

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 Jahr 2020 unseres Sub-Advisors
CL Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Intrinsic“.

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

Teilgesellschaftsvermögen Intrinsic

Jahresbericht 2020 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des TGV Intrinsic betrug im Jahr 2020 nach allen Gebühren +25,2%. Damit lag der NAV zum 30.12.2020 bei 136,70€. Der DAX erzielte im Gesamtjahr 2020 eine Rendite von +3,6%. Seit Auflage des TGV Intrinsic am 29.3.2019 erzielte der Fonds eine jährliche Performance nach Kosten von +19,5%. Der DAX legte im selben Zeitraum um +10,4% pro Jahr zu. Bedeutung gewinnt die jährliche Rendite frühestens ab einem Zeitraum von 5 Jahren.

Im Jahresbericht 2020 des TGV Intrinsic beschäftige ich mich zunächst mit dem Überblick zur Portfoliostruktur und der Performance. Anschließend erkläre ich am Beispiel der Kuba-Krise aus dem Jahr 1962, inwiefern Glück oder Unglück den Ausgang eines Ereignisses mitentscheiden kann. Damit die Unternehmen des TGV Intrinsic auch unglückliche Ereignisse überstehen, spielt ihre Widerstandsfähigkeit eine wichtige Rolle. Langfristiges Denken und der daran ausgerichtete Aufbau der eigenen Organisation stellen wichtige Eckpfeiler für die Widerstandsfähigkeit dar - dies gilt für die Investments des TGV Intrinsic gleichermaßen wie für mich selbst.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick zum 30.12.2020

Portfoliostruktur

NAV pro Anteil	136,70€
Zahl der Investments	14
Gewichtung größtes Investment	12,4%
Gewichtung fünf größte Investments	55,0%
Gewichtung Kasse	4,2%

Alphabetische Auflistung der fünf größten Einzelpositionen des TGV Intrinsic

Fomento Económico Mexicano (FEMSA)

MercadoLibre

Microsoft

TomTom

Wabtec

Performanceüberblick

Zeitraum	TGV Intrinsic (1)	DAX ¹ (2)	Delta ² (1)-(2)
2019 (9 Monate)	9,2%	15,0%	-5,8%
2020	25,2%	3,6%	21,7%
Seit Auflage	36,7%	19,0%	17,7%
Seit Auflage p.a.	19,5%	10,4%	9,0%

Die mexikanische Holding FEMSA gehört erstmals zu den fünf größten Portfoliopositionen des TGV Intrinsic. Aufgrund des fallenden Aktienkurses im Sommer erhöhte sich die von mir erwartete Rendite für das Investment und damit die Attraktivität im Vergleich zu anderen Portfoliounternehmen, weshalb ich weitere Zukäufe empfahl. Die insgesamt gute Jahresperformance des TGV Intrinsic liegt in 2020 vor allem an einem von mir nicht steuerbaren Ereignis - der COVID-19 Pandemie. Durch die Pandemie haben sich die Gewohnheiten vieler Menschen geändert und zu einem nachhaltig höheren Unternehmenswert bei mehreren Investments des TGV Intrinsic geführt. Diese Unternehmen erwirtschaften heute bereits Cashflows, die ohne COVID-19 erst in einigen Jahren erreichbar gewesen wären. Ich messe meinem Beitrag zur Fondsperformance in einem solchen Jahr wenig Gewicht bei - zu keiner Zeit habe ich Investmentempfehlungen gegeben, deren Thesen rein auf den Auswirkungen der COVID-19 Pandemie basierten.

Investmentempfehlungen für das TGV Intrinsic sollen über lange Zeiträume zu einer guten annualisierten Rendite führen. Ob einzelne Jahre eine sehr gute Fondsperformance oder eine sehr schlechte Fondsperformance aufweisen, ist für mich nicht wichtig und beides wird vorkommen. Hierfür eignet sich die Microsoft Aktie sehr gut als Beispiel. Diese hat seit dem IPO am 13. März 1986 bis zum 29. Januar 2021 annualisiert 26% an Wert gewonnen hat. Der Weg dorthin war aber keinesfalls linear. Innerhalb eines einzelnen Kalenderjahres fiel der Kurs vorübergehend um mehr als 60% (im Jahr 2000), zweimal um mehr als 50% (in den Jahren 1987 und 2008) und neunmal um mehr als 25% (1988-1990, 1993, 2001, 2002, 2009, 2010, 2020). Der Preis für eine gute langfristige Rendite ist die Akzeptanz von starken kurzfristigen Kursschwankungen. Deshalb sollten kurze Zeiträume bei einer Beurteilung der Fondsperformance nicht als Indiz für die

¹ Ein globaler Aktienindex wie der MSCI World wäre der passendere Vergleichsindex, aus Kostengründen habe ich aber den DAX gewählt.

² Rundungsdifferenzen sind möglich.

Qualität von Investmentempfehlungen gewertet werden (weder positiv noch negativ) – sie unterliegen wie im Jahr 2020 schlicht zu vielen externen, nicht steuerbaren Einflüssen.

In kurzen Zeiträumen können Glück oder Unglück den Ausgang eines Ereignisses erheblich beeinflussen. Ein historisch bemerkenswertes Beispiel dafür ist die sogenannte Kuba-Krise aus dem Oktober 1962. Zu diesem Zeitpunkt stand die Welt kurz vor dem Ausbruch eines dritten Weltkrieges und einzig mehreren glücklichen Fügungen ist ein glimpflicher Ausgang dieser Krise zu verdanken. Diese Episode der Weltpolitik führt außerdem vor Augen, wie viele Entscheidungen im Leben generell – und bei Investmentempfehlungen im Speziellen – auf unvollständiger Informationsbasis getroffen werden müssen.

Die Kuba-Krise im Oktober 1962

Am Dienstagmorgen, den 16. Oktober 1962, sind sich die USA sicher, dass russische Raketenstationen auf Kuba stationiert und auf amerikanische Ziele ausgerichtet sind. Die USA stehen kurz vor einem Militärschlag, was wahrscheinlich zum Ausbruch des dritten Weltkrieges führen würde. Robert F. Kennedy ist zu dieser Zeit Justizminister der USA und einer der engsten Berater seines Bruders, dem damaligen US-Präsidenten John F. Kennedy. In seinem Buch „Thirteen Days“ beschreibt Robert F. Kennedy detailliert die Abläufe, Diskussionen und Entscheidungen, die sich in den folgenden Tagen im Weißen Haus abspielen. Besonders beeindruckt hat mich beim Lesen der reflektierte und sorgfältige Entscheidungsprozess John F. Kennedys. Er analysiert mit hoher Genauigkeit Anreizstrukturen innerhalb seiner Organisation, schafft sich Optionen, um einmal eingeschlagene Entscheidungswege nachträglich anpassen zu können und trifft Entscheidungen auch entgegen der Konsensmeinung. Zudem zeigt er große Empathie gegenüber den Russen und versucht, sich kontinuierlich in die Lage des russischen Präsidenten Chruschtschow zu versetzen, um friedliche Lösungsalternativen zu finden.

In den Tagen ab dem 16. Oktober 1962 spitzt sich die Lage zu. Der Austausch zwischen Chruschtschow und John F. Kennedy wird emotionaler. Die Arbeiten an den Raketenstationen auf Kuba schreiten voran, ein amerikanisches Flugzeug wird über Kuba abgeschossen und mit Torpedos bewaffnete russische U-Boote sind nur noch wenige Meilen von der durch die OAS³ verhängten Quarantäne-Grenze für Kuba entfernt. Am 27. Oktober 1962 wollen die Amerikaner die russischen U-Boote kurz vor Kuba mit Übungswasserbomben zum Auftauchen bewegen. Die drei befehlshabenden russischen Offiziere an Bord der U-Boote besitzen wiederum eine explizite Schussfreigabe, sofern sie einstimmig einen Angriff beschließen. Seit Tagen haben sie jedoch den Funkkontakt zu Moskau verloren und wissen nicht, ob bereits ein Krieg über ihnen ausgebrochen ist. Nach heftigen Diskussionen und nur aufgrund eines Vetos des Politoffiziers Vasily Arkhipov gegen einen Angriff tauchen die russischen U-Boote schlussendlich friedlich auf. Ein russischer Angriff hätte mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem Gegenschlag der Amerikaner in Kuba und

³ Organisation Amerikanischer Staaten

damit zum Ausbruch des dritten Weltkrieges geführt. In den folgenden Stunden erreichen Chruschtschow und Kennedy ein Übereinkommen, die Raketenstationen auf Kuba abzubauen. Im Gegenzug ziehen die USA in der Türkei stationierte Raketen ab.

John F. Kennedy trägt durch sein geschicktes Vorgehen einen wichtigen Teil dazu bei, den Ausbruch des dritten Weltkrieges zu verhindern. Die Kuba-Krise 1962 zeigt aber auch, dass trotz überlegter Entscheidungsfindung nur mit Hilfe von Glück eine Katastrophe verhindert werden konnte. Für langfristige Investoren dient sie als gutes Beispiel dafür, dass Unternehmen eine hohe Widerstandsfähigkeit besitzen sollten, um auch unglückliche Umstände und Krisen zu überstehen. Eine solche Widerstandsfähigkeit wird vor allem durch einen Faktor erreicht: Langfristiges Denken. Langfristiges Denken hat einen wesentlichen Einfluss auf den Aufbau der eigenen Organisation und setzt die richtigen Anreize, um durch vorrausschauendes Agieren die Widerstandsfähigkeit in Krisen zu erhöhen. Auch John F. Kennedy verfolgte sein langfristiges Ziel der Prosperität für die USA mit einer hohen Achtsamkeit auf Anreizstrukturen in seiner Organisation.

Wie langfristiges Denken die Widerstandsfähigkeit von Unternehmen stärkt

„The time to repair the roof is when the sun is shining“ - John F. Kennedy

John F. Kennedy war sich der Macht von Anreizstrukturen sehr bewusst. Mehrfach zog er sich während der Kuba-Krise aus Diskussionen zurück, um sicherzustellen, dass seine Berater frei - und ohne auf Kennedys Meinung zu achten - diskutieren konnten. Die Empfehlungen seiner militärischen Berater betrachtete er mit hoher Skepsis - sie empfahlen ihm nicht ganz überraschend einen Militärschlag. Ein Zitat aus dem Buch „Thirteen Days“ verdeutlicht sein Bewusstsein über die Anreize seiner Militärberater:

„The first advice I'm going to give to my successor is to watch the generals and to avoid feeling that because they were military men their opinions on military matters were worth a damn. [...] These brass hats have one great advantage in their favor, if we [...] do what they want us to do, none of us will be alive to tell them that they were wrong.“

John F. Kennedy zeigte während der gesamten Kuba-Krise Feingefühl für die Anreizstrukturen von einzelnen Personen und bezog diese in seine Entscheidungen mit ein. Immer mit dem Wissen, dass sein langfristiges Ziel der Prosperität für die USA eventuell nicht vollkommen kongruent mit den Zielen einzelner Berater war.

Ich bin überzeugt, dass Menschen ihren größtmöglichen Antrieb aus intrinsischer Motivation ziehen und die Investments des TGV Intrinsic werden von intrinsisch hoch motivierten Personen geführt. Ihr innerer Antrieb führt sie dazu, Organisationen aufzubauen, die für unterschiedliche

Stakeholder einen nachhaltigen Mehrwert generieren.⁴ Daraus resultiert wiederum eine langfristige Ausrichtung der Unternehmen mit positiven Folgen für die Unternehmenskultur, Investitionstätigkeit und Kapitalstruktur. Diese langfristige Ausrichtung finde ich häufig bei von Gründern oder Familien geführten Unternehmen wieder. FEMSA stellt hierfür ein gutes Beispiel dar, wie ein Familienunternehmen auch durch Krisen hindurch an strategischen Initiativen festhält.

Langfristige Ausrichtung von Familienunternehmen

"We are not thinking or worried about the next quarter numbers - never. If you ask me how they are going to be: I don't know and I don't care. Because we see the long-term potential of the company. We are always making decisions that will influence the numbers in the future, not in the very next quarter. If you have to save some maintenance to make the numbers of the quarter look nice, you are killing the company and the message that you are sending to all the ranks of the company is very, very bad." - José Antonio Fernández Carbajal

Familienunternehmer wissen, dass sie und ihre Unternehmen immer wieder Krisen überstehen müssen und dass der Gewinn aus einem einzelnen Jahr für die langfristige Wertentwicklung des Unternehmens keine Rolle spielt. Diese Haltung deckt sich exakt mit meinen Investmentempfehlungen für das TGV Intrinsic. José Antonio Fernández Carbajal, Mitglied einer der FEMSA-Gründungsfamilien, übernahm 1995 die operative Führung des Unternehmens und ist bis heute Vorsitzender des Verwaltungsrats von FEMSA. Wie das Zitat, vor allem aber seine Taten aus der Vergangenheit zeigen, sind Unternehmensentscheidungen bei FEMSA auf den langfristigen Erfolg des Unternehmens ausgerichtet. Die COVID-19 Pandemie war eine gute Chance, dies erneut zu überprüfen. Obwohl FEMSA operativ stärker als andere Investments des TGV Intrinsic unter der COVID-19 Pandemie litt, wurden meine Erwartungen übertroffen. Viele andere Unternehmen hätten wichtige Investments zurückgefahren, um kurzfristig den Gewinn zu optimieren. FEMSA hingegen führte alle wichtigen Initiativen fort und verstärkte teilweise sogar noch seine Investitionen.

Im Kerngeschäft der Convenience Shops befindet sich FEMSA seit mehreren Jahren in einer sukzessiven Umstellung der Mitarbeitervergütung. Diese Umstellung führt kurzfristig zu höheren Kosten, langfristig aber zu weniger Mitarbeiterumschlag, was sich wiederum positiv auf die Umsätze pro OXXO-Shop auswirken wird.⁵ Auch wurde wie geplant die OXXO-Expansion nach Brasilien weitergeführt. Der dortige Strukturaufbau führt erst einmal zu Kosten, denen keine Umsätze gegenüberstehen und belastet somit den Gewinn. Ende 2020 wurde der erste OXXO-

⁴ Typischerweise sollte ein erfolgreiches Geschäftsmodell folgende Stakeholder beachten (alphabetisch): Eigentümer, Fremdkapitalgeber, Gesellschaft, Kunden, Lieferanten, Mitarbeiter, Regulatoren.

⁵ OXXO verkauft mehr als 5.000 digitale Dienstleistungen, wofür eine fundierte Schulung der Mitarbeiter nötig ist. Bei einem hohen Mitarbeiterumschlag geht dieses Wissen jedes Mal wieder verloren.

Shop in Brasilien eröffnet und in 2021 werden weitere folgen. Über die Initiative zum Digitalen Portemonnaie hatte ich im Halbjahresbericht 2020 ausführlich berichtet. Die Investitionen wurden ebenfalls weitergeführt und ich rechne mit einer baldigen Einführung der App. FEMSA ist somit ein Paradebeispiel für ein Unternehmen, dessen langfristige Ausrichtung nicht von einer Krise in Mitleidenschaft gezogen wurde. Um strategische Initiativen in einer Krise fortführen zu können und handlungsfähig zu bleiben, bedarf es neben der langfristigen Ausrichtung jedoch auch der notwendigen verfügbaren Liquiditätsreserven.

Wie sich Langfristiges Denken auf die Kapitalstruktur eines Unternehmens auswirkt

„A banker is a fellow who lends you his umbrella when the sun is shining, but wants it back the minute it begins to rain” - Mark Twain

Fremdkapital ist in der Theorie ein günstiger Weg für die Unternehmensfinanzierung. Allerdings besitzt Fremdkapital einen großen Nachteil: Dividenden an Eigentümer können ausgesetzt werden, Zinszahlungen an Fremdkapitalgeber in der Regel nicht. In einer Krise greifen häufig mehrere Negativentwicklungen ineinander: ein starker Rückgang der Umsätze, keine ebenso schnell sinkenden Kosten, dadurch wachsende Verluste und schwindende Liquiditätsreserven. Eine solche, von Fremdkapital geprägte, Kapitalstruktur nimmt die Freiheit, in einer Krise Investitionsprojekte fortzuführen, wie FEMSA es tun konnte. Zudem schauen Banken in dieser Situation besonders gezielt auf vergebene Kredite und versuchen, die Kredite an gefährdete Unternehmen zurückzufahren. Innerhalb kurzer Zeit ist es möglich, dass ein Unternehmen seine Bankverbindlichkeiten nicht mehr bedienen kann und so eine jahrzehntelange unternehmerische Erfolgsgeschichte ein jähes Ende nimmt. Für einen kurzfristig denkenden Manager mag das erhöhte Risiko dennoch attraktiv sein, denn bei einer höheren Fremdkapitalquote steigt ceteris paribus die Verzinsung des Eigenkapitals. Die geschwächte Widerstandsfähigkeit des Unternehmens muss er dann nicht mehr selbst erleben, wenn er bis zur nächsten Krise bereits bei einem neuen Unternehmen angeheuert hat.

Das TGV Intrinsic ist in Unternehmen investiert, die keine oder eine niedrige Nettoverschuldung aufweisen und deren gesamtes eingesetztes Kapital sich dennoch ansehnlich verzinst. Microsoft besitzt zum Beispiel seit seiner Börsennotierung immer signifikante Netto-Barreserven und erzielte auf das im letzten Jahr zusätzlich eingesetzte Kapital dennoch eine Nachsteuerrendite von 48%.⁶ Bill Gates begründete die Überkapitalisierung des Unternehmens damit, dass auch immer wieder Krisen zu überstehen sein würden:

⁶ Berechnet als Nachsteuer-Gewinnsteigerung 2020 gegenüber 2019 geteilt durch die Erhöhung des eingesetzten Kapitals 2020 gegenüber 2019.

„I was always worried because people who worked for me were older than me and had kids, and I always thought: What if we don't get paid? Will I be able to meet the payroll?“ - Bill Gates

Deshalb sollen zu jederzeit die Barreserven ein Jahr lang alle Fixkosten decken. Diese Maxime hat bis heute Bestand. Im Geschäftsjahr 2020 erwirtschaftete Microsoft einen Umsatz von 143 Milliarden US-Dollar. Es entstanden nicht variable und semi-variable Kosten in Höhe von 74 Milliarden US-Dollar. Auf Microsofts Bilanz finden sich Barreserven von 137 Milliarden US-Dollar und Bankverbindlichkeiten von 63 Milliarden US-Dollar und somit eine Netto-Barreserve von rund 74 Milliarden US-Dollar. Auch heute könnte Microsoft ein Jahr lang keinen Umsatz erwirtschaften und dennoch alle seine nicht- und semi-variablen Kosten decken. Damit besitzt Microsoft eine enorme Widerstandsfähigkeit, um aus zukünftigen Krisen unbeschadet und hoffentlich sogar gestärkt hervorzugehen.

Fazit

Die Investments des TGV Intrinsic werden von Unternehmern geführt, die mit einer hohen intrinsischen Motivation und nach einer damit verbundenen langfristigen Vision handeln. Sie sind sich über das regelmäßige Auftreten von Krisen bewusst und streben eine hohe Widerstandsfähigkeit der Unternehmen an. Eine solche Widerstandsfähigkeit ist auch deshalb wichtig, weil das potenzielle Ausmaß einer Krise häufig erst im Nachhinein deutlich wird. Das gilt auch für die zuvor beschriebene Kuba-Krise von 1962: Erst viele Jahre später, auf einer in Havanna anlässlich des 40-jährigen Gedenktages veranstalteten Konferenz im Jahr 2002, wurde klar, dass die russischen U-Boote im Oktober 1962 vor der Küste Kubas nicht nur reguläre Torpedos an Bord hatten. Tatsächlich hatten sie auch einen Nuklearsprengkörper geladen, für dessen Einsatz die Offiziere eine explizite Einsatzerlaubnis besaßen. Bis 2002 war dieser Fakt niemandem außerhalb des russischen Militärs bekannt und die Welt stand folglich 1962 noch viel näher am Abgrund als lange angenommen. Vielleicht traf John F. Kennedy genau aufgrund seiner Unwissenheit über die tatsächliche Bedrohung die Entscheidungen, die zum besseren Ausgang für die Menschheit führten.

Ich finde, diese Erkenntnis lehrt vor allem Demut: darüber, wie schwierig es ist, das potenzielle Ausmaß einer Krise einzuschätzen und wie häufig Entscheidungen auf unvollständiger Informationsbasis getroffen werden müssen. Gerade deshalb ist es entscheidend, dass die Unternehmer bei ihren Entscheidungen, genau wie auch ich bei meinen Investmentempfehlungen, Raum für Fehler einräumen. Langfristiges Denken und der daran ausgerichtete Aufbau der eigenen Organisation stellen hierfür die entscheidenden Eckpfeiler dar – für die Investments des TGV Intrinsic gleichermaßen wie für mich selbst.

Sie sind sehr herzlich zum diesjährigen Investorentreffen am 22. Mai 2021 in Bonn-Bad Godesberg eingeladen. Es wird je nach Pandemie-Lage relativ kurzfristig entschieden, ob das Treffen wie in 2020 virtuell oder persönlich stattfinden wird. Über den persönlichen Austausch mit Ihnen würde ich mich sehr freuen. Bis dahin wünsche ich Ihnen einen guten Start in das Jahr 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).