

**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.**

Am 17. Juli 2018 gab Berkshire Hathaway bekannt, dass die Rückkaufschwelle für das bestehende Aktienrückkaufprogramm, die den Erwerb eigener Aktien auf den Gegenwert von 120% des Buchwerts begrenzte, aufgehoben wird. Sie galt seit dem 12. Dezember 2012, nachdem das Programm am 26. September 2011 mit einem Schwellenwert von 110% aufgelegt worden war. Wir stellten Berkshire Hathaway bereits im August 2011 erstmals in unserem Investmentbericht vor und wiesen auf Warren Buffetts Veröffentlichung einer Methode für die näherungsweise Berechnung des inneren Werts von Berkshire Hathaway hin. Diesen ermittelten wir daraufhin mit 170% des Buchwerts. Gleichzeitig entsprach der Börsenkurs nur 104% des Buchwerts. Buffett wollte die Unterbewertung ausnutzen. Leider kam er nie richtig zum Zug, weil die Rückkaufgrenze zu niedrig bemessen war bzw. weil sich der Börsenkurs oberhalb des veröffentlichten Rückkaufniveaus bewegte. Derzeit beträgt der Kurs 139%, der innere Wert ungefähr 161% des Buchwerts. Der innere Wert dürfte weiterhin um rund 10% p.a. wachsen, wenn man näherungsweise allein die Steigerung des Buchwerts aus den letzten zehn Jahren zugrundelegt. Hierfür ist vor allem das Prämienvolumen aus den vier Versicherungssparten verantwortlich, das so lange gewinnbringend angelegt werden kann, bis etwaige Versicherungsschäden anfallen. Da die historische Schadens- und Kostenquote unter 100%

liegt, sorgt das mittlerweile auf 116 Mrd. USD gewachsene Prämienvolumen („Float“) für einen steten Anlagebedarf, der den Ausbau des Imperiums antreibt. Die Kosten des Floats (Versicherungsverluste) sind nicht nur geringer als die Kosten einer alternativen Refinanzierung, sie entsprechen vielmehr einer dauerhaften Refinanzierung mit negativem Zins.

Eine wesentliche Annahme für die Berechnung des inneren Werts ist heute allerdings zu konservativ gewählt. Buffett billigte den normalisierten Ergebnissen vor Steuern der nicht börsennotierten Tochtergesellschaften, die nicht im Versicherungsgeschäft tätig sind, den 12-fachen Preis zu. Mittlerweile dürfte er den Faktor deutlich höher ansetzen. Nicht zuletzt, weil im Zuge der jüngsten US-Steuerreform die Körperschaftsteuer von 35% auf 21% gefallen ist. Ein Aktienrückkauf auf dem heutigen Kursniveau macht daher Sinn. Zumal Buffett für seinen Bargeldbestand von über 100 Mrd. USD keine Investmentalternativen zu finden scheint, die ihm eine höhere und ähnlich sichere Verzinsung versprechen. Ob er den Schritt tatsächlich vollzieht oder nur den Handlungsspielraum für seine künftigen Nachfolger erweitern möchte, ist nicht bekannt. Beginnen könnte er mit den Rückkäufen ab dem 6. August 2018, nachdem das Unternehmen am 4. August 2018 einen enormen Quartalsgewinn von 12 Mrd. USD vermelden konnte. Wir haben bereits seit dem 26. Februar 2018 auf eine Anpassung der Rückkaufschwelle gewartet: Damals kokettierte Buffett in einem CNBC-Interview mit diesem Schritt.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky