

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 2020 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 Januar 2021

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 30. Dezember 2020 bei 192,03 Euro. Die Veränderung des Wertes für das Jahr 2020 betrug inklusive aller Kosten + 30,47 %.¹ Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von + 3,54 % 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 %
per annum	+ 12,14 %	+ 2,40 %	+ 9,74 %
absolut	+ 93,36 %	+ 14,65 %	+ 78,71 %

Was für ein verrücktes Jahr!

Nachdem die Aktienmärkte durch den Ausbruch der Corona-Pandemie im Frühjahr in Panik geraten waren und alle Aktien heftig stürzten, kam es mit den Eingriffen der Regierungen und Zentralbanken weltweit zu einer breiten Erholung. Die Zulassung eines ersten Impfstoffes im vierten Quartal führte bei vielen Aktien zu einem regelrechten Kursfeuerwerk. In einigen Bereichen des Marktes kann man ohne Zweifel von einer regelrechten Party sprechen.

Wie schon zum Halbjahr festgestellt, ist es unmöglich, kurzfristige Entwicklungen an den Aktienmärkten vorherzusehen. Dass das Jahr am Ende einen so positiven Abschluss genommen hat, ist ein deutliches Beispiel für diese Tatsache. Wer hätte das im März gedacht?

Für mich waren in diesem Jahr viele Entwicklungen an den Märkten noch unerklärlicher als sie es sonst schon sind. Es gibt Sektoren mit extrem heiß gelaufenen Bewertungen sowie Bereiche mit vollständig depressiven Bewertungen. Selten habe ich eine solche Spreizung erlebt.

Nicht nur Bereiche wie „*Software as a Service*“, sondern vor allem hippe Spezialgebiete wie „*Artificial-Intelligence Software as a Service*“ oder Projekte, die einfach nur eine heiße Story anbieten, werden zu

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

außerordentlich hohen Bewertungen gehandelt. Was zur Jahrtausendwende die „Eyeballs“ oder „Clicks“ auf einer Website waren, ist heute der „Total Adressable Market“ eines Unternehmens, der zählt. Erträge sind zu vernachlässigen. Das Vorhandensein derselben ist im Zweifel ein Zeichen von zu wenig Investition oder zu geringer Ambition.

Die Krönung dieser Entwicklung waren in diesem Jahr die Börsengänge von mehreren hundert so genannter SPACs². Waren SPACs in der noch nicht so entfernten Vergangenheit häufig vollständige Desaster für Investoren und wurden als Zeichen kompletter Hysterie abgetan, boten sie in diesem Jahr eine Methode, um die große Welle zu reiten. Die heißesten SPACs hatten keinerlei Umsätze aber aberwitzige Bewertungen.

Beispielsweise plant **Nikola** in der Zukunft Elektro- und Wasserstofftrucks zu bauen, so wie **Tesla** heute schon Elektroautos baut. Das Unternehmen hatte im Jahr 2020 praktisch keinen Umsatz und war zwischenzeitlich mit 34 Mrd. USD an der Börse bewertet. Fast drei Mal so viel wie Traton, der Produzent von LKWs der Marken MAN, VW und Scania, der jährlich mehrere hunderttausende Fahrzeuge baut.

Virgin Galactic verspricht Touristen für den Schnäppchenpreis von 250.000 USD pro Person mit einem Flug an die Grenze des Weltraums zu bringen. Heute wird zwar kein Umsatz generiert, aber fast 1.000 Vorbestellungen sind bereits eingegangen – was im besten Falle dann 250 Mio. USD Umsatz in der Zukunft bedeuten würde. Die aktuelle Börsenbewertung beträgt 5,5 Mrd. USD.

Anekdoten, die mit Sicherheit nicht am Tiefpunkt eines Marktzyklus zu erleben sind.

Nicht alle SPACs werden spektakuläre Erfolge sein. Nicht alle Software as a Service-Anbieter werden es schaffen, bestehende Softwareprodukte abzulösen. Sicher jedoch ist, dass im Moment sehr viele Unternehmen so hoch bewertet sind, dass bei vielen keine Toleranz für schlechte Jahre oder gar mittelmäßige operative Ergebnisse vorhanden ist.

Andere Teile des Marktes wiederum werden trotz oder gerade wegen historisch niedriger Zinsen gepreist als gäbe es kein Morgen mehr. Banken, Einzelhandel, Energie, Rohstoffe und Emerging Markets. Es gibt genügend Ecken, in denen Aktionäre in den letzten Jahren sehr viel Geld verlieren konnten und die Hoffnung schon lange verloren scheint.

Was helfen Ihnen diese Ausführungen in Ihrer Rolle als Investoren im TGV Partners Fund?

Es ist die Tatsache, die in diesem Jahr so offensichtlich wie selten ist: Ein einmaliges und periodisch abgegrenztes Jahresergebnis kann beim Investieren nicht mit dem zugrundeliegenden und tatsächlich eingegangenen Risiko in Zusammenhang gesetzt werden. Mehr noch als in anderen Jahren konnten die wildesten Spekulanten in 2020 eine hervorragende Performance ausweisen, während vorsichtige Investoren in diesem Jahr ohne Schwierigkeit mit einem Nullergebnis abschließen konnten.

² SPAC: Special-purpose acquisition company. Ein SPAC ist eine Mantelgesellschaft die zuerst Kapital einsammelt, um danach in einem zweiten Schritt ein Unternehmen zu übernehmen und es damit an die Börse zu bringen. Diese Konstruktion hat zahlreiche Vorteile wie eine geringere Regulierung oder eine insgesamt schnellere Börsennotiz. Sie ist aber auch ein Zeichen für einen heiß gelaufenen IPO-Markt, in dem neue Unternehmen nicht schnell genug an die Börse kommen können.

Bei all diesen Entwicklungen habe ich mich unverändert an ein simples Rezept gehalten: gute Unternehmen mit hervorragendem Management zu einem fairen Preis halten oder zum Kauf empfehlen und sich nicht durch das Auf- und Ab der Börse irritieren lassen.

Dieses Rezept wird auf keinen Fall jedes Jahr so gute Ergebnisse liefern wie in diesem und es wird und muss regelmäßig Jahre mit mittelmäßigen oder negativen Ergebnissen wie etwa im Jahr 2019 geben. Alles in allem ist so aber meiner Einschätzung zufolge die Wahrscheinlichkeit auf ein zufriedenstellendes langfristiges Ergebnis am größten.

Und das ist es, was meiner Meinung nach zählt.

Die Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den fünfzehn Unternehmen, in die das TGV zum 30.12.2020 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Amaysim
- DCC
- Gruppo MutuiOnline
- MEDIQON Group
- TGS-NOPEC
- Computer Modelling Group
- Groupe SFPI
- Interactive Brokers
- 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 von rund 10 Mio. Euro.

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

Das Jahr 2020 war für das Portfolio zum Teil ein ereignisreiches Jahr. In gewisser Weise aber auch wieder nicht. Rund drei Viertel des Portfolios sind in den letzten Jahren im Großen und Ganzen unverändert. Würde man nur die fünf größten Positionen betrachten (**Gruppo MutuiOnline, Tucows, Amaysim, Naked Wines** und **Interactive Brokers**), waren diese auch in den letzten Jahren ein stetiger Teil des Portfolios.

Dennoch gab es im zweiten Halbjahr im Zusammenhang mit der **Grenke AG** eine Situation, die das Portfolio kurzzeitig kräftig durcheinandergewirbelt hat. Um Liquidität für den Kauf von Anleihen der **Grenke AG** zu schaffen, wurden zwischenzeitlich Anteile an **Alphabet, Interactive Brokers** und **DCC**

vollständig verkauft. Nach einer Normalisierung der Situation gegen Ende des Jahres wurden Aktien von **Interactive Brokers** und **DCC** vom TGV Partners Fund wieder zurückgekauft.

Groupe SFPI ist den meisten deutschen Investoren wahrscheinlich durch seine größte Tochtergesellschaft, der in Brühl bei Köln beheimateten DOM Sicherheitstechnik bekannt. Fast jeder Deutsche wird das Logo von DOM kennen und viele werden einen Schlüssel von DOM am Schlüsselbund haben. Die ersten Aktien von SFPI wurden im Jahr 2019 gekauft. Während der Corona-Krise und im Sommer 2020 kaufte das TGV Partners Fund weitere Aktien, so dass die Groupe SFPI nach einem kräftigen Kursanstieg seit November 2020 eine der größten zehn Positionen des Teilgesellschaftsvermögens darstellt.

Grenke AG

In diesem Jahr konnte das TGV Partners Fund aus Erfahrungen der Vergangenheit profitieren. Vor vielen Jahren hatte ich die Bücher von André Kostolany gelesen, einem berühmten Spekulanten. Eine der bekanntesten und erfolgreichsten Spekulationen Kostolany's war es, nach dem Zerfall der Sowjetunion scheinbar wertlose russische Anleihen aus der Zeit der Zaren zu kaufen. Diese Papiere, oft älter als Kostolany selbst, wurden durch die Sowjetunion seit vielen Jahrzehnten nicht mehr bedient und waren praktisch wertlos. Sie handelten zu Cent-Beträgen auf Flohmärkten. Als Russland nach dem Fall des Eisernen Vorhangs im Jahr 1996 neue Anleihen ausgeben wollte, verlangten verschiedene Investoren eine Regelung für diese alten Zarenanleihen. Man einigte sich auf eine Entschädigung. Für Kostolany bedeutete diese Regelung einen astronomischen Gewinn auf seine günstig erworbenen Anleihen.

In der Finanzkrise des Jahres 2008/09 hatte ich die Lektion, dass Anleihen durchaus lukrative Investments sein können, noch nicht vollständig beherrzigt. Seinerzeit investierte ich in die Aktie eines Unternehmens. Nennen wir es „gefallener Engel“. Sowohl Aktien als auch Anleihen des Unternehmens hatten herbe Kursverluste von 80 % bis 90 % gegenüber den Jahren zuvor erlitten. Meiner Einschätzung nach war das Unternehmen überlebensfähig und die Aktien günstig. Da die Anleihen gegenüber den Aktien nur ein auf die Rückzahlung begrenztes Potential hatten, entschied ich mich für das höhere und unlimitierte Potenzial der Aktien. Ein großer Fehler. Als sich die Situation entspannte, erholten sich die Anleihen in wenigen Wochen. Die Aktien hingegen erreichten einen vergleichbaren Wertzuwachs erst nach Jahren.

Zu dieser Zeit war mir nicht bewusst, dass Anleihen im Falle einer Erholung nach einer Krisen-, oder Stresssituation ihre Kursverluste regelmäßig sehr viel schneller aufholen als es Aktien typischerweise tun. Während die Aktien von „gefallener Engel“ sich nach der Finanzkrise zwar vernünftig erholten, war die Situation bei den Anleihen spektakulär. Als die Entspannung der Situation eintrat und der Markt von einem Überleben überzeugt war, liefen die Anleihen in kürzester Zeit in Richtung Nominalwert. Ein Fehler, der mir nicht noch einmal passieren sollte.

Ebenfalls zur Zeit der Finanzkrise beschäftigte ich mich zum ersten Mal mit dem Unternehmen Grenkeleasing AG, wie das Unternehmen vor seiner Namensänderung in Grenke AG im Jahr 2016 seinerzeit hieß. Besonderes Interesse weckte Grenke bei mir vor allem, weil der Gründer, CEO und größte Aktionär Wolfgang Grenke durch das Jahr 2008 hinweg stetig Aktien kaufte und sich sogar verpflichtete, bei weiter fallenden Kursen eine große Anzahl an Aktien zu kaufen. Ein sehr starkes Signal.

In der Folgezeit habe ich mich intensiv mit dem Unternehmen beschäftigt, später das Unternehmen mehrfach an seinem Stammsitz in Baden-Baden besucht und zahlreiche der handelnden Personen persönlich kennengelernt.

Die Grenke AG ist ein Finanzdienstleister, der sich auf sogenanntes Small-Ticket-IT-Leasing spezialisiert hat. In über 20 Ländern finanziert Grenke IT-Bedarf für kleine und mittelständische Unternehmen. Das Unternehmen hat sich dabei darauf spezialisiert, kleine – und für große Banken typischerweise unrentable Losgrößen – zu bearbeiten und automatisiert zu bewerten. Grenke hat heute rund eine Millionen Kundenverträge mit einem durchschnittlichen Volumen von rund 8.500 Euro pro Vertrag. Ein Vertrag enthält dabei typischerweise mehrere Kopierer, Laptops, Desktop-Rechner oder anderen IT-Bedarf und wird im Schnitt über vier Jahre abgewickelt.

Im September 2020 bezichtigte ein Report der „Viceroy-Research-Gruppe“, die Grenke AG unter anderem der Bilanzfälschung, der Beihilfe zur Geldwäsche und äußerte die Vermutung, dass die ausgewiesenen liquiden Mittel der Grenke AG in Höhe von rund einer Milliarde Euro nicht existieren würden.

So genannte „Short-Reports“ sind am Kapitalmarkt nicht unüblich. Die Urheber dieser Berichte wetten gleichzeitig darauf, dass die Aktien der beschuldigten Unternehmen im Zuge dieser Veröffentlichung fallen. Zynisch mag man denken: „ein hervorragendes Geschäftsmodell“. Typischerweise ist das Risiko für die Initiatoren gering. Kommt es zu einer Panik, verdienen sie schnelles Geld. Trifft der Report auf kein Interesse, passiert nicht viel.

Häufig decken diese „Short-Reports“ tatsächlich betrügerische Machenschaften auf und beschuldigen durchaus zweifelhafte Firmen. So hatte es beispielsweise bei **Wirecard** regelmäßig Anschuldigungen dieser Art und Form gegeben. Oft genug wird aber auch nur mit Schlamm geworfen, um eine Panik und fallende Kurse zu erzeugen. In dieser Hinsicht war der Short-Report über die Grenke AG ein Meisterwerk des Timings. Im Sommer 2020 war der ehemals vom Markt geliebte Finanzdienstleister **Wirecard** binnen kurzer Frist implodiert. Ein Betrug riesigen Ausmaßes. Das erst vor kurzem in den DAX aufgenommene Unternehmen war innerhalb weniger Wochen insolvent.

Wie bei den meisten professionellen Short-Reports war auch das Werk über die Grenke AG eine in Teilen gut recherchierte Analyse von 64 Seiten. Wie die meisten dieser Reports enthielt er ein Körnchen Wahrheit, sehr viele Anschuldigungen, viele Pauken und Trompeten, vermischt mit komplizierten Details.

Für viele Unternehmen hat ein solcher Short-Report keine existenziellen Auswirkungen auf das eigentliche operative Geschäft. Bei der Grenke AG war dies aber anders. Als Finanzintermediär refinanziert Grenke die ausgereichten Leasinggüter über verschiedene Finanzierungsquellen. So hat Grenke zahlreiche Anleihen mit verschiedenen Laufzeiten ausstehen. Trocknen diese Finanzierungsquellen aus Mangel an Vertrauen dauerhaft aus, nimmt das Kerngeschäft unweigerlich Schaden.

Auch und vor allem beschleunigt durch das Debakel bei Wirecard kam es in der Folge der Veröffentlichung des Short-Reports zu einer panikartigen Reaktion und zu schweren Verwerfungen bei Aktien und Anleihen. Die Aktien der Grenke AG, vor der Corona-Krise im Frühjahr 2020 noch bei 100 Euro notierend, stürzten im Tief auf rund 25 Euro ab. Gleichzeitig fielen die Anleihen von Grenke, in einer offensichtlichen Panik, unabhängig der Laufzeiten auf Kurse von rund 65 % vom Nominal ab. In

den ersten Tagen dieser Ausnahmesituation baute das TGV Partners Fund eine größere Position in verschiedenen Anleihen der Grenke AG auf. Im Nachhinein stellte sich das als perfektes Timing heraus.

Selbst wenn man über verschiedene Aspekte des Reports vor allem im Bereich der Corporate Governance des Unternehmens kräftig streiten kann und auch das Geschäft mit kleinen und mittelständischen Kunden durch die Auswirkungen von Corona in Mitleidenschaft gezogen worden war, dann war dies eine Gelegenheit wie sie sich nur selten präsentiert.

Ich hatte das große Glück, die bei Grenke handelnden Personen über Jahre hinweg zu kennen und das Geschäft über ein Jahrzehnt verfolgt zu haben. Ein Betrug im Stile Wirecards hätte nicht ins Bild gepasst. In meinen Augen waren die ohne Zweifel vorhandenen Probleme eher das ein Zeichen eines patriarchalisch geführten deutschen Mittelständlers als diejenigen eines umfassenden Betrugs.

Gleichzeitig boten die Anleihen der Grenke ein sehr selten vorkommendes Verhältnis aus Chance und Risiko. Bei Kursen um die 65 % rentierten die Anleihen kurzzeitig mit mehr als 25 % Rendite p.a., das Halten bis zur Endfälligkeit unterstellt. Die Anleihen sind in der Kapitalstruktur vorrangig gegenüber dem Eigenkapital. Auch bestand durch fristenkongruente Kapitalstruktur meiner Einschätzung nach nur ein geringes Liquiditätsrisiko. Daher schätzte ich das echte Verlustrisiko der Anleihen bei diesen Preisen als minimal ein. Ein größerer Schaden entstand meiner Meinung nach für das Eigenkapital bzw. die Aktien. Ohne normale Refinanzierung kann Grenke seinen bisherigen Wachstumspfad nicht aufrechterhalten und müsste im Neugeschäft zurückstecken. Schlecht, aber nicht tödlich für die Aktien und ohne Belang für die Anleihen.

So kam es, dass sich die Anleihen in den Monaten seit dem Report zügiger erholten als die Aktien. Heute scheint es, als wenn fast alle der erhobenen Vorwürfe im Wesentlichen aus Schall und Rauch bestanden haben.

Bis in den Dezember 2020 erholten sich die Anleihen von Grenke so weit, dass die laufenden Renditen für ein weiteres Halten uninteressant wurden. Der Gewinn von etwas mehr als 40 % in zwei Monaten bedeutete einen Performancebeitrag von etwas mehr als + 7 % für das TGV Partners Fund im Jahr 2020. Durch die Grenke-Situation wird auch einer der größten Vorteile der Strukturierung des Fonds deutlich, nämlich dann konzentriert investieren zu können, wenn es darauf ankommt.

Operative Entwicklung vs. Kursentwicklung

Operativ hat sich bei den Unternehmen im TGV Partners Fund im letzten Jahr sehr viel getan. Es würde den Rahmen dieses Briefes vollständig sprengen, auf alle Entwicklungen im Detail einzugehen. Dennoch werde ich kurz die wesentlichen Positionen des TGV Partners Funds herausstellen.

Gruppo MutuiOnline³, mit Sitz in Mailand in der Lombardei, wurde als eines der ersten Unternehmen im Portfolio hart vom Corona-Virus getroffen. Das Unternehmen reagierte drastisch und umfassend. Bereits Mitte Februar, weit vor dem Lockdown in Deutschland, begannen Marco, Alessandro und das Team den Schalter umzulegen, alle Mitarbeiter ins Homeoffice zu schicken und Liquidität für eine ungewisse Zukunft zu sichern.

³ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Gruppo MutuiOnline ist im Jahresbericht 2015 enthalten.

Nachdem das zweite Quartal vor allem im Bereich des Business Process Outsourcings (BPO) gedämpft verlief, zeigte sich das Geschäft im restlichen Jahr stabil. Das Brokerage-Geschäft, allen voran die Preisvergleichswebsites trovaprezzi.it – vergleichbar mit dem deutschen idealo.de –, hatte operativ ein phänomenales Jahr. Viele Menschen nutzten (und nutzen) das Internet für Anschaffungen und vergleichen dabei Preise. Die grundsätzliche Investment-These, dass sich die verbreitete Nutzung des Internets auch in Italien durchsetzen wird, hat durch die Corona-Pandemie starken Rückenwind.

Gegen Ende des Jahres verkündete Gruppo MutuiOnline zwei Akquisitionen. Mit **Gruppo Lercari** wurde das BPO-Geschäft im Bereich der Versicherungen verstärkt, mit dem Kauf der **Sos Tariffe** wurde die Präsenz der Preisvergleiche im Bereich der Telekommunikations- und Energietarife, ähnlich der deutschen Website verivox.de, ergänzt.

Die Aktien von Gruppo MutuiOnline vollzogen eine geradezu spektakuläre Achterbahnfahrt. Während der allgemeinen Marktturbulenzen im März fielen sie von rund 22 EUR auf im Tief 12,50 EUR. Nur um dann bis zum Jahresende auf fast 35 EUR zu klettern. Letztendlich steht für das Gesamtjahr eine Kursperformance von rund + 75 % zu Buche. Das Unternehmen ist als größte Position mit diesem Ergebnis zu einem großen Teil für das positive Ergebnis des TGV Partners Fund verantwortlich.

Tucows⁴ hat ein solides Jahr hinter sich. Zur Erinnerung: Neben dem ursprünglichen Kerngeschäft, der Verwaltung und des Services von Domain-Registrierungen sowie dem Mobilfunkangebot Ting, baut und betreibt Tucows Glasfaser-Internetanschlüsse in kleineren Städten der USA.

Ein zentraler Aspekt dieser Portfolioposition ist, dass die stabilen und wenig wachsenden Geschäfte von Domain-Service und Mobilfunk den aussichtsreichen Ausbau des Breitbandinternets finanzieren. Mittlerweile wurden gut 100 Mio. USD in den Glasfaserausbau investiert und ein großer Teil des zukünftigen Wertes von Tucows liegt in diesem Bereich.

Der Ausbruch des Coronavirus und der damit zusammenhängende Lockdown haben die Notwendigkeit von stabilem und schnellem Internet offensichtlich gemacht. Dies gilt gerade für die Regionen, in denen kein schnelles Internet zur Verfügung steht und die alten Netze durch das stetige und rasant steigende Wachstum von Datenvolumen jetzt schon ausgelastet sind.

Neben der Ankündigung und dem Ausbau der Infrastruktur in weiteren Städten konnten mehrere namhafte Mitarbeiter gewonnen werden. Dass so hochkarätige Mitarbeiter wie Jill Szuchmacher, ehemals Vice President von Google Fiber, oder Neil Shah, ehemals Head of Design bei Verizon, zu einem mittelgroßen Unternehmen wie Tucows kommen, spricht Bände.

Im August 2020 hat Tucows in einem ungewöhnlichen Deal bekannt gegeben, dass sie die Struktur des eigenen Mobilfunkgeschäfts Ting ändern werden. Ting hat bekannt gegeben, dass sie die eigenen Kunden an den US-Anbieter DISH übertragen. Gleichzeitig wird Tucows im Mobilfunkbereich eine ähnliche Rolle wie im Domain-Geschäft übernehmen: die Abwicklung, das „Servicing“ und die Verwaltung von Kunden. Tucows nennt dieses auf Software basierte Geschäft „*Mobile Service Enabler*“ und DISH ist der erste Kunde.

⁴ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Tucows ist im Jahresbericht 2016 enthalten.

Ich halte diesen Strategiewechsel für eine aussichtsreiche Entwicklung, insbesondere vor dem Hintergrund, dass Tucows aus dem Geschäft der Abwicklung und der Bearbeitung von Kundenverträgen kommt und dass das Mobilfunkgeschäft Ting nach ersten Erfolgen in den letzten Jahren eher zäh scheint und stagnierte. Zumal das Mobilfunkgeschäft in den USA allgemein aller Voraussicht nach einer dramatischen Wandlung unterliegen wird: Nachdem es durch den Zusammenschluss von Sprint und T-Mobile nur noch drei Anbieter (AT&T, Verizon und T-Mobile) gab, hat DISH angekündigt ein vollständig neues viertes Mobilfunknetz aufzubauen, basierend auf einer sogenannten Open-RAN-Technologie. Ein äußerst ambitioniertes Projekt.

Für Tucows eine interessante strategische Situation. Es ist ungewiss, ob die sehr großen Ambitionen von DISH erreichbar oder wahnwitzig sind. Sollte DISH erfolgreich sein, würde Tucows als Technologiepartner direkt durch Kundenwachstum von DISH profitieren. Eine viel stärkere Position als der Betrieb eines eigenen kleinen MVNO-Dienstes.

Sollte der Aufbau eines vierten Netzes durch die enormen Kosten oder operative Herausforderungen scheitern, wäre dies durch die Konstruktion des Deals mit DISH kein Totalverlust. Tucows wird in den kommenden Jahren den Cashflow, den die übertragenen Ting Kunden bei DISH erzielen, erhalten. Im Falle des Scheiterns sollte Tucows also den gegenwärtigen Wert des Kundenstamms über die Zeit ausgezahlt bekommen. Im besten Fall aber eine Option am potenziellen Erfolg von DISH teilzuhaben.

Bei **Amaysim** hatte ich im letzten Jahresbrief im Januar 2020 geschrieben, dass es im Moment zu früh sei, um abschließend zu beurteilen, ob es sich um einen katastrophalen Fehler bei der Investition gehandelt habe. In den vergangenen zwölf Monaten hat sich viel getan. Im August 2020 wurde bekannt gegeben, dass das Energiegeschäft verkauft werden würde. Im November folgte dann die Ankündigung des Verkaufs des restlichen Mobilfunkgeschäfts.

Ein Verkaufsprozess ist regulatorisch und juristisch sehr sensibel. Daher werde ich mich vor dem Abschluss des Prozesses nicht weiter über das Unternehmen äußern. Natürlich werde ich Ihnen aber voraussichtlich im nächsten Halbjahresbericht eine vollständige Retrospektive des Amaysim-Investments geben können.

Naked Wines⁵ hatte operativ ein spektakulär gutes Jahr und war einer der offensichtlichen Krisengewinner.

Im Jahresbericht 2018 hatte ich geschrieben: „Es wird spannend sein zu sehen, ob und in welcher Dimension Naked Wines die eigenen Märkte „geknackt“ bekommt und ob sich das Geschäftsmodell dauerhaft erfolgreich etablieren kann. Hier sind vor allem die USA zu nennen, ein riesiger Markt, in dem Wein für den Endkunden im Schnitt sehr viel teurer ist als in Deutschland oder Großbritannien. Hier bietet sich das Naked-Wines-Modell besonders an. Besserer Wein zu günstigeren Preisen – das sollte überall funktionieren – aber besonders dort, wo die Preise und die Anzahl der Zwischenhändler besonders hoch sind.“

Mit Beginn der ersten Lockdowns im März explodierte der Weinhandel in den meisten Ländern der Welt. Viele Menschen gönnten sich, an das heimische Sofa gefesselt, die eine oder andere Flasche Wein. Anders als bei Bier oder Spirituosen, deren Konsum regelmäßig an Restaurants oder Bars

⁵ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Naked Wines (seinerzeit Majestic Wines) ist im Jahresbericht 2018 enthalten.

gekoppelt ist, verlagerte sich der Weinkonsum nach Hause. Dies war der Moment, in dem viele Kunden begannen, ihre heimischen Weinvorräte zu plündern und regelmäßig wieder aufzufüllen. Ein Home-Run für Naked Wines.

Die Anzahl der aktiven Nutzer, vom Unternehmen „Engel“ genannt, wuchs zum Halbjahr, endend im September 2020 um 37 %. Der Umsatz wuchs um 80 %. Gerade in den USA, dem Markt mit dem größten Potenzial für Naked Wines, war das Unternehmen phänomenal erfolgreich. In dem sich langsam öffnenden Markt für direkt zum Konsumenten verschickten Wein konnte Naked Wines seinen Marktanteil auf rund 20 % knapp verdoppeln. Bildlich gesprochen verschickte Naked Wines jede fünfte der in den USA über das Internet gekauften Flaschen Wein. Gigantisch!

Die spannende Frage ist, ob es sich um einen Einmaleffekt handelt oder ob die gewonnenen Kunden dauerhaft Naked Wines nutzen. Sollte letzteres der Fall sein – und die Kunden fänden dauerhaft Gefallen an den Produkten und der Art, wie Naked Wines Wein über das Internet verkauft, hätte das Unternehmen einen riesigen Markt vor sich und wäre in einer außerordentlich guten Position diesen zu bearbeiten.

Der Weinhandel über das Internet war bisher eines der wenigen Geschäfte, die durch E-Commerce nicht wirklich erschlossen werden konnten. Naked Wines hat durch seine sehr eigene Art des Weinkaufens möglicherweise den Gordischen Knoten zerschlagen und den erfolgreichen Weinverkauf über das Internet „entschlüsselt“. Vor diesem Hintergrund bin ich sehr gespannt, wie sich das Unternehmen in den nächsten Jahren weiterentwickeln wird.

Die Kursperformance der Naked Wines-Aktien lag im Jahr 2020 bei fast +190 %. War die Position Anfang des Jahres noch verhältnismäßig klein, hat sie sich durch die Kursentwicklung zu einer der fünf größten Positionen des Fonds gemausert.

Interactive Brokers hatte ebenso wie Naked Wines ein spektakuläres, durch die Corona-Krise geprägtes Jahr. Hier gab es allerdings neben Licht auch Schattenseiten der Krise.

Wie die meisten anderen Online-Broker auch konnte sich Interactive Brokers vor Kunden fast nicht retten. Lag das Kundenwachstum in den vergangenen Jahren regelmäßig bei rund 15 % bis 20 % p.a., beschleunigte das Wachstum neuer Kunden in diesem Jahr auf über 50 %. Über 380 Tsd. Kunden sind in diesem Jahr auf die Plattform von Interactive Brokers gewechselt. Auch wenn diese Kunden im Schnitt weniger professionell und durch eine allgemein geringere Handelsfrequenz weniger profitabel sind als die bisherigen Bestandskunden, handelt es sich um ein hervorragendes Ergebnis. Haben sich die Kunden einmal an einen Broker gewöhnt und sind sie mit dem Service zufrieden, ist die Wechselwilligkeit gering. Kunden bleiben einem Anbieter sehr lange treu.

Die Schattenseite der Krise wurde in zwei Aspekten deutlich: Zum einen wurden durch die Interventionen der Zentralbanken die Zinssätze weltweit stark gesenkt und der Markt mit Liquidität geflutet. Ein guter Teil des Ertrages von Interactive Brokers kommt aus Zinszahlungen, die das Unternehmen auf eingelegte Barbestände der Kunden verdient. Interactive Brokers reicht zwar anders als die Konkurrenz den überwiegenden Teil der anfallenden Zinsen an die Kunden weiter, behält aber einen Bruchteil des Ertrags für sich. Bei einer Summe von über 200 Mrd. USD Eigenkapital, das die Kunden auf der Plattform halten, ein nicht zu verachtender Ertragsstrom. Fallen die Zinsen stark, sinkt das Zinseinkommen der Kunden und des Unternehmens. Ein Effekt, der Interactive Brokers im Jahr

2020 viele hundert Millionen USD Ertrag gekostet hat. Allerdings auch ein Effekt, der sich bei einer Zinserhöhung wieder normalisieren würde.

Zum anderen, und dies ist schwerwiegender, musste Interactive Brokers einen herben und außerordentlichen Verlust durch einen Systemfehler im Zuge des negativen Ölpreises im März 2020 vermelden.

Außerordentliche, zuvor nie dagewesene Ereignisse, gehören am Kapitalmarkt mit einer gewissen Regelmäßigkeit zur Tagesordnung. Von der Herstatt-Bank in 1974, über Long Term Capital Management in 1998, über Knight Capital Group in 2012 bis zu FXCM in 2015. Die Liste der untergegangenen Market-Maker, Broker oder Handelsunternehmen ist lang. All diesen Desastern ist gemein, dass sie Opfer eines singulären außergewöhnlichen Events gepaart mit exzessivem Verschuldungsgrad wurden.

Ich war und bin mir bei Interactive Brokers dieses Risikos deutlich bewusst. Es ist eines der offensichtlichen Risiken und kann in diesem Geschäft nie vollständig vermieden werden. So wie viele verschiedene bestandsgefährdende Risiken bei jedem Unternehmen nicht verhindert werden können. Sie können abgemildert, aber nie vollständig ausgeschlossen werden. Im Bereich des Brokerages können diese Risiken nur durch eine sehr diverse und kleinteilige Kundenbasis, einen exzessiven Fokus auf strikte und konservative Risikomanagementsysteme und einen geringen Verschuldungsgrad in Verbindung mit viel überschüssigem Eigenkapital gemildert werden.

Interactive Brokers verfügt über ein Polster von rund 8,5 Mrd. USD Eigenkapital, eine ausgesprochen diverse Kundenbasis und hat eine Historie von hervorragendem Risikomanagement, welches die Kunden im Einsatz ihres Verschuldungsgrades regelmäßig und vernünftig begrenzt.

Nun verhielt es sich so, dass während des Öl-Crashes im März 2020 ein banaler Software-Fehler zu einem hohen Verlust von rund 100 Mio. USD führte. In der Software waren die Anforderungen für Sicherheiten beim Handel von Öl-Futures falsch implementiert. Vereinfacht gesprochen rechnete die Software nicht damit, dass der Ölpreis auch negativ werden könnte und stellte so die Positionen der Kunden nicht glatt, als der Kurs ins Negative drehte. Ein 100 Mio. USD teurer Bug, der vermeidbar gewesen wäre.

Dennoch ist Interactive Brokers meiner Meinung nach ein gutes Investment für das TGV Partners Fund. Das Unternehmen hat ein fantastisches Geschäftsmodell aufgrund hoher Kostenvorteile gegenüber allen Konkurrenten, einem hervorragenden Management und einem starken Eigentümer und Gründer. Gleichzeitig ist es eingedenk der wirtschaftlichen Aussichten moderat bewertet.

Bleiben Sie gesund – das Ende ist absehbar!

Ein gutes Jahr für das TGV Partners Fund ist auf jeden Fall erfreulich, aber nicht der einzige Grund positiv gestimmt zu sein. Auch wenn die Nachrichten mit einem neuen Virus-Stamm und wiederholt verschärften Lockdowns in vielen Staaten dieser Erde kurzfristig düster scheinen, die Lage ist alles andere als aussichtslos.

War im letzten Jahr um diese Zeit noch nicht abzusehen, wie schlimm die Pandemie verlaufen, wie tödlich das Virus sein und wie schnell die Menschen ein Gegenmittel finden würden, es hätte auch vollständig anders kommen können.

So ist es der vereinten Anstrengung vieler Menschen auf der Welt zu verdanken, dass wir alle trotz zahlreicher Verluste von Menschenleben mit einem dicken blauen Auge durch die Krise kommen werden. Wer hätte gedacht, dass die Menschheit auf eine solche Herausforderung innerhalb von zwölf Monaten gleich mehrere wirksame Gegenmittel erforscht und in Produktion bringt?

Natürlich liegen fordernde Zeiten vor uns. Aber ich bin zuversichtlich, dass die Welt in Zukunft ein besserer Ort sein wird und viele der heute großen Probleme eine Lösung haben werden. Ich wünsche Ihnen und Ihren Familien ein gesundes Jahr 2021 und freue mich auf ein baldiges Wiedersehen – hoffentlich in Person - sobald wir Corona hinter uns gelassen habe.

Investorentreffen

Die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV wird ihr jährliches Investorentreffen in diesem Jahr am 22. Mai 2021 in Bonn-Bad Godesberg abhalten. Als Partner im TGV erhalten Sie in Kürze eine Einladung.

Auf Grund der Corona-Situation kann bisher noch nicht abgeschätzt werden, ob schon in diesem Jahr eine Präsenzveranstaltung stattfinden kann. Wir werden Sie aber früh genug informieren und vor allem Ihre und unsere Gesundheit im Fokus haben.

Herzliche Grüße aus Bonn

Ihr Mathias Saggau