

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

Telefon: 0228/368840
Telefax: 0228/365875

E-Mail: info@langfrist.de

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Jahresbericht 2019 unseres Sub-Advisors JMX Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Truffle“.

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

Jahresbericht 2019 des Sub-Advisors

Liebe Investoren,

Die Kursentwicklung vom TGV Truffle war in Summe betrachtet etwa unverändert gegenüber dem Vorjahr. Bei den einzelnen Aktien gab es binnen des Jahres jedoch sehr hohe Kursschwankungen.

Wie im Halbjahresbericht geschrieben, verlief die operative Entwicklung der hinter den Aktien stehenden Unternehmen im ersten Halbjahr 2019 jedoch im Rahmen der Erwartungen. Diese Entwicklung setzte sich auch im zweiten Halbjahr fort. Somit war 2019 ein anschauliches Jahr, um das gelegentlich stattfindende Auseinanderlaufen von Kursen und darunter liegenden Werten zu verdeutlichen.

Nirgendwo wird dies plastischer als bei der größten Position im TGV Truffle: Tucows. Zwar war die Organisation von Tucows im Jahr 2019 mit diversen internen Projekten ausgelastet (z.B. ein anstehender Wechsel des Netzanbieters im Mobilfunksegment), doch das Unternehmen tat inhaltlich genau das, was es seit langem sagt und lieferte Zahlen, die dieser operativen Entwicklung entsprechen und sich an die Vorjahre anschließen. Wenn 2019 auch keine aufregenden Schlagzeilen produzierte, nutzte die Firma das Jahr dennoch, um ein Fundament für kommendes Wachstum zu legen.

Der Kurs des Unternehmens jedoch spielte verrückt: Mit USD 61 ins Jahr gestartet, stieg die Aktie auf über USD 90, um dann auf USD 45 einzubrechen. Sie schloss das Jahr – kurioserweise – bei knapp über USD 61. Ich nutzte die sommerliche Schwächephase bei unter USD 50, um den weiteren Aufbau der Position zu empfehlen.

Ein informierter, rationaler und langfristiger Käufer der gesamten Firma würde einen Preis erheblich oberhalb von USD 90 je Aktie als angemessen erachten, wenn er beispielsweise die Bewertungen vergleichbarer Firmen zurate ziehen würde. Das Beispiel Tucows zeigt somit, dass rationale Investoren an der Börse immer den wirklichen ökonomischen Wert eines Unternehmens im Auge behalten sollten. Aktienkurse hingegen sind bloß Ausdrücke temporärer Meinungen von Marktteilnehmern – und diese schwanken teils erratisch.

Messen und Wiegen

Wie gewohnt an dieser Stelle die wichtigsten Portfolio- und Performance-Fakten zum TGV Truffle in tabellarischer Übersicht:

Portfolio-Fakten:	
NAV zum 30.12.2019 in EUR	120,30
Zahl der Investments	12
Gewichtung größtes Investment	23,8%
Gewichtung Top-5 Investments	67,6%
Gewichtung Kasse / Festgeld	3,7%

Top-5 Investments (alphabetisch):
Alphabet
Cincinnati Bell
Rolls-Royce
Scout24
Tucows

Zeitraum	TGV Truffle	Berkshire ¹	(Differenz) ²	6% p.a. Benchmark	(Differenz) ²
2015 ³	-12,5%	-10,0%	(-2,5%)	+4,5%	(-17,0%)
2016	+18,1%	+27,5%	(-9,4%)	+6,0%	(+12,1%)
2017	+17,0%	+6,9%	(+10,1%)	+6,0%	(+11,0%)
2018	-1,9%	+7,5%	(-9,4%)	+6,0%	(-7,9%)
2019	+1,3%	+13,6%	(-12,2%)	+6,0%	(-4,7%)
Seit Auflage ⁴	+20,3%	+49,7%	(-29,4%)	+31,9%	(-11,6%)

Sinn und Unsinn von Börsenkursen

Im Portfolio von TGV Truffle befinden sich ausschließlich Unternehmen, deren Börsenkurs in erheblichem Maße unter dem von mir konservativ geschätzten Wert des operativen Geschäfts liegt. Im Jahr 2019 haben sich bei einigen Portfolio-Unternehmen geradezu absurde Verwerfungen zwischen Kurs und Wert ergeben. Die extremsten Beispiele dafür sind Amaysim, Naked Wines und System1. Die aktuellen Kurse dieser Firmen notieren um ein Vielfaches geringer, als die Ertragspotentiale der Firmen nahelegen würden bzw. als der Wert, der in einem Verkaufsprozess Erlöst werden könnte.

¹ in EUR

² Rundungsdifferenzen sind möglich.

³ 31.03.2015 – 31.12.2015

⁴ Seit 31.03.2015

Selbstverständlich stehe ich daher mit den Aufsichtsräten und Vorständen dieser Firmen in Kontakt, um die Nutzung solcher Unterbewertungen – beispielsweise durch Verwendung überschüssiger Mittel für Aktienrückkäufe – nahe zu legen.

Wäre dieser Jahresbericht nicht zum Stichtag 31.12., sondern zwei Wochen früher entstanden, so gehörten auch die Firmen Scout24 und Cincinnati Bell zur obigen Aufzählung der drastischen Fehlbewertungen. Bei beiden Firmen kam es jedoch vor Weihnachten zu Geboten durch Finanzinvestoren, die das Ausmaß der Fehlbewertung verkleinerten.

Im Falle von Scout24 gab es nun ein Gebot für den Bereich Autoscout24. Das Management von Scout24 um CEO Tobias Hartmann und CFO Dr. Dirk Schmelzer hat es dabei verstanden, durch kluge Kommunikation und überlegtes Abwägen der Handlungsoptionen, den Wert für die Aktionäre im Verkauf von Autoscout24 gekonnt zu steigern.

Im Falle von Cincinnati Bell nutzte ein Finanzinvestor die niedrigen Kurse im Herbst, um ein opportunistisches Übernahmeangebot für die gesamte Firma zu unterbreiten – scheinbar bei mangelnder Gegenwehr des Aufsichtsrats.

Die Causa Cincinnati Bell eignet sich gut, den Sinn und Unsinn von Börsenkursen einzuordnen. Cincinnati Bell ist ein Anbieter von Internetanschlüssen und besonders stark im Bereich Glasfaser-Internet. Dies ist eine Technologie für die Bereitstellung von Internet, die langfristig besser als Telefon- oder TV-Kabel ist und der Gewinner für die kommenden Jahrzehnte sein wird. Es handelt sich um Infrastrukturtechnologie, die sich in Generationen weiterentwickelt. Damit ist es Unsinn, die Weiterentwicklung in Quartalen zu messen. – Doch die Börse tut genau dies – obwohl sich das Unternehmen operativ ohne jegliche Überraschung entwickelt: Bei knapp über USD 8,00 gestartet fiel der Kurs im Jahresverlauf auf USD 3,20 und erholte sich dann gegen Jahresende auf USD 7,70. Am 23.12.2019 bot ein Finanzinvestor dann an, für USD 10,50 die ganze Firma zu kaufen – für einen Aufschlag von 36% auf den letzten Börsenkurs. Ist Cincinnati Bell nun an diesem Börsentag auch 36% mehr wert geworden? Mitnichten! Es fand sich bloß ein inkrementeller Käufer – übrigens kein strategischer Käufer mit möglichen Synergie-Potentialen, sondern ein reiner Finanzinvestor „wie Du und ich“ –, der die kurzfristige Irrationalität der Börse und die niedrigen Kurse nutzen möchte, um sich gleich den gesamten Kuchen zu sichern. Chapeau zur dafür nötigen Chuzpe!

Am Ende entscheiden hier jedoch die Aktionäre, ob dieses Gebot angenommen wird. So liegt es nun an Investoren wie TGV Truffle, mit ihrer langfristigen Perspektive einen angemessenen Kaufpreis zu fordern oder Alternativen zum Gebot des Finanzinvestors aufzuzeigen. Hier wird deutlich, dass Übernahmeangebote für ganze Unternehmen nicht immer fair oder erstrebenswert sind. Natürlich probieren auch Finanzinvestoren, ein Schnäppchen zu machen. Aber auch hier gilt, dass Preis und Wert

völlig unterschiedliche Dinge sein können. Als Aktionär jedoch zum Verkauf unter Wert gezwungen zu sein ist problematisch und so bietet die aktuelle Situation bei Cincinnati Bell einen Denkkzettel in dreierlei Dingen:

Erstens sehe ich es als meine Pflicht, Sie als Investor im TGV Truffle über das Verhältnis aus Preis und Wert bei denen im TGV enthaltenen Aktien aufzuklären. Sie sehen nur alle zwei Wochen einen Kurs des TGVs und zweimal im Jahr einen Brief von mir. Gewollt ist es, Ihnen das Problem der Einzelaktienauswahl abzunehmen. Es ist völlig verständlich, wenn temporär hohe Kurse des TGVs (wie z.B. im Frühjahr 2019) nahelegen „etwas Gutes ist passiert“ und niedrige Kurse, dass „es nicht so gut läuft“. Mittels der Portfolioposition Cincinnati Bell ausgedrückt: nichts lief im Juli (Kurs bei USD 3,60) schlechter als am 23.12.2019 (Kurs bei USD 10,50) – die Wahrnehmung des Kapitalmarktes hatte sich nur geändert.

Meine Kernaufgabe ist, dass Sie eine informierte Entscheidung darüber treffen können, ob es sich bei den Veränderungen im Preis von TGV Truffle um faktische Änderungen bei den Firmen handelt („ist nach objektiven Maßstäben mehr oder weniger wert geworden“) oder schlichtweg um Schwankungen in den Kursen („der Kapitalmarkt bewertet die Firma gerade anders“).

Zweitens zeigt der Fall Cincinnati Bell, wie wichtig es ist, entweder selbst der größte Aktionär eines Unternehmens zu sein oder einen fähigen Großaktionär als Co-Investor zu haben, der rational agiert und die Rechte von Minderheitsaktionären respektiert. Die mannigfaltigen Beispiele von Akquisitionen börsennotierter Unternehmen durch Finanzinvestoren in den letzten Jahren zeigen, dass viele Management-Teams dem süßen Gift der Obhut durch einen Finanzinvestor erlegen. Weniger nervige Aktionäre, weniger im Lichte der Öffentlichkeit stehen, oft bessere Vergütungsmöglichkeiten – wer soll es ihnen verwehren? Meine ablehnende Haltung zu einer Übernahme mag komisch klingen, freuen sich nicht alle Aktionäre über mehr als 30% Kursaufschlag wie im Falle von Cincinnati Bell?

Ich denke diese Sicht ist völlig verquer und durch ein kurzfristiges Traktat an der Börse geprägt. In meinen Bewertungsmodellen ist Cincinnati Bell selbst im konservativen Falle erheblich mehr wert als USD 10,50. Bei USD 10,50 verkaufen zu *müssen*, ist ein Ärgernis; den augenscheinlich hohen Aufschlag auf den letzten Kurs hin oder her. Im Falle von Cincinnati Bell gibt es nun glücklicherweise einige größere Aktionäre, die sich auch gegen das Übernahmeangebot stellen können⁵. So etwas ist wichtig und bestärkt mich in der Einschätzung, dass das TGV Truffle wenn möglich bei seinen investierten Unternehmen als großer und exponierter Aktionär auftreten sollte. Es ist ein Glücksfall, dass das TGV Truffle von der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV aufgelegt wurde, da diese

⁵ Kurz vor Veröffentlichung dieses Berichts kam es am 24.01.2020 tatsächlich zu einem erhöhten Angebot für Cincinnati Bell durch einen anderen Fonds. Dies belegt erneut den hohen Wert des Unternehmens und könnte die Ausgangslage für einen Bieterwettstreit legen. Mehr im nächsten Bericht!

sich seit Jahren einen Ruf als verantwortungsvoller und im Zweifel durchsetzungsstarker Vertreter von Interessen langfristiger Minderheitsaktionäre erarbeitet hat.

Drittens habe ich meine Einschätzung darüber weiterentwickelt, ob ein Management dem Aktienkurs des eigenen Unternehmens Bedeutung zumessen sollte. Landläufige Meinung ist, dass dies offensichtlich der Fall sein muss. Schließlich drücken doch Kurse aus, ob es einer Firma gut geht – oder?

Als Value-Investor sozialisiert und wie eingehend geschildert, widerspreche ich dieser Meinung: Augenblickliche Kurse sagen nichts über die inhaltliche Entwicklung einer Firma aus.

Bei vielen Gesprächen mit den handelnden Personen in Unternehmen appellierte ich an die Geduld und sagte Dinge wie „lassen Sie sich von niedrigen Kursen nicht verrückt machen, irgendwann wird der Markt ihrer Firma schon den rechten Wert beimessen“. Diese Grundhaltung habe ich nach wie vor. Jedoch denke ich nunmehr, dass Management-Teams geradezu die Pflicht haben, übertrieben negative Börsenkurse der eigenen Firma beherzt zu nutzen. Etwa weil ein Wettbewerber sonst die Firma kaufen könnte, das Unternehmen sehr viel überschüssige Liquidität hält und Aktien günstig zurückkaufen könnte oder die Mitarbeiter am Börsenkurs der Firma bezahlt werden.

Beispielsweise führte ich im Herbst 2019 ein Gespräch mit einem Finanzvorstand, der zu dem Zeitpunkt weit mehr freie Liquidität (also Bankguthaben und zugesagte freie Kreditrahmen) hatte, als die Marktkapitalisierung des Unternehmens zu diesem Zeitraum betrug. Auch gab es für diese Liquidität keine mittelfristige Verwendung – was mir der Vorstand offen bestätigte. Ob aus Trägheit oder institutioneller Langsamkeit konnte man sich nicht zu einem Aktienrückkauf durchringen. „Der Markt wird es schon richten“ ist schlichtweg eine ungenügende Antwort, wenn man die Chance hat, das komplette Eigenkapital an die Aktionäre zurückzuzahlen.

Wir können uns glücklich schätzen, dass die Vorstände bei den sehr wichtigen Portfoliopositionen Alphabet, Scout24 und Tucows im Jahr 2019 überschüssige Mittel für sinnvolle Aktienrückkäufe einsetzten.

Portfolioveränderungen

Im zweiten Halbjahr 2019 waren zwei Veränderungen im TGV Truffle berichtenswert:

Zum ersten wurde die seit Start des TGVs bestehende Position in NOW Inc. abgebaut. Die ursprüngliche Investmentthese war, dass dieser Öl- und Gas-Distributor seine Branche konsolidieren könne. Das Management-Team hatte dies bereits vorher bei einem anderen Unternehmen vorgemacht. Diese Strategie wurde anfangs zügig umgesetzt, geriet in den letzten Jahren jedoch zunehmend ins Stocken.

Gleichzeitig war die Öl- und Gas-Branche in den letzten Jahren von brutalen Veränderungen und Schwankungen geprägt. Bis heute erscheint es mir, dass das Team bei NOW alles gegeben hat – sie waren bloß zur falschen Zeit in der falschen Industrie. Zuletzt gab es einige Wechsel im Management und so war auch das ursprüngliche Team, auf dessen Einschätzung meine Investmentbeurteilung beruhte, nicht mehr an Bord. Die Position wurde somit gegen Ende des Jahres zum Verkauf empfohlen und das TGV Truffle ist ohne großen Gewinn oder Verlust aus dem Investment hervorgegangen⁶. Dennoch wäre das Investment in anderen Portfoliofirmen im gleichen Zeitraum viel besser aufgehoben gewesen.

Wahrscheinlich hätte ich bei den gleichen Informationen heute nochmals wie damals entschieden und sehe daher das Investment nicht als Fehler. NOW ist ein Beispiel dafür, dass eine gute Investmentthese noch nicht zwingend zu einem gewinnbringenden Investment führen muss.

Zum zweiten empfahl ich im Herbst den Aufbau einer kleineren Position in Metro Bank plc. Es handelt sich um eine junge Bank in Großbritannien, welche durch ein kundenfreundliches Filialkonzept Neugeschäft gewinnt. So erfolgt beispielsweise eine Kontoeröffnung binnen weniger Minuten, die Preise sind transparent und fair und in den Filialen wird der Kunde wie von einem Hotel-Concierge empfangen.

Der britische Bankenmarkt ist hochgradig konsolidiert und die alteingesessenen Banken wie Lloyds oder Barclays glänzen weder durch Service noch durch günstige Preise. Dies ließ eine Lücke für ein kundenfreundliches Konzept wie das der Metro Bank entstehen und angetrieben durch die bewundernswerte Energie des Gründers, baute Metro Bank eine Einlagensumme von mehr als 10 Mrd. GBP auf. Leider unterliefen der Bank Anfang 2019 einige gravierende Fehler in der Risikomessung – was einer ernstzunehmenden Bank einfach nicht passieren darf. Es folgte ein massiver Vertrauensverlust, und 2019 wurde zum annus horribilis der Metro Bank.

Der Wert des Eigenkapitals ist ein Fixstern für die Börsen-Bewertung jeder Bank und während Metro Bank in 2017 noch zum Vielfachen des Eigenkapitals bewertet wurde, notiert der Kurs nunmehr bei nur noch 20% des Eigenkapitals. Ein Kursverlust von über 90 % in wenigen Monaten! Nach dem Rückzug des Gründers, ging schließlich auch der CEO und zu allem Übel musste Metro Bank zur Unzeit neues Kapital einsammeln, um den britischen Regulationsanforderungen nachzukommen. Wahrscheinlich war Metro Bank damit im Herbst 2019 das meistgehasste Unternehmen an der britischen Börse.

Ich hatte die Geschichte der Bank seit Börsengang mit regem, wenn auch unbeteiligt, Interesse verfolgt. Nachdem sich im Herbst der Nebel lichtete – ein erfahrener Restrukturierer wurde neuer CEO

⁶ Die Position unterlag während der Haltedauer allerdings immensen Kursschwankungen, welche in diesem Falle durch mehrmaligen Positions-Aufbau und -Abbau recht gut zu Gunsten des TGVs genutzt werden konnten. Ein reines „Buy-and-Hold“ seit Start des TGVs hätte zu einer durchweg negativen Performance der Position NOW für das TGV geführt.

und das nötige neue Eigenkapital wurde zugeführt – verbrachte ich etwas mehr Zeit mit der Analyse der operativen Entwicklung.

Ich fand eine Bank vor, deren Konzept im Kern gesund erscheint: Kunden schwärmen immer noch vom Service in den Filialen. Die Einlagen steigen wieder. Mitarbeiter zeigen sich auf Online-Arbeitgeberportalen eher positiv gestimmt. Service und Preis der alteingesessenen britischen Banken wird kurzfristig nicht besser. Metro Bank erhielt eine Subvention der englischen Regierung, um auch in den strukturschwachen Norden zu expandieren. Es kamen neue hochkarätige Führungskräfte von Wettbewerbern hinzu. Kurz vor Weihnachten wurde eine neue Aufsichtsrätin, die vorher den Bereich Regulation bei Barclays geleitet hatte, ernannt.

Bei Aktionären hat Metro Bank viel verbrannte Erde hinterlassen, doch im Maschinenraum scheint Hoffnung zu bestehen. Dabei will ich mich gar nicht zu weit aus dem Fenster lehnen, ob Metro Bank es hinbekommt, ein großes und profitables Filialnetz aufzubauen. Die Wahrscheinlichkeit hierzu ist groß, es wird aber sicher kein Selbstläufer. Sollte es gelingen, ist die Aktie wahrscheinlich das zehnfache des aktuellen Kurses wert und ich wäre bei dieser Entfaltung über Jahre hinweg gerne Aktionär.

Der Grund für das Investment von TGV Truffle ist jedoch, dass der Kapitalmarkt implizit die völlige Demontage des Geschäfts einpreist. Bei einer Bewertung von grob 20% des Eigenkapitals – übrigens bei einem bisher außerordentlich gut laufenden Kreditbuch – dürfte selbst die Abwicklung des Geschäfts erheblich mehr Kapital freisetzen, als die aktuelle Marktkapitalisierung beträgt.

Für andere Kreditinstitute in Großbritannien – insbesondere solche, die sich auf der Kreditseite und nicht wie Metro Bank auf der Einlagenseite differenzieren wollen – dürfte ein Zusammenschluss mit Metro Bank selbst beim doppelten Kurs ein gutes Geschäft darstellen. Ein weiterer Pluspunkt der Investmentthese ist das Aktionariat, welches primär aus engagierten und langfristigen Investoren besteht. Ich schätze, dass diese Minderheitsinteressen wahren und gleichzeitig proaktiv an einer Lösung für die Zukunft von Metro Bank arbeiten werden.

Es wirkt so, als würden die wahrscheinlicheren Szenarien bei Metro Bank höhere, bis sehr viel höhere Bewertungen als den heutigen Kurs nahelegen und nur eine drastische Verschlechterung der heutigen Lage zu Verlusten führen. Grund genug, dass ein Investment vom TGV Truffle sinnvoll ist.

“Lighting up the World”

Gerne würde ich ein für das TGV wichtiges Investment-Thema erklären, welches immer wieder zu Nachfragen führt. Wem eine technische Diskussion der amerikanischen Internet-Infrastruktur zu langweilig ist, dem sei verziehen, direkt an das Ende dieses Briefes zu blättern!

Der Aus- und Aufbau von Glasfaser-Internet-Infrastruktur in den USA ist durch die Investments in Tucows und Cincinnati Bell eines der zentralen Investmentthemen des TGV Truffle. Ob sich dieses Investmentthema positiv entwickelt, wird entscheidenden Einfluss auf die langfristige Performance des TGVs haben.

Mit der Erfindung und Verbreitung des Telefons durch Alexander Bell⁷ Anfang des 20. Jahrhunderts wurden überall in Europa und den USA dünne Kupferleitungen in Straßen, Kanälen, Brücken, Einzelhäusern und Hochhäusern verlegt. Praktisch jeder Ort ist mittels einer dünnen Kupferleitung mit jedem anderen Ort verbunden.

Man führe sich nur vor Augen, welche Revolution es gewesen ist, dass ein Mensch in Hamburg mit einem Menschen in München ein klares Gespräch über das Telefon führen konnte. Für viele Jahrzehnte waren diese kupfernen Telefonleitungen der entscheidende Kommunikationskanal, ergänzt durch eine Handvoll durch Funkwellen übertragene Fernseh- und Radiosignale.

In den 1970er wurde es möglich, mittels dickerer Kupferkabel mehr Informationen zu senden. Dies ermöglichte Kabelfernsehen und verhalf diesem neuen Medium zum endgültigen Durchbruch. Menschen konnten nun hunderte Kanäle in Farbe sehen und waren bereit, für dieses revolutionäre Produkt monatliche Abo-Gebühren zu zahlen. Überall fanden sich Unternehmer, die riesige Satellitenschüsseln zum Empfang des TV-Signals aufstellten und dieses Signal per dickem Kupferkabel lokal in die Haushalte lieferten.

Auf dem Rücken dieser neuen Kulturbewegung Fernsehen entstanden gerade in den USA gigantische Geschäftsmodelle wie der Filmsender HBO oder der Sportkanal ESPN. Ähnlich wie sich im frühen Kalten Krieg in Westeuropa und den USA eine selbstverstärkende Symbiose aus Militär, Rüstungs- und Montanindustrie fand, so formte sich seit den 1970er Jahren eine Art Kartell aus Fernsehsendern, Fernsehinhalten (z.B. Hollywood, Newssender oder Sportberichterstattung) und Werbetreibenden: Je dramatischer das Sportevent, desto wichtiger war es, den Sportsender gucken zu können und desto besser war es, dort einen Werbeplatz zu haben. Dieses Quasi-Kartell bevorzugte insbesondere große Firmen, die landesweit relevante Inhalte produzieren oder verbreiten konnten bzw. landesweit Produkte mittels Fernsehwerbung vertrieben haben. Hunderte Milliarden US-Dollar Wert entstanden so binnen 40 Jahren bei Fernsehsendern, Profisportlern & Vereinen auf der einen und Konsumgüterherstellern auf der anderen Seite.

Mitte der 1990er entstand die wohl wichtigste Innovation der neueren Geschichte: das Internet. Ohne zu sehr in die technischen Details zu gehen, war von Anfang an klar, dass die Übertragung von Daten

⁷ Der dann auch Namensgeber des amerikanischen „Bell System“ wurde, ein Zusammenschluss der ersten Telefongesellschaften in den USA – heute noch im Namen von Cincinnati Bell ersichtlich.

(mittels des Internetprotokolls TCP/IP) mittels Lichts über Glasfasern der effizienteste und stabilste Weg der Übertragung sein würde.

Was dem Internet jedoch zum Massendurchbruch verhalf, war die Möglichkeit mittels Modems über die – teils 100 Jahre alten – Telefon-Kupferkabel ein Internet-Signal zu senden. Was für ein Glücksfall! Nun konnte an jedes Telefon-Endgerät ein knarzendes Modem gestöpselt werden. Das Internet fand mittels AOL-E-Mail, Altavista-Suchmaschinen und dem eBay-Auktionsfieber Verbreitung.

Seit Beginn des Internets nimmt die abgerufene Datenmenge Jahr für Jahr rasant zu. Es war und ist ein Phänomen, dass Telekommunikationsexperten stets die notwendige Internetkapazität unterschätzen, da laufend neue Anwendungen auf dem Internet-Protokoll entstehen. Glücklicherweise erlaubten technologische Fortschritte die fortwährende Erweiterung der Datenkapazität von Telefonkabeln, was die Übermittlung von immer mehr Datenvolumen ermöglichte. Auch wurde es technisch möglich, die dickeren und damit mit besserer Kapazität gesegneten TV-Kabel für das Internet-Protokoll zu nutzen und laufend auf besseren Datendurchsatz zu optimieren. Beides sind und bleiben jedoch Technologien, die ursprünglich nicht für die Übermittlung von Internetdaten ausgelegt waren und nur mit erheblichen Hard- und Softwareumbauten höhere Datenmengen durchleiten können.

Wir befinden uns nunmehr an einem Wendepunkt, an dem die technischen Limits der umgebauten Kupfer-Technologien immer deutlicher werden und gleichzeitig die Nachfrage von schnellem Internet in der Bevölkerung Jahr für Jahr zunimmt. DSL-Internet über Telefonkabel ist nicht mehr zeitgemäß und selbst die besten TV-Kabel kommen zu Stoßzeiten an ihre Grenzen.

Die Antwort der Netzbetreiber ist es, immer gerade genug Infrastruktur so auszubauen, dass die Kunden nicht revoltieren. Man bedenke jedoch, dass es sich bei den Telefon- und TV-Kabelanbietern fast immer um Monopole bzw. Duopole handelt.

Beispiel meiner Wohnstraße in Hamburg-Eimsbüttel: Ich kann noch so böse und frustriert von der Deutschen Telekom (DSL über Telefonleitung) oder Vodafone, ehemals Kabel Deutschland (Internet über TV-Kabel) sein – andere Optionen gibt es nicht. Diese fundamentale Marktstruktur hat sich an verschiedenen Orten auf der Welt unterschiedlich ausgespielt.

In den USA haben die TV-Kabelanbieter praktisch das Rennen gewonnen. Sie haben genug investiert, um einen klaren technischen Vorsprung gegenüber DSL-Anbietern zu haben. Letztere haben sich (mit sehr wenigen Ausnahmen, wie eben Cincinnati Bell) quasi davon verabschiedet ihr Netz instand zu halten und probieren – bildlich gesprochen – ihre Schrottkarren noch irgendwie durch den TÜV zu bringen. Es ist dabei erstaunlich, wie viele Haushalte immer noch DSL nutzen. Wer auch immer entschieden hat, 1920 ein Telefonkabel in der Prarie zu verlegen: Er hat sicher nicht damit gerechnet, dass dieses Investment mehr als 100 Jahre lang Cash-Flows erzeugen würde!

Die TV-Anbieter hingegen haben ihre Karten perfekt gespielt und durch einen stets besseren Technikstandard Kunden von den DSL-Anbietern gewonnen. Dabei tummeln sich im Markt der TV-Kabelnetze brillante Unternehmer, die durch Übernahmen und Preiserhöhungen verstanden haben, den Wert ihrer Netze zu maximieren.

Die Situation in vielen – nicht allen – Märkten der USA im Jahr 2020 ist diese: Endkunden können wählen zwischen sehr schlechten DSL-Leitungen und halbherzig-ausgebauten TV-Kabeln zu horrenden Preisen. Dieser Punkt ist entscheidend für deutsche Leser: Gutes Internet ist in vielen Städten der USA leicht zwei- bis dreimal so teuer wie in Deutschland. Gleichzeitig haben die Netzanbieter fast immer an der Servicequalität gespart. Es lohnt sich, amerikanische Bekannte einmal auf die Erfahrungen mit Comcast oder Spectrum (zwei dieser TV-Kabelanbieter) anzusprechen. Die geäußerte Frustration ist oft nicht zitierfähig.

An vielen Orten kann nun der Neubau eines Glasfasernetzes und die Versorgung mit schnellem Internet dem Endkunden ein gleichzeitig besseres und günstigeres Produkt ermöglichen. Die Tucows-Marke Ting hat zusätzlich ein wesentlich besseres Marken- und Serviceempfinden bei den Kunden, ausgedrückt durch sehr hohe Net Promotor Scores⁸. Gleichzeitig ermöglicht der für einen Internetanschluss zu erzielende Preis immer noch auskömmliche Umsätze und eine gute Rendite relativ zum nötigen Infrastrukturinvestment.

Es gibt mittlerweile zahlreiche kleinere Unternehmen und Startups, die Städte in den USA erfolgreich mit Glasfaseranschlüssen „überbaut“ haben. Ich messe in einer Datenbank die Bauaktivität in den USA und in der Tat scheint sich die Attraktivität herumsprechen: in den letzten 18 Monaten gibt es einen erheblichen Anstieg von Glasfaserprojekten.

Auch die etablierten Netzanbieter ziehen nun selektiv Glasfaser nach und machen ihre Netze so leistungsfähiger. Man muss sich jedoch die Gesamtsituationen dieser Firmen in den betreffenden Märkten vor Augen führen. Gerade für die oft hoch verschuldeten TV-Kabelanbieter kann es eine rationale Strategie sein, nicht in neue Glasfasernetze zu investieren, sondern diejenigen Kunden zu „melken“, für die das Internet über TV-Kabel noch gut genug ist.

Selbst in einem erfolgreichen Glasfaser-Projekt werden Kunden erst über mehrere Jahre hinzugewonnen – bleiben also noch einige Zeit auf dem Netz des alten Anbieters. Die Entscheidung über Baukosten und -risiken, um einen Teil der Kunden vielleicht länger zu halten fällt vielen Kabelfirmen nicht leicht. Weiterhin ist es den Anbietern oft gar nicht richtig möglich 1:1 mit einem reinen Internet-

⁸ Ein geläufiges Maß für die Kundenzufriedenheit, bei dem Kunden nach der Wahrscheinlichkeit befragt werden, ein Produkt an einen Freund weiter zu empfehlen.

Anbieter in den Wettbewerb zu treten, da neben dem Internetprodukt noch ein TV-Produkt quersubventioniert werden muss.

So müsste die Produkt- und Servicewelt eher völlig überarbeitet werden, als dass inkrementelle Änderungen beim Kunden wahrgenommen werden. Wir sehen auch z.B. im Einzelhandel gegenüber e-commerce und bei Automobilherstellern mit Elektromobilität, wie schwer sich etablierte Spieler mit Disruptionen tun. Dabei sind die TV-Kabelanbieter durchaus Sklaven ihres eigenen Erfolgs: über die Jahre haben die Preiserhöhungen steigende Gewinne und vor allem erhöhte Verschuldungsgrade ermöglicht. Die Aktionäre sind verwöhnt und kamen in den Genuss von geringen Investitionen, steigender Preise und damit einhergehenden hohen Cash-Flows. Es ist viel leichter für diese Firmen ihre verbleibenden Kunden in den Märkten mit Glasfaser-Überbau einfach ein wenig stärker zu melken. Gerade wenn der Zeithorizont dieser Konzerne in Quartalen statt in Jahrzehnten tickt, kann dies durchaus rational sein. Der weitere Glasfaser-Überbau in den USA wird Jahrzehnte dauern (genau wie der Bau der TV-Kabel-Netze damals übrigens) und für die großen Kabelkonzerne sind die Glasfaser-Startups in der Peripherie wie ein einzelner Borkenkäfer, der an einer 100 Jahre alte Eiche knabbert. Zumal viele CEOs und Eigentümer dieser Firmen, zynisch gesagt, ähnlich wie ihre Netze auch ihre technische Lebensdauer erreicht haben. Warum sollten sie dann auf Sicht von 25 Jahren investieren?

Tucows, als größtes Investment von TGV Truffle, investiert nun selektiv in attraktive Geografien und baut dort Glasfasernetze aus. Tucows bewirtschaftet diese mit der aus den anderen Segmenten des Unternehmens etablierten und erprobten Serviceplattform. Bisher ist man in knapp 10 Städten aktiv und ich rechne mit der Bekanntgabe diverser weiterer Orte in den kommenden Jahren. Auf Basis der bisherigen Zahlen und zahlreichen Benchmarks gleichartiger Projekte dürfte dieses Investment hervorragende Renditen auf das eingesetzte Kapital bringen.

Zahlreiche Unternehmen, oft in Besitz von privaten Finanzinvestoren, investieren aktuell global erhebliche Summen in den Ausbau von Glasfasernetzen und die Attraktivität dieser Projekte ist mithin gut verstanden. An der Börse hingegen werden Glasfaserinvestments hingegen oft noch sehr kritisch beäugt. Meines Erachtens liegt dies daran, dass viele Investoren auf Basis des jahrzehntelangen Erfolgs der TV-Kabelfirmen an deren Unfehlbarkeit und ergo den Misserfolg von Glasfaser glauben.

Es ist somit kein Zufall, dass ein privater Finanzinvestor nun bei dem riesigen Glasfasernetz von Cincinnati Bell glaubt, die Bewertungsdifferenz zwischen Börse und privatem Kapitalmarkt nutzen zu können. Dabei sei gesagt, dass an der Börse Fakten oft erst geglaubt werden, wenn sie in hochaggregierten und einfachen Zahlen (z.B. Gewinn pro Aktie) sichtbar sind. Im Falle von Tucows dauert es aber noch ca. 18-24 Monate, bis die Glasfaser-Geschäftszahlen in dieser Form sichtbar

werden. Ob man es glaubt oder nicht: für die Börse ist oft nur wichtig, was im kommenden Quartal passiert.

Bei keiner Diskussion zu Glasfaser darf eine Erörterung von Drahtlostechnologien fehlen. Vorweggesagt: Kein Funknetz – Buzzword „5G“ hin oder her – kommt an die technische Leistung eines Glasfasernetzes heran. Weiterhin steht die Bandbreite eines Funkstandards in Beziehung zur Frequenz dieses Standards. Je höher die Frequenz, desto mehr Kapazität hat die Funkwelle. Das Problem hoher Frequenzen ist aber, dass diese durch Regen, Fenster, Bäume etc. leicht störbar sind und nur begrenzte Distanzen überbrücken können. Damit ein 5G-Netz einen Glasfaseranschluss in einem Haus ersetzen kann, muss der Sendemast sehr nah an das Haus heran gebaut werden – und damit steigt die Zahl dieser Sendemasten stark an, was zu sehr hohen Investitionskosten führt. Es geht beim 5G-Standard eben nicht mehr nur um einige hundert Funkmasten pro Stadt, sondern um tausende Mikro-Zellen, die Glasfaseranschlüsse sprichwörtlich an jeder Ecke erfordern. Dabei dürfte 5G tatsächlich diverse Anwendungen haben (z.B. riesige Datenmengen bei einem Live Event zur Verfügung zu stellen) – eine Disruption der neuen Glasfaserleitungen in Wohn- oder Büroumgebungen scheint jedoch arg unwahrscheinlich. Klar ist, dass ein urbanes Glasfasernetz wie von Cincinnati Bell oder Tucows nicht nur einen unmittelbaren Business Case durch die Zahl der angeschlossenen Haushalte darstellt, sondern mittel- bis langfristig ganz erhebliche Optionalität für heute noch nicht genutzte Anwendungen bietet.

Leseempfehlung

Ich kann „Being Mortal“ von Atul Gawande mit Nachdruck empfehlen⁹: wenige Bücher haben meine Augen in derart auf ein mir bis dahin verschlossenes Thema geöffnet. Beim Autoren handelt es sich um einen amerikanischen Mediziner und Medizin-Journalisten, welcher bereits erfolgreiche Bücher über Medizinabläufe und deren Relevanz in der Welt außerhalb des Krankenhauses verfasst hat. Prägend war hier für mich zum Beispiel „Checklist Manifesto“, in welchem er die Entstehung von Checklisten in Operationssälen beschreibt und die Wichtigkeit von Checklisten in vielen Lebensbereichen erklärt. Er ist darüber hinaus jüngst der CEO der von Berkshire Hathaway, J.P. Morgan und Amazon gemeinsam gegründeten Krankenkasse geworden. Bei „Being Mortal“ liefert er Laien wie mir einen Einblick in die medizinische Versorgung von Menschen kurz vor ihrem Tod. Die Gesundheitssysteme in der westlichen Welt sind darauf ausgelegt, Leben um jeden Preis zu verlängern – selbst wenn dies die Qualität des verbleibenden Lebens gar nicht steigert. Trotz des vermeintlich traurigen Themas gewinnt man nach der Lektüre sehr viel Hoffnung und positive Energie, denn der Autor fordert den Leser auf, sich die

⁹ „Being Mortal“, Atul Gawande, PICADOR, New York, 2014

wirklich relevante Frage zu stellen, wie viel Leben in zusätzlicher Lebenszeit eigentlich stecken kann.
Ausgesprochen empfehlenswert!

Ausblick

Wie in jedem Jahr freue ich mich auf ein Wiedersehen beim Investorentreffen am 06. Juni 2020 in Bonn.
Bringen Sie gerne Ihre Familie mit und stellen Sie alle Fragen, die Ihnen auf dem Herzen liegen. Die
Veranstaltung ist in den letzten Jahren sehr schön gewachsen und das Wetter hat bisher auch immer
mitgespielt!

Ihr

Jan-Hendrik Mohr

JMX Capital GmbH