

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

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

**Investmentaktiengesellschaft für
langfristige Investoren TGV**
Rüngsdorfer Straße 2e
53173 Bonn

Telefon: 0228/368840
Telefax: 0228/365875

E-Mail: info@langfrist.de

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Halbjahresbericht 2016 unseres Sub-Advisors JMX Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Truffle“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Halbjahresbericht 2016 des Sub-Advisors

Liebe Investoren,

die vergangenen sechs Monate waren von hohen Schwankungen an den weltweiten Börsen geprägt. Dabei ist das aktuelle Kursniveau der Investments in TGV Truffle per 30.06.2016 ungefähr auf dem gleichen Stand wie zu Beginn des Jahres. Im operativen Geschäft der Firmen haben sich wenige erwähnenswerte Neuerungen ergeben und es kam zu keinen wesentlichen Veränderungen im Portfolio von TGV Truffle. Einzig Microsoft sorgte mit dem Übernahmeangebot für LinkedIn für ordentlich Überraschung. In meinen Augen ist die Übernahme für Microsoft ausgesprochen sinnvoll. Die Firma stellt aktuell das Produktportfolio von Einmallizenz auf ein Abo-Modell um und vertritt dabei die Vision, der zentrale „Produktivitätspartner“ für die Nutzer zu sein. Ein wichtiger Bestandteil eines holistischen Angebots an Produktivitätssoftware ist dabei heute auch eine gute Telefonlösung. Diesen Baustein stellt bei Microsoft die Skype-Produktpalette dar. LinkedIn lässt sich hervorragend als Zusatzbaustein für Skype nutzen, beispielsweise, wenn bei einem Anruf im Callcenter mit dem Anrufsignal direkt das LinkedIn-Profil des Anrufers auf dem Bildschirm des Sachbearbeiters erscheint. Neben dem strategischen Wert der Akquisition halte ich vor allem auch die Kapitallokation von Microsoft für sinnvoll. Der Kaufpreis erscheint angemessen (LinkedIn ist auch ohne die Zugehörigkeit zu Microsoft eine profitable und sehr stark wachsende Firma) und Microsoft wird die Akquisition primär mit Fremdkapital zu den aktuell sehr günstigen Zinsen finanzieren. Somit sind in meinen Augen die Aktien von Microsoft nach Ankündigung der LinkedIn Übernahme ein zusätzliches bisschen wertvoller geworden.

Messen und Wiegen

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

NAV zum 30.06.2016 in EUR	86,89
Zahl der Investments	10
Gewichtung größtes Investment	15,1%
Gewichtung Top-5 Investments	66,3%
Gewichtung Kasse / Festgeld	0,1%

Alphabetische Auflistung der Top-5 Investments:

Alphabet

Leucadia

Microsoft

National-Oilwell Varco

Rolls-Royce

Zeitraum	TGV Truffle	Berkshire (in EUR)	(Differenz)	6% p.a. Benchmark	(Differenz)
Seit 01.04.2015	-13,11 %	-3,54 %	(-9,57 %)	7,57%	(-20,68%)
Seit 01.01.2016	-0,72%	7,27%	(-7,99%)	2,95%	(-3,67%)

Nachdem TGV Truffle schon kurz nach Start voll investiert war und seither keine wesentlichen Veränderungen im Portfolio stattfanden, bekomme ich viele Fragen, was ich den nun den ganzen lieben Tag lang täte. Was gibt es denn noch zu tun, wenn alle Aktien gekauft und alles Kapital investiert ist? Generell sei gesagt, dass mein Arbeitstag nicht mit den klassischen Maßstäben von Produktivität zu messen ist. Die klassische Definition eines guten Arbeitstages lässt sich bei den meisten Berufen daran messen, wie viel Output produziert wurde. Ein Vertriebler verkauft Produkte, ein Arzt behandelt Patienten und ein Anwalt schreibt Gutachten. In all diesen Fällen lässt sich für einen außenstehenden Betrachter klar erkennen, ob und wie viel im jeweiligen Beruf gearbeitet wurde. In meinem Beruf hingegen dreht sich fast alles darum, die ursprünglichen Hypothesen hinter einer Investmententscheidung zu testen und laufend Informationen zu sammeln, die diese Hypothesen falsifizieren. Für mich ist es ein guter Arbeitstag, wenn ich eine Investmentidee der Vergangenheit zerstören kann oder einen kreativen Weg gefunden habe, eine meiner Grundannahmen an der Realität zu messen. Warren Buffett wurde einmal auf einer seiner legendären Hauptversammlungen gefragt, ob sein Erfolg nicht eigentlich relativiert werden müsse, basiere er doch im Wesentlichen auf nur einigen wenigen wesentlichen Investmententscheidungen (die ja auch hätten Fehler sein können). Buffett entgegnete, dass an jedem Tag an dem er eine Aktie halte, eine aktive Entscheidung getroffen wurde nicht zu verkaufen!

In diesem Sinne gilt es nach Eingehen eines Investments alle Hypothesen einer Investmententscheidung laufend zu testen. Alle Investments in TGV Truffle vereint ein fähiges und integriertes Managementteam,

strukturelle Wachstumstrends, nachhaltige Wettbewerbsvorteile und ein attraktiver Preis. Letzteres Attribut lässt sich mit einem Blick auf den Kurszettel sehr einfach überprüfen. Da ich auch nicht probiere den Wert einer Firma auf die Nachkommastelle genau zu bestimmen (weil dies schlichtweg Unsinn wäre) kann ich jederzeit das Kriterium „attraktiver Preis“ grob einschätzen. Hierbei gehe ich vor wie ein Schwimmer, der die Wassertemperatur eines Gewässers testet: es ist egal, welche exakte Temperatur das Wasser hat. Was zählt ist, ob es viel zu kalt oder ausreichend warm ist.

Anders als bei täglich Preisen von gelisteten Unternehmen, erfolgt bei den Kriterien „fähiges und integriertes Managementteam“ und „strukturellen Wachstumstrends“ eine viel graduellere Überprüfung der Ausgangshypothesen. Zwar investiere ich erhebliche Zeit, Managementteams besser kennen zu lernen und ihre Entscheidungen einzuordnen, doch sind gravierende Wechsel in der Einschätzung hier eher selten. Auch bei der Frage nach langfristigem Wachstum komme ich selten zu plötzlichen Anderseinschätzungen. Das Wachstum von Rolls-Royce hängt vom Interesse der Weltbevölkerung ab, mehr und mehr Langstrecke zu fliegen. Google profitiert von einer ständig höheren Nutzung des Internets für mehr und mehr Tätigkeiten des Alltags. Aggreko profitiert vom laufend steigenden Bedürfnis nach stabiler Stromversorgung in Entwicklungsländern. Dies alles sind recht grundsätzliche Themen, deren Reiz in der beinahe banalen Offensichtlichkeit der Annahme liegt.

Die Krux ist das Kriterium „nachhaltiger Wettbewerbsvorteil“. Beispiel Google: obwohl wenige Beobachter die weitere Verbreitung von Internetkonsum in Frage stellen werden, kann man sich jedoch sehr gut fragen, ob die Produkte von Google im Internet des Jahres 2025 noch eine so große Rolle wie heute spielen werden. Somit überrascht es nicht, dass ein wesentlicher Teil meiner Zeit für die laufende Beurteilung der Wettbewerbsvorteile von Firmen in TGV Truffle verwendet wird.

Warum ist ein nachhaltiger Wettbewerbsvorteil so bedeutsam?

Das Ausnutzen von Chancen ist ein generell im Kapitalismus verankertes Prinzip. Wenn ich auf einem Wochenmarkt Waffeln verkaufe und damit sehr viel Geld verdiene, dann werden sich schnell Marktteilnehmer finden, die auch Waffeln anbieten wollen, um einen Teil meiner Wertschöpfung abzugreifen. Resultat ist steigender Wettbewerb und daraus resultierend sinkende Preise und/oder bessere Waffeln. In beiden Fällen profitiert der Konsument und die Waffel-Produzenten erzielen höchstens eine durchschnittliche Rendite auf die eingesetzten Ressourcen. Die allermeisten Tätigkeiten im Wirtschaftsleben finden zu einem effizienten Preis statt, d.h. wenn ein Dritter in den bestehenden Markt eintritt, ist das Erzielen einer Überrendite selten auf Dauer möglich. Peter Thiel schreibt dazu in seinem (ausgesprochen lesenswerten) Buch „Zero to One“:

„Tolstoy opens Anna Karenina by overserving: ‚All happy families are alike; each unhappy family is unhappy in its own way.‘ Business is the opposite. All happy companies are different: each one earns a monopoly by solving a unique problem. All failed companies are the same: they failed to escape competition.“

Failed to escape competition – das Versagen dem Wettbewerb zu entkommen. Auf das Beispiel unseres Waffelverkäufers angewandt: er hatte keinerlei Möglichkeit, sich auf dem Wochenmarkt vor Wettbewerb zu schützen. In TGV Truffle sollen jedoch *happy companies* enthalten sein. Warren Buffett spricht hier vom Konzept des „Moats“, also einem Burggraben, der die Firma vor erpichteten Wettbewerbern schützt.

Es gibt diverse Faktoren, die einen solchen Burggraben erzeugen können. Viele dieser Wettbewerbsvorteile unterliegen simpler Logik. So zum Beispiel Skaleneffekte: es kann mathematisch nur sehr wenige Hersteller von Flugzeugturbinen geben, da die Kosten der Entwicklung und Zulassung extrem hoch sind. Der Hersteller benötigt eine ausreichend-große Absatzmenge, ab welcher sich die Entwicklung eines neuen Produkts überhaupt erst lohnt.

Auch Marken sind oft ein Resultat von Skaleneffekten im Bereich der Werbung. Viele Marken sind über jahrzehntelange Werbung entstanden. Gerade im Konsumgüterbereich sind viele Marken schon sehr lange bekannt und wurden über lange Zeit durch die Markeneigentümer sorgfältig aufgebaut. Der Effekt von Skalierung wird deutlich, wenn man die Ökonomie des Leitmediums der Markenbildung, das Fernsehen, näher betrachtet. Bis vor wenigen Jahren war es für eine Marke nur dann möglich, nationale Werbung (z.B. bei der Superbowl in den USA oder bei Bundesliga-Übertragungen) zu schalten, wenn die verkauften Produkte auch in genügendem Maße national erhältlich waren. Das klassische Beispiel ist hier Werbung für Coca-Cola: seit den 1960igern konnte die Getränkefirma immer die mit Abstand höchsten Budgets für Werbung ausgeben, da die Werbekosten über die Summe aller verkauften Dosen verteilt gering waren. Wenn ein Markteintretender ebenso eine Anzeige beim Superbowl schalten würde, so wären die Kosten je verkaufter Dose zu Beginn der Kampagne prohibitiv hoch. Es macht keinen Sinn, als Wettbewerber in einem verteilten Markt gegen einen bestehenden Konkurrenz mit hohen Skaleneffekten anzukämpfen.

Gerade Warren Buffett hat in den 1970igern bis in die 2000er viele Investments basierend auf Skaleneffekten getätigt. Die damit erzielten Erfolge wurden insbesondere von Wissenschaftlern wie Bruce Greenwald an der Columbia Business School in theoretische Konzepte gegossen. Der Reiz dieser

Modelle ist ihre logische Eleganz und mathematische Beweisbarkeit. Greenwald hat wie kaum ein anderer meine Analyse von Firmen geprägt. Sein Verdienst ist der Bau eines Werkzeugkastens mit nur einem Werkzeug: das Stellen der Frage „wer erhält den ökonomischen Profit?“. Hierdurch lässt sich die Wertschöpfung eines Produkts oder einer Dienstleistung sehr gut zerlegen und es wird oft deutlich, wo Eintrittsbarrieren für Wettbewerber bestehen, und wo nicht.

So sehr ich die Thesen Greenwalds schätze, sehe ich viele Wettbewerbsvorteile aktuell im Wandel. Die Greenwald'sche Wettbewerbsanalyse erfordert eine Messbarkeit von „mathematisch-bedingten“ Wettbewerbsvorteilen (Skalenvorteile, Netzwerkeffekte etc.). Durch die immer voranschreitende Verbreitung des Internets findet jedoch ein gravierender Umbruch in der Messbarkeit von Wettbewerbsvorteilen statt.

Es gibt zwei offensichtliche Beispiele dieses Umbruchs: der Wandel von offline getätigten Kaufentscheidungen hin zu e-commerce und die steigende Bedeutung von „user experience“ und Service-Transparenz bei Kaufentscheidungen.

Lassen Sie uns zunächst e-commerce betrachten. Es ist strukturell günstiger und zusätzlich angenehmer, wenn ein DHL-Paketdienst 100 Haushalten die bestellten Waren direkt ins Haus liefert, als wenn 100 Haushalte in SUVs steigen und in 30 verschiedene Geschäfte fahren. Zwar wird physisches Einkaufserlebnis auch zukünftig immer noch geschätzt werden („im Buchladen stöbern“) – doch ein wesentlicher Teil der Haushaltslogistik wird von Menschen nicht als Hobby betrieben. Keiner genießt den Kauf von Toilettenpapier. Niemand steht gerne 10 Minuten an der Kasse an. Wenige mögen übervolle Kaufhäuser am Tag vor Weihnachten. E-Commerce hat dem stationären Handel bereits einen guten Marktanteil abgenommen und es lässt sich mit Sicherheit sagen, dass dieser Trend sich fortsetzen wird.

Die für ein e-commerce benötigte Infrastruktur ist aber in wesentlichen Teilen anders, als bei bestehenden Handels- und Distributionsgeschäftsmodellen. Zwar haben viele herkömmliche Händler mit ihrer bestehenden Infrastruktur immer noch Skalenvorteile gegenüber ihren bisherigen Wettbewerbern, doch baut sich in vielen Produktkanälen aktuell eine *parallele und leistungsfähigere* Infrastruktur im e-commerce auf. Es kann in diesen Fällen für eine markteintretende Firma durchaus rational sein, erhebliche Investitionen in die neue Infrastruktur zu leisten. Anfangs wurde dies von vielen Beobachtern belächelt und oft mit Häme überschüttet. Jeder kennt die spöttischen Kommentare über z.B. Amazon und Zalando – „die haben doch noch nie Geld verdient“ – doch könnten fünf Jahre

Anfangsverluste durchaus gerechtfertigt sein, wenn damit ein hoher Wettbewerbsvorteil für die kommenden Jahrzehnte aufgebaut wird.

Ein weiteres gutes Beispiel sind Essenslieferdienste. Zu meiner Schulzeit gab es im Stadtteil einen Pizzalieferservice, der den kompletten Markt dominiert hat. Die Marke wurde lokal stark beworben und es gingen scheinbar genug Bestellungen ein, um 10 Lieferfahrzeuge zu betreiben. Die dadurch entstehende Lieferqualität (max. 30-40 Min. Wartezeit), günstige Preise (kostenlose Lieferung ab EUR 7,00 Bestellwert) und Markenpräsenz (überall sah man die Fahrzeuge und Flyer) waren seinerzeit ein beachtlicher „Moat“ dieses Pizzalieferservice in Hamburg-Niendorf. Allerdings haben durch die Verbreitung von Smartphones in den letzten Jahren Lieferdienst-Netzwerke massiven Zulauf gesehen. Hier ist die Idee, eine Online-Bestellplattform mit einem physischen Liefernetzwerk zu kombinieren, um alle Restaurants einer Stadt (nicht nur Pizza) an dieses Distributionsnetzwerk anzubinden. Das resultierende Produkt ist klar besser als der Pizzalieferservice: mehr Auswahl für den Kunden, bessere Auslastung der Lieferinfrastruktur und günstigere Preise da die Aufträge reines Zusatzgeschäft für Restaurants sind und keine eigene Kücheninfrastruktur erfordern. Die Investitionen, die Lieferando, Foodora, JustEat, Lieferheld & Co. in Kauf nehmen, sind enorm und es ist unklar, welche Firmen überleben werden. Sicherlich wird es hier auch zu einem Ausleseprozess kommen und bei Leibe ist nicht jede Investition in diese Firmen sinnvoll. Auf der anderen Hand liegt am Ende des Investitionsprozesses die Kontrolle über ein Distributionsnetzwerk, welches viel mehr Wert ist als die alte, eindimensionale Infrastruktur des Pizzalieferservice.

Meine Sorge bei der Verwendung herkömmlicher Analysemethoden von Wettbewerbsvorteilen ist der mangelnde Fokus auf die umwälzenden Veränderungen durch *parallele und leistungsfähigere* Infrastruktur die sich neben den bestehenden Skaleneffekten aufbaut. Dieses Thema ist aktuell besonders akut, da sich so viel Geschäft auf e-commerce verlagert.

Eine weitere – und potentiell weitreichendere – Änderung für die Bewertung von Wettbewerbsvorteilen ist jedoch die zunehmende Transparenz der Produktqualität und die steigende Bedeutung von user experience (oftmals „UX“ abgekürzt). Zwar war es schon immer von Vorteil, dass Kunden guten Service bekommen, das Produkt einfach benutzbar ist und die Bedienung intuitiv erfolgt. Komplet neu ist hingegen die Möglichkeit, viele Produkte als App oder Website direkt an die Kunden zu vertreiben. Es gibt einen breiten Wandel von einer geschlossenen Infrastruktur (Beispiele: Telefonieren über Handy / Festnetz, Fernsehen über TV-Sender, Taxifahren per Taxizentrale) hin zu einer offenen Infrastruktur (Beispiele: Telefonieren über Skype, Fernsehen über Netflix, Mobilität mit Uber). Anders als früher, sind Menschen in vielen Fällen nicht mehr in das Korsett eines Anbieters gebunden, sondern können über

das Internet maßgenaue Lösungen buchen. UX gewinnt dadurch an Bedeutung, da Alternativen leichter erreichbar und Qualitätsunterschiede sehr viel transparenter werden.

Die Erfolgsfaktoren guter UX sind eine skalierbare und agile IT-Infrastruktur, eine Kultur des Testens sowie effektiver und simpler Kundenservice. Insbesondere letzter Punkt hört sich vollkommen banal an, ist jedoch für viele etablierte Unternehmen (und insbesondere deren IT-Landschaften) schlichtweg nicht darstellbar. Mein Lieblingsbeispiel hierfür ist die Kundenbetreuung bei der Deutschen Telekom. Ich bin Kunde im „Quad-Play“ der Telekom, beziehe also in meinem Haushalt Mobilfunk, Festnetz, Internet und TV über die Telekom. Tatsächlich gibt es für diese vier Produkte drei Service-Rufnummern. Das Call-Center für Mobilfunk kann weder meine Festnetz-Daten einsehen, noch mich bei einem Problem zu den dortigen Kollegen telefonisch verbinden. Auch bekomme ich zwei Rechnungen und die Rechnungsbeträge werden separat von meinem Konto eingezogen. Ich konnte die Situation bisher mit einigen Bekannten in der IT-Organisation der Telekom diskutieren. Die einhellige Antwort war, dass ein Zusammenführen der IT-Systeme sechs bis acht Jahre dauern würde. Zum Vergleich: WhatsApp, die weltweit meistgenutzte Messenger-Plattform, ist durch brillante UX in sechs Jahren von null auf mehr als eine Milliarde Nutzer gewachsen.

Die für das Investieren wichtige Konsequenz ist, dass Firmen mit einer UX-zentrischen Kultur in meinen Augen in den nächsten 10 Jahren zu den großen Gewinnern der Wirtschaft zählen werden. UX ist dabei zunehmend ein Kundenmagnet, was sich für Firmen mit herausragender UX in niedrigen Kundenakquisitionskosten und hoher Kundenloyalität ausdrückt. Natürlich können viele Produkte auch in Zukunft noch durch breitangelegte Werbung vermarktet werden. Die Chancen stehen gut, dass Butter, Shampoo und Bier in 20 Jahren immer noch primär über Massenwerbung vermarktet werden. Gerade aber bei Produkten oder Services die eine Interaktion zwischen Kunden und Anbieter erfordern, dürfte der Wert sehr guter UX immer prägnanter werden. Ich betreibe gerade ein kleines Research-Projekt, in welchem ich Firmen ausfindig mache, welche fast ohne Marketingausgaben stark gewachsen sind. Diese Firmen sind selten, da die meisten Firmen natürlich ihre Kunden über die angebotenen Produkte informieren müssen. Dennoch gibt es einige wenige Beispiele extrem erfolgreicher Firmen, welche in ihrer ganzen Existenz quasi kein Budget für Marketing ausgegeben haben. Mein bisheriges Zwischenfazit ist, dass minimales Marketing bei starkem Wachstum nur dann möglich ist, wenn entweder ein Preisvorteil besteht der mit dem Kunden geteilt wird (Aldi, Costco, Fielmann) oder die UX des Produkts herausragend besser als der Wettbewerb ist (Google, Apple, Tesla, Uber, Airbnb)¹.

¹ Ausgenommen von der Betrachtung sind an dieser Stelle Firmen, die aufgrund einer Lizenz (z.B. Pharma) oder aufgrund von lokalen Monopolen (z.B. Kabelnetzanbieter) quasi der einzige Zulieferer für eine Kundengruppe sind.

Was in den 80igern die Kennzahl „Wert der Marke“ war, kann heute in vielen Fällen durch Kennzahlen wie Net Promoter Score (NPS) ersetzt werden. NPS misst das Verhältnis aus sehr positiven zu sehr negativen Kundenempfehlungen eines Produkts und ist ein guter Gradmesser für die UX-Wahrnehmung von Kunden. Ein NPS von -100 sagt, dass alle Empfehlungen extrem negativ sind, ein NPS von 100, dass alle Empfehlungen extrem positiv sind. Aussagekräftig ist dabei der Vergleich von NPS Zahlen innerhalb einer Produktgruppe. Ein Investment in TGV Truffle ist zum Beispiel in einer Branche mit generell sehr negativen NPS tätig: Mobilfunk. Kaum jemand liebt seinen Anbieter und Kontaktpunkte des Kunden sind meist durch einen Ausfall oder eine falsche Rechnung bedingt. Die betreffende Firma hat dabei einen NPS von 73, was in der Branche eine unerhört gute Zahl ist. Die hinter der hohen Kundenzufriedenheit liegende Unternehmenskultur ist schwer zu replizieren und stellt einen realen Wert dar – der sich allerdings (noch) kaum in den Zahlen des Unternehmens widerspiegelt. Für mich als Analysten ist dies eine hervorragende Chance, kann ich mir doch bei der konzentrierten Zahl von Firmen auf meiner Beobachtungsliste tiefgehende Gedanken über eine Unternehmenskultur machen, die nötigen Gespräche führen und Ressourcen für Kundenbefragungen investieren.

„Nicht alles was man zählen kann, zählt; und nicht alles was zählt, kann man zählen.“

Es wird wieder Sommer und wer noch auf Suche nach einer guten Strandlektüre ist, dem sei „Tubes“ von Andrew Blum wärmstens empfohlen². Spannend wie in einem Krimi verfolgt Blum dabei die physische Infrastruktur des Internets. Wer sich schon immer fragte, wie ein Unterseekabel verlegt wird oder welchen Weg unsere Daten im Cyberspace gehen, wird viele spannende Antworten in Blums Buch finden.

In diesem Sinne beste Grüße, einen erholsamen Sommer und danke für das stete Vertrauen

Ihr

Jan-Hendrik Mohr

JMX Capital GmbH

² „Tubes – A Journey to the Center of the Internet“, Andrew Blum, HarperCollins, New York, 2012