

INTELLIGENT INVESTIEREN

Jahresbericht 2011:

Der Buchwert aller Investitionen reduzierte sich 2011 um 9,47 %. Der Dax sank um 14,69 %. Die Investitionsquote stieg zum Jahresende auf 155 % des verfügbaren Eigenkapitals. Ende 2010 lag sie noch bei 147 %. Im letzten Jahresbericht habe ich die Gefahr betont, die der Einsatz von Fremdkapital bei starken Kurseinbrüchen birgt. Tatsächlich kam es bereits im vergangenen Jahr vor allem in Europa zu einem recht heftigen Absturz der Aktienmärkte. Eine neuerliche Outperformance 2011 war somit höchst unwahrscheinlich. Dass es dennoch wieder funktioniert hat, ist deshalb noch viel wichtiger als das deutliche Plus in 2010!

Wie Sie bereits wissen, möchte ich nachweisen, dass es langfristig möglich ist, durch intelligentes Investieren deutlich bessere Anlageerfolge als mit einem Indexinvestment zu erzielen. Ich vergleiche dazu meine Performance mit der des *Deutschen Aktienindex (Dax)*. Nachfolgend die Ergebnisse der beiden ersten Jahre von *Intelligent Investieren*:

Performance Intelligent Investieren vs. Dax

Jahr	Jährliche Änderung in %		
	Buchwert von Intelligent Investieren (1)	Dax 30 inkl. Dividenden (2)	Relative Resultate (1)-(2)
2010	30,82	16,06	14,76
2011	(9,47)	(14,69)	5,22
jährlicher Zuwachs – 2010-2011	8,83 %	(0,48) %	9,31
Gesamtzuwachs – 2010-2011	18,43 %	(1,00) %	

Hinweise: Alle Angaben von *Intelligent Investieren* sind nach Steuern in Bezug auf die Dividenden und beinhalten bereits die Kosten für den Einsatz von Fremdkapital (aktuell ca. 6 % p.a.). Die ausgewiesene Wertentwicklung enthält aber auch unbesteuerbare Buchgewinne. Eine Realisierung dieser Gewinne durch Verkauf der Wertpapiere würde deren Besteuerung (aktuell maximal 28 % Abgeltungssteuer) zur Folge haben und die tatsächliche Rendite entsprechend senken. Bei einem reinen Indexinvestment fiel diese Steuer auf die erzielten Kursgewinne ebenso an. Der zum Vergleich herangezogene „Dax-Performance-Index“ hat jedoch einen Vorteil in Bezug auf die Dividenden. Diese fließen unbesteuert in dessen Berechnung ein, während bei *Intelligent Investieren* der Abgeltungssteuerabzug bereits berücksichtigt ist.

Das im letzten Jahr formulierte Ziel, den Fremdkapitaleinsatz zu reduzieren, habe ich 2011 nicht umgesetzt. „Schuld“ daran war die negative Marktentwicklung, die dazu führte, dass nicht nur Unternehmen meines Portfolios z.T. erneut deutlich günstiger wurden, sondern auch andere Unternehmen, die ich als sehr attraktiv einschätze. In dieser Situation konnte ich einfach nicht widerstehen, weitere Einkäufe zu tätigen! Insgesamt habe ich fast Euro 50.000,00 zusätzlich investiert. Das Geld stammt zum Teil aus der erwähnten Kreditausweitung sowie aus eigenen (externen) Kapitalzuflüssen.

Viele von den Medien als Experten bezeichnete „professionelle“ Anleger betonen, dass es in der heutigen Situation nur noch darum ginge, Vermögen zu erhalten. Die Rendite spiele in dieser Krise gar keine Rolle mehr! Aus meiner Sicht versuchen diese „Anlageexperten“ mit solchen Aussagen nur, die eigenen schlechten Ergebnisse zu rechtfertigen. Motto: *Ich bin schon ein ganz großes Genie, wenn ich es schaffe, das mir anvertraute Kapital nicht zu schmälern! Die Krise macht positive Renditen leider unmöglich.* Das klingt für mich nach Kapitulation! Aus meiner Sicht, stimmt aber genau das Gegenteil.

Nur in Phasen, die scheinbar so unsicher sind wie selten in der Geschichte, ergeben sich Chancen, Vermögenswerte zu Preisen zu erwerben, die in halbwegs „normalen Zeiten“ undenkbar wären. Wer diese „Angstpreise“ konsequent für Käufe nutzt, wird langfristig Renditen erzielen können, die ohne eine solche Krise nicht möglich erscheinen! Voraussetzung ist natürlich, dass die Krise lösbar ist. Wer also zu der zunehmenden Anzahl von Schwarzmalern gehört, die glaubt, unser ganzes Wirtschaftssystem bräche zusammen, wird sich die Schnäppchen aus Angst wohl eher entgehen lassen.

Ich bin jedoch davon überzeugt, dass unser System die Kraft hat, sich zu erneuern. Es gibt zweifellos Schwächen, die beseitigt werden müssen! Vergessen wir aber nicht, dass uns das marktwirtschaftliche System der „westlichen Welt“ einen ungeheuren Wohlstand beschert hat, der von Generation zu Generation gewachsen ist. Ich bin mir sicher, dass sich dieser Trend fortsetzt und es den Menschen in Europa in 10 Jahren erneut besser gehen wird als heute. Man wird Lösungen für die vorhandenen Probleme finden. Es wäre ein Fehler, die Lernfähigkeit der Europäer zu unterschätzen. Lähmende Angst führt nur zu verpassten Möglichkeiten!

Da Langfristoptimisten in diesem Umfeld scheinbar immer seltener werden, haben diese einen entscheidenden und noch zunehmenden Vorteil bei der Auswahl von Investitionen am Aktienmarkt. Es fallen einfach viele Anleger als Konkurrenten weg! Dadurch kann man seine Unternehmensbeteiligungen in aller Ruhe aufbauen.

Was die Abwesenheit von Optimisten für die Preisbildung von Unternehmensteilen an den Börsen bedeutet, konnte man 2011 eindrucksvoll erleben! Da viele Investoren Staatsanleihen hoch verschuldeter Länder mit Renditen unter der aktuellen Inflationsrate für DIE intelligenteste und sicherste Anlage hielten, Unternehmen mit hohen Cashpolstern und Rekordgewinnen dagegen aus Angst vor weiteren Schwankungen links liegen ließen, ergab sich für die wenigen verbliebenen „optimistischen Realisten“ kein Gedränge im Wettbewerb um die preiswertesten Schnäppchen.

Es ist wie ein Schlussverkauf, an dem keiner teilnimmt. Man ist fast ganz alleine im Geschäft und kann sich Zeit nehmen, die besten Angebote zu betrachten und sorgfältig auszuwählen. Oft kann man die ursprünglich verlangten Schlussverkaufspreise sogar noch weiter herunterhandeln. Paradiesische Zustände! Das Jammern vieler Fondsmanager kann ich in diesem Umfeld nicht verstehen. Es ist als würde sich die Hausfrau darüber aufregen, dass man ihr die Möglichkeit gibt, massenweise Sonderangebote einzukaufen! Ich bin jedenfalls eine glückliche „Hausfrau“!

Das Jahr 2011 als „Jahr der Aussaat“ zu bezeichnen, ist aus meiner Sicht die treffendste Umschreibung. In dieser Hinsicht waren die neuerlichen Kursrückgänge für den langfristigen Erfolg von Intelligent Investieren ein echter Segen!

Performancevergleich:

Die folgende Übersicht stellt meinen Anlageerfolg 2011 zusätzlich weiteren bedeutenden Indizes sowie aktuell beliebten Investmentfonds gegenüber:

<u>INTELLIGENT INVESTIEREN:</u>	<u>- 9,47 %</u>
MSCI World:	- 8,01 %
EuroStoxx50:	-18,42 %
S&P 500:	- 0,99 %
<u>Dax 30:</u>	<u>-14,69 %</u>
Carmignac Investissement (A):	-11,15 %
DWS Vermögensbildungsfonds I:	-11,34 %
FMM – Fonds:	-12,56 %

Das zweite Jahr hat also insgesamt keine positive Performance gebracht. Es sollte jedoch die Grundlage geschaffen haben, in den kommenden Jahren weitaus bessere Jahresergebnisse zu erzielen. Ich konnte einige Investitionen vornehmen, mit denen ich sehr zufrieden bin. Die Zukunft dürfte zeigen, dass die Preise, die ich für die meisten meiner Beteiligungen gezahlt habe, deutlich unter den inneren Werten liegen.

* * * * *

Investitionen:

Es folgt eine Aufstellung der von mir am 31.12.2011 gehaltenen Unternehmensbeteiligungen mit einem Marktwert über Euro 10.000,00:

Aktienanzahl	Unternehmen	Kaufpreis	Marktwert
1.200	Deutsche Telekom AG	€ 12.027	€ 10.638
340	Hannover Rückversicherung AG	12.686	13.031
5.500	KROMI Logistik AG	43.562	43.890
420	Münchener Rückversicherung AG	38.975	39.808
480	Sanofi S.A.	22.321	27.176
280	Swiss Re AG	10.589	10.986
137	Vossloh AG	10.023	10.148
1.750	Wells Fargo & Co.	27.285	37.692
	Andere	16.861	21.321
	Gesamte Aktien zum Marktwert	€ 194.329	€ 214.690
	Kredit	76.384	76.384
	Eigenkapital	€ 117.945	€ 138.306

Die Launen von „Mr. Market“:

Die Schwankungen der Vermögenspreise im vergangenen Jahr waren zeitweise ziemlich heftig. Manchmal fielen die Aktienkurse großer Unternehmen an einem einzigen Tag um mehr als 10 %. Wie verhält man sich als „Value Investor“ in solchen turbulenten Zeiten?

„Mr. Market“ ist ein launiger Zeitgenosse! Mal wacht er morgens auf und ist extrem gut aufgelegt. Dann ist er bereit, Ihnen Ihre Unternehmensanteile zu aberwitzig hohen Preisen abzunehmen. An anderen Tagen neigt „Mr. Market“ dann aber zur Depression. Dann ist ihm alles egal. Er hat einfach keinen Appetit mehr auf Aktien! In solchen Phasen bietet er Ihnen manchmal unvorstellbar niedrige Preise für Ihre Wertpapiere.

Was haben die kurzfristigen Launen von „Mr. Market“ jedoch mit dem tatsächlichen Wert der Unternehmen zu tun? Die Antwort ist eindeutig: Meist überhaupt nichts! Die Gewinnentwicklung großer Firmen ist oft langfristig relativ konstant. Wenn Aktienkurse innerhalb eines Tages um 10 % nachgeben (oder steigen), hat sich in den seltensten Fällen fundamental etwas derartig Dramatisches im betroffenen Unternehmen ereignet.

Kursentwicklung und fundamentale Situation laufen kurzfristig häufig eben nicht parallel! Es ist ein teurer Irrglaube anzunehmen, dass die Börse immer und zu jeder Zeit den angemessenen Wert widerspiegelt. Die Börse besteht aus einer Vielzahl von Individuen. Einige sind sehr gut über „ihre Unternehmen“ informiert, viele aber (leider) überhaupt nicht! Wer den „inneren Wert“ seiner Beteiligungen nicht kennt, lässt sich besonders leicht von den täglichen Schwankungen an der Börse in die Irre führen.

Wenn „Mr. Market“ also gerade an einer Depression leidet, hat dies oft gar nichts mit der fundamentalen Entwicklung zu tun (Auch Millionäre können depressiv werden!). Viele Akteure glauben aber nicht daran, dass „Mr. Market“ wirklich ein menschliches Wesen ist. Sie denken, er sei allwissend! Und wenn er eben an manchen Tagen nur lächerlich niedrige Preise zahlen will, dann müsse das auch einen plausiblen Grund haben. Sollen die anderen das ruhig glauben! Wichtig ist, dass man selbst dieses „Spiel“ besser durchschaut!

Man kann die Stimmungen von „Mr. Market“ erfolgreich für sich nutzen, wenn man sie nicht als Bedrohung ansieht. Erkennt man die zeitweise Dummheit und Gefühlsgetriebenheit von „Mr. Market“ als solche richtig, legt man den Grundstein für den eigenen Erfolg. Voraussetzung ist, dass man sich nicht selbst von den Emotionen anstecken lässt, was für viele wohl die größte Herausforderung sein dürfte!

Ist „Mr. Market“ also mal wieder schlecht gelaunt, nutzen Sie die günstigen Preise zum Schnäppchenkauf! Sollte er zu euphorisch werden, geben Sie ihm ruhig ein paar Aktien. Aber nur, wenn Sie feststellen, dass die gebotenen Preise die inneren Werte deutlich übersteigen!

Laufende Einnahmen:

In solchen volatilen Zeiten hilft vor allem der Blick auf die laufenden Einnahmen, die man durch die Investitionen erhält. Diese schwanken in der Regel nicht annähernd so wie die Kurse! Man kann das auch mit einem Investment in eine vermietete Immobilie vergleichen. Wäre diese in ihrem Preis durch Börsennotiz den ständigen Launen von „Mr. Market“ ausgesetzt, was würde Sie als Eigentümer interessieren? Der tägliche Börsenwert oder die Frage, ob Ihre Mieter immer pünktlich die vereinbarte Miete überweisen?

Der Tagespreis wäre sicher nur dann relevant, wenn Sie die Immobilie lediglich spekulativ gekauft haben, in der Hoffnung, sie mit schnellem Gewinn wieder zu veräußern. Wenn Sie aber vorhätten, das Investment dauerhaft zu behalten, würde Sie eher die wirtschaftliche Perspektive interessieren: Haben Sie langfristig die Möglichkeit, die Mieten zu erhöhen? Werden Sie immer solvente Mieter finden?

Intelligentes Investieren bedeutet, den Fokus voll auf das Investment zu richten! Nicht die tägliche Börsennotiz ist wichtig, sondern ausschließlich die wirtschaftliche Perspektive. Die Launen von „Mr. Market“ sind nur dann beachtenswert, wenn es darum geht, einen niedrigen Preis für den Einstieg zu finden. Dann kommen uns die depressiven Phasen sehr zugute. Freuen Sie sich also über jede Krise! Sie ermöglichen Ihnen schließlich besonders reiche Ernten!

Im vergangenen Jahr haben meine Unternehmensbeteiligungen Euro 5.465 (nach Steuern) Dividenden ausgeschüttet. Das entspricht einer Nachsteuerrendite von 2,8 % auf das investierte Kapital (Euro 194.329). 2010 betrug die Ausschüttung nach Steuern Euro 2.631, was steuerbereinigt eine Rendite von 1,82 % auf das damals angelegte Kapital (Euro 144.624) ergab. Diese Ausschüttungen sind die „Mieteinnahmen des Aktieninvestors“!

Ich erwarte in den kommenden Jahren weiter steigende Dividenderträge aus meinen Unternehmensbeteiligungen. Das führt dazu, dass die Ausschüttungsrendite auf das ursprünglich investierte Kapital noch deutlich zulegen sollte. Es ist möglich, dass diese in einigen Jahren sogar zweistellig sein wird. (Falls nicht in großem Umfang neues Kapital investiert werden sollte, das anfänglich natürlich geringere Dividendenrenditen erwarten lässt.) Das Portfolio entwickelt sich so mit der Zeit zu einer „Bargeldmaschine“! Und genau das ist das Ziel der „Übung“ - die Erwirtschaftung eines permanent steigenden und sicheren Einkommensflusses!

Wenn diese Kapitalzuflüsse immer wieder neu in unterbewertete Beteiligungen reinvestiert werden, entsteht ein kolossaler Zinseszinsseffekt, der einen kleinen Schneeball zu einer riesigen Schneewalze heranwachsen lässt. Noch rolle ich eine recht kleine Schneekugel. Aber mein Glück ist, dass aktuell noch immer genug nasser Schnee liegt!

Meine Hauptaufgabe besteht also darin, permanent Unternehmen zu identifizieren, die sichere und möglichst langfristig steigende Erträge generieren. „Mr. Market“ ist dann dabei behilflich, diese qualifizierten Investments unter ihrem *inneren Wert* zu kaufen. Wie ein Sammler auf Schnäppchenjagd versuche ich so, immer weitere Unternehmensteile günstig zu meiner Sammlung hinzuzufügen.

Diese Auswahl muss so erlesene Stücke enthalten, dass es zu jeder Zeit ein großer Fehler wäre, Teile davon wieder aus den Händen zu geben. Das „Wunder des Zinseszinsseffektes“ funktioniert nur so! Wenn man immer wieder Schnee vom Schneeball entfernen würde, müsste man ewig weiterrollen und hätte am Ende doch nur einen wenig beeindruckenden Schneehaufen!

19,8 % Rendite pro Jahr seit 1965 – eine Erklärung:

Wenn Sie meine Jahresberichte aufmerksam lesen, werden Sie mit Sicherheit Parallelen zu der viel diskutierten Investmentphilosophie von Warren Buffett erkennen. Das ist natürlich kein Zufall, denn Benjamin Graham und Warren Buffett sind meine großen Vorbilder. Buffett ist der erfolgreichste Investor aller Zeiten! Weltweit gibt es unzählige Anleger, die seinen Erfolgen nacheifern. Ist dieses Ziel aber überhaupt realistisch?

Warren Buffett hat mit seiner *Berkshire Hathaway* von 1965 bis 2011 eine durchschnittliche Jahresrendite von 19,8 % erzielt. Insgesamt entspricht dies einem Wertzuwachs von unglaublichen 513.055 % (gemessen am Buchwert)! Das eigentlich ebenfalls imposante Ergebnis des *S&P 500* (Buffetts Vergleichsmaßstab) von jährlich 9,2 % (insgesamt: 6.397 %) im selben Zeitraum verblasst dagegen regelrecht! (Quelle: *Berkshire Hathaway Shareholder Letter 2011*)

Hätten Sie also 1965 USD 1.000,00 beim damals noch weitgehend unbekanntem Buffett angelegt, wäre Ihr Vermögen bis heute auf USD 5.131.550,00 gewachsen. „Jeder“ hatte also im Prinzip die Chance, Millionär zu werden! Haben Sie Ihre genutzt? (An diesem Beispiel erkennt man recht gut, dass es immer ein Fehler ist, Beteiligungen an erstklassigen Unternehmen zu verkaufen. Aktien von Berkshire Hathaway verkauft man eben nicht, zumindest solange es von Warren Buffett geführt wird!)

Gibt es solche Möglichkeiten heute auch noch? Um diese Frage zu beantworten, muss man sich zunächst näher anschauen, wie genau Warren Buffett ein so unglaubliches Ergebnis erreichen konnte. Die Antwort wird vielleicht für einige überraschend sein: Ein wesentlicher Teil seines Erfolges basiert nämlich auf permanenter Hebelung (!) durch „Float“!

Im Jahresbericht 2010 habe ich das Thema „Float“ im Zusammenhang mit der *Munich Re* ausführlich behandelt. Aber nicht nur Versicherungsgesellschaften verfügen über einen solchen „Kapitalstock“. Berkshire Hathaway kaufte von 1970 bis 1979 einen Anteil von 60 % am amerikanischen Unternehmen „*Blue Chip Stamps*“. 1983 schließlich erfolgte die Komplettübernahme. „*Blue Chip Stamps*“ betrieb damals ein großes Rabattmarkenprogramm in den USA. Kunden erhielten bei teilnehmenden Einzelhändlern für jeden Einkauf Rabattmarken, die sie in spezielle Sammelhefte kleben konnten. 1970 erreichte das Unternehmen so einen Umsatz von USD 126 Mio. Zu diesem Zeitpunkt waren ca. 60 Mrd. (!) Rabattmarken im Umlauf. Das Markensammeln avancierte zur Leidenschaft vieler Amerikaner!

Die gesammelten Marken konnten gegen die verschiedensten Produktprämien in speziellen Prämieeinlösungsgeschäften eingetauscht werden. „*Blue Chip Stamps*“ erhielt von den Einzelhändlern für die ausgegebenen Marken eine geringfügige Bezahlung. Deren Vorteil lag schließlich in einer engeren Kundenbindung. „*Blue Chip Stamps*“ hatte durch diese Vergütung einen permanenten Kapitalstock („Float“) zur Verfügung, denn bis zur Einlösung der Marken verging oft einige Zeit. Viele Kunden hatten ja schließlich höherwertige Prämien im Sinn, für die sie zunächst fleißig sammeln mussten. Der „Float“ von „*Blue Chip Stamps*“ sollte, wie bei einer gut geführten Versicherung, ebenfalls kostenfrei oder sogar für sich genommen profitabel gewesen sein.

Genau dieser „Float“ war das Interessante an dem eigentlich langweiligen Unternehmen! Warren Buffett stand zusätzliches Kapital zum intelligenten Investieren zur Verfügung. Das Kapital gehörte ihm nicht selbst, sondern den Kunden von „*Blue Chips Stamps*“. Durch die Zeitverzögerung vom Geldzufluss (Zahlung durch teilnehmende Händler) bis zum Geldabfluss (Prämienauswahl durch die Markensammler) stand der Kapitalstock aber permanent zur Verfügung. Die Höhe variierte nur durch den Erfolg des Prämienprogrammes.

Statt also „plump“ einen Bankkredit aufzunehmen, um den eigenen Investmenterfolg zu hebeln, nutzte Buffett diverse „Floats“ von Unternehmen, die er kontrollierte. Bereits 1972 kauft „*Blue Chips Stamps*“ mit Teilen des vorhandenen „Floats“ die Kontrollmehrheit am Süßwarenhersteller „*See `s Candy Shops*“, eines der erfolgreichsten Unternehmen, das Berkshire Hathaway bis heute besitzt!

Zur Kontrolle über die „Floats“ gehört also immer auch deren intelligenter Einsatz! „*Blue Chip Stamps*“ selbst entwickelte sich über die Jahre zwar sehr stark rückläufig. 2006 betrug der Umsatz nur noch USD 25.920. Der Kauf hatte sich für Buffett aber durch die intelligenten Investments der „Floats“ bereits mehr als bezahlt gemacht!

In Deutschland kennen wir heute ähnliche, aber natürlich voll elektronisch abgewickelte Kundenbindungsprogramme. Eines davon heißt „Payback“. Ob „Payback“ den „Float“ ebenfalls so intelligent nutzt wie Buffett, entzieht sich meiner Kenntnis.

Der Einstieg in das „Float-Modell“ gelang Warren Buffett sogar schon im März 1967 als er für USD 8,6 Mio. die Versicherungsgesellschaften „National Indemnity Company“ sowie „National Fire & Marine“ von Jack Ringwaldt übernahm. Deren „Float“ betrug damals USD 17 Mio. Er wuchs bis Ende 2006 auf USD 50,9 Mrd. an!

Insgesamt verfügte Berkshire Hathaway 1967 über einen „Float“ von USD 16 Mio. Ende 2011 erreichte dieser USD 70 Mrd! Nur die Tatsache, dass er diese finanziellen Mittel zusätzlich zum Eigenkapital zu seinen eigenen Gunsten investieren kann, macht eine jährliche Rendite von rund 20 % in einer so langen Periode möglich und erklärbar!

Diesen Umstand muss man bei der Beurteilung des Erfolges von Warren Buffett unbedingt beachten! Allerdings schmälert das nicht den Respekt, den ich vor seiner Leistung empfinde. Im Gegenteil! Dieses ausgeklügelte System begann Warren Buffett bereits im Alter von 37 Jahren aufzubauen. Es ist noch heute sein Erfolgsgarant! Berkshire Hathaway ist eine einzigartige Gewinnmaschine, die von kaum jemandem kopiert werden kann. Es vereint die Genialität des Investors Buffett mit der Möglichkeit, permanent wesentlich mehr Kapital als das eigene zu investieren!

In diesem System kann Warren Buffett sogar stets betonen, dass er möglichst keine Bankkredite für seine Investitionen einsetzt. Dennoch nutzt er aber eben doch Kapital für sich, das nicht ihm, sondern den Kunden seiner Versicherungsgesellschaften gehört! Buffett vermeidet damit die Abhängigkeit von Banken und hat es selbst in der Hand, durch den wirtschaftlichen Erfolg seiner Beteiligungen immer genug Zusatzkapital zu generieren, oft sogar mehr als er sinnvoll investieren kann!

Buffett hebelt also, aber auf eine besonders intelligente Art und Weise! Die breite Öffentlichkeit nimmt davon jedoch wenig Notiz. Der Sachverhalt ist aber ganz entscheidend, denn ohne dieses spezielle System wären 19,8 % Durchschnittsrendite auf das Eigenkapital seit 1965 auch für Warren Buffett unerreichbar!

Wenn es also gelänge, ein „Float-Unternehmen“ mehrheitlich zu übernehmen, könnte man versuchen, dieses „Buffett-Modell“ nachzuahmen. Für eine Jahresrendite von 20 % auf das Eigenkapital reichte es dann wahrscheinlich schon, wenn man eine jährliche Rendite von 10 % auf das Gesamtkapital erzielte - ein nicht ganz unrealistisches Unterfangen! Allerdings sind solche „Float-Unternehmen“ natürlich nicht schon für mehrere Euro 100.000,00 zu haben. Insofern ist dieser Weg für mich (im Moment noch) verschlossen. Sollte Ihnen ein in das beschriebene Schema passendes Unternehmen gehören, lassen Sie es mich aber bitte wissen, falls Sie es abgeben möchten!

Aus diesem Grund bleibt mir momentan nur die „plumpe Variante“ der Hebelung über Kreditaufnahme. So steht mir ebenfalls zusätzliches Kapital zur Verfügung, das in diesem Fall der Bank gehört und leider auch nicht kostenfrei ist. Dieser *Effektenkredit* kostet zurzeit knapp 6 % im Jahr. Auch das kann attraktiv sein, wenn man bedenkt, dass die Dividendenrendite der Munich Re aktuell schon mehr als 6 % beträgt!

Meine Hebelung ist aber aus den genannten Gründen nicht vergleichbar mit der „Buffett-Hebelung“. Buffetts System ist ausgeklügelter und sicherer. Er ist niemals vom Wohlwollen einer Bank abhängig! Starke Kursrückgänge stellen für sein Modell keine Gefahr dar, bei einem Kredithebel dagegen schon. Die Bank könnte nämlich genau dann ihr Geld zurückverlangen, wenn die Kurse den Tiefpunkt erreichen! Ich bleibe deshalb bei meiner Aussage vom letzten Jahr, dass der Einsatz eines Effektenkredites keine ideale Lösung ist. Nur in Phasen, in denen man Aktien sehr günstig erwerben kann, ist das Risiko vertretbar.

Kurzum: Der langfristige Erfolg von Warren Buffett ist aus meiner Sicht nur dann „wiederholbar“, wenn es gelingt, sein geniales Erfolgsmodell nachzuahmen. „Float“ ist der Schlüssel dafür!

KROMI Logistik AG:

Auf der Suche nach intelligenten Investitionen ist Sicherheit von entscheidender Bedeutung. Jede Geldanlage, die unter dem Strich Verluste erwirtschaftet, schmälert den Effekt des „Schneeballprinzips“ (Zinseszinsseffekt). Realisierte Verluste sind beim intelligenten Investieren deshalb unbedingt zu vermeiden. Das ist eine der wichtigsten Regeln!

Aus diesem Grund kauft ein intelligenter Investor nur, wenn der von ihm errechnete innere Wert möglichst weit über dem aktuellen Börsenpreis liegt. Er baut damit bei all seinen Investitionen eine Sicherheitsmarge ein, die ihn vor negativen Überraschungen schützt. Enttäuscht die wirtschaftliche Entwicklung des gehaltenen Unternehmens, hat dies meist keine dramatischen Auswirkungen mehr auf den Aktienpreis. Dieser beinhaltet dann ja ohnehin schon viele negative Annahmen.

Ein auf Sicherheit bedachter Investor kauft daher vorwiegend Aktien von großen etablierten Unternehmen, deren Entwicklung von ihm gut prognostiziert werden kann. Solche Unternehmen können auf den ersten Blick oftmals recht langweilig erscheinen. Es handelt sich selten um die gerade spannendste Story am Markt. Die Kunst des intelligenten Investierens liegt ja gerade darin, dort Werte zu entdecken, wo sie die breite Masse nicht zu erkennen vermag. Nur so können echte Schnäppchen gemacht werden!

„Heiße Wachstumsunternehmen“ dagegen sind beim „Börsenpublikum“ meist sehr begehrt. Oft regen sie durch neue technologische Entwicklungen und Erfindungen die Phantasie der Menschen an. Die Unternehmen können tatsächlich gut sein! Aber wenn der Aktienkurs alle positiven Aussichten bereits reflektiert, wäre ein Einstieg nur noch als spekulativ zu bezeichnen. Intelligentes Investieren schließt solche Spekulationen aber möglichst aus, da man mit ihnen nur dann noch gewinnen kann, wenn die ohnehin schon überschäumenden Erwartungen noch übertroffen werden!

Wenn es allerdings gelingt, sich *vor* vielen anderen an einem solchen potenziellen Wachstumsunternehmen zu beteiligen, winken langfristig die besten Renditen, die oft diejenigen um ein Vielfaches übertreffen, die man mit dem Kauf von „sicheren unterbewerteten“ und etablierten Unternehmen erzielen kann. Eine solche frühzeitige Investition in ein Wachstumsunternehmen zu moderaten Preisen gelingt aber leider sehr selten. Ich bin deshalb froh, dass sie aus meiner Sicht mit der Beteiligung an der *KROMI Logistik AG* geglückt ist!

KROMI, ein Spezialist für die Versorgung von Unternehmen mit Zerspanungswerkzeugen, bietet ein klassisches Outsourcing-Modell an. Es geht auf das 1964 gegründete Handelsunternehmen Krollmann & Mittelstädt KG zurück, das im norddeutschen Raum Bohr- und Fräswerkzeuge vertrieb. Mit dem Eintritt von *Jörg Schubert* als geschäftsführender Gesellschafter 1994 und der Gründung der Tochtergesellschaft Kromi Zerspanungswerkzeuge GmbH 1997 beginnt die Geschichte der heutigen KROMI Logistik AG. Ein wichtiger Meilenstein war im Jahr 2000 die Einführung des *KTC-Toolcenters* (Werkzeugausgabeautomaten). 2002 schließlich wurde der Logistikbereich aus der Holding Krollmann & Mittelstädt GmbH als KROMI Logistik GmbH ausgegliedert und 2006 in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. Seit 2007 ist die KROMI Logistik AG börsennotiert. Der CEO, *Jörg Schubert*, ist mit knapp 25 % maßgeblich am Unternehmen beteiligt.

Damit ist die kurze Geschichte des Unternehmens bereits kurz zusammengefasst. Im Folgenden möchte ich Ihnen erläutern, warum ich überzeugt bin, dass die Beteiligung an der KROMI Logistik AG zum von mir gezahlten Preis von durchschnittlich knapp Euro 8,00 ein intelligentes Investment in ein Wachstumsunternehmen zum (noch) niedrigen Preis ist.

Kromi war, als es 2007 an die Börse kam, bereits ein echtes Wachstumsunternehmen, das seine Umsätze jährlich um über 20 % steigerte. Auch die Gewinnentwicklung war vielversprechend. Dementsprechend gelang es 2007, die Aktien zu einem Preis von Euro 20,00 an der Börse zu platzieren. Nach einer kurzen Aufwärtsbewegung ging es aber relativ schnell bergab. Erst bei Euro 4,19 kam der Kurs 2008 zum Stehen.

Grund dafür, Sie ahnen es bestimmt, war die Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008-2010. Diese unterbrach abrupt das stürmische Wachstum der Vorjahre. Das Entscheidende: Es handelt sich aus heutiger Sicht tatsächlich nur um eine Unterbrechung, nicht jedoch um ein Ende der positiven Entwicklung! Heute ist das Wachstum zurückgekehrt, sogar noch stürmischer als jemals zuvor in der kurzen Geschichte von KROMI Logistik!

Vieles spricht dafür, dass dieses Wachstum nun über Jahre fortgesetzt werden kann. Das Beste an diesem Umstand war und ist es auch noch heute zum Teil, dass sich diese glänzenden Perspektiven noch nicht im Börsenpreis widerspiegeln. Hier ist es also möglich: eine preiswerte Investition in ein echtes Wachstumsunternehmen *vor* den meisten anderen!

Womit verdient Kromi nun eigentlich sein Geld? Kromi konzentriert sich auf die *zerspanende Industrie*. „Zerspanen“ bezeichnet in der Technologie alle mechanischen Bearbeitungsverfahren, bei denen das Material in die gewünschte Form gebracht wird, indem überflüssiges Material in Form von Spänen abgetragen wird. Der Begriff „Spanen“ wird meist im Zusammenhang mit der Metallbearbeitung gebraucht (*Quelle: Wikipedia*).

Für das Zerspanen werden Werkzeuge benötigt, die aufgrund von Abnutzung teilweise nur einmalig verwendet werden können. Alle Unternehmen, die zerspanen, müssen sich also permanent mit Werkzeugen, die zur Zerspanung benötigt werden (z.B. Bohrer oder Fräsen), versorgen. Dazu verfügen diese Unternehmen in der Regel über eigene Werkzeuglager. Die Selbstversorgung hat gravierende Nachteile, die oft hohe Kosten verursachen. Durch verschiedene Faktoren (z.B. Abteilungsdenken) wird das Ziel der Betriebsmittelversorgung, dass das richtige Betriebsmittel stets zur richtigen Zeit am richtigen Ort zu sein hat, vielfach nicht erreicht.

Genau an diesem Punkt setzt die KROMI Logistik AG an. Das zerspanende Unternehmen überträgt die gesamte Werkzeugversorgung an Kromi! Kromi kauft dazu das bestehende Werkzeuglager auf und stellt dann sicher, dass wirklich immer das richtige Werkzeug verfügbar ist. Dazu nutzt sie unter anderem das eigens entwickelte „*KROMI Tool-Center*“ (KTC). Dabei handelt es sich um einen Werkzeugausgabeautomaten, der ähnlich wie ein Colaautomat funktioniert. Benötigt ein Mitarbeiter z.B. einen Bohrer, kann er sich am Terminal des KTC mit einer Chipkarte legitimieren und über ein Bildschirmmenü das richtige Werkzeug auswählen. Dieses wird dann über den Ausgabeschacht des Automaten sofort zur Verfügung gestellt – rund um die Uhr an 7 Tagen in der Woche!

Die Kunden von Kromi haben keinen eigenen Wareneingang, keine Lagerkosten, keine Kapitalbindung und keine Fehlbestände mehr, die zu teuren Produktionsausfällen führen können. Umständliche Zettelwirtschaft mit diversen Bestellscheinen gehört der Vergangenheit an. Durch die IT-Unterstützung ist für Kromi-Kunden eine permanente Verbrauchskontrolle in „realtime“ möglich. Als herstellerunabhängiger Werkzeugversorger verfügt Kromi darüber hinaus über ein breites Know-how bei der Optimierung der eingesetzten Werkzeuge in den Unternehmen. Weitere signifikante Kosteneinsparungen sind so erzielbar.

Nachdem Kromi im abgelaufenen Geschäftsjahr Euro 38 Mio. (Vorjahr: Euro 31 Mio.) umgesetzt hat, werden es im laufenden Jahr voraussichtlich gut Euro 50 Mio. sein. Zurzeit rennen Neukunden Kromi regelrecht die Tür ein! Man kann sich deshalb die Rosinen herauspicken. Eine davon war kürzlich Das Unternehmen „*GE Aviation*“, vielleicht *die* Eintrittskarte in die riesige „GE-Welt“!

Hat Kromi erst einmal den Einstieg bei einem weltweit tätigen Unternehmen geschafft, wächst es bei hoher Kundenzufriedenheit mit diesen Unternehmen mit. Aus der Werkzeugversorgung einer Fabrik kann so langfristig die Versorgung vieler Standorte auf der ganzen Welt werden. Kromi kann dadurch spielend neue Auslandsmärkte erobern. In Brasilien ist man beispielsweise schon erfolgreich vertreten!

Wenn ein Unternehmen sich für Kromi entscheidet, gibt es eine große Verantwortung ab. Aus meiner Sicht entsteht eine derart tiefe und vertrauensvolle Zusammenarbeit, dass die Gefahr gering ist, dass der Kunde sie leichtfertig wieder aufkündigt. Der Aufwand dafür wäre einfach zu hoch! Schließlich hat das Unternehmen ja seine gesamte Infrastruktur im Bereich Werkzeugversorgung aufgegeben. Ein Zurück ist dadurch kostspielig und sehr aufwändig!

Die Vorteile durch Kromi sind auch so gravierend, dass wohl kaum ein Unternehmen die einmal getroffene Outsourcing-Entscheidung wieder revidieren wird. Aktuell mangelt es glücklicherweise noch an Alternativen zu Kromi. Das wird sich wahrscheinlich erst mittelfristig ändern - hoffentlich erst dann, wenn Kromi die meisten Firmen bereits für sich gewinnen konnte!

Die Margensituation ist zurzeit durch den eigenen Erfolg noch etwas verzerrt. Das liegt daran, dass Kromi bei einem Neukunden zunächst das gesamte Werkzeuglager aufkauft und dieses dann zu Beginn der Versorgung sukzessive wieder an das Unternehmen ausgibt. Das belastet für eine gewisse Anlaufphase die Gewinne. Der Werkzeuglagerankauf ist für Kromi *die* Eintrittskarte in das Unternehmen. Erst wenn sie gelöst ist, kann das Geldverdienen beginnen!

Diese Investition zahlt sich für Kromi langfristig wirklich aus! Die nachhaltige EBIT-Rendite liegt zwischen 7 und 9 %. Das hat die Vergangenheit bereits bewiesen.

Es gibt momentan europaweit tatsächlich noch kein mit Kromi vergleichbares Unternehmen, das dieses Outsourcingmodell ebenfalls *herstellerunabhängig* anbieten kann. Eine Eintrittsbarriere für Nachahmer ist der recht hohe Kapitalaufwand, der durch die notwendige Übernahme von Werkzeuglagern entsteht. Dieser Vorteil für Kromi ist aber zugleich auch einer der wenigen Nachteile dieses Geschäftsmodells: Jede Geschäftsausweitung ist immer mit hohen Investitionen verbunden!

Es kann deshalb passieren, dass zusätzliches Kapital für das weitere Wachstum von außen benötigt wird. Dafür gibt es zwei Optionen: eine Kapitalerhöhung oder eine Anleiheemission. Eine Kapitalerhöhung auf dem derzeitigen Kursniveau wäre allerdings eine sehr schlechte Wahl! Es ist fast immer ein Vorteil, wenn dem Management selbst große Teile des Unternehmens gehören. Bei Kromi sollte dieser Umstand sicherstellen, dass die Entscheidungen in dieser Hinsicht im besten Interesse der Aktionäre getroffen werden!

Kromi hat sehr gute Aussichten, ausgehend von einem Umsatzniveau von rund Euro 50 Mio. im laufenden Geschäftsjahr, in den kommenden Jahren weiter deutlich zu wachsen. Dann sollte auch die anvisierte EBIT-Rendite von rund 8 % erreicht werden.

Die aktuelle Börsenbewertung von etwa Euro 35 Mio. stellt daher aus meiner Sicht ein niedriges Niveau dar, das eine ausreichende Sicherheitsmarge enthält. Noch wird Kromi also von der Börse verkannt. Das Geschäftsmodell ist eben weniger sexy als das von *Apple*. Man muss hier etwas genauer hinschauen, was die meisten Anleger aber glücklicherweise (noch) nicht tun, weil sie andere, scheinbar viel spannendere Unternehmen, deren Erfolg für alle bereits offensichtlich ist, bevorzugen.

Trotz der noch geringen Größe von Kromi ist eine Investition auf dem jetzigen Kursniveau keine Wette auf eine strahlende Zukunft, denn selbst ohne Wachstum wäre die jetzige Bewertung gerechtfertigt! Mit Sicherheit wäre der Beifall jedoch größer, wenn ich das gleiche Kapital in Apple-Aktien investiert hätte. Die intelligentesten Investitionen sind aber meist die, für die man anfangs wenig bewundert wird! Wenn es anders wäre, könnte ja auch jeder ein erfolgreicher Investor sein!

* * * * *

2011 als ultimativer Härtetest für die Sicherheit eines Unternehmens:

Als ich 2010 meine Beteiligung an der *Munich Re* schrittweise ausbaute, ahnte ich natürlich noch nichts von den verheerenden Ereignissen, die 2011 die gesamte Versicherungsbranche treffen sollten. Das vergangene Jahr wurde letztlich das Jahr mit den teuersten Naturkatastrophen aller Zeiten! Die Schäden übertrafen mit weltweit USD 380 Mrd. (Euro 292 Mrd.) das bisherige Rekordjahr 2005, als der Hurrikan Katrina New Orleans verwüstet hatte, um fast zwei Drittel.

Bereits am 11. März 2011 ereignete sich die teuerste Naturkatastrophe aller Zeiten! Das Erdbeben und der dadurch ausgelöste Tsunami in Japan, der im Atomkraftwerk Fukushima den GAU auslöste, verursachte volkswirtschaftliche Schäden in Höhe von USD 210 Mrd. Davon waren geschätzt USD 40 Mrd. versichert.

Weitere dramatische und für die Versicherungsbranche teure Katastrophen waren das Erdbeben in Neuseeland, das die Stadt Christchurch teilweise in Trümmer legte (USD 13 Mrd. versicherte Schäden), sowie das Hochwasser in Thailand, das hunderttausende Häuser zerstörte und große Fabriken japanischer Elektronik- und Autokonzerne beschädigte (ebenfalls zweistelliger Milliarden Schaden).

Die gesamten versicherten Schäden übertrafen mit USD 105 Mrd. ebenfalls den bisherigen Rekord des Jahres 2005 von USD 101 Mrd.

Die vielen Naturkatastrophen waren aber nicht das einzige Übel für die Branche! Zu allem Überfluss beeinträchtigte die Eskalation der europäischen „*Schuldenkrise*“ auch noch die Kapitalanlagergebnisse der Versicherungsunternehmen. Der „freiwillige“ Kapitalschnitt bei griechischen Staatsanleihen erforderte drastische Abschreibungen.

Das Jahr 2011 war also das „Jahr der Apokalypse“ für Versicherungen, denn die Ereignisse des letzten Jahres betrafen beide Gewinnquellen von Versicherungsunternehmen: das versicherungstechnische Ergebnis und das Kapitalanlageergebnis!

Man kann sich nun berechtigterweise fragen, wie hoch wohl in einem solchen Horrorjahr der Verlust des weltgrößten Rückversicherers ausgefallen sein wird. Die Antwort ist verblüffend und einer der besten Beweise für die extreme Widerstandsfähigkeit der Munich Re:

Munich Re erwirtschaftete 2011 einen Konzernüberschuss in Höhe von Euro 712 Mio! In einem Jahr, in dem das Unternehmen Schäden in Höhe von Euro 5,1 Mrd. (+ 32,5 %) zu verdauen hatte und insgesamt Euro 1,6 Mrd. Abschreibungen (davon allein Euro 1,2 Mrd. für griechische Anleihen) bei den Anlagen vornehmen musste, erzielte es immer noch einen Gewinn!

Können Sie sich ein für die Versicherungswirtschaft ungünstigeres Umfeld vorstellen, als das, welches wir in 2011 angetroffen haben? Wohl kaum! In einer solchen Situation steigerte die Munich Re das Eigenkapital noch auf Euro 23,3 Mrd. (Vorjahr: Euro 22,2 Mrd.) und kann sich sogar eine Beibehaltung der seit 1969 (!) niemals gesenkten Dividende in Höhe von Euro 6,25 je Aktie erlauben!

Man kann sich nun leicht denken, welches enorme Ertragspotenzial Munich Re in einem „normalen Jahr“ haben muss! Auch wegen der vielen Naturkatastrophen beginnen nun die Prämien auf breiter Front allmählich zu steigen. Davon wird die Munich Re in den kommenden Jahren profitieren. Schon 2011 gestaltete sich mit einem Anstieg der Prämieinnahmen auf Euro 49,6 Mrd. (Vorjahr: Euro 45,5 Mrd.) sehr erfolgreich.

Wenn es also einen ultimativen Unternehmenshärte-test geben sollte, dann hat die Munich Re einen solchen 2011 erlebt und ihn mit Bravour bestanden! Ich freue mich nun auf die kommenden Jahre. Dann sollte die wahre Ertragsstärke zum Vorschein kommen und gleichzeitig die noch immer zu niedrige Bewertung des Unternehmens an der Börse ein Ende finden!

26. Februar 2012

Clemens Meier