

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
Germany

Telefon: +49/228/368840
Telefax: +49/228/365875

E-Mail: info@langfrist.de

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Bericht über das erste Halbjahr 2021 unseres Sub-Advisors CL Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Intrinsic“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Teilgesellschaftsvermögen Intrinsic
Halbjahresbericht 2021 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des TGV Intrinsic betrug im ersten Halbjahr 2021 nach allen Gebühren +10,2%. Damit lag der NAV zum 30.06.2021 bei 150,67€. Der DAX erzielte im Halbjahr 2021 eine Rendite von +13,2%. Seit Auflage des TGV Intrinsic am 29.03.2019 erzielte der Fonds eine annualisierte Performance nach Kosten von +19,9%. Der DAX legte im selben Zeitraum um durchschnittlich +14,1% pro Jahr zu. Bedeutung gewinnt die jährliche Rendite frühestens ab einem Zeitraum von 5 Jahren.

Der Halbjahresbericht 2021 des TGV Intrinsic gibt zunächst einen Überblick zur Portfoliostruktur und der Performance. Anschließend möchte ich am Beispiel von Brad Gilbert, einem der erfolgreichsten Tennisspieler aus den 80er und 90er Jahren, mehrere Ähnlichkeiten zwischen Tennis und dem Investieren aufzeigen und erkläre, warum ein gutes Ergebnis in der Gegenwart kein Indikator für gute Ergebnisse in der Zukunft ist. Zum Schluss stelle ich zwei neue Investments des TGV Intrinsic vor – Frontier Digital Ventures (FDV) und VEF¹ – und erläutere, unter welchen Bedingungen ein Investment in ein börsennotiertes Investmentvehikel für das TGV Intrinsic Sinn ergibt.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick zum 30.06.2021

Portfoliostruktur

NAV zum 30.06.2021	150,67€
Zahl der Investments	11
Gewichtung größtes Investment	15,0%
Gewichtung fünf größte Investments	61,8%
Gewichtung Kasse	-0,83% ²

Alphabetische Auflistung der fünf größten Einzelpositionen des TGV Intrinsic

Fomento Económico Mexicano (FEMSA)

Frontier Digital Ventures

MercadoLibre

Microsoft

VEF

¹ Früher Vostok Emerging Finance

² TGV Intrinsic weist ein positives Barguthaben auf, der Negativsaldo ergibt sich aus Kostenabgrenzungen.

Performanceüberblick

Zeitraum	TGV Intrinsic (1)	Dax (2)	Delta ³ (1)-(2)
2019 (9 Monate)	9,2%	15,0%	-5,8%
2020	25,2%	3,6%	21,7%
2021 (6 Monate)	10,2%	13,2%	-3,0%
Seit Auflage	50,7%	34,8%	15,9%
Seit Auflage p.a.	19,9%	14,1%	5,8%

Innerhalb der fünf größten Portfoliopositionen haben sich zwei Veränderungen ergeben. Zum einen ist der holländische Navigationsspezialist TomTom nicht mehr Teil der Top 5. Da sich der Aktienkurs von TomTom schlechter als das Gesamtportfolio entwickelt hat, ist die Gewichtung im Portfolio des TGV Intrinsic gesunken, ohne dass das TGV aktiv Aktien verkauft hat. Aufgrund der COVID-19 Pandemie hat sich die Investmentthese etwas in die Zukunft verschoben und ist mit einer höheren Unsicherheit behaftet. Das bestehende Kerngeschäft des Unternehmens ist aus meiner Sicht aber deutlich unterbewertet, weshalb ich keine Verkaufsempfehlung für die bestehende Aktienposition gegeben habe.

Die zweite Veränderung betrifft den amerikanischen Eisenbahnzulieferer Westinghouse Air Brake Technologies (Wabtec). Wabtec hat im Jahr 2019 den Eisenbahnbereich von General Electric (GE) übernommen. In diesem Zuge wurde - der von GE gekommene - Rafael Santana neuer CEO von Wabtec. Der vorherige CEO Ray Betler⁴ ist einer der besten Unternehmenslenker, den ich kenne und ich hatte insbesondere die von ihm gelebte dezentrale Unternehmenskultur sehr geschätzt. Die operativen Zahlen haben sich seit 2019 unter Rafael Santana ordentlich entwickelt. Allerdings wird mir aus Gesprächen mit heutigen und ehemaligen Mitarbeitern von Wabtec immer klarer, dass sich innerhalb des Unternehmens die auf das Erreichen kurzfristiger Unternehmensziele ausgelegte GE-Kultur durchsetzt. Diese Kultur muss nicht unbedingt schlecht sein – sie ist aber eine Kultur, die nicht zur langfristigen Ausrichtung des TGV Intrinsic passt.

Folglich habe ich empfohlen, trotz ordentlicher operativer Entwicklung, alle Aktien von Wabtec zu verkaufen. Wabtec ist ein gutes Beispiel für eine Unterscheidung zwischen „Prozess“ und „Ergebnis“. Langfristig führt der richtige Prozess typischerweise zu einem guten Ergebnis und der falsche Prozess zu einem schlechten Ergebnis. Kurzfristig kann aber auch ein falscher Prozess zu einem guten Ergebnis führen. Die ordentliche operative Entwicklung von Wabtec seit 2019 (Ergebnis) ist isoliert betrachtet nicht ausreichend, um eine Investmentempfehlung für die Zukunft abzugeben. Veränderungen in der

³ Rundungsdifferenzen sind möglich.

⁴ Gutes Video zum Werdegang von Ray Betler, welches viel über seinen Führungsstil aussagt:
<https://www.youtube.com/watch?v=xi2oSvtEBF4&t=1s>

Unternehmenskultur (Prozess) machen sich häufig erst nach mehreren Jahren in den Finanzzahlen bemerkbar und sind daher ein aussagekräftigerer Indikator für die langfristige operative Entwicklung als die kurzfristige historische Unternehmensentwicklung. Dementsprechend sind meine Gespräche mit heutigen und ehemaligen Wabtec-Mitarbeitern zu Veränderungen in der Unternehmenskultur der ausschlaggebende Grund für die Verkaufsempfehlung, da ich davon ausgehe, dass die GE-Kultur zu langfristig schlechteren operativen Ergebnissen führen wird.

Die Unterscheidung zwischen Prozess und Ergebnis spielt auch in vielen anderen Bereichen außerhalb des Investierens eine wichtige Rolle: Zum Beispiel konzentrieren sich gute Tennisspieler darauf, das eigene Spiel zu analysieren und zu verbessern, anstatt nur kurzfristige Ergebnisse zu optimieren. Aussichtsreiche Jugendspieler werden mit Spielern aus älteren Jahrgängen zusammengebracht, damit sie sich direkt an ein höheres Niveau gewöhnen (Prozess) – auch wenn das bedeutet, dass sie dadurch weniger Titel als Junioren gewinnen (Ergebnis). Ein gutes Beispiel für den Fokus auf den richtigen Prozess ist Brad Gilbert, einer der erfolgreichsten Tennisspieler aus den 80er und 90er Jahren.

Ein gutes Ergebnis in der Gegenwart ist kein Indikator für gute Ergebnisse in der Zukunft – ein guter Prozess hingegen schon

"I don't think about the numbers, I just think about the journey, the process of getting better (...) But if you put some undue number and time frame on something, it's going to make you more conscious of it and then that's going to become the focus." – Brad Gilbert⁵

Brad Gilbert war aufgrund seines unattraktiven Spielstils einer der unbeliebtesten Tennisspieler während seiner aktiven Karriere. Gilbert analysierte früh seine eigenen Stärken und Schwächen und richtete sein Trainingsprogramm an den Ergebnissen dieser Analyse aus (Prozess). Seine Analyse machte klar, dass sein Talent geringer war als das vieler anderer Spieler in der Weltspitze. Auf der anderen Seite erkannte er allerdings, dass seine Vorbereitung auf Tennisspiele und sein mentales Verhalten auf dem Platz anderen Spielern häufig überlegen war (Prozess). Dieses Bewusstsein und der Fokus auf seine Stärken führten dazu, dass Gilbert zeitweise zu den fünf besten Spielern der Welt gehörte (Ergebnis). Gilberts Zitat trifft in dieser Form auch auf Unternehmen zu: Wenn Unternehmen zu sehr das Erreichen kurzfristiger Finanzergebnisse in den Vordergrund stellen, leidet ihr Fokus auf das Verbessern und Weiterentwickeln ihrer Produkte (Prozess). Und genau das hat langfristig wiederum negative Auswirkungen auf die Erreichbarkeit von Finanzergebnissen. Anders gesagt: Der Gewinn eines Unternehmens sollte niemals das Ziel sein, sondern ist das Ergebnis eines guten Prozesses.

Für das TGV Intrinsic gilt: die Unternehmensanalyse ist der Prozess und die langfristige Fondsperformance das Ergebnis. Alle langfristigen Positionen des TGV Intrinsic müssen als wichtiger Teil meines Analyseprozesses vier Grundkriterien für eine Kaufempfehlung erfüllen. Sie werden von (1) intrinsisch motivierten Unternehmern geführt, die (2) in strukturell wachsenden Märkten ein Geschäftsmodell aufbauen, das (3) in 10 Jahren eine stärkere Marktstellung haben sollte als heute, und (4) an denen eine Beteiligung zum heutigen Preis eine langfristig attraktive Rendite verspricht. Ich glaube, diese Grundkriterien stellen einen wichtigen Filter dar, um im Zeitverlauf eine erfolgreiche Fondsperformance zu erzielen. Brad Gilbert beschreibt in seinem Buch, dem Tennis-Taktik-Klassiker „Winning Ugly“, wie er sich

⁵ Zitat aus Vortrag von Brad Gilbert bei „Talks at Google“: https://www.youtube.com/watch?v=ifhrsn_u6mM&t=465s.

immer wieder in Positionen auf dem Tennisplatz bringt, aus denen heraus er Schläge spielen kann, die seinen Stärken entsprechen. Gleicherweise versuche ich anhand der vier Grundkriterien beim Investieren zu erreichen: Auch wenn einige Unternehmen des TGV Intrinsic auf den ersten Blick sehr unterschiedlich erscheinen, so suche ich mir bildlich gesprochen auf meinem Spielfeld (dem globalen Anlageuniversum) immer wieder ähnliche Positionen der Stärke zur Auswahl von Unternehmen wie früher Brad Gilbert auf dem „Tennisplatz“. Das trifft auch auf zwei neue Positionen des TGV zu – die börsennotierten Investmentvehikel Frontier Digital Ventures und VEF.

Frontier Digital Ventures investiert weltweit in marktführende Anzeigenportale⁶ in weniger entwickelten Ländern.⁷ FDV wurde 2014 von Shaun di Gregorio gegründet, der fast seine gesamte Karriere im Bereich der Anzeigenportale verbracht hat, sehr erfolgreich die australische REA Group mit aufgebaut hat und heute noch 11% der Anteile von FDV hält. Marktführende Anzeigenportale in weniger entwickelten Märkten profitieren von einer Vielzahl struktureller Wachstumstrends. Die Internetnutzung ist in diesen Märkten häufig noch geringer, es werden weniger Transaktionen im Internet durchgeführt und ein großer Teil der Werbebudgets ist noch offline. Weil marktführende Anzeigenportale die meisten Nutzer anziehen, werden dort auch die meisten Angebote inseriert und vice versa. Die große Basis an Verkäufern und Käufern kann dann genutzt werden, um zusätzliche Dienstleistungen anzubieten und die Marktposition als Marktführer auszubauen. Die Plattformen, in die FDV investiert hat, sind heute noch in einem frühen Stadium der Monetarisierung ihrer Kunden und sollten ihre Umsätze deshalb für viele Jahre signifikant steigern können. Die größte Beteiligung von FDV ist Zameen.com, das „ImmobilienScout24“ von Pakistan, an dem FDV 30% hält. Setzt man für Zameen.com das Bewertungsmultiple der letzten Finanzierungsrounde auf den 2021er Umsatz an, stellt Zameen.com knapp die Hälfte des Gesamtunternehmenswertes von FDV dar. Die restlichen Beteiligungen sind etwa mit dem Sechsfachen ihres Umsatzes bewertet und in Relation zu ihrem künftigen Umsatz- und Gewinnpotenzial günstig.

VEF investiert sein Kapital in Finanztechnologieunternehmen in weniger entwickelten Märkten⁸ mit dem Fokus auf digitale Kreditvergabe, Zahlungsabwickler und andere Finanzdienstleister. Das Unternehmen ging 2016 aus einem Spin-off von VNV Global hervor und hat zwei „Initiatoren“: Zum einen Per Brilioth, der seit dem Jahr 2000 mit ausgezeichnetem Track Record über VNV Global in nichtbörsennotierte Technologieunternehmen investiert. Und zum anderen Dave Nangle, der vor seiner Zeit bei VEF 15 Jahre im Research zu Finanztechnologieunternehmen tätig war und über ein beeindruckendes Netzwerk aus Unternehmern und Investoren verfügt. Sie halten heute gemeinsam mit dem Rest des Boards knapp 18% der Anteile von VEF. Das Portfolio an Finanztechnologieunternehmen profitiert von einer Vielzahl struktureller Wachstumstrends, insbesondere der finanziellen Inklusion neuer Bevölkerungsschichten durch die Digitalisierung von Finanztransaktionen. Die beiden größten Beteiligungen sind das brasilianische Unternehmen Creditas (42% des NAV) und das „Square“ von Mexiko, Konfio (19% des NAV). Creditas vergibt zu günstigen Konditionen besicherte Kredite in Brasilien, steigert seine Umsätze mit 100% pro Jahr und erzielt dabei Deckungsbeiträge von 50-60%. Die Hurdle Rate für ein Investment von VEF in ein Unternehmen liegt bei 25-30% erwarteter Wertsteigerung pro Jahr. Nach den Kosten der Holding, die momentan bei unter 2% liegen, würde sich der NAV von VEF somit um etwa 25% pro Jahr erhöhen. Das TGV Intrinsic hat seine Position zu Kursen aufgebaut, die etwa 5% unter dem heutigen NAV von 4,12

⁶ Bekannte Anzeigenportale in Deutschland sind zum Beispiel Immobilienscout24 oder eBay Kleinanzeigen.

⁷ Umsatzverteilung nach Region: 42% Developing Asia, 40% Lateinamerika, 18% Mittlerer Osten und Nordafrika.

⁸ Der NAV verteilt sich auf folgende Märkte: 59% Brasilien, 17% Mexiko, 7% Emerging Europe, 7% India, 10% Rest of World.

schwedischen Kronen liegen. Ich erhoffe mir, dass sich das Investment des TGVs zukünftig deutlich zweistellig pro Jahr verzinsen wird.

Beide Unternehmen erfüllen meine vier Grundkriterien für eine Kaufempfehlung. Insbesondere bei jüngeren Unternehmen wie FDV und VEF kommt dem Fokus auf diese Grundkriterien und nicht auf die historischen Ergebnisse eine wichtige Rolle zu. Die öffentlich zugänglichen Informationen sind häufig begrenzt und gute Ergebnisse aus der Vergangenheit haben aufgrund der kurzen Historie keine große Aussagekraft für die Zukunft. Auch zu diesem Punkt findet sich eine schöne Analogie in Brad Gilberts Buch:

"The average player tends to go into most matches thinking the wrong way. (...) They think past results dictate future results. That kind of thinking will get you beat because it leads you to the wrong conclusions." – Brad Gilbert

Sowohl FDV wie auch VEF konnten historische positive Ergebnisse erzielen. Frontier Digital Ventures konnte seine Umsätze seit dem Börsengang 2016 vervielfachen und VEF den NAV pro Aktie um 26% pro Jahr steigern. Dennoch erlauben diese Ergebnisse nur wenig Vorhersagekraft für die zukünftige Entwicklung. Vielmehr wird es entscheidend sein, ob der Analyseprozess der beiden Investmentunternehmen auch in Zukunft zu guten Beteiligungen führen wird und ob die heutigen Beteiligungen operativ gut unterstützt werden. Ich habe in meinem Research die Überzeugung gewonnen, dass dies der Fall ist. Zuletzt hat mich eine Reise nach Pakistan zu jeweils zwei Beteiligungen von FDV und VEF in dieser Einschätzung zusätzlich bestärkt, auf die ich im nächsten Teil noch näher eingehe. Kritische Leser könnten nun aber die Frage stellen, warum ich andere Investmentvehikel zum Kauf empfehle, obwohl es doch meine eigene Aufgabe ist, interessante Unternehmen ausfindig zu machen. Ein Investment in ein anderes Investmentvehikel ist aus meiner Sicht immer dann sinnvoll, wenn die Investoren des TGV Intrinsic darüber Zugang zu Unternehmen erhalten, der dem TGV Intrinsic ansonsten verschlossen geblieben wäre. Genau das trifft im Fall von Frontier Digital Ventures und VEF zu.

Was macht börsennotierte Investmentvehikel für das TGV Intrinsic interessant?

Meine Kernaufgabe liegt darin, als Sub-Advisor Empfehlungen zu geben, damit sich das Portfolio des TGV langfristig möglichst gewinnbringend entwickelt. Unter drei Gesichtspunkten kann es für das TGV Intrinsic sinnvoll sein, andere Investmentvehikel wie FDV oder VEF zum Kauf zu empfehlen:

- a. Zugang zu einer mir ansonsten nicht offenstehenden Geographie.
- b. Zugang zu einer für mich nicht anderweitig investierbaren Assetklasse.
- c. Zugang zu einem für mich ansonsten nicht erreichbaren Unternehmernetzwerk, das proprietäres Wissen besitzt oder einen interessanten Dealflow generiert.

Bei meinen Investmentempfehlungen suche ich weltweit nach den besten Opportunitäten. Weiter entfernte Geographien sind keinesfalls ein Hauptfokus meines Investmentstils, dennoch wurde in vorherigen Briefen bereits deutlich, dass ich auch Unternehmen in weiter entfernten Ländern regelmäßig selbst vor Ort besuche. Ein gewisser Zugang ist hier also durchaus möglich und ein rein geographischer Mehrwert durch ein Investmentvehikel ist deshalb für mich eher selten.

Kürzlich bin ich beispielsweise für Unternehmensbesuche nach Pakistan gereist. Shaun di Gregorio (CEO von FDV) und Dave Nangle sowie Henrik Stenlund (CEO und CFO von VEF) hatten zuvor Kontakte zu ihren jeweiligen Investments in Pakistan hergestellt. FDV ist beim größten Immobilien- und Autoanzeigenportal in Pakistan investiert (Zameen.com und Pakwheels). VEF ist wiederum an Finja (Kredite an Kleinsthändler) und Abhi Finance (Gehaltsvorschüsse) beteiligt. Die Geschäftsmodelle der vier pakistanischen Unternehmen sind stellvertretend für einen großen Teil der Investments, die FDV und VEF tätigen, weshalb ich sie im nächsten Abschnitt kurz vorstelle. Pakistan ist einer der interessantesten Märkte für Technologieunternehmen im Allgemeinen und für Finanztechnologieunternehmen im Speziellen. Das Land hat die weltweit fünftgrößte Bevölkerung mit 225 Millionen Einwohnern und etwa 130 Millionen mobile Internetnutzer. Allerdings haben nur rund 20% der volljährigen Bevölkerung ein Bankkonto und nur 2% von ihnen Zugang zu regulierten Kreditangeboten. Gleichzeitig verfügen nur 7% der kleinen und mittelständischen Unternehmen über Zugang zu regulierten Bankkrediten.

Zameen.com wurde im Jahr 2006 von den drei Brüdern Zeeshan, Imran und Haider Khan gegründet. Das Unternehmen hat sich als klarer Marktführer für Immobilientransaktionen in Pakistan etabliert. Die Plattform zählt 5,5 Millionen monatliche Nutzer und pakistanische Makler gehen davon aus, dass 70% aller Verkaufs- und Vermiettransaktionen in Pakistan über Zameen.com initiiert werden. Zameen.com generiert heute nur noch 20% der Umsätze aus dem klassischen Anzeigengeschäft. Die restlichen Umsätze entstehen durch transaktionsbasierte Vergütungen, wenn Zameen.com Wohneinheiten von Projektentwicklern an Käufer vermittelt. Zameen.com vermittelt diese Wohneinheiten häufig als Exklusivpartner, da es keine anderen Partner mit einer vergleichbaren Kenntnis über den pakistanischen Immobilienmarkt und dortige Wohnungsinteressenten gibt. FDV beteiligte sich im Jahr 2014 mit 30% am Unternehmen bei einer damaligen Gesamtbewertung von Zameen.com von 4 Millionen US-Dollar. In der letzten Bewertungsrounde Ende 2020 wurde Zameen.com mit 400 Mio US-Dollar bewertet - das entspricht einer Verhundertfachung des Unternehmenswertes seit dem Jahr 2014.

Pakwheels wurde 2003 ursprünglich als Forum für Automobilfans gegründet. Mittlerweile ist das Unternehmen das mit Abstand größte Portal für den Kauf und Verkauf von Autos und Motorrädern. Die Bedeutung des Portals ist so hoch, dass Automobilhersteller in der Vergangenheit bereits eigene Modelle veränderten, wenn es dazu negatives Feedback aus dem Pakwheels Forum gab. In Pakistan gibt es kaum professionelle Autohändler und Pakwheels hat gute Chancen, in den kommenden Jahren der führende Automobilhändler des Landes zu werden. Raza Saeed und Suneel Sarfaraz Munj führen das Unternehmen seit 2008, als sie die Mehrheit am Unternehmen übernommen haben. FDV beteiligte sich 2014 mit 3,5 Millionen US-Dollar an Pakwheels, was zum damaligen Zeitpunkt das größte bekannte Startup-Investment in Pakistan und gleichzeitig die letzte Finanzierungsrunde darstellte. Das könnte sich jedoch bald ändern, sofern Pakwheels selbst zum Automobilhändler avancieren möchte und dafür zusätzliches Kapital benötigen würde. Zameen.com und Pakwheels haben heute bereits geschafft, was Anzeigenportale in entwickelten Ländern seit Langem versuchen: ein transaktionsbasiertes Geschäftsmodell aufzubauen und einen größeren Teil der Wertschöpfung zu internalisieren – im Gegensatz zu einem rein werbefinanzierten Anzeigenportal.

Finja (kurz für Financial Ninjas) wurde 2016 von Qasif Shahid, Monis Rahman und Umer Munawar gegründet. Das Unternehmen betreibt eine Plattform, über die es Kredite an sogenannte Karyanas (Mini-

Supermärkte) vergibt.⁹ Bisher wurden gut 8.000 von den über 1 Million existierenden Karyanas in Pakistan als Kunden gewonnen und gleichzeitig deren Bestellprozess für Warenlieferungen bei Distributoren digitalisiert. Da alle Warenbestellungen nun über die Finja-Plattform laufen, vermeiden die Distributoren den historisch aufwendigen Bestellvorgang mit Stift und Papier vor Ort und Finja generiert gleichzeitig wichtige Informationen zur Kreditwürdigkeit der einzelnen Geschäfte und Distributoren. Die drei Gründer haben eine faszinierende Kultur im Unternehmen aufgebaut, die kollegiales, unternehmerisches Denken fördert. Es existieren kaum Hierarchien oder Jobtitel und viele Teams werden durch junge Praktikanten ergänzt, um konstant den Status Quo zu hinterfragen. Durch die Analyse von FEMSA schätze ich die Bedeutung von Mini-Supermärkten in weniger entwickelten Märkten und die Vielzahl an Finanzierungsmöglichkeiten, die aus Partnerschaften mit ihnen hervorgehen können und blicke mit Spannung auf die weitere operative Entwicklung von Finja.

Abhi Financial, an dem VEF 15% gehören, vergibt zu günstigen Konditionen Gehaltsvorschüsse an Mitarbeiter von Partnerunternehmen. Eine Vielzahl von Menschen in Pakistan, aber auch in vielen anderen weniger entwickelten Ländern, schaffen es nicht, mit dem Gehalt des letzten Monats auszukommen. Das Ergebnis ist, dass sie häufig Überziehungs- oder Kurzzeitkredite nutzen müssen, die Zinssätze von mehr als 100% pro Jahr verlangen. Durch den Gehaltsvorschuss von Abhi können sie diese Kosten stark verringern und eine nachhaltigere Finanzierung erreichen. Abhi ist ein noch sehr junges Unternehmen und gerade Teil des Y Combinator Programms aus dem beispielsweise auch Airbnb hervorging. Für den NAV von VEF spielt Abhi heute noch eine untergeordnete Rolle. Ich hoffe, durch diese vier Beispiele deutlich machen zu können, worin der Mehrwert durch FDV und VEF für das TGV Intrinsic besteht: Zugang zu einer für mich anderweitig nur schwer investierbaren Assetklasse.

Durch FDV und VEF partizipiert das TGV Intrinsic an Wertentwicklungen in frühen Unternehmensphasen

Die Reise nach Pakistan hat mir nochmals aufgezeigt, wie sehr FDV und VEF meiner Investmentphilosophie entsprechen. Alle vier pakistanischen Unternehmen werden von beeindruckenden, intrinsisch motivierten Unternehmern geführt, bedienen einen strukturellen Wachstumsmarkt, und ich wäre auch ohne FDV oder VEF glücklicher Investor in jedem der einzelnen Unternehmen. Beide Beteiligungsgesellschaften investieren langfristiges Kapital in junge, nicht börsennotierte Unternehmen. Das TGV Intrinsic hingegen ist fokussiert auf börsennotierte Unternehmen und hat weder die Ressourcen noch das Netzwerk, um auf interessante Unternehmen aus Frühphasen aufmerksam zu werden oder private Transaktionen durchzuführen. In diesen Transaktionen wird allerdings immer mehr unternehmerischer Wert geschaffen, was vor allem an zwei Gründen liegt: schnelleres Wachstum und spätere Börsengänge als in der Vergangenheit.

In den letzten Jahren sind zwei Trends bei jungen, erfolgreichen Unternehmen festzustellen: Erstens wächst diese Art von Unternehmen häufig deutlich schneller als früher und zweitens vollziehen sie erst zu einem späteren Zeitpunkt in ihrem Lebenszyklus einen Börsengang. Das schnellere Wachstum ist möglich, da Unternehmen mit digitalen Produkten kaum zusätzliche Kosten für jede weitere verkauft Einheit haben und durch das Internet schneller große Kundensegmente ansprechen können als klassische Industrieunternehmen. IBM benötigte beispielsweise 79 Jahre, bis es einen Umsatz von einer Milliarde US-Dollar erreichte. Bei Microsoft dauerte es nur noch 15 Jahre bis zur ersten Milliarde US-Dollar Umsatz.

⁹ Ausführliches Interview mit Qasif Shahid (CEO Finja) zu Finanztechnologieunternehmen in Pakistan und dem Geschäftsmodell von Finja: <https://www.youtube.com/watch?v=ncm5zJMg5ms>.

Spotify war bereits nach acht Jahren bei der Umsatzmilliarde angelangt und Alphabet erreichte dieses Ziel sogar schon nach fünf Jahren.

Zudem gehen erfolgreiche Unternehmen heute erst später an die Börse (gemessen an der Höhe des Unternehmenswertes). Das liegt unter anderem daran, dass in den letzten Jahren die Möglichkeiten für eine private Finanzierung auch für große Unternehmen zugenommen haben und deshalb vor allem besonders aussichtsreiche Unternehmen nicht mehr auf die Finanzierung über die Börse angewiesen sind. Hinzu kommt, dass bei einer Börsennotierung die regulatorischen Anforderungen an Unternehmen sprunghaft steigen und somit die Aufwände durch die benötigten Anwälte und Compliance-Abteilungen eine große finanzielle Last darstellen. Die kurzfristigere Ausrichtung vieler Investoren am Aktienmarkt hat zudem dazu geführt, dass viele negative Faktoren für junge Unternehmen entstanden sind. Starke Aktienkursschwankungen führen zu Verunsicherung bei den Mitarbeitern und das Streuen von Gerüchten von Shortsellern kann ebenfalls zu schlechter Stimmung in den Unternehmen führen. Deshalb findet ein zunehmend bedeutsamer Teil der unternehmerischen Wertschöpfung vor einem Börsengang statt. Auch wenn spätere Börsengänge weiterhin erfolgsversprechende Investitionsmöglichkeiten schaffen werden, glaube ich, dass das TGV Intrinsic mit einer Position in dem richtigen Investmentvehikel auch an der Wertschöpfung vor einem Börsengang teilhaben kann.

Fazit

Frontier Digital Ventures und VEF sind zwei vergleichsweise junge Unternehmen, die einen hohen Wert auf den richtigen Prozess zur Auswahl der Beteiligungen und die Begleitung dieser Unternehmen in die nächste Wachstumsphase legen. Brad Gilberts Karriere zeigt, welche Ergebnisse man langfristig mit dem Fokus auf den Prozess anstatt auf kurzfristige Ergebnisse erreichen kann. Zwar war er als einer der Top 5 Tennisspieler weltweit bereits sehr erfolgreich, den richtigen Durchbruch schaffte er aber erst später als Trainer. Noch während Gilbert selbst spielte, begann er Andre Agassi zu trainieren. Mit Gilbert als Trainer gewann Agassi sechs seiner acht Grand Slam Titel, seine olympische Goldmedaille und war mehrfach die Nummer eins der Weltrangliste. Anschließend trainierte Brad Gilbert den Amerikaner Andy Roddick. Unter Gilbert gewann Roddick seinen einzigen Grand Slam, drei seiner fünf Titel der Master Series und wurde im Jahr 2003 ebenfalls zur Nummer eins der Weltrangliste. Ich bin davon überzeugt, dass die größten Erfolge von FDV und VEF trotz bereits guter historischer Ergebnisse ebenfalls noch in der Zukunft liegen.

Abschließend möchte ich Ihnen für die zahlreiche Teilnahme beim Investorentreffen im Mai danken, das auch in diesem Jahr digital stattfand. Das gesamte Team der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV und ich hoffen, dass die Veranstaltung informativ für Sie war. Sollte es dennoch Fragen geben, können Sie mich gerne jederzeit kontaktieren unter clemens.lotz@clcapital.de.

Ich wünsche Ihnen allen eine erfolgreiche zweite Jahreshälfte 2021 und bleiben Sie gesund.

Clemens Lotz

Disclaimer:

Dies ist eine Marketing-Anzeige: Bitte lesen Sie den Prospekt des AIF das Informationsdokument des AIF und das KIID/KID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die CL Capital GmbH ist im Rahmen der Anlageberatung gem. § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG ausschließlich auf Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg tätig. Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG und verfügt über die erforderlichen Erlaubnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

English: **This is Marketing advertisement:** Please read the AIF prospectus, the AIF information document, and the KIID/KID before making a final investment decision. CL Capital GmbH operates within the scope of investment advice pursuant to § 2 (2) No. 4 WpIG exclusively on behalf and under the liability of NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg. NFS is a securities institution pursuant to § 2 (1) WpIG and holds the necessary licenses from the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin).