

HARTMUTSON

CO-INVESTORENBRIEF N° 03
29. MAI 2020

“
**Erfolg hat nur,
wer etwas tut,
während er auf den Erfolg wartet.”**

Thomas Alva Edison

Hartmutson's Wertentwicklung vs. DAX ETF

(thesaurierend; nach Kosten vor Steuern; in %)

Jahr	Hartmutson 16 til Infinity Focus	iShares Core DAX UCITS ETF	Delta zum DAX-ETF
2016(7 Monate).....	5,8	10,9	(5, 1)
2017.....	6,3	11,6	(5,3)
2018.....	(7,5)	(19,0)	11,5
2019.....	21,7	24,8	(3,1)
Annualisierte Rendite (CAGR) 2016-2019.....	6,8	6,8	0,0
Gesamtrendite 2016-2019.....	26,7	26,6	0,1

Hejsan, liebe Partnerinnen und Partner,

der Geldkurs unseres Hartmutson Wikifolios stand per 28.12.2019 bei 126,70 EUR. Die Wertentwicklung seit Jahresbeginn belief sich auf 21,7% und 26,7% seit Erstellung am 28.05.2016. Der iShares Core DAX ETF erzielte im entsprechenden Betrachtungszeiträumen 24,8% und 26,6%.

Ein wesentlicher Bestandteil unserer jährlichen Briefe ist über die Ertragsentwicklung unserer Unternehmen im abgelaufenen Jahr zu reflektieren, nicht jedoch über deren Kursentwicklung. Warum? Aus Überzeugung! Ich bin der Meinung, dass der Wert unseres Wikifolios langfristig von der operativen Entwicklung unserer Beteiligungen, nicht jedoch von den Schwankungen des Aktienmarktes, bestimmt wird.

Angesichts eines Preisanstiegs unseres Hartmutson Wikifolios um rund 22% im Jahr 2019 denkst Du wahrscheinlich, dass im vergangenen Jahr in unseren Unternehmen einige außergewöhnliche Dinge passiert sind. Eigentlich nicht wirklich!

Unternehmen	Kursänderung	Wachstum	Wachstum	Ergebnis in lokaler Währung in Mio.				
				2019	2018	2017	2016	2015
	2019	1 Jahr	5 Jahre	2019	2018	2017	2016	2015
Credit Acceptance	20%	19%	112%	658	555	400	361	310
CTS Eventim	73%	12%	49%	133	119	113	95	89
Fresen.Med.Care AG	17%	-39%	29%	1.200	1.982	1.280	1.124	928
Fuchs Petrolub Vz.	23%	-21%	-3%	228	288	269	259	236
Muench. Rueckvers.	39%	18%	-12%	2.724	2.310	375	2.580	3.107
Novo Nordisk	33%	1%	12%	38.951	38.628	38.130	37.925	34.860
Ryman Healthcare	69%	11%	67%	227	204	178	158	136
SAP SE	38%	-19%	8%	3.321	4.083	4.018	3.646	3.064
Tencent HDGS ADR	26%	19%	224%	93.310	78.719	71.510	41.095	28.806
Wirecard AG	-19%	n/a	n/a	n/a	347	260	267	143

Die meisten unserer Unternehmen haben ihren positiven Trend auch in 2019 fortgesetzt. Was wirklich großartig ist. Die obere Tabelle zeigt das jeweilige Wachstum des Nettogewinns 2019 und innerhalb der letzten fünf Jahre. Für Credit Acceptance und Ryman Healthcare, beide Beteiligungen haben wir im Laufe des Jahres in unserem Wikifolio ausgenommen, habe ich diejenigen Ertragskennzahlen hervorgehoben, die den Fortschritt der Unternehmen am besten widerspiegeln. Internationale Rechnungslegungsstandards verhüllen gerne tatsächliche Ertragskraft, indem sie scheinbar jährlich an Komplexität gewinnen und an Erklärungskraft verlieren. Credit Acceptance steigerte seinen bereinigten Gewinn um 18,6%. Ryman Healthcare steigerte seinen zugrunde liegenden Gewinn bis zum 31. März 2019 (Geschäftsjahresende) um 11,3%. Bei Wirecard standen die testierten Zahlen 2019 noch nicht fest. Die Veröffentlichung erfolgt am 18.06.2020. Es ist jedoch von einem erheblichen Wachstum auszugehen. Ich werde Euch in meinem nächsten Brief einen ausführlichen Bericht zu Wirecard geben.

Als Gruppe haben unsere Beteiligungen in 2019 in unserem Wikifolio gut abgeschnitten. Ich sage nur gut, da ich nicht zufrieden sein kann, wenn wir schlechter sind als unser Vergleichs-ETF. Credit Acceptance, CTS Eventim, Münchener Rück, Tencent und Wirecard waren die Top-Akteure. Ausnahmen sind Fresenius Medical Care, deren Wachstum derzeit von regulatorischen Massnahmen in den USA gehemmt wird. Fuchs Petrolub, die indirekt auch unter der Schwäche in der Automobilindustrie (Abkehr von Verbrennungsmotor) leiden und SAP, deren Transformation zu einen "Cloud-Plattform-as-a-service"-Anbieter im vollen Gange ist und das rückläufige Lizenzgeschäft noch nicht vollständig kompensieren bzw. übertreffen kann. Ich gehe davon aus, dass sich die "Ertragsdelle" in wenigen Jahren wieder in ein starkes Gewinnwachstum verwandeln wird. Ryman Healthcare blieb unter seinem selbst gesteckten Ziel, seinen zugrunde liegenden Gewinn jährlich um 15% zu steigern, hat aber eine Reihe von neuen Projekten in der Entwicklungsphase. Diese sollten mittelfristig das Ergebniswachstum wieder auf über 15% hieven. Ryman Healthcare konnte in den vorherigen fünf Jahren jeweils ihr Ziel erreichen. Seit 2002 konnten sie darüber hinaus das Jahresergebnis ohne Ausnahme steigern. Das Wachstum des Nettogewinns von Novo Nordisk konnte leider mit dem Umsatzwachstum von 9,1% nicht Schritt halten. Novo Nordisk steigerte jedoch seinen Buchwert pro Aktie um 13,4%. Die Eigenkapitalrendite lag bei sagenhaften 67,6%. Novo Nordisk kann fundamental nicht so stark wie unsere anderen Beteiligungen wachsen, sorgt jedoch für viel Stabilität im Wikifolio, bei sehr ordentlichen Wachstumsraten.

Neue Beteiligungen

Wir sind immer auf der Suche nach Möglichkeiten, das uns anvertraute Kapital bestmöglich zu verzinsen. Dadurch kann es durchaus mal vorkommen, dass wir trotz unseres langfristigen Anlagehorizonts bestehende Beteiligungen verkaufen, um Miteigentümer an einem Unternehmen zu werden, dessen zukünftige Entwicklung wir als bedeutend attraktiver sehen. Opportunitätskosten sind ein wesentlicher Bestand in der Formel zur überdurchschnittlichen Kapitalver-

zinsung. Sie repräsentieren nicht alleine Kosten für den Kauf/Verkauf von Beteiligungen oder Steueraufwendungen sondern auch entgangene Renditen resultierend aus Fehleinschätzungen, d.h. beispielsweise Versäumnissen.

Bevor wir uns entscheiden unser aller Kapital in neue Unternehmen zu investieren, stellen wir uns mantraartig unsere sechs Kernfragen: Existiert das Unternehmen und gedeiht es weiter in den kommenden zehn Jahren oder darüber hinaus? Lebt das Management richtige Werte vor und handelt es eigentümerorientiert? Kann das Unternehmen einen langfristigen Wettbewerbsvorteil auf- bzw. ausbauen? Kann das Unternehmen überdurchschnittlich wachsen? Kann das Unternehmen langfristig überdurchschnittliche Renditen auf das eingesetzte Kapital erwirtschaften? Und, ist der Kaufpreis attraktiv? Erfüllt ein Unternehmen alle sechs Merkmale, kaufen wir und halten die erworbene Beteiligung für eine sehr lange Zeit.

Für unsere neuen Beteiligungen Ryman Healthcare und Credit Acceptance konnten wir natürlich alle sechs Grundsatzfragen mit "Ja" beantworten und sind zuversichtlich, dass wir als langfristige Miteigentümer noch sehr viel Freude an der Entwicklung haben werden. Ich werde regelmäßig berichten, versprochen. Eine Frage möchte ich jedoch nachfolgend etwas ausführlicher behandeln, da die Ergebnisse sowohl bei Ryman Healthcare als auch Credit Acceptance Paradebeispiele für dieses wichtige Auswahlkriterium sind: Lebt das Management richtige Werte vor und handelt es eigentümerorientiert?

Ryman Healthcare und Credit Acceptance zeichnet eine außergewöhnliche Unternehmenskultur aus. "Je besser die Betreuung der Bewohner, desto erfolgreicher wird Ryman Healthcare sein." Diese Bestimmung hat Ryman's Unternehmenskultur nachhaltig geprägt und ist ein wesentlicher Bestandteil ihrer DNA. Sie manifestiert sich in nahezu allen Bereichen ihres Geschäftsmodells. Beispielsweise sind alle Anlagen auf die Bedürfnisse der Bewohner ausgerichtet und bieten ein vollumfängliches Angebot an Betreuungsmöglichkeiten. Während der Wettbewerb zumeist auf teure Pflegezentren verzichtet, um ihre Flächennutzung finanziell zu optimieren, baut Ryman umfangreiche Pflegezentren um ihre Betreuungsmöglichkeiten zu verbessern. Kurzfristig scheint Ryman's Entscheidung wenig rentabel, langfristig erhöht es jedoch den Wert der Wohneinheiten substantiell und schlägt sich damit nicht nur in einem nachhaltigen Preissteigerungspotenzial nieder, sondern wichtiger noch, in der Zufriedenheit ihrer Bewohner. Und wie wir alle wissen, sind zufriedene Kunden die besten Botschafter. Ryman's Kultur der Fürsorge erstreckt sich auch auf ihr Personal. Ryman würdigt unter anderem regelmäßig besonders hilfsbereites Pflegepersonal. Ich könnte noch viele weitere Beispiele nennen, die diese wunderbare Kultur veranschaulichen und belegen wie intelligent und konsequent ein sinnstiftendes Geschäftsmodell gelebt wird und welche positive Energie es freisetzen kann. Kulturen entstehen jedoch in der Regel nicht durch Zufall. Vielmehr sind sie das Ergebnis einer klaren und motivierenden Sinngebung, Beständigkeit und Verlässlichkeit. Grundwerte auf deren Basis die beiden Gründer John Ryder und Kevin Hickman 1984 starteten und ein Unternehmen aufbauten, dessen Management 35 Jahre später tagtäglich ihre Entscheidungen vom Wohlbefinden ihrer Bewohner und Mitarbeiter ("Rymanians")

trifft. Das Ergebnis ist phänomenal. Ryman Healthcare verfügt sowohl in Neuseeland als auch Australien (Victoria) über eine beeindruckende Reputation. Der Auslastungsgrad ihrer Anlagen liegt bei fabelhaften 95%. Neu errichtete Anlagen können binnen kürzester Zeit planmäßig belegt werden. Sowohl das Umsatzvolumen als auch die Ertragskraft wachsen seit Jahrzehnten auch ohne "Kosteneffizienz-Programme" oder "Personalabbau" überdurchschnittlich. Und sie sind noch lange nicht fertig! Gemäß Vereinten Nationen ist die Alterung der Weltbevölkerung beispiellos und die Entwicklung steht erst am Anfang. In den kommenden Jahrzehnten wird die Bevölkerungszahl von 75 Jährigen und älter erheblich steigen. Schätzungen gehen von einer Verdreifachung binnen 30 Jahren aus. Ryman Healthcare wird da sein, um den Bedürfnissen einer stetig alternden Gesellschaft bestmöglich gerecht zu werden. Wir sind glücklich, dass wir sie auf ihrem Weg begleiten dürfen.

Ist die Unternehmenskultur von Credit Acceptance vergleichbar herausragend? Nun, vergleichbar logischerweise nicht, aber ebenfalls herausragend. Meine Empfehlung an Euch: Besucht die Webseite von Credit Acceptance ("About us") oder ihren Youtube Kanal. Ich mag vor allem das Video "Credit Acceptance 41st Birthday Bash!". Bildet Eure eigene Meinung.

Handelt das Unternehmen aber auch eigentümergeorientiert? Ich könnte Euch jetzt mit meinen eigenen Worten erklären, warum wir davon überzeugt sind, bevorzuge es jedoch Brett A. Roberts, CEO von Credit Acceptance, aus seinem Shareholder Letter 2018 zu zitieren:

"Like any profitable business, we generate cash. Historically, we have used this cash to fund originations growth, repay debt or fund share repurchases.

We have used excess capital to repurchase shares when prices are at or below our estimate of intrinsic value (which is the discounted value of future cash flows). As long as the share price is at or below intrinsic value, we prefer share repurchases to dividends for several reasons. First, repurchasing shares below intrinsic value increases the value of the remaining shares. Second, distributing capital to shareholders through a share repurchase gives shareholders the option to defer taxes by electing not to sell any of their holdings. A dividend does not allow shareholders to defer taxes in this manner. Finally, repurchasing shares enables shareholders to increase their ownership, receive cash or do both based on their individual circumstances and view of the value of a Credit Acceptance share. (They do both if the proportion of shares they sell is smaller than the ownership stake they gain through the repurchase.) A dividend does not provide similar flexibility.

Since beginning our share repurchase program in mid-1999, we have repurchased approximately 34.0 million shares at a total cost of \$1.8 billion. In 2018, we repurchased approximately 337,000 shares at a total cost of \$127.1 million.

At times, it will appear we have excess capital but we won't be active in repurchasing our shares. This can occur for several reasons. First, the assessment of our capital position involves a high degree of judgment. We need to consider future expected capital needs and the likelihood that this capital will be available. Simply put, when our debt-to-equity ratio falls below the normal trend line, it doesn't necessarily mean we have concluded that we have excess capital. Our first priority is always to make sure we have enough capital to fund our business, and such assessments are always made using conservative assumptions. Second, we may have excess capital but conclude our shares are overvalued relative to intrinsic value or are trading at a level where we believe it's likely they could be purchased at a lower price at some point in the future. The assessment of intrinsic value is also highly judgmental. Fortunately for shareholders, we have two members of our Board, Tom Tryforos and Scott Vassalluzzo, who have had long and remarkable careers in investing in equities and are perfectly suited for the task of assessing the value of our business. My track record is less impressive. For reasons I can't defend, I have often argued on the side of waiting for a lower price. After many years of being wrong, I have learned to defer to Tom and Scott on this topic. The final reason we may be inactive in repurchasing shares has been the most common one over the years. We have often found ourselves with excess capital at a time when the share price was attractive, but we were in possession of material information that had not yet been made public. During such periods, we suspend our share repurchases until the information has been disclosed.

Unless we disclose a different intention, shareholders should assume we are following the approach outlined in this section. Our first priority will be to fund the business. If we conclude we have excess capital, we will return that capital to shareholders through share repurchases. If we are inactive for a period, shareholders should not assume that we believe our shares are overvalued."

Ich bin begeistert und habe nichts hinzuzufügen!

Wir sind Miteigentümer dieses fantastischen Unternehmens. Ich fühle mich großartig dabei. Ich hoffe Ihr Euch auch. Und wenn noch nicht heute, dann spätestens in zehn, 15 oder 20 Jahren. Bedenke: Die Aktie von Credit Acceptance handelte Ende 2001 bei 8,90 USD. Ende 2019 notierte sie bei 435 USD. Ein Anstieg um das 49-fache in 18 Jahren. Ein Wachstum ganz nach unserem Geschmack!

Desinvestitionen

Im Laufe des Jahres haben wir uns von unseren vier Beteiligungen in LVMH, Canadian National Railway, Royal Bank of Canada und Bank of Nova Scotia getrennt. Wir halten nach wie vor alle vier Unternehmen wirtschaftlich für erstklassig, haben uns jedoch aus unterschiedlichen Gründen gegen eine weitere Beteiligung entschieden.

Maßgeblich für unsere Entscheidungen ist das hohe Engagement von Royal Bank of Canada und Bank of Nova Scotia in der Finanzierung der Fracking-Industrie und der intensive Gebrauch von Glyphosat Roundup zur Instandhaltung des Schienennetzes durch Canadian National Railway. Ein besonderer Dank geht hier an Madelaine. Ihre intensiven Recherchen und fundierten Informationen in diesem wichtigen Themengebiet sind so wertvoll für uns.

Bei LVMH entwickelten sich die Geschäfte etwas weniger gut als ich erhofft hatte, während der Aktienkurs innerhalb unserer Haltedauer erheblich um 70,5% gestiegen ist. Wenn dies geschieht, bevorzuge ich in der Regel unsere Mittel abzuziehen.

Madelaine und ich haben beschlossen das Kapital in andere Unternehmen umzuschichten. Unternehmen, die deutlich besser zu unseren ethischen, ökologischen und sozialen Wertvorstellungen passen und dabei ebenfalls alle Voraussetzungen mitbringen, um unsere gesetzten Renditeerwartung zu erfüllen. Oder, gerne auch zu übertreffen.

Rezessionen sind unvermeidlich

Die Weltkonjunktur läuft, wir erleben einen der längsten Bullenmärkte in der Geschichte und unseren Unternehmen geht es gut. Wie gut sind sie jedoch für die nächste Rezession gewappnet? Eine Rezession gehört zu jedem Konjunkturzyklus, so wie Aufschwung, Boom und Depression. Weder ich noch all die sogenannten Börsenexperten und Crashpropheten können sie jedoch vorhersehen. (Auch wenn sie im Nachhinein etwas anderes behaupten.) Daher erachte ich es als wenig produktiv - wenn nicht sogar sinnlos - mir Gedanken darüber zu machen, wann sie einsetzen könnte, sondern konzentriere mich darauf, wie sich unsere Unternehmen in einem zyklischen Abschwung bewähren werden. Oder wie Warren Buffett es bildlich ausdrückte: "Erst wenn die Ebbe einsetzt, sieht man wer mit Badehose schwimmen gegangen ist."

Qualitätsunternehmen müssen Rezessionen nicht fürchten

Die meisten unserer Unternehmen haben natürlich eine gewisse Wechselbeziehung zur Wirtschaft. Ryman Healthcare zum neuseeländischen und australischen Immobilienmarkt, Credit Acceptance zur Arbeitslosenquote in den USA, Fuchs Petrolub zur Automobilindustrie, SAP zur Weltwirtschaft, Tencent zu den Werbeausgaben auf dem chinesischen Markt und Wirecard zum weltweiten Konsumverhalten. Fresenius Medical Care und Novo Nordisk haben wahrscheinlich die geringsten Wechselwirkungen, da sie sich im Gesundheitssektor befinden. Ihre Produkte und Leistungen werden immer benötigt, so dass die Nachfrage relativ beständig ist. Für die meisten Unternehmen ist eine gewisse Verschlechterung der Gewinne unvermeidlich, aber ich gehe davon aus, dass alle unsere Unternehmen auch in einer tiefen Rezession profitabel und gut kapitalisiert bleiben werden.

Rezessionsrisiken werden möglicherweise kurzfristig am intensivsten bei unserem Hersteller für Schmierstoffe (Fuchs Petrolub), Seniorenheimbetreiber (Ryman Healthcare) und Kreditgeschäft (Credit Acceptance) wahrgenommen werden. Es sind aber auch genau diese besonderen Unternehmen, die aufgrund ihrer starken Bilanz, großartigen Kultur, ihres eigentümergeorientierten Managements und ihrer stetig wachsenden freien Cashflows werthaltigen Nutzen aus einer konjunkturellen Schwächephase ziehen und dabei deutlich stärker aus ihr hervorgehen. Während andere Unternehmen aufgrund ihrer hohen Verschuldung um ihre Liquidität kämpfen, können unsere Unternehmen mit ihren hohen Eigenmitteln die günstige Marktlage nutzen. Wir fühlen uns gut aufgestellt. Die Chancen sollten auf unserer Seite sein.

Investition in Immobilien

Erinnern wir uns mal an die Finanzkrise 2007/2008. Sie war unter anderem eine Folge eines spekulativ aufgeblähten Immobilienmarkts in den USA (Subprime-Krise). Damals besuchte man Restaurants, Cafés oder Bars und die meisten Menschen sprachen voller Begeisterung über den Immobilienboom. Stieg man in ein Taxi, begann der Fahrer, über Immobilien zu sprechen. Man kann behaupten, dass dieses Verhalten eine starke Abweichung von der Norm darstellt. Es ist Außergewöhnlich. Was darauf folgte, wissen wir nur zu gut. Bitte versteht mich nicht falsch, ich möchte jetzt nicht andeuten, dass wir vor der nächsten großen Immobilienkrise stehen. Es fällt jedoch auf, dass sehr viele Menschen wieder über Immobilien sprechen und die Medien uns mit Beiträgen wie "Wo es sich noch lohnt Immobilien zu kaufen", "Immobilien als Renditetreiber" oder "Immobilienpreise gehen durch die Decke" überschütten. Auch ich werde immer häufiger gefragt, ob es sinnvoll ist eine Immobilie zu erwerben, vor allem weil die Zinsen ja so niedrig sind. Meine Meinung dazu ist ziemlich eindeutig und resultiert einerseits aus einer fundamentalen Betrachtung der Renditeerwartung andererseits aber auch aus langjähriger Erfahrung als Eigentümer von Immobilien. Mittlerweile reduziert auf unsere eigenen vier Wänden.

Ein Eigenheim sollte im Allgemeinen langfristig eine vor allem psychologisch wertvolle Investition sein. Darüber hinaus gibt es in vielen Ländern verschiedene Steuervorteile und Zulagen für Haus- bzw. Wohnungsbesitzer, die einen Erwerb noch attraktiver gestalten. Unabhängig von unserer persönlichen Situation heute, in zehn oder mehr Jahren, wird zweifelsohne immer eines unserer Grundbedürfnisse ein sicheres Heim bleiben. Ich gehe davon aus, dass die meisten von uns wahrscheinlich besser schlafen können, in der Gewissheit, zu jederzeit ein festes Dach über dem Kopf zu haben. Wie bei jeder Regel gibt es aber auch hier eine Ausnahme: Berufstätige, deren Karriereplanung höchstwahrscheinlich einen oder mehrere Ortswechsel beinhalten. Immobilienpreise können nicht nur steigen, sie können auch fallen! Das ist im Grunde nicht beunruhigend, vorausgesetzt wir planen den Großteil unseres Lebens in derselben Wohnung oder im selben Haus zu leben. Sollte man jedoch aus beruflichen Gründen gezwungen sein, die Immobilie zu einem ungünstigen Zeitpunkt zu verkaufen, so kann dies zu erheblichen Verlusten führen.

So sinnvoll eine Investitionen in ein Eigenheim ist, so riskant und unrentabel ist der Besitz von Immobilien als Kapitalanlage, d.h. zur Vermietung. Dies mag zwar auf den ersten Blick widersprüchlich zu meinen vorherigen Aussagen stehen, jedoch sehe ich hier gravierende Unterschiede. Es wird häufig unterschätzt oder schlicht ausgeblendet, dass die Vermietung von Immobilien mit einem sehr hohen Arbeits- und Zeitaufwand und hohen Risiken verbunden ist. Dafür gibt es dann relativ magere Renditen. Die Gründe dafür sind vielfältig. Immobilienpreise können, wie auch Aktien, sowohl nach unten als auch nach oben gehen, wie bereits erwähnt. Anschaffungsnebenkosten für Makler, Grunderwerbssteuer, Notar und Grundbuchamt belaufen sich auf 8-15% abhängig vom Bundesland und der Maklerprovision. Würdest Du eine Aktie kaufen, wenn Dein Broker 8-15% Handelsprovision dafür in Rechnung stellt? Deine Immobilie müsste 8-15% im Wert wachsen um eine erste Rendite zu erzielen, wobei objektabhängig anfallende Instandhaltungskosten ebenfalls noch zu berücksichtigen sind. Darüber hinaus genießen Mieter in den meisten Ländern einen sehr starken Schutz, was es schwierig macht, notwendige Mieterhöhungen durchzusetzen oder, sollten sie nicht mehr zahlen, sie loszuwerden. Soweit so schlecht. Nehmen wir nun an, dass wir es mit einem sehr schlaun Immobilienmakler oder Bauherren zu tun haben. Er konnte uns davon überzeugen, dass trotz aller oben genannten, Rendite fressenden Zeit- und Kostenfaktoren eine Investitionen dennoch lohnenswert ist und wir auf Basis von "historisch" niedrigen Zinssätzen eine Rendite von 4% pro Jahr erzielen können. Mag sein, sofern für den Erwerb der Immobilie kein Fremdkapital verwendet wurde. Seien wir ehrlich, die meisten von uns können eine "Zweitimmobilie" nicht aus Barreserven bezahlen, so dass ein Großteil mittels Bankkredit finanziert werden muss. Eine 4%-ige Rendite auf Basis der derzeit niedrigen Baukreditzinssätze und einer Zinsbindung von 10-15 Jahren, kann beträchtlich schrumpfen, wenn nach Ablauf der Zinsbindung eine Anschlussfinanzierung zu dann höchstwahrscheinlich deutlich höheren Zinssätzen abgeschlossen werden muss.

Ein kluger Investor scheut steuergeförderte Investitionen, da er sich bewusst ist, dass steuerliche Anreize genauso schnell verschwinden wie sie kamen. Er meidet noch vielmehr die Aufnahme von Fremdkapital zu Investitionszwecken, denn er weiss, das die Weltwirtschaft in Zyklen verläuft, die in der Regel wiederkehrend Perioden mit gewaltigen Umwälzungen mit sich bringen. In solchen Phasen kann selbst eine geringe Verschuldung zu einem Totalverlust von Kapital führen, wenn aufgrund von ausbleibenden Einnahmen (z.B. aufgrund von Arbeitsverlust oder Gewinneinbruch) der Schuldendienst nicht mehr geleistet werden kann und das Investitionsobjekt mit einem hohen Abschlag liquidiert werden muss.

Der Blumentopf

Als "Alleinunterhalter" bezüglich Anlageentscheidungen, werde ich häufig gefragt, was passieren würde, träfe mich bei meinen regelmäßigen Spaziergängen ein Blumentopf auf den Kopf. Eine sehr berechtigte Frage. Da mir eine derart leidvolle Erfahrung glücklicherweise fehlt, versuche ich die Frage mit einem anderen Beispiel zu beantworten. Madelaine und ich hatten in 2019 insgesamt vier Wochen Urlaub. Während dieser Zeit halte ich mich fern von Wirtschafts-

nachrichten, Aktienmärkten und Geschäftsberichten. Darüber hinaus gab es 2019 alleine in Deutschland zehn Börsenfeiertage und 104 Tage, die auf einen Samstag oder Sonntag fielen. In der Summe konnte ich folglich an 134 Tagen nicht aktiv am Kapitalmarkt tätig sein. Ich kann jedoch voller Freude vermelden, dass dieser Umstand keinerlei negativen Auswirkungen auf unser Portfolio hatte. Fehlende Handelsmöglichkeiten sind das Problem von Spekulanten, nicht aber von Investoren, die langfristige Eigentümer von Unternehmen sind und auf nachhaltig steigende Renditen setzen. Oder wie Warren Buffett es formulierte: "Ich kaufe eine Aktie unter der Annahme, dass die Börse am nächsten Tag für die nächsten fünf Jahre geschlossen werden könnte."

Sollte mich der Blumentopf eines Tages doch ernsthafter treffen, dann müsst Ihr entscheiden, ob mein Nachfolger ebenfalls Euer Vertrauen erhält oder Euer Kapital einen anderen Ort findet. Je weiter dieser Tag in der Zukunft liegt, umso wahrscheinlicher ist es, dass Ihr keinen Verlust erleiden werdet.

Die richtige Erwartungshaltung

Die Wertentwicklung von Kapitalanlagen generell und damit auch unseres Wikifolios innerhalb eines Jahres ist ein unzureichender Indikator für dessen Qualität und langfristige Ertragskraft. Ich erinnere an 2018 als unser Hartmutson Wikifolio gut 7% verlor (DAX minus 18%). Der Rückgang geschah in einem Jahr, in dem die Weltwirtschaft florierte, unsere Unternehmen sich prächtig entwickelten und es keinerlei offensichtlichen makroökonomischen Risiken gab, die über das übliche "Geplänkel" (von Mr. Trump und Konsorten) hinausgingen.

Wir verwalten ein stark konzentriertes Portfolio mit einem auf langfristigen Erfolg ausgelegten und antizyklischen Anlageansatz. Wir müssen damit rechnen, dass unser Wikifolio von massiven und unerwarteten Marktwertschwankungen betroffen sein kann und auch wird. Mit meinem Hinweis auf die möglich höhere Volatilität möchte ich niemanden verunsichern. Vielmehr ist es mir ein wichtiges Anliegen klarzustellen, dass wir alle mit den gleichen Zielen und Erwartungen ins Spiel gehen. Partnern, denen man stetig steigende Renditen ohne Risiken verspricht, suchen verständlicherweise sehr schnell das Weite, sobald es zum ersten größeren Rücksetzer kommt. Indem wir Erwartungen klar und (hoffentlich) verständlich kommunizieren, vertrauen wir darauf eine gleichgesinnte und loyale Gruppe an Investoren zu gewinnen. Könnte unsere Ehrlichkeit Anleger, die sich vor vermeintlich höherer Volatilität fürchten, verschrecken? Möglicherweise. Diesen Preis zahlen wir gerne. Auf lange Sicht werden alle Beteiligten glücklicher sein.

In unserem Universum sorgen jedenfalls Kursrücksetzer für keine schlaflosen Nächte. Ich würde sie per se auch nicht als Risiko verstehen. Im Gegenteil. Würden Aktienkurse nie fallen, gäbe es kaum attraktive Kaufgelegenheiten. Nicht ohne Grund verzeichnete der Dezember im Jahr 2018 die höchsten Nettozukäufe von Beteiligungen. (Der DAX verlor von August bis Dezember rund 17% an Marktwert.) Ob alle Käufer dabei gute Entscheidungen getroffen haben, kann ich natürlich

nicht beurteilen. Wir können jedoch mit Gewissheit davon ausgehen, dass die zukünftig zu erwartenden Renditen besser sein werden, als wenn die gleichen Beteiligungen kurz vor dem Rückgang des Marktes gekauft worden wären. Eine höhere langfristige Wertsteigerung als Ausgleich für ein gewisses kurzzeitiges Unbehagen bei einem Preisrückgang ist ein Handel, den jede(r) Geschäftsfrau/-mann gerne machen sollte.

Epilog

Ich beginne normalerweise Anfang Februar und schreibe zusammengerechnet einige Wochen an einem Co-Investorenbrief. Im Februar konzentriere ich mich dabei auf generelle Themen über die ich schreiben möchte. Unsere Unternehmen veröffentlichen in der Regel dann bis Ende Februar ihre Geschäftsberichte und ich nehme mir ein paar Wochen Zeit diese zu studieren. Auch bei diesem Brief fing ich Anfang Februar an meine Gedanken zu Papier zu bringen, wurde jedoch von einem Ereignis unterbrochen, welches sich zu einer weltweiten Krise ausweitete und bei unserem Hartmutson Wikifolio binnen fünf Wochen für einen Kursrückgang von 36,9% sorgte. Welche Auswirkungen dies kurz- und langfristig auf die Wertentwicklung unseres Wikifolios haben kann, soll jedoch nicht mehr Bestandteil dieses Briefes werden. Meine Einschätzung dazu findet Ihr in meinem Covid-19 Spezial Brief vom 26. März 2020. Wie sich unser Wikifolio im Gesamtjahr 2020 letztendlich entwickelt, werde ich Euch in meinem nächstjährigen Brief berichten.

In der aktuellen Situation ist es mir ein wichtiges Anliegen nochmals zu betonen wie glücklich wir sind, Partner wie Euch an unserer Seite zu wissen. Partner, die unsere langfristige Sichtweise unterstützen und uns ermöglichen die Stärken unserer Anlagephilosophie auszuspielen. Während der letzten turbulenten Wochen und Monate floss kein Cent Eures investierten Kapitals ab. Wir können sogar stolz neue Einlagen vermelden und neue Partner begrüßen. Madelaine und ich fühlen uns geehrt und sind dankbar für Eure Investitionen und Euer Vertrauen. Wir sind fest entschlossen, es uns auch weiterhin zu verdienen.

Ich habe bis dato keine verlässliche Methode gefunden kurzfristige Kursbewegungen börsengehandelter Unternehmen vorherzusagen und ich kann Euch auch nicht versprechen, dass wir bis Ende 2020 den Kursrückgang wieder aufgeholt haben. Ich kann Euch jedoch garantieren, dass Madelaine und ich weiterhin mit 100% unserer frei zur Verfügung stehenden liquiden Mitteln in unserem Hartmutson Wikifolio investiert sein werden. Wir essen zusammen mit Euch unsere eigene Suppe.

Ich freue mich Euch im nächsten Jahr wieder zu berichten.

Euer,
Attila