

INTELLIGENT INVESTIEREN

Jahresbericht 2010:

Der Buchwert aller Investitionen stieg 2010 um 30,82 %. Der Dax legte um 16,06 % zu. Die erzielte Outperformance ist auf den teilweise begonnenen Abbau von Unterbewertungen sowie auf eine zusätzliche Hebelung der Ergebnisse durch Kreditaufnahme zurückzuführen. Die Investitionsquote erreichte zum Jahresende 2010 einen Wert von 147 % des verfügbaren Eigenkapitals. Ohne Kredithebel wäre der Zuwachs mit 20,97 % weit weniger beeindruckend ausgefallen.

Der Einsatz von Fremdkapital birgt erhebliche Gefahren, wenn es zu starken Kurseinbrüchen kommen sollte. Diese Gefahren können durch eine intelligente Auswahl der Investitionen zwar reduziert, aber niemals vollständig eliminiert werden. Deshalb wird eine solche hohe, das Eigenkapital übersteigende Investitionsquote, kein Dauerzustand bleiben. Zunehmende Bargeldzuflüsse werden in den kommenden Jahren zu einem Abbau der Verbindlichkeiten führen. Langfristig sollen dann – je nach Marktlage – signifikante Bargeldbestände aufgebaut werden.

2010 fand ich jedoch noch immer eine Situation vor, in der verschiedene Unternehmen so attraktiv bewertet waren, dass ich Ihnen einfach nicht widerstehen konnte. Trotz der seit März 2009 bereits erfolgten Aufwärtsentwicklung war die Skepsis vieler Marktakteure noch immer sehr groß.

Bei der intelligenten Auswahl von Aktien spielen aus meiner Sicht vor allem die folgenden Kriterien eine wichtige Rolle:

- Sicherheitspuffer: Der Preis des Unternehmens an der Börse sollte möglichst signifikant unter dem (inneren) Wert liegen. Ziel ist es, den Wert von einem Euro für einen Betrag zu kaufen, der deutlich unter einem Euro liegt.
- ein für mich verständliches Geschäftsmodell
- gute Kalkulierbarkeit der zukünftigen Geschäftsentwicklung
- hohe Kapitalrendite
- Preissetzungsmacht
- erfahrenes und ehrliches Management, das die Mehrung des Aktionärsvermögens über die Erweiterung des eigenen Machtbereiches stellt

Ich bin davon überzeugt, dass die disziplinierte Anwendung eines Regelwerkes zur Aktienausswahl, das sich an den Vorstellungen von Benjamin Graham (Buch: „*Security Analysis*“ von 1934) orientiert, langfristig deutlich überdurchschnittliche Ergebnisse im Vergleich mit dem breiten Markt ermöglichen kann. Nur wenn der Beweis für diese Theorie gelingt, ist es überhaupt sinnvoll, sich die „Mühe“ der gezielten Einzeltitelauswahl zu machen. (In meinem Fall bin ich froh, dass ich diesen Auswahlprozess keinesfalls als mühevoll, sondern im Gegenteil sogar als ausgesprochen erfüllende Tätigkeit empfinde!) Stellt sich der erwartete Erfolg nicht ein, wäre es zukünftig sinnvoller, ein einfaches Indexzertifikat zu kaufen. Dies garantiert dann genau die durchschnittlichen Ergebnisse, die die Mehrheit der Fondsmanager trotz ihrer ganzen Bemühungen am Ende doch nicht schafft.

Ein einzelnes Jahr reicht allerdings nicht aus, um den Beweis für die Überlegenheit dieser Auswahlmethode zu erbringen. Dazu wird mindestens ein Zeitraum von 5 Jahren erforderlich sein. Selbstverständlich können auch fünf „gute Jahre“ Zufälle sein. Aber die Wahrscheinlichkeit dafür nimmt von Jahr zu Jahr ab. Mein Ziel ist es, langfristig besser abzuschneiden als der Deutsche Aktienindex („Dax“). In Anbetracht der Tatsache, dass dies nur etwa 30 % der „professionellen“ Fondsmanager gelingt, sicher ein ausgesprochen ehrgeiziges Ziel! Insofern bin ich selbst auf die nächsten Jahre gespannt. Allerdings bin ich zuversichtlich, dass das Ergebnis sehr zufriedenstellend ausfallen wird. Mein Antrieb ist schon deshalb riesig, da ich den alternativen Kauf von Indexzertifikaten todlangweilig und intellektuell wenig inspirierend finde!

Performancevergleich:

Die folgende Übersicht stellt meinen Anlageerfolg 2010 zusätzlich weiteren bedeutenden Indizes sowie aktuell beliebten Investmentfonds gegenüber:

<u>INTELLIGENT INVESTIEREN:</u>	30,82 %
MSCI World:	10,57 %
EuroStoxx50:	- 5,85 %
S&P 500:	12,78 %
<u>Dax 30:</u>	16,06 %
Carmignac Investissement (A):	15,76 %
DWS Vermögensbildungsfonds I:	8,82 %
FMM – Fonds:	14,22 %

Insgesamt ist das erste Jahr also recht zufriedenstellend verlaufen, wenn auch ein nicht unbedeutender Teil des Erfolges durch den bereits erwähnten Einsatz von Fremdkapital ermöglicht wurde. Da dieser Fremdkapitalanteil in den kommenden Jahren voraussichtlich deutlich zurückgeführt wird, werden die Folgejahre eine noch bessere Vergleichbarkeit der tatsächlichen Anlageerfolge ermöglichen.

* * * * *

Investitionen:

Es folgt eine Aufstellung der von mir am 31.12.2010 gehaltenen Unternehmensbeteiligungen mit einem Marktwert über Euro 10.000,00:

Aktienanzahl -----	Unternehmen -----	Kaufpreis -----	Marktwert -----
160	Becton, Dickinson & Co.	€ 8.568	€ 10.256
520	Kraft Foods Inc.	10.195	12.438
2.900	KROMI Logistik AG	23.264	23.374
400	Münchener Rückversicherung AG	41.923	45.380
380	Sanofi-Aventis S.A.	17.479	18.430
120	Vossloh AG	8.368	11.460
1.250	Wells Fargo & Co.	18.206	29.375
		-----	-----
	Andere	16.621	18.855
		-----	-----
	Gesamte Aktien zum Marktwert	€ 144.624	€ 169.568
		-----	-----
	Kredit	54.578	54.578
		-----	-----
	Eigenkapital	€ 90.046	€ 114.990
		=====	=====

Die meisten Unternehmen, an denen ich beteiligt bin, werden aus meiner Sicht noch immer z.T. deutlich unter ihrem inneren Wert gehandelt. Dieser Umstand macht mich zuversichtlich, auch in den kommenden 1-2 Jahren überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen zu können – vorausgesetzt, dass die „Fehlbewertungen“ bereits in diesem Zeitraum weiter abgebaut werden. Es besteht auch die Möglichkeit, dass die Unterbewertungen in manchen Fällen sehr abrupt durch Übernahmeangebote aufgedeckt werden. Für ein Unternehmen des Portfolios halte ich dieses Szenario aktuell für besonders wahrscheinlich. Ich würde dies sehr bedauern, da ich beabsichtige, fast alle Unternehmensanteile „dauerhaft“ zu halten. Es handelt sich aus meiner Sicht um erstklassige Unternehmen mit ausgezeichneten Zukunftsaussichten. Es wäre unter Umständen nicht ganz einfach, einen gleichwertigen Ersatz zu finden.

Grundsätzlich halte ich wenig davon, eine zu breite und gleichmäßige Streuung des Kapitals vorzunehmen. Die meisten Investmentfonds investieren zwar in diesem Stil. Der Grund dafür ist, dass viele Fondsmanager sich davor scheuen, „große Wetten“ auf einzelne Werte einzugehen. Sie befürchten, sich für negative Abweichungen ihrer Anlageergebnisse rechtfertigen zu müssen, sollten sie mit der gewählten Übergewichtung danebenliegen. Deshalb sind sie oft schon zufrieden, wenn ihr Resultat wenigstens dem Durchschnitt entspricht. Um dieses bescheidene Ziel möglichst sicher zu erreichen, kaufen sie eben von Allem ein bisschen. Damit werden sie zwar selten herausragende Erfolge feiern, aber behalten wenigstens ihren Job.

Je breiter jedoch die Investitionen gestreut werden, desto durchschnittlicher fallen die Ergebnisse zwangsläufig aus! Um dauerhaft besser abzuschneiden, muss man also einen anderen Weg gehen, auch wenn er zwischendurch scheinbar durch eine unfruchtbare Wüste führt. (Die Kunst ist es, wertvolles Ackerland zu erkennen, wo andere einfach nur eine Wüste sehen.) Oder anders ausgedrückt: Ein Pilzsammler, der immer nur die schon von anderen Sammlern ausgetretenen Pfade betritt, wird am Ende des Tages auch keinen volleren Korb mit nach Hause nehmen als die Anderen!

Dieser eigenständige Weg setzt eine genaue Analyse der Investitionen voraus. Nur wenn die bereits genannten Kriterien für die Aktienausswahl erfüllt sind, ist eine Investition in einem größeren Umfang zu erwägen. Je sicherer die Einschätzung ausfällt, desto größer sollte dann die Position ausfallen. Wenn ich eine größere Beteiligung aufbaue, muss ich vorher alle relevanten Fakten überprüfen. Bevor ich meine Frau geheiratet habe, wollte ich sie auch erst möglichst genau kennen lernen (Auch wenn so einige Fakten - im Falle meiner Frau zum Glück fast ausschließlich positive - erst im späteren Verlauf der Ehe ans Licht kamen).

Diese Prüfung ist entscheidend, da eine spätere Trennung von einer Investition im Falle einer Fehleinschätzung sehr teuer werden kann. Auch das ist in der Ehe nicht anders. Ein durchschnittlicher Fondsmanager handelt so wie ein Mann, der vor lauter Angst, die Falsche zu heiraten, sich einen ganzen Harem zulegt – in der Hoffnung, dass die Richtige schon dabei sein wird. Er nimmt dabei aber auch in Kauf, einige graue Mäuse „durchzufüttern“. Ähnlich fatal ist, dass es wohl kaum möglich ist, bei einem Harem von 20 Frauen jede einzelne so richtig kennenzulernen. Ich bevorzuge deshalb, mir die Zeit zu nehmen, um dann möglichst gleich *die* Traumfrau zu heiraten, dann aber auch mit allen Konsequenzen und möglichst ein Leben lang. (Ich gebe es zu: Zumindest beim Investieren kann ich nicht aufhören, nach weiteren flotten Bräuten Ausschau zu halten!)

Dieser Weg mag mühsamer erscheinen. Er ist aber aus meiner Sicht unbedingt notwendig, um dauerhaft zufriedenstellende Ergebnisse zu erzielen.

* * * * *

Münchener Rückversicherung:

„*Intelligentes Investieren*“ kann, korrekt angewendet, sogar allgemein als richtig akzeptierte Anlagegrundsätze auf den Kopf stellen! Ein bekannter „Lehrsatz“ lautet: *Je höher die Rendite, desto höher auch das Risiko!* Intelligentes Investieren jedoch erhöht die Langfristrendite und reduziert gleichzeitig das Risiko. Phänomenal! Nicht möglich!?

Eine interessante Frage in diesem Zusammenhang ist, wie man *Risiko* überhaupt definiert. In meinem Portfolio hat die Aktie der Münchener Rückversicherung (Munich Re) mit einem Anteil von etwa 27 % zum 31.12.2010 mit Abstand das größte Gewicht. Eine so starke Übergewichtung wird von vielen sicher als hoch riskant eingestuft. Das Gegenteil ist aber nach meiner Auffassung in diesem Fall richtig.

Ich bin davon überzeugt, dass die Investition in die Münchener Rück eine überdurchschnittlich sichere Investition ist. Eine sorgfältige Analyse ging meiner Entscheidung voraus. Der Grad meiner Überzeugung spiegelt sich in der Höhe der Übergewichtung wider. Wenn ich nun stattdessen in viele verschiedene Unternehmen investieren würde, von denen ich viel weniger verstehe und von deren Bewertung ich nicht im Geringsten begeistert bin, würde ich aus meiner Sicht eher das Risiko erhöhen und meine Chancen beschneiden.

Sicherlich könnte sich auch herausstellen, dass meine Einschätzung fehlerhaft ist bzw. durch nicht vorhersehbare Ereignisse obsolet wird. Im Folgenden möchte ich darlegen, warum ich das im Falle der Münchener Rück aber für recht unwahrscheinlich halte.

Die Münchener Rück ist mit Prämieinnahmen in Höhe von Euro 45,50 Mrd. in 2010 (davon in der Erstversicherung Euro 17,50 Mrd.) die größte Rückversicherung der Welt.

Das Kerngeschäft von Versicherungsunternehmen besteht vereinfacht ausgedrückt darin, Risiken zu übernehmen, die Andere nicht tragen können oder wollen. Dafür erhalten sie Prämien, die sie zu einem späteren Zeitpunkt im Schadenfall an die Versicherten auszahlen. Dieser spätere Zeitpunkt kann morgen, in einigen Monaten oder aber auch erst in Jahrzehnten sein. Auch wenn die Versicherten kommen und gehen, bleiben die jährlichen Prämieinnahmen meist erstaunlich konstant oder nehmen im Laufe der Jahre sogar noch zu.

Die hohe Kunst der Versicherungsunternehmen besteht darin, die Prämien so präzise und zuverlässig zu berechnen, dass sie am Ende auch tatsächlich zur Abdeckung aller Schäden und Kosten ausreichen. Gelingt das „punktgenau“, spricht man von einer *Schaden-Kosten-Quote* von 100 %. Verkalkuliert sich der Versicherer allerdings im negativen Sinne, kommt es zu Schaden-Kosten-Quoten von über 100 %. Die Prämien reichen also nicht aus, um alle Schäden und Kosten zu bezahlen.

Eine solche „Fehlkalkulation“ kann natürlich damit begründet werden, dass man die Risiken einfach falsch eingeschätzt hat. Oft ist es aber auch so, dass die Versicherungsunternehmen ganz bewusst zu niedrige Prämien verlangen. Dies tun sie, um möglichst kein Geschäft an Wettbewerber zu verlieren, denn auch in der Versicherungsbranche gibt es Preisdruck, wenn verschiedene Anbieter um den gleichen Kuchen kämpfen.

Zum Glück haben Versicherungsunternehmen die Chance, eine solche, für sie unvorteilhafte Schaden-Kosten-Quote zu kompensieren, und zwar durch Kapitalerträge. Die Versicherer können nämlich die ihnen anvertrauten Prämien zu ihren eigenen Gunsten investieren. Angenommen, ein Versicherer hat in einem Jahr eine Schaden-Kosten-Quote in Höhe von 103 %. Auch in diesem Fall kann er noch einen ansehnlichen Jahresgewinn erwirtschaften. Schafft er z.B. eine Jahresrendite auf das investierte Prämienkapital in Höhe von 5 %, überkompensieren diese Kapitalerträge den versicherungstechnischen Verlust. Manch ein Versicherer gibt sich aus diesem Grund schon mit Schaden-Kosten-Quoten von über 100 % „zufrieden“.

Ein gutes Versicherungsunternehmen zeichnet sich jedoch dadurch aus, dass es in den meisten Jahren eine Schaden-Kosten-Quote von unter 100 % erreicht. Darin drückt sich einerseits die besondere Kompetenz in der Kalkulation und Beurteilung von Risiken aus. Andererseits ist es ein Ausdruck von intelligenter Unternehmensführung, wenn nur solche Geschäfte abgeschlossen werden, bei denen auch ein Gewinn erwartet werden kann. Gut geführte Versicherungen verzichten also ganz bewusst auf unprofitables Geschäft. Profitabilität ist ihnen wichtiger als ein hohes Volumen. Eine solche Vorgehensweise wird zudem langfristig die finanzielle Solidität stärken, ein entscheidender Wettbewerbsvorteil in der Versicherungsbranche! Wer Milliardenrisiken auf ein Versicherungsunternehmen überträgt, will sicher sein, dass es diese auch wirklich tragen kann, insbesondere in Krisenzeiten!

Sicher ahnen Sie es schon: Genau um das eben beschriebene Kaliber eines im positiven Sinne besonderen Versicherungsunternehmen handelt es sich bei der Münchener Rückversicherung!

Im Durchschnitt der letzten 10 Jahre hat es die Münchener Rück geschafft, eine Schaden-Kosten-Quote von unter 100 % zu erreichen. (Einzelne Jahre, die von besonders schweren Naturkatastrophen betroffen waren, bilden die Ausnahme.) Das bedeutet, - und diese Erklärung haben Sie sicher schon an anderer Stelle gelesen – dass die Münchener Rück einen Kapitalstock von aktuell Euro 45,50 Mrd. zur Verfügung hat, den sie von den Versicherten jährlich als Prämienzahlung einnimmt. Dieser Kapitalstock ist für die Münchener Rück nicht nur vollkommen kostenlos, sondern sie erhält über den Durchschnitt der vergangenen Jahre sogar zusätzlich noch eine Bezahlung dafür! Trotz der oft wechselnden Kunden erhöhen sich die Prämieinnahmen tendenziell noch weiter. Davon müssen zwar laufend Schäden reguliert und Kosten gedeckt werden. Es fließen aber auch permanent neue Prämien zu.

Der Grundstock steht also immer zur Verfügung. Dieser Kapitalstock kann zum eigenen Nutzen angelegt werden. Die Münchener Rück erhält dadurch Kapital plus eine „Gebühr“, kann dieses für sich selbst investieren und dann auch noch die erwirtschafteten Renditen einbehalten! Ein grandioses Geschäft, wenn es nur seriös und verantwortungsvoll geführt wird. Denn die Gefahr lauert gleich hinter zwei Ecken. Kalkulieren die Versicherer die Prämien zu niedrig, können drastische Verluste aus der Unterdeckung von Schäden + Kosten entstehen. Legen die Versicherer auf der anderen Seite die ihnen anvertrauten Prämien schlecht an, können sie auch bei der Kapitalanlage empfindliche Verluste erleiden.

Das Geschäftsmodell Versicherung ist also sehr vielversprechend, setzt aber unbedingt ein fähiges und umsichtiges Management voraus!

Seitdem Nikolaus von Bomhard am 01.01.2004 den Vorstandsvorsitz der Münchener Rück übernommen hat, ist das Unternehmen auf einem erstklassigen Weg und konnte selbst die Finanzkrise 2008 / 2009 ohne einen Jahresverlust überstehen. Nicht vielen Rückversicherern gelang dieses „Kunststück“. Nikolaus von Bomhard hat sich auch in Boomphasen (z.B. „Hauspreisblase“) nicht dazu verleiten lassen, unkalkulierbare Risiken einzugehen. Gegen den Strom zu schwimmen und nicht das zu machen, was alle tun, nur weil es scheinbar gerade „modern“ ist, das sind die Markenzeichen von Nikolaus von Bomhard. Solange die Münchener Rück von ihm und seinem Managementteam geführt wird, können wir sicher sein, dass das Unternehmen in den besten Händen ist!

All diese positiven Aspekte der Münchener Rück sind natürlich noch kein ausreichender Grund, einen großen Kapitalanteil in das Unternehmen zu investieren. Die herausragenden Eigenschaften sind die Voraussetzung, dass eine Investition in Erwägung gezogen werden kann. Ausschlaggebend dafür, dass ich sie dann tatsächlich getätigt habe, war die unwiderstehliche Bewertung der Aktie!

Bei einer Marktkapitalisierung von rund Euro 20 Mrd. hat die Münchener Rück seit 2005 Aktien im Gesamtwert von Euro 5,6 Mrd. zurückgekauft und Euro 6,1 Mrd. Dividenden ausgezahlt. Innerhalb von 6 Jahren wurden so insgesamt Euro 11,7 Mrd. an die Eigentümer zurückgegeben – pro Jahr also Euro 1,95 Mrd. Rechnet man mit weiter leicht steigenden Ausschüttungen im Durchschnitt der kommenden 4 Jahre, ergibt sich, dass in einem Zeitraum von 10 Jahren die heutige Marktkapitalisierung der Münchener Rück komplett an die Aktionäre ausgezahlt sein wird! Das allein zeigt schon, wie extrem lukrativ eine Beteiligung an dem Unternehmen zu den aktuellen Kursen ist.

Der Buchwert pro Aktie ist in der gleichen Zeit von ca. Euro 100 auf heute Euro 126 gestiegen, die Dividende je Aktie von Euro 3,10 auf Euro 6,25. Allerdings – und hier wird es interessant- spiegelt sich diese überaus erfolgreiche Entwicklung nicht in einer Steigerung des Unternehmenswertes wider. Der ist (auch durch die Aktienrückkäufe) von Euro 29,9 Mrd. auf ca. Euro 20 Mrd. gefallen (2005 bis 2010)!

Die Münchener Rück hat also in den vergangenen Jahren kontinuierlich äußerst attraktive Erträge für die Aktionäre generiert und zusätzlich ihre extreme Krisenresistenz unter Beweis gestellt. Das Ergebnis ist, dass der Markt das Unternehmen nun ein Drittel niedriger bewertet als vor 5 Jahren.

Möglicherweise war die Münchener Rück 2005 ja zu hoch bewertet und hat nun eine faire Bewertung erreicht? Nun, für mich ist die Sache eindeutig: Ein Unternehmen, das jährlich im Durchschnitt der vergangenen 6 Jahre jedes Jahr rund 8 % seiner Marktkapitalisierung an die Aktionäre zurückgibt, ist anziehend (Aktienrückkäufe und Dividenden)! Diese, auch in schwierigsten Phasen generierte Rendite, ist attraktiv. Wenn man sich heute 30 % günstiger an diesem erstklassigen Unternehmen beteiligen kann als 2005, dann handelt es sich meiner Meinung nach um eine hervorragende Investitionschance.

Abschließend eine letzte Anmerkung dazu, warum und wie stark ich die Münchener Rück aktuell für fehlbewertet halte: Ich habe bereits erläutert, dass der Münchener Rück momentan ein „mehr als kostenfreier“ Kapitalstock in Höhe von Euro 45,5 Mrd. zur Verfügung steht, den sie weitgehend zu ihren Gunsten investieren kann. Wenn Sie eine Anlagesumme von Euro 45,5 Mrd. erwerben könnten, um sie anschließend zu Ihren eigenen Gunsten investieren zu können, wie viel wären Sie bereit dafür zu bezahlen? Was hielten Sie davon, wenn Ihnen jemand diese Euro 45,5 Mrd. für Euro 20 Mrd. verkaufen würde? Könnten Sie Ihr Glück fassen? Genauso geht es mir! Ich bin so zufrieden, dass mir diese Chance geboten wird, und ich kann deshalb gar nicht genug davon bekommen!

2. April 2011

Clemens Meier