

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.

Nach der Übernahme der Kontrollmehrheit im Jahr 1965 richtete der US-Investor Warren E. Buffett das erfolglose Textilunternehmen als Beteiligungsgesellschaft neu aus. Dank einer äußerst geschickten Kapitalallokation erzielte Buffett im Zeitraum von 1965 bis 2010 eine durchschnittliche Steigerung des Buchwerts pro Aktie von 20%. Angesichts der schieren Größe des Imperiums sind die frühen Wachstumsraten heute nicht mehr erreichbar. Das Wachstum verminderte sich in den letzten zehn Jahren auf durchschnittlich 9% pro Jahr.

Der Börsenwert von Berkshire Hathaway beträgt momentan 170 Mrd. USD. Das entspricht in Anbetracht eines ausgewiesenen Eigenkapitals (inklusive Minderheitenanteil) in Höhe von 163 Mrd. USD lediglich 104% des bilanziellen Buchwerts des Unternehmens. Nur selten in den letzten 25 Jahren war die Bewertung so niedrig. Üblicherweise liegt sie zwischen 150% und 200%. Das Aufgeld ist auf den inneren Wert zurückzuführen, der deutlich über dem Eigenkapital liegt. Im Geschäftsbericht 2010 gibt Buffett selbst eine Anleitung zur näherungsweise Berechnung dieses Wertes.

Die erste Komponente entspricht dem Marktwert der Investments (Aktien, Anleihen und Liquidität). Er beträgt 158 Mrd. USD. Dieser Betrag wird zu 66 Mrd. USD durch den „Float“ aus dem Versicherungsgeschäft finanziert. Das sind vereinnahmte Prämien, die der Versiche-

rer zum Teil über Jahre zu seinem Vorteil anlegen kann, bis er auftretende Schäden begleichen muss. Die Sparte ist werthaltig, da die historische Schadens- und Kostenquote unter 100% liegt. Die Kosten des Floats (Versicherungsverluste) sind folglich nicht nur geringer als die Kosten einer alternativen Refinanzierung, sondern entsprechen einer dauerhaften Refinanzierung mit negativem Zins. Der Marktwert der Investments ist damit in Gänze eine Komponente des Unternehmenswerts. Die zweite Komponente entspricht den Ergebnissen aus den 68 nicht börsennotierten Tochtergesellschaften, die nicht im Versicherungsgeschäft tätig sind. Deren normalisierten Gewinn schätzt Buffett auf 10 Mrd. USD im Jahr, was eine Bewertung von 120 Mrd. USD angemessen erscheinen lässt. Die dritte Komponente ist die Effektivität, mit der Berkshire Hathaway in der Zukunft einbehaltene Gewinne anlegt. Obwohl der Management-Faktor großartig ist, quantifizieren wir ihn nicht.

Der innere Wert dürfte damit im Bereich von 278 Mrd. USD oder 170.000 USD/Aktie liegen. Der Börsenwert von 104.000 USD/Aktie ist davon weit entfernt.

Wir rechnen damit, dass die positive operative Dynamik der Beteiligungen von Berkshire Hathaway und die Fähigkeit Buffetts, in Krisen herausragende Investments einzugehen, zu einem Abbau der Unterbewertung führen werden. „Be greedy when others are fearful“ dürfte sich erneut für diejenigen als lukrativ erweisen, die jetzt mutig handeln.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky