Top 10

Die Aktien von **Just Eat Takeaway.com** sind durch eine erneute katastrophale Kursentwicklung von rund - 30 % seit Jahresbeginn und weit mehr im Vorjahr aus den Top 10 herausgefallen. Sie sind jedoch unverändert im Portfolio enthalten.

Die Aktien der **MEDIQON Group AG** wurden nach der Hauptversammlung Ende Juni 2023 in **Chapters Group AG** umbenannt.

Die Aktien von **System1** sind seit einigen Jahren im TGV Partners Fund enthalten. Durch Zukäufe bei sinkenden Aktienkursen sind diese Aktien nun wieder unter den Top 10 enthalten.³

Tucows: Investieren in den Glasfaserausbau der USA

Ich hatte Ihnen mehrfach in der Vergangenheit und auch im letzten Brief zum Jahr 2022 die verschiedenen Herausforderungen bei Tucows erläutert.⁴ Das Unternehmen besitzt drei Geschäftsbereiche, von denen der wichtigste heute der Ausbau und die Anbindung von lokalen Glasfaseranschlüssen für schnelle Internetanbindung in kleineren Städten und Gemeinden in den USA darstellt.

³ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von System1 erfolgte im Jahresbericht 2021 ([LINK](#)).

⁴ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Tucows erfolgte in den Jahresberichten 2016 ([LINK](#)), 2020 ([LINK](#)) und 2022 ([LINK](#)).

Ich glaube, dass das Investment bei Tucows drei verschiedene Aspekte verdeutlicht, wie sich das TGV Partners Fund von anderen klassischen Investmentfonds unterscheidet. Ich versuche, diese Aspekte aufzuzeigen und gleichzeitig zu erklären, warum ich Tucows als ein gutes Investment für die Zukunft betrachte:

- 1) Es handelt sich um ein Investment, bei dem ein äußerst langer Atem nötig ist. Der Glasfaserausbau ist ein Projekt, das vom Anfang bis zum Ende mit Sicherheit über ein Jahrzehnt dauern wird. Die ersten Aktien für das TGV Partners Fund wurden im Jahr 2016 erworben.
- 2) Bei einem Investment in Tucows ist ein großes Vertrauen in die Integrität und Fähigkeit des Managements nötig. Ohne das Kennenlernen und den Austausch mit den agierenden Personen über viele Jahre hinweg, wären die extremen Kursbewegungen der Aktie in der jüngeren Vergangenheit nur schwerlich auszuhalten.
- 3) Die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV ist seit mehreren Jahren einer der größeren Aktionäre bei Tucows und hat eine Repräsentantin im Aufsichtsrat. Die hieraus resultierende Stabilität gibt der Gesellschaft die auch für den Ausbau dringend benötigte Rückendeckung.

Im Jahresbericht 2022 hatte ich davon berichtet, dass Tucows seit einigen Jahren mit mehreren hundert Millionen US-Dollar erhebliche Mittel in sein „Ting-Glasfaser-Projekt“ gesteckt hat. Die Finanzierung hierzu stammte aus den Einnahmen des Domain-Geschäftsbereichs und wurde zusätzlich durch die Aufnahme von Schulden gedeckt. Von 400.000 geplanten, selbst zu bauenden Adressen, waren zum Jahresende 2022 rund 100.000 bereits erschlossen, und Ting hatte etwas mehr als 30.000 aktive Kunden.

Ich hatte davon berichtet, dass Tucows einen frühen und günstigen Zeitpunkt für eine umfassende Finanzierung des gesamten Glasfaser-Vorhabens verpasst, sich aber über eine Zwischenfinanzierung mittels Vorzugskapital im Spätsommer 2022 Luft für einen weiteren Ausbau verschafft hatte. Diese Zwischenlösung reichte perspektivisch, um bis ins Jahr 2024 weiter ausbauen zu können. Eine endgültige „große“ und damit tragfähige Lösung für einen vollen Ausbau aller geplanten Netze stand zum Jahresende aber weiter aus.

Für den Mai 2023 lud das Unternehmen zu einem Kapitalmarkttag in Toronto ein. Hier wollte man im Detail über die Planungen und Perspektiven der nächsten Jahre berichten. Gleichzeitig war die Erwartung der meisten Marktteilnehmer, dass bis zu diesem Zeitpunkt die große Finanzierungslösung für den Ausbau auch nach 2024 verkündet werden würde.

In den Wochen vor dem Kapitalmarkttag herrschte am Markt offensichtlich Panik und eine enorme Unsicherheit über die Zukunft des Unternehmens. Allgemein steigende Zinsen, die fehlende große Finanzierung und Bedenken hinsichtlich der Baukosten ließen die Kurse stark einbrechen.

Der Kurs halbierte sich vom Jahresende 2022 bis zum April 2023 erneut auf unter 17 USD pro Aktie. Und dass, nachdem er im Jahr 2021 noch bei über 80 USD gestanden hatte. Dies repräsentiert einen Kursverlust von -80%, der normalerweise zukünftigen Pleitekandidaten vorbehalten ist. Angesichts dessen, dass Tucows seit Jahren eine der größeren Positionen im TGV Partners Fund war, ein schwerer Schlag für die gesamte ausgewiesene Performance.

Zur Verdeutlichung, wie groß diese Auswirkung auch heute noch auf das TGV ist: Hätte das TGV Partners Fund im Jahr 2018 seine gesamte Position in Tucows gegen ein passives Aktieninvestment, beispielsweise einen ETF auf den MSCI World getauscht, dann wäre die gesamte Fondsp performance zum Tiefpunkt der Kursentwicklung im ersten Halbjahr 2023 um rund 25-30 % (oder fast + 4-5% p.a.) besser gewesen als sie es im April 2023 dann tatsächlich war. Dies ist eine gewaltige negative Auswirkung, die einerseits die Risiken von konzentriertem Investieren aufzeigt und andererseits die extrem schlechte Aktienkursentwicklung von Tucows unterstreicht.

War eine Investition seinerzeit also offensichtlich ein Fehler?

Heute, nach einer leichten Erholung auf einen Kurs von 27 USD, ist Tucows zwar in meinen Augen so bewertet, als wenn das Glasfasergeschäft keinerlei Wert hat. Denn allein für den Geschäftsbereich des Domains-Geschäfts setze ich einen inneren Wert von etwa 30 USD pro Aktie an. Dies beinhaltet die Schulden, die Tucows für den Ausbau des Glasfaserbereichs auf Ebene der Holding aufgenommen hat.

Gleichzeitig bezweifle ich hingegen nicht, dass der Glasfaser-Bereich großen Wert hat. Tucows hat in den vergangenen Jahren kumuliert etwas mehr als 25 USD pro Aktie in den Ausbau von Glasfaseranschlüssen investiert. Ich gehe auch heute noch davon aus, dass der tatsächliche Wert dieser Investitionen die damit verbundenen Kosten weit übersteigt. Dieser Wert wird weiter steigen, wenn die Netze wie geplant fertig gebaut werden.

Es war also von entscheidender Bedeutung, dass kurz vor dem Kapitalmarkttag im Mai endlich eine umfassende strukturierte Finanzierungslösung gemeldet wurde: Durch diese Finanzierung kann Ting nun auf der Ebene der Tochtergesellschaft bereits angeschlossene Haushalte und Abonnenten direkt besichern und verbrieften. Werden dann durch folgenden Baufortschritt zusätzliche Haushalte angeschlossen, können diese ebenfalls verbrieft und für den Bau benötigte weitere Mittel abgerufen werden. Mit etwas mehr als 8 % p.a. Verzinsung ist diese Finanzierung auf den ersten Blick nicht gerade billig. Angesichts eines deutlich gestiegenen allgemeinen Zinsniveaus für längerfristige Unternehmenskredite von aktuell mehr als 5 % p.a. in den USA und der außergewöhnlichen absoluten Höhe und Art der Beleihbarkeit, die einen wesentlichen Teil der Baukosten pro Anschluss umfasst, ist es aber eine ausgezeichnete Struktur, um den weiteren Ausbau zu finanzieren.

Im Rahmen des Kapitalmarkttag wurde auch erstmals ein finales Bild bezüglich des Ausbaus und der hierfür geplanten endgültigen Kosten gegeben. Also eine Aussage dazu, *„wie es aussehen soll, wenn es fertig ist“*.

Dieser Plan sieht vor, dass die Netze von Tucows in den nächsten fünf bis sieben Jahren rund 400.000 bis 500.000 selbst gebaute Adressen und ebenso viele Partneradressen vorweisen sollen. Partneradressen werden von Kommunen oder Stadtwerken unter Mithilfe von Ting bei der Planung gebaut und befinden sich im Besitz dieser Eigentümer. Diese Netze werden langfristig an Ting vermietet und von Ting betrieben. Nutzen zu diesem späteren Zeitpunkt schlussendlich und wie geplant mindestens die Hälfte aller angeschlossenen Haushalte das Angebot, würde dies also mehr als 400.000 Nutzer bedeuten, die ihren Internetanschluss über Ting beziehen.

Dieses Vorhaben soll nach Angaben von Tucows CEO Elliot Noss in nur wenigen Jahren ein gesamtes Investitionsvolumen von rund 1,5 Mrd. USD nach sich ziehen, von denen bis heute etwas mehr als 300 Mio. USD investiert wurden. Ein gigantisches Projekt, ohne Frage. Die oben genannte strukturierte

Finanzierung ist hierbei ein wichtiger Baustein und wird einen Löwenanteil der weiteren benötigten Investitionen ausmachen.

Ein Kritikpunkt vieler Beobachter ist regelmäßig, dass sich die vom Unternehmen geplanten Kosten pro Anschluss nicht aus den öffentlich berichteten Zahlen heraus ableiten lassen. Diese Annahmen der Gesamtkosten können tatsächlich nur schwerlich verifiziert werden, und es ist praktisch unmöglich, aus dem öffentlichen Reporting diese Zahlen abzulesen. Eben weil es zahlreiche verschiedene Netze gibt, alle mit unterschiedlichem Baufortschritt und jeweils hohen Anlaufkosten. Dies würde nur mit einem umfassenden und transparenten Datenzugang im Rahmen einer echten Due Diligence möglich sein.

Völlig offensichtlich und ohne Frage sprechen wir also in diesem Fall über ein Investment, das zahlreichen Annahmen und Unwägbarkeiten unterliegt. Ohne ein grundlegendes Vertrauen darauf, dass Elliot und sein Team „*das Richtige tun*“ und die in Aussicht gestellten Kosten einer vernünftigen Planung unterliegen, ist Tucows nur schwerlich oder im Grunde gar nicht investierbar. Zu groß das Vorhaben, zu unwägbar der Weg, zu weit in der Zukunft das Ziel.

Dies führt aber zu einem aus meiner Sicht wesentlichen Risiko, das bei vielen anderen Unternehmen spätestens nach dem erneuten Kursverfall im März 2023 schlagend geworden wäre: Wie stellt man sicher, dass man wirklich dort ankommt, wo man hinwollte, ohne zwischendurch aus dem Zug geschmissen zu werden? Zu „*wissen, wie es aussehen soll, wenn es fertig ist*“ ist gut, anzukommen ist jedoch das Einzige, was zählt.

Bei vielen anderen Unternehmen wären spätestens im Frühjahr Rufe laut geworden, das Management-Team von seinem Posten zu entfernen. Einige Aktionäre haben mit Sicherheit mit dem Gedanken geliebäugelt, das Unternehmen in Einzelteile zu filetieren, um eine schnelle Entspannung im Aktienkurs zu schaffen. Ein niedriges Angebot, ein „Low Ball Offer“, eines Private-Equity Unternehmens hätte in vielen anderen Situationen mit Sicherheit das Ende der Reise in Richtung Glasfaser-Land bedeutet.

Hier ziehe ich viel Vertrauen aus der Kombination der handelnden Personen, der Werthaltigkeit des Geschäftsmodells „Glasfaser“ und „Domains“ und der Aktionärsstruktur. Ich bin zuversichtlich, dass unsere Glasfaser-Odyssee ein gutes Ende nehmen wird. Darüber hinaus habe ich keinerlei Zweifel, dass Elliot und sein Team seine Aktionäre als Partner sieht und behandelt und er einen Weg finden wird, die extreme Differenz zwischen aktuellem Aktienkurs und von mir unterstelltem inneren Wert zu beheben.

Gleichzeitig wird die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV durch Marlene Carl im Aufsichtsrat vertreten. Marlene, heute Finanzvorständin der Chapters Group AG, hat ihren beruflichen Werdegang in der Finanzierung von Glasfaserprojekten bestritten und ist durch ihren geradlinigen Charakter ohne Frage für alle langfristig orientierten Aktionäre ein außerordentlicher Zugewinn.

Naked Wines:

Eine weitere größere Veränderung hat sich bei Naked Wines ergeben.⁵ Nachdem das Unternehmen ebenfalls mit einer Kursentwicklung von - 80 % ein katastrophales Jahr 2022 hinter sich gebracht hatte, mehren sich die Zeichen, dass sich die Lage operativ zu stabilisieren beginnt.

Im Jahresbericht 2022 schrieb ich: *„Im Oktober 2022 stellte Naked Wines einen neuen Geschäftsplan für die nächsten zwei Jahre vor. In diesem sollen deutlich kleinere Brötchen gebacken werden als zuvor. Kernpunkte sind weniger Investitionen in Kundenakquise und ein Abbau des aufgeblähten Lagers und der Fixkosten. Es soll eine nachhaltige Profitabilität erzielt werden. Ich sehe eine sehr realistische Chance, dass diese zentralen Punkte erreicht werden.“*

Mit den im Juli 2023 veröffentlichten Geschäftszahlen konnte das Unternehmen zeigen, dass es diese Punkte wie angekündigt einhalten konnte. Naked Wines war im abgelaufenen Geschäftsjahr zum 30. März 2023 operativ profitabel, und im Weinlager gebundenes Kapital konnte, wie erwartet, freigesetzt werden.

Im Zuge der schlechten operativen Entwicklung und der miserablen Kommunikation des letzten Jahres wurde für mich offensichtlich, dass es im Aufsichtsrat von Naked Wines an einer Eigentümerrolle mangelte.

Im April dieses Jahres schließlich konnten wir im Namen der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV dem Unternehmen mitteilen, dass wir Jack Pailing, Geschäftsführer von Colebrooke Partners, als Mitglied im Aufsichtsrat begrüßen und seine Auswahl für denselben als Kandidaten der Aktionäre unterstützen würden.

Jack, selbst mit seinem Investmentvehikel langjähriger Aktionär, wurde mir durch einen gemeinsamen befreundeten Aktionär bei Naked Wines vorgestellt. Ich habe ihn in mehreren persönlichen Treffen und Konversationen sehr schnell ins Herz geschlossen. Er besitzt Intelligenz, Energie und Integrität. Und auch wenn er trotz seines reichen Erfahrungsschatzes bisher keine Aufsichtsrats-Erfahrung hat, wird er dieses Manko mit einer großen Portion gesundem Menschenverstand wettmachen und die Stimme aller Aktionäre ohne Zweifel gut vertreten.

Schließlich kam noch etwas Glück hinzu: Gleichzeitig mit der Bekanntgabe der Nominierung von Jack Pailing wurde ebenfalls bekannt gegeben, dass der Ende 2019 zurückgetretene Gründer von Naked Wines Rowan Gormley ebenfalls in den Aufsichtsrat, zukünftig in der Rolle des Chairman, zurückkehren wird. Rowan, der für uns ursprünglich einer der zentralen Gründe für das Interesse an einem Investment war, ist eine fantastische Ergänzung für die Herausforderungen, die vor Naked Wines liegen.

Es geht um nichts weniger als die entscheidende Frage: *„Welchen Weg wird Naked Wines in Zukunft einschlagen“?* Sobald der für zwei Jahre angesetzte Geschäftsplan aus dem Oktober 2022 umgesetzt sein wird, muss die Gesellschaft aktiv die Entscheidung treffen, in welche Richtung sie zukünftig gehen will. Sollen kostspielige Investitionen in schnelleres Wachstum und die weitere Eroberung der USA

⁵ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells von „Majestic Wine“ und der Transformation zur heutigen „Naked Wines“ sind in den Berichten des Geschäftsjahres 2018 ([LINK](#)), des ersten Halbjahres 2019 ([LINK](#)), dem Halbjahresbericht 2022 ([LINK](#)) und Jahresbericht 2022 ([LINK](#)) enthalten.

priorisiert werden? Oder soll der Fokus auf Profitabilität mit einem wahrscheinlich deutlich niedrigeren Wachstumstempo gelegt werden?

Für die Beantwortung dieser entscheidenden Fragen sind die Nominierung von Rowan und Jack essenziell und von großer Wichtigkeit. Herrschte zuvor eine gewisse Uneinigkeit sowohl zwischen verschiedenen Aktionären als auch innerhalb der Gesellschaft, können wir nun darauf vertrauen, mit Rowan einen erfahrenen Kapitän und mit Jack eine gemeinsame die Aktionäre vertretende Stimme an Bord zu haben. Ich bin überzeugt, dass das neu aufgestellte Board eine rationale und vernünftige Antwort auf die vor ihnen liegenden Herausforderungen finden wird.

Dies wiederum macht auch die Arbeit für das operative Team um Nick Devlin und James Crawford einfacher, da es zukünftig so hoffentlich wieder eine klare Richtung gibt. Viele Themen, die das Management in den vergangenen Quartalen von seinen eigentlichen Aufgaben abgehalten haben, werden dann wahrscheinlich in der Vergangenheit liegen.

Ausblick

Ich hoffe, ich konnte ihnen aufzeigen, dass sich bei zwei der besonderes stark im Kurs gefallenen Unternehmen im Portfolio einige Dinge deutlich zum Positiven hin verändert haben. Und auch bei anderen Unternehmen im TGV Partners Fund gibt es positive Veränderungen, deren einzelne Aufzählung an dieser Stelle zu weit führen würden. All diese Punkte haben sich bisher aber nicht in den Kursen niedergeschlagen.

Selten habe ich in meiner Zeit als Aktionär eine weitere Spreizung zwischen dem von mir unterstellten „inneren Wert“ und den tatsächlichen Aktienkursen erlebt. Dies ist natürlich keine Garantie dafür, dass sich die Lage unvermittelt erholen wird. Auch ist es möglich, dass ich mich – gleich mehrfach – bei meiner Einschätzung bezüglich der Unternehmen oder der handelnden Personen geirrt habe. Dies werden wir erst im Laufe der Zeit erkennen, und ich werde offen darüber berichten. Natürlich werde ich Fehler korrigieren, sollten sie für mich offensichtlich werden.

Es wird Zeit benötigen, bis sich diese inhaltlichen Entwicklungen dann tatsächlich in bessere operative Ergebnisse wandeln. Es gibt keine Möglichkeit, kurzfristig bessere Kurse zu erzwingen. Wie weiter oben in der Investmentphilosophie beschrieben, nehme ich daher eine langfristige Perspektive ein und bin sehr zuversichtlich, dass wir über die Zeit hinweg die Früchte dieser Veränderungen ernten werden.

Vielen Dank für Ihr großes Vertrauen!

Mit herzlichen Grüßen aus Bonn, Ihr

Mathias Saggau