

Investment View August 2024

Happy Birthday Mr. Buffett – Warum viele Investoren Ihren Ansatz nicht verstehen.

Berkshire Hathaway – Eine einmalige Erfolgsgeschichte

Warren Buffett gilt für viele Anleger als der beste Investor aller Zeiten. Wenige können einen vergleichbaren Track Record aufweisen, noch weniger können dies über einen Zeitraum von nahezu 70 Jahren. Zusammen mit seinem Geschäftspartner und Vice Chairman Charlie Munger formte er aus Berkshire Hathaway, einem strauchelnden kleinem Textilunternehmen, ein globales Konglomerat mit einer Marktkapitalisierung von fast \$1 Billion. Wer dem Orakel von Omaha, wie seine Anhänger Buffett nennen, 1965 folgte, bezahlte etwa \$15 für eine Berkshire Aktie. Heute notiert der Kurs des Unternehmens bei etwa \$716.000. Dies entspricht einer Rendite von mehr als 4.700.000%. Der S&P500 erzielte im selben Zeitraum etwa magere 31.000% (inklusive Dividenden). Hätte Buffett nicht immer wieder Berkshire Anteile an diverse Stiftungen verschenkt, wäre er heute im Alter von 94 Jahren der mit Abstand vermögendste Mensch der Welt. Aber so reicht es mit etwa \$133 Milliarden nur zu Platz sechs, was er sicherlich verschmerzen kann. Anlässlich seines Geburtstages am 30. August wollen wir einen Blick auf Buffetts Ansatz werfen und mit einer riskanten Fehlinterpretation dessen aufräumen.

Perspektive Asset Management AG
Feringastrasse 7A
85774 Unterföhring



Patrick Petermeier, CIIA
Fondsmanager
p.petermeier@perspektive-ag.com

Weiterentwicklung des Value Ansatzes

Geprägt von seinem Mentor Benjamin Graham, fokussierte sich Buffett zu Beginn seiner Karriere und auch anfangs bei Berkshire, auf das Aufspüren sogenannter Net-Nets. Darunter werden Aktien verstanden, welche unter dem Buchwert der kurzfristigen Vermögenswerte abzüglich Schulden notieren. Ohne Internet und leicht zugängliche Datenbanken kamen solche Unternehmen damals wesentlich häufiger vor als heute. Erst später, unter Einfluss von Charlie Munger und Philip Fisher, erkannte Buffett, dass es häufig rentabler ist, für ein hervorragendes Unternehmen einen gewissen Preisaufschlag zu bezahlen. Dieser Ansatz hatte neben den potenziell hohen Renditen einen weiteren entscheidenden Vorteil: Er ermöglichte Berkshires Buy-and-Hold Strategie. Mit dem kurzfristigeren Anlagehorizont des Net-Net-Ansatzes, wäre der Erfolg, auch in Anbetracht des hohen Anlagevermögens, sicherlich nicht möglich gewesen.

A wonderful company at a fair price

Buffett selbst sagte einmal *“it’s far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price”*. Mit Buffetts und Mungers wachsender Berühmtheit, verbreitet sich auch dieser Investmentansatz zunehmend. Heute ist er bekannt als „Growth at a reasonable price (GARP)“ oder als „Quality Investing“. Doch egal wie man ihn letzten Endes bezeichnet, das Ziel ist immer dasselbe: Ein Unternehmen finden, welches über einen starken Wettbewerbsvorteil verfügt, über Jahre hinweg zu hohen Renditen reinvestieren kann und dessen Aktie zu einem fairen Preis gehandelt wird. Doch was genau ist ein „fairer Preis“ und wann wird aus fair teuer?

Genau hier liegt der Knackpunkt des Ansatzes. Fair ist nicht gleich fair. Je höher der Kaufpreis heute, desto höher muss das Wachstum in der Zukunft ausfallen. Seit einigen Jahren rechtfertigen viele GARP/Quality-Investoren ihr hoch anmutenden Bewertungsmultiples mit kaum zu überwinden Eintrittsbarrieren und Jahrzehnten des weiteren Wachstums. Eine optimistische Prognose ermöglicht so einen höheren „fairen“ Preis. Es scheint fast so als wäre aus ... *wonderful company at a fair price...* eher ... *wonderful company at every price...* geworden. Für uns Grund genug, einen Blick auf Buffetts erfolgreichste Investments zu werfen, um herauszufinden, was der Altmeister wohl mit einem fairen Preis meint.

Eine Auswahl der wichtigsten und besten Investments

Im Jahr 1963 wurde **American Express** in den sogenannten Salatölskandal verwickelt. Auf Grund fehlerhafter Empfangsquittungen musste eine AmEx Tochter Gläubigerschutz beantragen. Die Auswirkungen auf die Muttergesellschaft waren nicht abzusehen und eine Zahlungsunfähigkeit stand im Raum. Die Aktie des Unternehmens verlor mehr als 40% seines Wertes. Nach sorgfältigem Research war Buffett der Ansicht, dass das Unternehmen den Skandal überleben und zu alter Stärke zurückfinden werde. Er kaufte für sein damaliges Partnership ca. 13 Millionen Aktien. Bei einem Kaufpreis von durchschnittlich \$40 (der genaue Preis ist nicht bekannt) bezahlte Buffett das **11,5-fache des Nettogewinns** des Jahres 1963 bzw. **EV/EBIT Multiple von 6,5**. Rückblickend erscheint diese Bewertung lächerlich günstig. Von 1963 bis heute wuchs der Umsatz des Finanzdienstleisters von \$100 Millionen auf \$55 Milliarden. Vielleicht ist es kein Zufall, dass sich Buffett und Munger 1959 kennen lernten (Munger hielt nicht viel vom Net-Net-Ansatz).

Unsere Fondslösungen:

[Perspektive OVID Equity ESG Fonds](#)
DE000A2DHTY3
DE 000A2ATBG9

[Sustainable Smaller Companies ESG Fund](#)
DE000A2QDRX0
DE000A2QDRY8

Ein aus heutiger Sicht kleines, aber wohl eines der wichtigsten Investments, war der Süßwarenhersteller **See's Candies**. Das Familienunternehmen ist vor allem in Kalifornien für seine exzellenten Pralinen und hervorragende Qualität bekannt. Da es bei See's jedoch an einem Nachfolger in der Geschäftsführung mangelte, entschied sich die Familie im Jahr 1972 das Unternehmen zu verkaufen, wovon Buffett telefonisch erfuhr. In einer ersten Reaktion hielt er den geforderten Kaufpreis für zu teuer und lehnte ab. Nachdem die Telefonleitung jedoch unterbrochen wurde und er sich einen Überblick der Finanzzahlen verschaffte, willigte er ein, Kaufpreisverhandlungen zu führen. Diese erwiesen sich als zäh und nur durch das Einwirken von Charlie Munger auf Buffett einigte man sich auf einen Kaufpreis von \$25 Millionen bzw. das etwa **12-fache des Nettogewinns (EV/EBIT 6,3)** im Jahr 1972. Hätte Buffett auf seinem maximalen Kaufpreis bestanden, hätte er eines der besten Investments seiner Laufbahn verpasst – See's erwirtschaftete bis heute mehr als \$2 Milliarden Profit für Berkshire.

Als bekennender **Coca-Cola** Trinker (er soll täglich 5 Dosen Cherry Coke trinken) wusste Buffett schon 1988, dass es sich bei Coca-Cola um ein außergewöhnlich starkes Unternehmen handelte. Damals wie heute existierten nur zwei relevante Cola Marken: Coca-Cola und Pepsi. Mit dem Wettbewerber lieferte sich Coca-Cola in den 1980er einen Krieg um Marktanteile, welcher in der Einführung der „New Coke“ gipfelte. All dies belastete den Aktienkurs und erregte Buffetts Aufmerksamkeit. Er berechnete den Pro-Kopf-Konsum von Coca-Cola in verschiedenen Ländern, verglich diese mit den Vereinigten Staaten und errechnete so das internationale Potenzial des Unternehmens, welches damals bei weitem noch nicht ausgeschöpft war. Zwischen 1988 und 1989 kaufte Buffett für mehr als \$1 Milliarde Aktien des Softdrink Giganten und bezahlte hierfür (unter Berücksichtigung angekündigter Steuersenkungen) ein **KGV von etwa 14 bzw. EV/EBITA von etwa 10**. Günstig für eines der stärksten und rentabelsten Unternehmen der letzten Jahrzehnte.

Wir wollen unsere Beispiele mit einem der jüngsten und bekanntesten Investments Buffetts schließen: **Apple**. Die Investition in Apple im Jahr 2016 (Berkshire kaufte über mehrere Jahre hinweg) war für Buffett, der Technologieunternehmen meist außerhalb seines „Circle of Competence“ sah, ungewöhnlich. Ein technologischer Vorsprung kann einen starken Wettbewerbsvorteil darstellen, aber in der schnelllebigen Tech-Welt auch von kurzer Dauer sein. Buffett traute sich bis dahin keine Einschätzung über die Stärke und Langlebigkeit des Wettbewerbsvorteils zu. Er erkannte bei Apple jedoch auch, dass es sich weniger um ein Tech-Unternehmen, sondern vielmehr um eine der stärksten Consumer Brands unserer Zeit handelte. Im Jahr 2016 drückten Sorgen um eine mögliche Sättigung am Smartphonemarkt und fehlende Produktinnovationen den Kurs der Aktie um fast 30%. Buffett begann mit einem Engagement von 40 Millionen Aktien und kaufte bis Ende des Jahres 169 Millionen weitere Stück für das Portfolio von Berkshire. In den kommenden Jahren erhöhte er das Engagement kontinuierlich um weitere 975 Millionen Aktien. Für seine anfängliche Position zahlte Buffett weniger als das **11-fache des Nettogewinns** des abgelaufenen Geschäftsjahres und ein **EV/EBIT von etwa 6,5**. Durch die Ausweitung der Bewertungsmultiples und die gute Unternehmensentwicklung in den Folgejahren erzielte Buffett mit seinem Apple Engagement den wohl höchsten USD-Gewinn seiner Karriere.

Die Preise sind nicht immer „reasonable“!

Bringt man die genannten Beispiele in Verbindung mit Buffetts jüngsten Verkäufen und den **nicht** getätigten Investments in bekannte Qualitätsunternehmen, wird schnell klar, wo sein „reasonable Price“ liegt. Er ist weit entfernt von den Preisen, die viele Investoren, welche sich auf seinen Ansatz beziehen, heute bezahlen. Auch das derzeit niedrige Zinsniveau kann hier nicht als Argumentation dienen. In den von uns besprochen Fällen lagen die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen immer zwischen 4% und 6%, also nicht erheblich höher als die Renditen heute.

Der Bezug auf die übergeordnete Bedeutung der Unternehmensqualität missinterpretiert Buffetts Aussagen. Er spricht nicht von Qualität zu jedem Preis, sondern von einem Preis, welcher eine überdurchschnittliche Rendite bei gleichzeitiger Sicherheitsmarge ermöglicht. Dabei ist klar, dass die Margin of Safety bei hervorragenden Unternehmen geringer sein kann als bei durchschnittlichen Unternehmen, da die operativen Risiken niedriger sind. Sich jedoch darauf zu verlassen, dass ein hervorragendes Unternehmen über die nächsten 10, 20 oder 30 Jahre in seine Bewertung „hineinwächst“ ist ein gefährliches Spiel, zumal die wenigsten Investoren über einen derart langen Anlagehorizont verfügen, auch wenn sie zu Beginn ihres Investments davon träumen. Es sollte nicht vergessen werden, dass im Rahmen einer Unternehmensbewertung stets das Wachstum die unsicherste Komponente darstellt. Je höher der Kaufpreis, desto höher der Wachstumsanteil in der Bewertung und desto höher das Risiko. Wettbewerbsvorteile halten nicht ewig und in Jahrzehnten verändert sich viel. General Electric, IBM, Yahoo, Swatch, Blockbuster, Game Stop, Karstadt, Kodak, Xerox und Foot Locker können ein Lied davon singen.

Meiden Sie also auf Manager, die sich auf Buffetts Ansatz beziehen, um zu kaschieren, dass sie bereits sind jede Bewertung zu bezahlen. Zwischen einem hervorragenden Unternehmen und einem hervorragenden Investment gibt es einen Unterschied: den Preis.

PS: Viele der oben genannten Daten und Eckpunkte beruhen nicht auf unserem Research, sondern auf Literaturquellen, die wir Ihnen für den nahenden Herbst nur empfehlen können:

Alice Schroder – Das Leben ist wie ein Schneeball

Yefei Lu – Inside the Investments of Warren Buffett

Roger Lowenstein – Buffett: The Making of an American Capitalist

Jane Lowe – Damn Right: Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger

Glen Arnold – Deals of Warren Buffett: Volume 1, 2 & 3

Disclaimer

Dies ist eine Werbemitteilung im Sinne des WpHG. In diesem Dokument enthaltene Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Merkmale des Fonds. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Wesentlichen Anlegerinformationen sind abrufbar unter: www.hansainvest.de. Dieses Dokument ist nur für Informationszwecke bestimmt und gilt nicht als Angebot für den Kauf oder Verkauf des Fonds. Der Fonds darf weder direkt noch indirekt in den USA vertrieben noch an US-Personen verkauft werden.