

INTELLIGENT INVESTIEREN

Jahresbericht 2014:

Der Buchwert meiner Anlagen stieg 2014 um 18,64 %. Gegenüber dem Dax, der 2,65 % zulegte, erzielte ich also eine Outperformance von 15,99 %. Damit konnte ich den Dax in den ersten 5 Jahren von *Intelligent Investieren* deutlich hinter mir lassen: Während der deutsche Leitindex um insgesamt 64,59 % stieg, erreichte ich einen Gesamtzuwachs von 149,87 %. Das ist viel mehr, als ich mir am Anfang meines Projektes vorgestellt hatte.

Dieser Erfolg hat meine Kapitalbasis weitaus schneller in eine Größenordnung katapultiert, die mich, auch mit geringeren prozentualen Jahreszuwächsen, in eine komfortable Ausgangslage versetzt, um auch zukünftig Erträge zu erwirtschaften, die für mich vor wenigen Jahren noch unerreichbar schienen. Gelingt mir also auf lange Sicht tatsächlich der Nachweis, dass das Investieren nach den Grundprinzipien von Benjamin Graham, Warren Buffett & Co ein geeigneter Weg zur finanziellen Unabhängigkeit sein kann? Die Antwort steht heute noch nicht sicher fest. Tendenziell geht aber meine Erwartung zunehmend gefestigter in diese Richtung!

50 % meiner am Beginn des letzten Jahresberichtes geäußerten Prognosen waren allerdings falsch: Ich ging davon aus, dass sich eine Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro 2014 nicht wiederholen würde. Das war der richtige Teil meiner Vermutung: Der US-Dollar stieg um rund 12 %. Mit einem Dollaranteil von etwa 62 % verwandelte sich damit der Gegenwind des vorletzten Jahres in einen kräftigen Performanceanschub!

Daneben lag ich allerdings mit meiner Einschätzung, dass die IBM-Aktie 2014 wohl nicht erneut so schlecht abschneiden würde. Tatsächlich gelang IBM aber das Kunststück, sowohl 2013, als auch 2014 der schlechteste Dow Jones-Wert zu sein (2013: - 2,1 %, 2014: - 14,7 %). Mit IBM habe ich also eine ganz außergewöhnliche Aktie in meinem Depot!

Die „konventionelle“ Kredithebelung verlor im Laufe des Jahres weiter an Bedeutung. Am Jahresende verfügte ich sogar erstmals über eine Bargeldposition in Höhe von Euro 29.019, was einem Anteil von 7,1 % am Gesamtvermögen entsprach. (Investitionsquoten: 2010: 147 % / 2011: 155 % / 2012: 162 % / 2013: 141 %)

Damit hat sich also eine Art „Zeitenwende“ in meiner Anlagestrategie vollzogen. Ich habe meine bisherige Angriffshaltung zugunsten einer zumindest teilweise defensiveren Aufstellung aufgegeben. Dennoch besteht auch weiterhin eine nicht unerhebliche Hebelung, die sich jedoch nicht in einer direkten Kreditinanspruchnahme widerspiegelt. Mit einer deutlichen Ausweitung meiner Optionsgeschäfte habe ich eine Art „außerbilanzielle Eventualverbindlichkeit“ in signifikanter Höhe entstehen lassen. Dieses Thema werde ich etwas später noch genauer beleuchten.

Nach der deutlichen Aufwärtsbewegung vieler Aktienmärkte in den vergangenen Jahren erscheint die Frage berechtigt, ob nicht allmählich das Ende der Hausse erreicht sein könnte. Wenn jedoch selbst die klügsten Investoren dieser Welt darauf keine wirklich sichere Antwort geben können, dürfen Sie von mir an dieser Stelle erst recht keine Prognose erwarten! Schaut man sich allerdings die folgenden Zahlen an, kann man leicht eine starke Meinung zu diesem Thema entwickeln:

Rendite 10 jähriger deutscher Staatsanleihen Ende 2010: ca. 3 % (= KGV 33,33)
Das Durchschnitts-KGV des Dax lag damals bei ca. 12.

Rendite 10 jähriger deutscher Staatsanleihen Ende 2014: ca. 0,5 % (= KGV 200!)
Dax-KGV: ca. 14

Die Wahrscheinlichkeit, dass es auch bei Aktien noch zu irrationalen Übertreibungen kommen wird, ist in einem solch extremen Zinsumfeld sehr hoch. Allerdings wären Aktien damit nur Nachzügler. Andere Anlageklassen erscheinen mir auf dem Weg zur Blase bereits unzählige Atemzüge weiter!

Meine Gesamtperformance von 18,64 % entspricht einem Kapitalzuwachs in Höhe von Euro 63.207. Die erzielte Outperformance wurde dabei durch folgende Zusatzerträge verstärkt:

- | | | | |
|----|-----------------------------------|-------------------------|----------------|
| 1) | Optionsgeschäfte: | Euro 25.130 oder | 7,41 % |
| 2) | Währungsgewinne Euro / US-Dollar: | Euro 25.229 oder | 7,44 % |
| | Sonderfaktoren gesamt: | Euro 50.359 oder | 14,85 % |

Es errechnet sich daraus eine „echte Performance“ von 3,79 % oder Euro 12.848. Damit beläuft sich die 2014 erzielte Überrendite gegenüber dem Dax auf lediglich 1,14 %. Dieser Hinweis gehört zu einer ehrlichen Bewertung der eigenen Resultate. Dennoch zählen Zusatzerträge aus Optionsgeschäften aus meiner Sicht zu einer legitimen Form der Ergebnisverbesserung. Konservativ eingesetzt hält sich dabei das Zusatzrisiko in recht engen Grenzen.

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 ersten fünf Jahre von *Intelligent Investieren*:

Performance Intelligent Investieren vs. Dax

<u>Jahr</u>	<u>Jährliche Änderung in %</u>		<u>Relative Resultate</u> <u>(1)-(2)</u>
	<u>Buchwert von</u> <u>Intelligent Investieren</u> <u>(1)</u>	<u>Dax 30</u> <u>inkl. Dividenden</u> <u>(2)</u>	
2010	30,82	16,06	14,76
2011	(9,47)	(14,69)	5,22
2012	43,75	29,06	14,69
2013	23,69	25,48	(1,79)
2014	18,64	2,65	15,99
jährlicher Zuwachs – 2010-2014	20,10 %	10,48 %	9,62
Gesamtzuwachs – 2010-2014	149,87 %	64,59 %	

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. 4,00 % p.a.). Die ausgewiesene Wertentwicklung enthält aber auch unbesteuerbare Buchgewinne. Eine Realisierung dieser Gewinne durch Verkauf der Wertpapiere würde deren Besteuerung (z.Zt. 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.

Meine Bargeldmaschine hat noch einen weiteren Zahn zugelegt:

Dividenden nach Steuern:

2010:	Euro 2.631
2011:	Euro 5.465
2012:	Euro 7.887
2013:	Euro 11.107
2014:	Euro 11.850

Sollte der Dax seine 2014 eingelegte Pause beenden und wieder in eine deutlichere Aufwärtsbewegung übergehen, wird sich meine seit 2010 erzielte Outperformance sehr wahrscheinlich reduzieren. Möglicherweise treibt die weltweite Überliquidität die Aktien in noch viel luftigere Höhen, trotz (oder gerade wegen) der vielen bereits vorhandenen Warnhinweise.

Eine solche Übertreibungsphase wäre ja keineswegs ungewöhnlich für den finalen Abschluss einer Haussebewegung. Aufgrund der historisch beispiellosen Niedrigzinssituation könnte das Ausmaß der Übertreibung jedoch in diesem Fall auch die kühnsten Erwartungen noch in den Schatten stellen.

Ich möchte und kann mich an einer solchen Spekulation nicht beteiligen. Die größte Gefahr bei einer derartigen Entwicklung ist, dass man selbst den Bezug zum Risiko verliert. Ich selbst beobachte an mir, dass die Erinnerung an dramatische Kurseinbrüche und die damit verbundenen Ängste immer mehr verblasst. Die Gewöhnung an den Umstand, dass jeder Kursrückgang eher früher als später neue Hochs nach sich zieht, ist aus meiner Sicht die weitaus größte Gefahr für meinen weiteren nachhaltigen Erfolgsweg!

Es ist ein psychologisches Dilemma! Die langjährige Erfahrung lehrt mich, dass es unweigerlich immer zu Phasen dramatischer Kurseinbrüche kommen wird. Ebenso klar ist, dass man solche Bewegungen so gut wie nie, sowohl zeitlich als auch in ihrem Ausmaß, einigermaßen sicher vorhersagen kann. Es scheint nur logisch, dass das Potenzial für mögliche Rückschläge in dem Maße zunimmt, wie die Aktien steigen. Die Risikowahrnehmung der meisten Menschen ist jedoch genau andersherum.

Ich ließ mich, trotz meiner in der Theorie vorsichtigen Grundüberzeugungen, bereits dazu hinreißen zu stark ins Risiko zu gehen. Zwar habe ich die Hebelung über den Wertpapierkredit komplett abgebaut. Dafür habe ich durch meine Optionsgeschäfte jedoch einen möglichen Kapitalbedarf in einer Größenordnung geschaffen, der wahrscheinlich über das hinaus geht, was ich bei stark fallenden Märkten psychologisch verkraften könnte.

Mit dieser, durch die Gier geleiteten Risikoausweitung laufe ich Gefahr, die überaus positiven Ergebnisse vieler Jahre in kurzer Zeit wieder zu vernichten. Es ist überhaupt nicht absehbar, welche Kurzschlusshandlungen der psychologische Druck im Falle eines Crashes auslösen könnte! Zwar ist alles aus der heutigen Sicht gut durchkalkuliert. Der Haken: Es handelt sich, ähnlich wie bei der massenhaften Bündelung von Immobilienkrediten zur Risikoreduktion, um Schönwetterberechnungen. Die Wahrscheinlichkeit, dass man damit die Ergebnisse erzielt, die man selbst erwartet, ist sehr hoch. Es bleibt aber ein unkalkulierbares Restrisiko.

Das Schlimme an diesem Restrisiko ist: Wenn es tatsächlich eintritt, ist es zerstörerisch, unberechenbar und im Ergebnis existenzbedrohend!

Im Oktober 2014, der Dax war kurzzeitig auf etwa 8.350 Punkte gefallen, wurde mir meine Grenzüberschreitung schlagartig klar. Mein Schlaf war sehr unruhig und ich begann mich mit meiner Positionierung verdammt unwohl zu fühlen. Zum Glück war dies nur ein recht kurzes Zwischenspiel. Sehr schnell schien an den Märkten wieder die Sonne. Es hat aber gereicht, um mich, hoffentlich rechtzeitig, wachzurütteln. Ich kam zu folgenden Schlüssen:

- Die psychologische Komponente ist ganz entscheidend für den langfristigen Anlageerfolg.
- Zu hohe Investitionsquoten führen in Abwärtsphasen zu potenziell dramatischen Fehlern, die zur Folge haben können, dass alle Erfolge der Vorjahre innerhalb kürzester Zeit pulverisiert werden.
- Ich muss daran arbeiten, meine Gier zu zügeln. Das klappt am besten, wenn ich versuche, solche Situationen wie im Oktober 2014 immer wieder in Erinnerung zu rufen. Wie habe ich mich gefühlt, welche Ängste sind entstanden? Was hätte im schlimmsten Fall passieren können?
- Auch wenn ein gewisser Bargeldbestand in langen Aufwärtsphasen Performance kosten kann, ist er kriegsentscheidend. Durch ihn gewinnt man die Gelassenheit, die richtigen Entscheidungen in jeder (!) Situation aus einer Position der Stärke heraus treffen zu können.
- Die besten Ergebnisse der Vergangenheit sind irrelevant, wenn sie um den Preis erzielt wurden, dass unvorhergesehene Ereignisse die Macht haben, alles Erreichte wieder zu zerstören. Wenn Mr. Market einen (auch nur zeitweise) im Griff hat und nicht umgekehrt, ist man verloren!

Beschließen möchte ich diese Gedanken mit einem aus meiner Sicht sehr passenden Zitat von Charlie Munger:

„Andere versuchen klug zu sein. Ich versuche lediglich, kein Idiot zu sein.“

Performancevergleich:

Die folgende Übersicht stellt meinen Anlageerfolg 2014 zusätzlich weiteren bedeutenden Indizes sowie aktuell beliebten Investmentfonds gegenüber:

<u>INTELLIGENT INVESTIEREN:</u>	<u>18,64 %</u>
MSCI World (inkl. Dividenden, €):	19,30 %
EuroStoxx50 (inkl. Dividenden):	3,66 %
S&P 500 (inkl. Dividenden, USD):	13,69 %
<u>Dax 30 (inkl. Dividenden):</u>	<u>2,65 %</u>
Carmignac Investissement (A):	10,39 %
DWS Vermögensbildungsfonds I:	19,22 %
FMM – Fonds:	1,39 %

Auch das fünfte Jahr konnte demnach an die vergangenen, sehr zufriedenstellenden Jahre anknüpfen. Die an dieser Stelle im vergangenen Jahr angekündigte Abschwächung meiner Ergebnisse hat noch nicht eingesetzt. Ich rechne jedoch weiterhin fest damit.

* * * * *

Investitionen:

Es folgt eine Aufstellung der von mir am 31.12.2014 gehaltenen Unternehmensbeteiligungen mit einem Marktwert über Euro 15.000,00:

Aktienanzahl -----	Unternehmen -----	Kaufpreis -----	Marktwert -----
2.050	Bank of America Corp.	€ 12.253	€ 30.430
1.000	General Motors Co.	23.645	28.459
330	International Business Machines Corp.	43.095	43.407
430	JPMorgan Chase & Co.	12.323	22.243
500	Münchener Rückversicherung AG	53.637	83.251
300	Sanofi S.A.	14.303	22.695
1.000	Talanx AG	20.156	25.446
2.400	Wells Fargo & Co.	45.722	109.934
		-----	-----
	Andere	13.282	13.420
		-----	-----
	Gesamte Aktien zum Marktwert	€ 238.416	€ 379.285
		-----	-----
	Bargeld	29.019	29.019
		-----	-----
	Eigenkapital	€ 267.435	€ 408.304
		=====	=====

Optionsgeschäfte als Treiber meiner Performance

Nachdem ich 2013 den Optionshandel an der EUREX für mich entdeckt und am Jahresende bereits Prämien nach Kosten und Steuern in Höhe von Euro 11.700 vereinnahmt hatte, erhöhte sich dieser Wert per Ende 2014 nochmals signifikant auf insgesamt Euro 36.830. Meine Gesamtjahresperformance von 18,64 % (Euro 63.207) wurde also deutlich durch die Optionsgeschäfte angetrieben (Euro 25.130 bzw. 7,41 %).

Bis zum Jahresende kam es bei keinem dieser Geschäfte zu einer Ausübung (Lieferung oder Andienung von Aktien). Zum Ende 2014 waren bereits Optionsgeschäfte mit einem Prämienvolumen in Höhe von Euro 8.755 ausgelaufen. Dieses Prämienvolumen habe ich also bereits unwiderruflich verdient!

Ein solches Modell (überwiegender Verkauf von Puts) scheint in Aufwärtsphasen relativ gut zu funktionieren. Dennoch gibt es auch Risiken:

- 1) Mit dem Verkauf von Puts geht man Eventualverbindlichkeiten ein. Fallen die veroptionierten Aktien tatsächlich unter die Basispreise, kann es zur Andienung kommen. Für den „Worst Case“ muss man einplanen, dass theoretisch alle eingegangenen Optionsgeschäfte zur Ausführung kommen. Meine Eventualverbindlichkeit errechnet sich aus der Gesamtzahl der bei Ausübung zu übernehmenden Aktien multipliziert mit deren Basiswerten, zu denen die Abnahme dann ja erfolgen würde.

Für mein Depot ergab sich so Ende 2014 eine mögliche Verbindlichkeit in Höhe von Euro 296.820. Diese Verbindlichkeit taucht nicht offiziell in „meiner Bilanz“ auf. Dennoch ist es sehr wichtig, darüber zu berichten, weil sie etwas über das eingegangene Risiko aussagt. Dieser Wert ist auch ein wesentlicher Grund dafür, warum ich aus Sicherheitsgründen die „offizielle Verschuldung“ komplett zurückgeführt habe.

- 2) Fallen die Börsen und insbesondere die veroptionierten Aktien doch einmal sehr stark, erhöht sich nicht nur die zu hinterlegende Sicherheitsleistung (Margin), sondern eben auch die Wahrscheinlichkeit, dass man wirklich Aktien in signifikanter Größenordnung erwerben muss. Dadurch schwebt in starken Abwärtsmärkten über allem immer eine gewisse Unsicherheit: Wird es zu Ausübungen kommen oder drehen die Aktien rechtzeitig wieder nach oben?

Diese Unklarheit über den möglichen Kapitalbedarf verhindert dann womöglich, dass man andere, sich bietende Kaufgelegenheiten beherzt nutzt, da man ja befürchten muss, dass am Ende das Kapitalpolster nicht mehr ausreicht. Die Folge wären verpasste Chancen abseits der veroptionierten Aktien sowie andere, psychologisch beeinflusste Fehlentscheidungen!

Ich bin mit meinen Optionsgeschäften an das Maximum gegangen, was für mich als Risiko tragbar erschien. Meine Gefühlslage im Oktober 2014 zeigte mir, dass ich die Wohlfühlgrenze sogar schon überschritten hatte. Nun heißt es, sich diszipliniert wieder in die Komfortzone zurückzubewegen. Es wird jedoch ein kontrollierter und langsamer Rückzug: Jede auslaufende Option bringt mich von nun an einen Schritt weiter in Richtung Stärke und Solidität!

Nachfolgend finden Sie eine Übersicht aller bis Ende 2014 abgeschlossenen Optionsgeschäfte:

Art	Laufzeit	Basiswert	Kontrakte	Basis-preis	Ausübungskurs inkl. Prämie	Prämie nach Steuern und Kosten
Short Put	20.12.2013	Talanx	6	19,00	18,4203	347,81
Short Put	20.06.2014	Sanofi	2	52,00	50,33	334,85
Short Put	20.06.2014	Sanofi	3	48,00	46,69	394,41
Short Put	20.06.2014	ING Groep	25	4,00	3,86	338,68
Short Put	19.06.2014	Fiat	15	3,60	3,40	1.470,48
Short Put	19.06.2014	Fiat	20	3,20	3,07	1.294,33
Short Put	19.09.2014	Talanx	10	22,00	21,28	724,47
Short Put	19.12.2014	Munich Re	2	92,00	89,61	477,68
Short Put	19.12.2014	Deutsche Bank	6	17,17	16,35	489,17
Short Put	19.12.2014	ING Groep	20	4,00	3,78	432,92
Short Put	19.12.2014	Münch Re	1	120,00	115,02	497,63
Short Put	19.12.2014	Münch Re	1	120,00	114,68	532,23
Short Put	19.12.2014	Münch Re	1	100,00	97,47	253,20
Short Put	19.12.2014	Münch Re	1	100,00	97,12	287,80
Short Put	19.12.2014	E.On	20	11,50	11,17	668,52
Short Call	19.12.2014	Sanofi	1	84,00	86,10	210,49
				bereits ausgelaufen: 8.755,00		
Short Put	20.03.2015	Kontron	25	4,40	4,16	591,59
Short Put	18.09.2015	Software AG	10	20,00	18,89	1.107,32
Short Put	18.09.2015	Vossloh	3	40,00	38,04	586,57
Short Put	18.12.2015	Dt. Telekom	20	7,20	6,89	624,34
Short Call	18.12.2015	Sanofi	1	72,00	75,94	393,82
Short Put	18.12.2015	Sanofi	1	72,00	69,11	289,27
Short Put	17.12.2015	Fiat	5	8,00	7,07	2.323,24
Short Put	18.12.2015	Metro	15	24,00	22,71	1.932,29
Short Put	16.12.2016	Deutsche Bank	10	22,89	21,45	1.438,64
Short Call	16.12.2016	Sanofi	1	80,00	84,74	474,07
Short Put	15.12.2017	Dt. Telekom	20	10,00	8,84	2.317,72
Short Put	15.12.2017	Dt. Telekom	20	12,00	10,55	2.906,72
Short Put	15.12.2017	Deutsche Bank	10	22,89	21,11	1.784,67
Short Put	15.12.2017	Deutsche Bank	10	20,00	18,97	1.033,70
Short Put	15.12.2017	Dt. Telekom	20	12,00	10,69	2.626,94
Short Put	15.12.2017	Deutsche Bank	10	20,00	18,60	1.401,82
Short Put	15.12.2017	ING Groep	13	8,80	7,69	1.449,09
Short Put	15.12.2017	ING Groep	10	10,00	8,31	1.688,96
Short Put	21.12.2018	ING Groep	17	10,00	8,17	3.104,26
						28.075,03

Wenn ich Warren Buffett wäre...

Es gibt wohl kaum einen überzeugten Value-Investor, der nicht genau verfolgt, was der beste, noch lebende Vertreter dieser Art für Investitionsentscheidungen trifft. Glücklicherweise gibt es ja eine Veröffentlichungspflicht seiner Anlagen zum Quartalsende, allerdings erst gut einen Monat später. Auf Antrag können sogar Investments für eine gewisse Zeit geheim gehalten werden.

Wenn ich behaupten würde, dass mein Portfolio nicht vom großen Meister inspiriert ist, würde ich einen Teil der Wahrheit verleugnen! Was ist auch Verwerfliches daran, sich die Gedanken eines der größten Finanzgenies der Geschichte nutzbar zu machen!? Es nicht zu tun, wäre aus meiner Sicht der weitaus schlimmere Frevel!

Aber natürlich irrt auch ein *Warren Buffett* ab und zu. Das aktuellste Beispiel ist *Tesco*. Dieses Investment bezeichnete er bereits als „*huge mistake*“. Bemerkenswert daran ist jedoch, dass auch ein „*huge mistake*“ von *Warren Buffett* nicht zwangsläufig mit großen Verlusten verbunden ist. Durch die Sicherheitsmarge beim Kauf kann man oft auch aus solchen Fehlgriffen noch ohne Verlust aussteigen.

Interessant ist für mich nicht nur die Auswertung vergangener Investitionsentscheidungen, sondern auch die Überlegung, welche zukünftigen Schritte wohl folgen könnten. Ein Gedanke schwirrt dabei schon seit Jahren in meinem Kopf herum. Durch die aktuellen Entwicklungen wird er für mich immer plausibler. Wäre ich *Warren Buffett*, wäre der folgende Plan mein absoluter Favorit:

Bevor ich diesen Plan erläutere, seien zwei Fakten vorangestellt:

- 1) *Warren Buffett* äußerte bereits 2011 seinen Wunsch, auf „Elefantenjagd“ gehen zu wollen: „*Unser Elefantengewehr ist durchgeladen und mein Finger am Abzug zuckt.*“
- 2) *Warren Buffett* hält aktuell eine Beteiligung an der *Munich Re* in Höhe von 11,2 % des Grundkapitals.

Zum Ende des 3. Quartals 2014 verfügte die *Munich Re* über Kapitalanlagen in Höhe von rund Euro 223 Mrd. Davon steckten etwa Euro 128 Mrd. in festverzinslichen Wertpapieren (= 57 % der Gesamtanlagen). 49 % des „Zinsträgerportfolios“ besteht aus Staatsanleihen und 44 % des Staatsanleiheportfolios entfällt auf deutsche und amerikanische Staatsanleihen. Nur rund 4 % (ca. Euro 9 Mrd.) sind in Aktien oder Aktienfonds investiert (alles Stand 30.09.2014).

Durch die starken Zinsrückgänge beläuft sich der per 30.09.2014 bilanzierte unrealisierte Gewinn auf festverzinsliche Wertpapiere auf rund Euro 10 Mrd! Da die Zinsen seitdem weiter dramatisch zurückgegangen sind, dürfte dieser Wert heute noch erheblich höher liegen. Bei einem Aktienkurs von Euro 180,00 pro *Munich Re*-Aktie liegt deren Marktkapitalisierung bei rund Euro 31 Mrd. Die unrealisierten Gewinne sind also als äußerst signifikant zu bezeichnen!

Munich Re realisiert nur in einem begrenzten Umfang diese aufgelaufenen Buchgewinne, da sich ja immer die Frage stellt: Was dann? Wohin mit dem Geld bei Wiederanlagerrenditen von 0,4 % bei 10 jährigen deutschen Staatsanleihen? Man wird also einen großen Teil der laufenden Anleihen bis zur Endfälligkeit halten. Das wird dann dazu führen, dass die oben genannten unrealisierten Gewinne allmählich wieder zusammenschrumpfen. Das würden sie im Übrigen noch rascher tun, wenn es dann irgendwann doch einmal zu einer Zinswende käme. (Wer glaubt eigentlich heute noch daran!?)

Seit vielen Jahren wird ein Platzen der Anleiheblase prognostiziert. Entgegen der meisten Prognosen ist diese Blase stattdessen jedoch immer noch größer geworden. Heute haben die Anleihekurse ein so absurd hohes Niveau erreicht (KGV 200), das die wahnwitzigen Aktienkurse zu Zeiten des Neuen Marktes (KGV im Jahr 2000 bei ca. 115) noch in den Schatten stellt.

In dieser Situation könnte die *Munich Re* doch eigentlich schreien vor Glück! Man ist mit dem überwiegenden Teil des Anlageportfolios in einer Anlageklasse investiert, die unwahrscheinlich hohe Kursgewinne eingebracht hat. Dabei erfolgte der Einstieg nicht zyklisch zu Höchstkursen, sondern ganz überwiegend zu „Vorblasenkursen“. Das hat jedoch nicht mit der besonderen Intelligenz der Anlagestrategen zu tun, sondern damit, dass Versicherer, vor allem auch aus regulatorischen Gründen und ein wenig wohl auch wegen der negativen Aktienerfahrungen der Jahrtausendwende, schon immer einen überwiegenden Anteil ihrer Anlagen in Anleihen tätigen.

Stellen Sie sich vor, Sie hätten bereits Mitte der 90er Jahre ihr überwiegendes Kapital in Technologieaktien investiert. Im Jahr 2000 konnten Sie sich dann von allen feiern lassen. Rückblickend wissen wir, dass Sie in der Endabrechnung nur dann dauerhaft zu den Gewinnern gehört hätten, wenn Sie auch den rechtzeitigen Ausstieg, vor dem Platzen der Aktienmarktblase, hinbekommen hätten. Es wäre nicht ausreichend gewesen, nur hoch bewertete Technologieaktien zu verkaufen, um dann vom Verkaufserlös ebenso überbeuerte Papiere zu kaufen. Sie hätten damals schon die Anlageklasse (rein in Anleihen!) wechseln müssen!

„Merkwürdigerweise“ verleiten diese hohen Kursgewinne *Nikolaus von Bomhardt* jedoch nicht zu Jubelarien. Im Gegenteil: Wann immer er sich zu diesem Thema äußert, beklagt er die Nullzinspolitik der Notenbanken. Ist er also ein notorischer Miesepeter?

Die Erklärung dafür liegt auf der Hand: Die Kehrseite der aktuell hohen unrealisierten Kursgewinne ist viel gravierender für die *Munich Re* als die aufgelaufenen (vorübergehenden) Buchgewinne! Die laufende Rendite des Gesamtportfolios, die heute noch bei ca. 3,5 % p.a. liegt, wird sich in den kommenden Jahren kontinuierlich reduzieren, wenn man die höher verzinslichen auslaufenden Anleihen wieder neu in die gleiche Anlageklasse reinvestiert. Dadurch wird die zweite Ertragssäule zukünftig deutlich weniger Unterstützung für das Gesamtergebnis der *Munich Re* leisten können. Ein korrekt kalkulierte Versicherungsgeschäft wird damit zu einer Überlebensfrage!

Es gebe einen Ausweg aus diesem Dilemma, den aber die *Munich Re* mit der jetzigen Eigentümerstruktur nicht gehen kann: Verkauf der absurd teuren festverzinslichen Wertpapiere und Realisierung der aufgelaufenen Gewinne. Anschließend muss das Kapital dann in Anlagen fließen, die mindestens genau so hohe Erträge versprechen, wie die aufgegebenen Papiere. Das können in der jetzigen „Nullzinssituation“ natürlich keine Anleihen sein.

Genau an dieser Stelle kommt *Warren Buffett* ins Spiel: Wie schon festgestellt, befindet er sich bereits seit 2011 auf *Elefantenjagd*. Richtig dicke Elefanten hat er aber noch nicht erlegt. Es mangelt ihm eigentlich nicht an Kapital, eher an geeigneten Gelegenheiten. Dennoch gibt es aus meiner Sicht noch ein paar große börsennotierte Unternehmen, die wirkliche Schnäppchen sein könnten. Diese würden aufgrund ihrer Größe jedoch auch für *Buffett* eine neue Dimension bedeuten, die nur mit zusätzlichen („fremden“) Kapitalressourcen erreichbar wäre.

Ein solches, noch sehr niedrig bewertetes Unternehmen stellt für mich z.B. die Aktie von *General Motors* dar. Bevor ich wieder auf den Zusammenhang mit der *Munich Re* und *Warren Buffett* zurückkomme, möchte ich kurz darauf eingehen, warum ich dieses Automobilunternehmen für unterbewertet und zukunftssträftig halte:

Bei einem Kurs von aktuell etwa USD 37,50 beträgt die Marktkapitalisierung ca. USD 60,5 Mrd. Wenn man davon die Nettoliquidität von rund USD 16 Mrd. abzieht, kommt man auf USD 44,5 Mrd. Gesamtwert für das Unternehmen. Für diesen Preis erhält man einen Jahresumsatz von USD 155 Mrd. und ein EBIT von geschätzt USD 9 Mrd. in 2015. Die Cashflowrendite überschreitet 20 %!

Nicht nur die Bewertung spricht für ein Investment in *General Motors*. Auch der fundamentale Rückenwind ist beeindruckend: Das Unternehmen ist ein Hauptprofiteur des gesunkenen Ölpreises, der historischen Niedrigzinsen sowie der sich erholenden Weltkonjunktur!

Bis zur Insolvenz 2009 war *General Motors* ein Unternehmen, in das ich wohl kaum investiert hätte: Die Schuldenlast war erdrückend, das Management mies und es gab einfach keine erkennbare Strategie. Das sieht heute ganz anders aus.

Mit *Mary Barra* an der Unternehmensspitze weht ein frischer Wind bei *GM*. *Barra* hat einen klaren Fokus: *General Motors* muss mit seinen Produkten endlich die Qualität liefern, die die Kunden erwartet. Dafür ist es entscheidend, dass sich die verkrusteten Unternehmensstrukturen aufbrechen lassen und die Manager aller Ebenen endlich Verantwortung für ihr eigenes Handeln übernehmen. Die Behördenmentalität muss einer Leistungskultur weichen. Das ist mit Sicherheit eine Mammutaufgabe, die nicht schnell und einfach zu bewältigen sein wird.

Erste, beeindruckende Fortschritte sind aber bereits jetzt gut erkennbar: *Opel*, eine in den vergangenen Jahren oft verspottete Automarke, deren große Erfolge leider viel zu lange zurückliegen, lässt ein ganz starkes

Comeback erwarten! Die jahrelange Verluststrecke von *GM* in Europa würde dadurch schon bald der Vergangenheit angehören!

In den USA fährt *GM* schon jetzt EBIT-Margen von fast 10 % ein. Das ist für einen Autohersteller wirklich enorm! Mit dem Turnaround in Europa, den ich für sehr wahrscheinlich halte, wird sich die Gesamtprofitabilität in absehbarer Zeit noch weiter verbessern lassen. Das starke Cashpolster sorgt darüber hinaus für eine hohe Flexibilität und Stärke und könnte im weiteren Verlauf für noch höhere Ausschüttungen an die Aktionäre sorgen.

Nehmen wir an, *Berkshire Hathaway*, das bereits einen Anteil von 2,55 % an *GM* besitzt, würde eine Komplettübernahme anstreben, so müsste es, abhängig von der weiteren Kursentwicklung sowie von der zu zahlenden Übernahmeprämie, zwischen USD 50 Mrd. und USD 100 Mrd. auf den Tisch legen. Eine genauere Bestimmung des möglichen Kaufpreises ist nicht erforderlich, da es mir lediglich darauf ankommt zu verdeutlichen, dass die Übernahme eines Unternehmens der Größenordnung von *General Motors* selbst für *Warren Buffett* ein echter Elefant wäre, zu dessen Erlegung die vorhandenen „Waffen“ wohl einer zusätzlichen Aufrüstung bedürfen.

Eine solche Übernahme wäre theoretisch auch über zusätzliche Kreditlinien möglich. Die hohen Bargeldzuflüsse von *Berkshire Hathaway* würden nach nur wenigen Jahren einen vollständigen Abbau dieser Verschuldung ermöglichen. Wie wir aber wissen, liebt *Buffett* keine „konventionellen Kredite“. Er hebelt lieber indirekt über seine riesigen, meist kostenlos zur Verfügung stehenden, Versicherungsfloats.

Sicher haben Sie die Puzzleteile bereits selbst zusammengefügt: Über den Float der *Munich Re*, der momentan noch in aberwitzig teuren Anleihen steckt, könnte *Warren Buffett* sein Lebenswerk vollenden und seine bislang größte Übernahme mit Leichtigkeit finanzieren. Er würde damit aus meiner Sicht seinem Schaffen die Krone aufsetzen und das, was er einst aus dem Kleinen entwickelt hat, nun im ganz großen Stil fortsetzen!

Die *Munich Re* als Teil eines so großen Konglomerates wie *Berkshire Hathaway* hätte keine Probleme mehr mit den regulatorischen Anforderungen, die sie ja geradezu dazu zwingen, in Anleihen zu investieren. Unter dem Haftungsdach von *Berkshire Hathaway* hätte die *Munich Re* die Freiheit, den Float *wirklich* gewinnbringend und intelligent zu investieren. *Buffett* könnte wohl zum idealen Zeitpunkt die überbewerteten Bestandsanlagen abstoßen und in unterbewertete tauschen. Das würde die Profitabilität der *Munich Re* langfristig signifikant erhöhen und ihr einen deutlichen, kaum einholbaren Wettbewerbsvorteil verschaffen.

Zuletzt wurde *Warren Buffett* auch dahingehend zitiert, dass er auf dem aktuellen Niveau 30jährige Staatsanleihen liebend gerne leerverkaufen würde. Jedoch ist dies leichter gedacht als getan! Die Möglichkeiten, dies kostengünstig zu tun, sind leider relativ begrenzt. Ein Kompletterwerb der *Munich Re* und der massive Verkauf ihres immensen Staatsanleihebestandes zu voraussichtlichen Höchstkursen wäre sicherlich eine elegante Art, das sehr wahrscheinliche Platzen der Anleiheblase zu antizipieren und signifikant davon zu profitieren.

Die *Munich Re* ist für dieses Vorhaben deshalb so prädestiniert, weil ihr Aktienkurs keinesfalls widerspiegelt, dass sie mit ihren Anleihen auf riesigen Gewinnen sitzt, sondern vielmehr die Sorgen der Marktteilnehmer, dass die Profitabilität des Unternehmens unter dem andauernden Niedrigzinsumfeld zunehmend leiden wird. Leider eine nicht ganz aus der Luft gegriffene Befürchtung!

Weil ein solcher Deal für beide Seiten so immense Vorteile hätte, würde sich aus meiner Sicht das Management nicht sehr stark dagegen wehren. Insgeheim wird man vielleicht sogar auf ein Angebot von *Buffett* hoffen. Für einen *Warren Buffett* arbeiten zu dürfen, sollte auch für Herrn von *Bomhardt* ein echtes Vergnügen sein!

General Motors ist nur ein Beispiel dafür, wie *Buffett* eine *Munich Re*-Übernahme nutzen könnte. Es gibt mit Sicherheit noch ein paar andere große Elefanten, die er gerne erlegt hätte. Die *Munich Re* könnte jedoch für alle diese Begehrlichkeiten der geeignete Schlüssel sein.

Da *Berkshire Hathaway* mit *General Re* bereits einer der größten Rückversicherer der Welt gehört, dürfte eine Übernahme der *Munich Re* auf kartellrechtliche Bedenken stoßen. Hier liegt dann auch meine Hoffnung: Ich möchte meine Perle *Munich Re* nicht verlieren! Eine Übernahme durch *Buffett* würde mir natürlich eine schöne Übernahmeprämie bescheren. Darauf möchte ich aber lieber verzichten, denn ansonsten stehe ich ja vor dem gleichen Dilemma wie die *Munich Re* aktuell: Wohin mit dem Geld!? **Fortsetzung folgt!!!**