

# Value-Aktien wieder attraktiv

Mit Warren Buffetts Philosophie langfristig verdienen und Steuern sparen

Gastbeitrag von Dirk Stöwer, Kohlhase & Stöwer Asset Management

Nach dem Platzen der Internetblase ließen sich einige Jahre außergewöhnliche Renditen mit Value Investing erzielen. Das führte dazu, dass dieser Stil sehr populär wurde und unterbewertete Qualitätsaktien immer noch hochwertig waren – aber nicht mehr preiswert. Das Ergebnis ist bekannt. Aktien auch dieser Kategorie mussten seit Beginn der US-Hypothekenkrise eine kräftige Korrektur hinnehmen.

## Buffett übertrumpft den Lehrmeister

Benjamin Graham und Warren Buffett haben diese Philosophie maßgeblich geprägt. Allerdings hat Buffett die Methoden seines Lehrmeisters Graham erheblich modifiziert. Während Graham sich eher als Schnäppchenjäger betätigte und nach Werten in der Bilanz suchte, interessiert sich Buffett nach enttäuschenden Ergebnissen mit „billigen“ Aktien hauptsächlich für die Ertragskraft seiner Anlageobjekte. Ein wichtiger Unterschied ist zudem, dass der überaus erfolgreiche Investor im Gegensatz zu Graham grundsätzlich von extrem langfristigen Engagements ausgeht. Diese Feinheit wird jedoch auch von bekennenden Buffett-Jüngern oft übersehen – obwohl „Buy and hold“ zentrales Element der Anlagestrategie des „Orakels von Omaha“ (wie Buffett gern genannt wird) ist.

Da Warren Buffett mit seinen Dauerinvestments zum reichsten Menschen der Welt avancierte, sollte es sich lohnen, nach den Kriterien Ausschau zu halten, die „echte“ Value-Aktien auszeichnen. Dabei spielen weder niedrige Kurs-/Gewinnverhältnisse oder niedrige Kurs-/Buchwertverhältnisse noch hohe Dividendenrenditen die Hauptrolle. Grundvoraussetzung ist zunächst die Vorgabe, dass die Anlageziele in Zeiträumen von 5, 10 oder 20 Jahren mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit erheblich höhere Gewinne ausweisen müssen als aktuell. Damit wird klar, dass „Wachstum“ eine wichtige Komponente zur Erzielung weit überdurchschnittlicher Anlagerenditen ist.



Warren Buffett

## Wettbewerbsvorteile generieren Überrenditen

Während Graham seine Investmententscheidungen nicht auf allzu optimistische Hoffnungen gründen wollte, traut sich Buffett bei der Einschätzung der zukünftigen Erträge mehr zu. Allerdings findet nur ei-

ne vergleichsweise geringe Anzahl von Unternehmen den Weg in seine Obhut. Das liegt insbesondere daran, dass viele Firmen nicht in der Lage sind, einbehaltene Gewinne wertsteigernd zu reinvestieren. Buffett erwartet für jeden thesaurierten Dollar eine Wertsteigerung von mehr als einem Dollar. Hierfür müssen sich die Erweiterungsinvestitionen höher als die Kapitalkosten verzinsen. Dieses erfordert jedoch nachhaltige Wettbewerbsvorteile, die der Konkurrenz das Leben schwer machen. Von Wettbewerbsvorteilen spricht man, wenn Unternehmen überdurchschnittlich „funktionieren“ und am Markt geschickter agieren als ihre Wettbewerber. Markennamen und Patente helfen einem fähigen Management dabei, neue Produkte erfolgreich zu lancieren, nachdem das Umsatzpotenzial des bisherigen Sortiments schwächer wird. Auch bei der Eroberung neuer Märkte und Geschäftsfelder zeigt sich Leistungsfähigkeit einer Firmenorganisation, was oft über Aufstieg oder Niedergang eines Unternehmens entscheidet. Dem Bestand der Wettbewerbsvorteile hat der Investor höchste Aufmerksamkeit zu widmen.



## Anlageregion USA reicht nicht mehr aus

Die Einschätzbarkeit dieser anspruchsvollen Anlagekriterien setzt umfangreiche Branchenkenntnisse voraus. Zudem darf der entsprechende Sektor im Zeitablauf nur einem vergleichsweise geringen Wandel unterliegen. Selbstverständlich hat Buffett konkrete Vorstellungen, welche Aktie er zu welchem Kurs erwerben möchte. Allerdings reifte im Laufe der Jahrzehnte die Erkenntnis, dass überragende Unternehmen ihren Preis haben und auf lange Sicht per Saldo besser rentieren als Durchschnittsware zum Schnäppchenpreis. Da Buffett mittels seiner

Buffetts Blick schweift in die Ferne, weil die USA ihm zu klein sind.



Investmentholding Berkshire Hathaway über enorme Summen verfügt, wird die angestammte und bevorzugte Anlageregion USA für den Großinvestor mittlerweile etwas zu klein. Deshalb sind seit einigen Jahren auch Engagements im Ausland zu beobachten. Um die Aufmerksamkeit potenzieller Unternehmensverkäufer zu erregen, tourte Buffett kürzlich sogar auf einer Roadshow durch Europa. Wie üblich wurden am Aktienmarkt eilig potenzielle Kaufkandidaten wie z.B. Heidelberger Druck herumgereicht, die daraufhin sogar deutliche Kursgewinne verbuchten. Einziges Indiz hierfür war das Lob des Investors für den deutschen Maschinenbau, wohl kaum aber die Parameter des Unternehmens, die nicht ansatzweise in das Zielraster Buffetts passen.



menswert zulegen. Derartige Ausnahmeaktien lassen sich leider nur sehr selten günstig erwerben, da die langfristigen Vorzüge dieser Gesellschaften oft schon eingepreist sind. Panikverkaufswellen boten in jüngster Zeit jedoch regelmäßig Chancen, um akzeptable Einstiegspreise zu erzielen. Obwohl Lindt & Sprüngli für Warren Buffett aufgrund der Unternehmensqualität in Frage kommen könnte, lässt die Marktmenge des Titels ein ernsthaftes Interesse un-

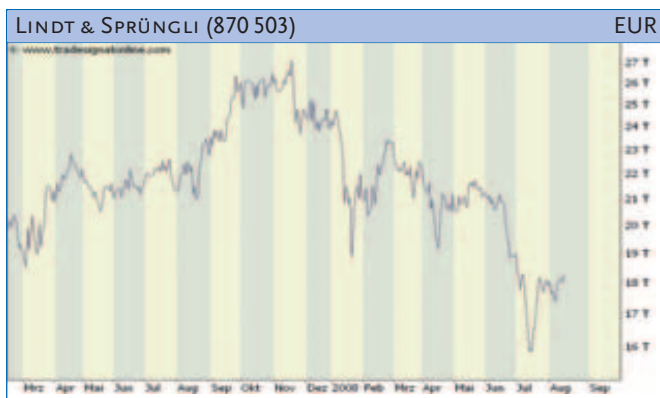
wahrscheinlich erscheinen. Auch nicht börsennotierte Unternehmen wie IKEA oder Ferrero würden gut in das Berkshire-Portfolio passen, stehen derzeit aber nicht zur Disposition.

### Appetit auf Süßes

Größeren Appetit hätte Buffett da schon eher auf Unternehmen wie den Schweizer Schokoladenkonzern Lindt & Sprüngli (IK, Infos unter <http://ks-am.de/disclaimer.php>). Diese Gesellschaft weist einige Parallelen zu See's Candies auf, einem Unternehmen, das zu Buffetts Lieblingsengagements zählt. Wie See's verfügt Lindt & Sprüngli über eine sehr starke Preissetzungsmacht, die grundsätzlich die volle Weitergabe von Kostensteigerungen ermöglicht. Lindt profitiert dabei von einer gelungenen Markenführung, die durch ein hohes Marketingbudget ermöglicht wird. Trotz bzw. wegen dieses hohen Werbeaufwandes erzielen die Schweizer im Branchenvergleich weit überdurchschnittliche Margen und glänzen dabei mit Produktinnovationen und der Eroberung neuer Märkte. Während sich die Konkurrenz mit Zugeständnissen gegenüber dem Handel und dem „Verramschen“ ihrer Produkte müht, erzielte Lindt & Sprüngli trotz regelmäßiger Preiserhöhungen auch in stagnierenden Märkten wie Deutschland Marktanteilsgewinne.

### Nicht die billigsten Aktien kaufen – sondern die besten

Wenngleich längst nicht alle Engagements des legendären Investors die Erwartungen erfüllten, häuften sich seine Anlageerfolge doch zu einem gigantischen Milliardenvermögen an. Verantwortlich hierfür waren insbesondere die Unternehmen, deren Wert sich in Laufe der Jahre vervielfachte. Da die Besteuerung dieser enormen Kursgewinne erst bei der Veräußerung anfällt, macht sich hier der Zinseszins sehr positiv bemerkbar. Diesen Aspekt müssen deutsche Anleger auch im Hinblick auf die neue Abgeltungssteuer beachten. Auch wenn Fondsgesellschaften aktuell diverse steueroptimierte Lösungsansätze offerieren, sollten sich Investoren zusätzlich einige hochwertige Qualitätstitel bis Jahresende ins Depot legen und sich so die Steuerfreiheit der Kursgewinne langfristig sichern. Durch die Korrektur an den Aktienmärkten sind Value-Aktien derzeit wieder attraktiv.



Diese Kombination von Markenimage, Marktmacht und Wachstum schätzt Buffett besonders. Hier können Anleger mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, dass Konsumenten auch noch in fünf oder zehn Jahren ihre Liebsten an Festtagen mit hochwertigen Produkten von Lindt & Sprüngli beschenken – und nicht mit beliebigen No-Name-Produkten. Mit der gleichen Wahrscheinlichkeit sollten auch Umsätze, Gewinne und der Unterneh-

### Fazit

Allerdings muss man bei „Buy-and-Hold“ die besten Aktien kaufen, nicht die billigsten. Vor Kursschwankungen ist der Anleger auch bei sorgfältigster Auswahl nicht gefeit. Sofern die Einstiegspreise jedoch angemessen waren, wird man mit Value Investing langfristig sehr gute Renditen erwirtschaften. Zudem bieten Unternehmen à la Buffett aufgrund ihrer „pricing power“ einen guten Inflationsschutz. Ein Blickwinkel, der in den nächsten Quartalen die Spreu vom Weizen am Aktienmarkt trennen wird, da die Kombination von steigenden Kosten und mageren Umsätzen für viele zweit- und drittklassige Unternehmen erhebliche Gewinneinbrüche zur Folge haben wird. ■

### HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT (IK)

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenskonflikt s. auch Impressum auf S. 81).