

**Wir investieren in Gewinner.** Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

### **Berkshire Hathaway Inc.**

Im August 2011 stellten wir Berkshire Hathaway erstmals in unserem Investmentbericht vor. Damals wiesen wir auf Buffetts überraschende Veröffentlichung einer näherungsweise Berechnungsmethode für den inneren Wert von Berkshire Hathaway hin. Diesen ermittelten wir daraufhin mit 170% des Buchwerts. Gleichzeitig entsprach der Börsenkurs nur 104% des Buchwerts. Auf die Unterbewertung reagierte Buffett wenige Wochen nach unserem Bericht, indem er den Rückkauf eigener Aktien zu einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von maximal 110% bekanntgab. Im Jahr 2012 hob er die Grenze auf 120% an. Seither ist der Parameter unverändert und der Börsenkurs bewegt sich oberhalb des Rückkaufniveaus. Da wir die Quartalsberichte auswerten, können wir das Preis-Wert-Verhältnis der Aktie und die Attraktivität ihres Rückkaufs kontinuierlich beurteilen. Im Jahr 2017 ist der Buchwert außergewöhnlich stark um 23% gewachsen. Er verbesserte sich um 65 Mrd. USD auf 348 Mrd. USD. Davon sind 29 Mrd. USD auf Sondereffekte aus der US-Steuerreform zurückzuführen. Die restlichen 36 Mrd. USD verdeutlichen die immense Ertragskraft des Unternehmens. Buffetts Rückkaufgrenze erhöhte sich durch den Anstieg auf 418 Mrd. USD bzw. 254.000 USD pro Aktie. Gleichzeitig ist der innere Wert auf 564 Mrd. USD bzw. 343.000 USD pro Aktie, entsprechend 162% des Buchwerts, gewachsen. Dieser liegt nicht nur rund 50.000 USD über dem aktuellen Börsenkurs, er

dürfte vor allem um etwa 11% p.a. wachsen, wenn man näherungsweise allein die jährliche Steigerung des Buchwerts in den letzten zehn Jahren ansetzt. Hierfür ist insbesondere das Prämienvolumen der vier Versicherungssparten verantwortlich, das Berkshire Hathaway über viele Jahre gewinnbringend anlegen kann, bis etwaige Versicherungsschäden anfallen. Da die historische Schadens- und Kostenquote unter 100% liegt, sorgt das mittlerweile auf 115 Mrd. USD gewachsene Prämienvolumen („Float“) für einen steten Anlagebedarf, der den Ausbau des Imperiums antreibt. Die Kosten des Floats (Versicherungsverluste) sind folglich nicht nur geringer als die Kosten einer alternativen Refinanzierung, sie entsprechen vielmehr einer dauerhaften Refinanzierung mit negativem Zins.

Unseres Erachtens ist der innere Wert eine sehr konservative Schätzung. Buffett billigte den normalisierten Ergebnissen vor Steuern der nicht börsennotierten Tochtergesellschaften, die nicht im Versicherungsgeschäft tätig sind, den 12-fachen Preis zu. Heute dürfte er diesen Faktor deutlich höher ansetzen. Nicht zuletzt, weil sich durch die US-Steuerreform die Unternehmenssteuer von 35% auf 21% reduziert hat. Wir rechnen daher mit einer Anhebung der Rückkaufschwelle. Buffett spielte in einem Interview bereits mit dem Gedanken, sie auf 125% oder 127% anzuheben. Unabhängig davon dürfte der innere Wert weiter steigen (Value) und die Rückkaufgrenze das Niveau des heutigen Börsenpreises bereits in zwei Jahren erreichen (Event).

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky