

Braunschweig, 01. Juli 2024

Sehr geehrte Geschäftspartner,

„Investieren wird oft als der Prozess beschrieben, bei dem man jetzt Geld anlegt, in der Erwartung, in der Zukunft mehr Geld zu erhalten. Bei Berkshire verfolgen wir einen anspruchsvolleren Ansatz, indem wir Investitionen als die Übertragung von Kaufkraft an andere mit der begründeten Erwartung definieren, in der Zukunft mehr Kaufkraft - nach Zahlung von Steuern auf nominale Gewinne - zu erhalten.“¹

Mit diesen Worten leitete Warren Buffett in seinem 2011er-Aktionärsbrief in ein Themengebiet ein, das sowohl für Berkshire-Aktionäre als auch für Außenstehende von großer Bedeutung ist und in dem sich Laien wie Experten oftmals uneins sind. Denn während sich eine große Zahl von „Investoren“ mit der nominellen Werterhaltungshypothese einverstanden erklären und zudem jeder negativen Abweichung von der Nulllinie kritisch gegenüberstehen, geht Buffett mit seinen Überlegungen einen Schritt weiter. **Gemäß seiner – und unserer – Lesart sollte das Risiko einer Investition daran gemessen werden, ob sie dem Investor über die Haltedauer einen Kaufkraftverlust beschert.** Vermögenswerte könnten folglich im Preis stark schwanken und wären dennoch nicht riskant, solange sie mit hinreichender Sicherheit einen Kaufkraftzuwachs während der Haltedauer erwarten lassen. Umgekehrt könnte auch ein im Preis nicht schwankender Vermögenswert mit hohen Risiken behaftet sein.

Um das Ziel des realen Kapital- und damit Kaufkrafterhalts zu erreichen, gibt es unterschiedliche Möglichkeiten. Auf drei von ihnen wollen wir nachfolgend eingehen und dabei schauen, wie sie ihren „Job“ in den zurückliegenden Jahren, seit Veröffentlichung des Berkshire-Aktionärsbriefs Anfang 2012, erledigt haben.

Geldwerte

Bei Geldwerten handelt es sich um Vermögenswerte, die auf einen festen Nominalwert in einer bestimmten Währung lauten und deren Rückzahlungsanspruch sich auch auf eben diesen Wert bezieht. Zu dieser Art von Anlagen zählen bspw. Bankeinlagen, Hypotheken oder Anleihen. Gemeinhin gelten die meisten dieser währungsbasierten Anlagen als "sicher".

Doch in Wahrheit gehören sie zu den gefährlichsten Anlagen überhaupt.

Grund hierfür ist, dass der ultimative „Preis des Geldes“ letztlich durch Regierungen und deren Vertreter bestimmt wird. Und deren Handeln führt oftmals zu einer Politik, die in einem erheblichen Maß in sichtbarer wie unsichtbarer Kaufkraftminderung resultiert.

Beispielhaft sei auf die Grafik der zweiten Seite verwiesen, aus der sich Folgendes ablesen lässt:²

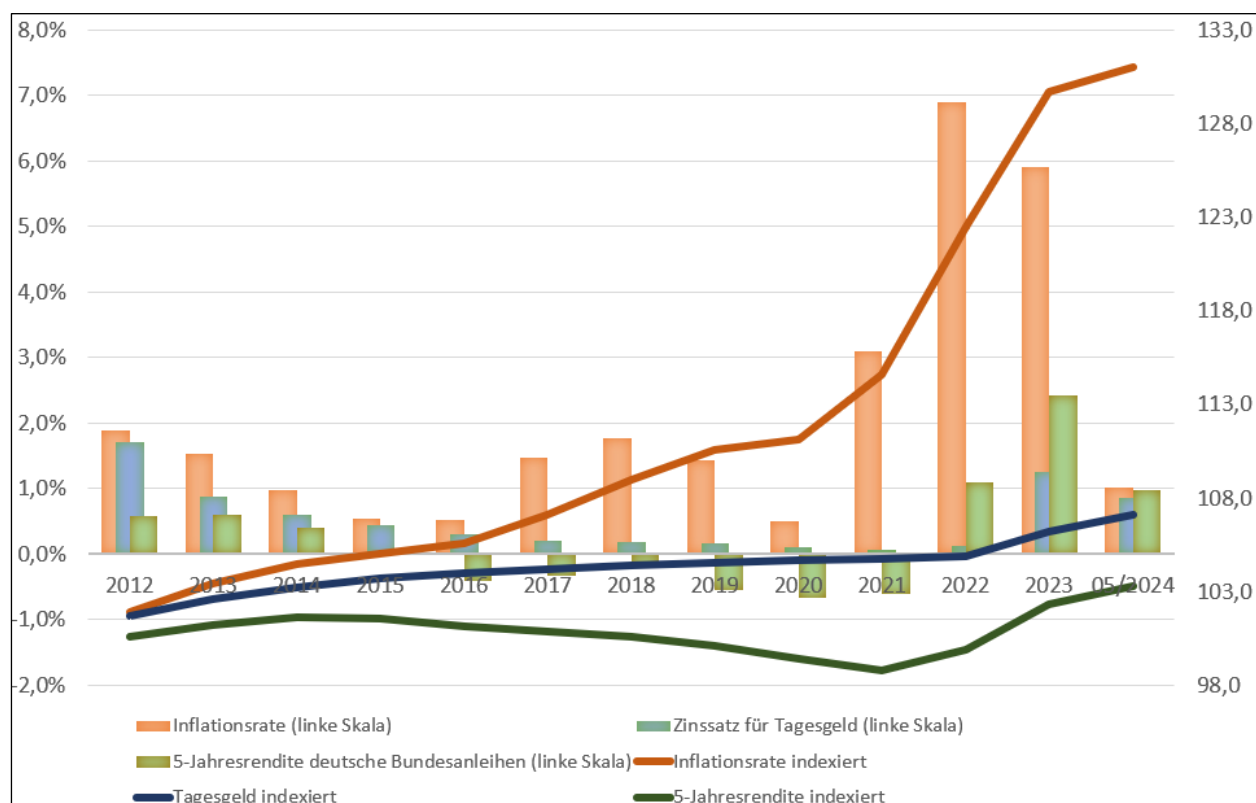
1. Von Januar 2012 bis Mai 2024 lag die durchschnittliche Verzinsung auf Tagesgeldkonten (blaue Balken, linke Skala) zwischen 0,1% (2021) und 1,7% (2012). Über die gesamte Laufzeit betrachtet, konnte mit Hilfe dieser Anlageform ein nomineller Wertzuwachs von 7,1% vor Steuern (blaue Linie, rechte Skala) bzw. 5,2% nach Steuern erzielt werden. Die Differenz von 1,9% kann somit als sichtbare Kaufkraftminderung bezeichnet werden.
2. Als eine mögliche Alternative zu Tagesgeldanlagen können deutsche Bundesanleihen gelten. Deren Rendite hätte, im Falle von 5-Jahrespapieren, zwischen -0,7% (2020) und 2,4% (2023) gelegen (grüne Balken, linke Skala) und so insgesamt zu einem nominellen Wertzuwachs von 3,3% vor Steuern (grüne Linie, rechte Skala) bzw. 2,4%

¹ <https://www.berkshirehathaway.com/letters/2011ltr.pdf>

² Quellen u. a. <https://www.tagesgeldvergleich.net/statistiken/zinsentwicklung-tagesgeld-monatsvergleich.html>, Bloomberg, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/202273/umfrage/entwicklung-des-zinssatzes-fuer-tagesgeld-in-deutschland/>; eigene Berechnungen

nach Steuern geführt. Die Kaufkraft wäre folglich in Höhe von 0,9% sichtbar gemindert worden.

Mit beiden Anlageformen wäre es folglich möglich gewesen, das Kapital nominal in seinem Wert zu erhalten und sogar einen bescheidenen Wertzuwachs zu erzielen. Sichtbare Kaufkraftverluste wären zudem in nur geringem Maße (0,9% bzw. 1,9%) zu beklagen gewesen. Doch ist das nur ein Teil der Wahrheit.



Der andere, weit wichtigere Teil wird im allgemeinen Sprachgebrauch als Inflation (orangefarbene Balken, linke Skala) bezeichnet. Hierunter versteht der Volksmund einen Anstieg des allgemeinen Preisniveaus, welcher nicht auf Mengen- oder Qualitätsveränderungen der Güter und Dienstleistungen zurückzuführen ist. Und dieser „unsichtbare“ Teil an kaufkraftmindernden Effekten ist zumeist weit größer als der sichtbare, steuerindizierte Teil. Um ihm wirksam zu begegnen, hätte es im vorliegenden Beispiel eines Nettovermögenszuwachses von mehr als 30% (orangefarbene Linie, rechte Skala) oder, unter Berücksichtigung steuerlicher Wechselwirkungen, eines Bruttozuwachses von mehr als 40% bedurft. Damit nicht genug gilt es zu bedenken, dass jedem Versprechen auf „Mehr“ (bspw. in Form von Zinsen) im Segment der Geldwerte immer ein Schuldverhältnis zugrunde liegen muss, welchem die Erwartung und Hoffnung innewohnt, dass der Schuldner seinen Verpflichtungen auch nachkommt. **Folglich gilt bei Geldwertanlagen mehr als bei jeder anderen Anlageform das Eisbergprinzip, wonach ein Großteil der Gefahr im Verborgenen liegt.**

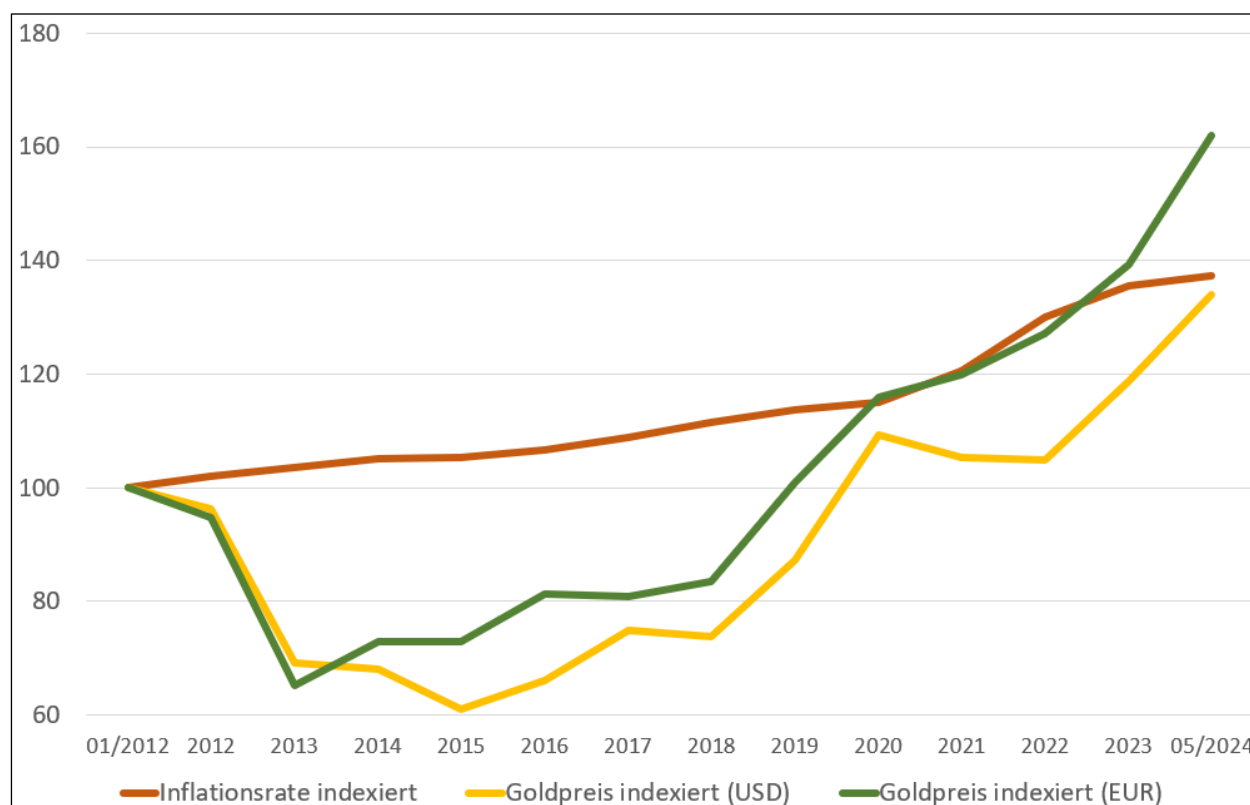
Unproduktive Sachwerte

Das Ziel des realen Kapitalerhalts allein mit Hilfe von Geldwertanlagen zu erreichen, war folglich in den Jahren nach 2011 unmöglich bzw. zwingend an die Bereitschaft zur (erheblicher) Risikonahme gebunden. Wer das nicht wollte oder konnte, musste andere Wege gehen. Als ein solcher wird vielfach der Erwerb unproduktiver Sachwerte verstanden. Hierunter subsumiert werden Vermögenswerte, die niemals etwas produzieren, jedoch in der Hoffnung gekauft werden, dass jemand anderes in Zukunft bereit ist, mehr dafür zu bezahlen.

VERSprochen. GEHALTEN.

Der wichtigste Vertreter dieser Kategorie ist Gold, welches zwar einen gewissen industriellen und dekorativen Nutzen hat, am Ende jedoch unproduktiv ist und folglich selbst nichts von Wert hervorbringen kann. Wer an dieser Aussage zweifelt, dem sei empfohlen, ein wenig Gold, bspw. in Form einer Unze „Krüggerrand“, in eine Schatulle zu tun und diese für eine beliebige Zeitspanne zu verschließen. Auf diese Weise unberührt, wird sich auch nach einem, zehn oder hundert Jahren nicht mehr als eine Unze Gold in der Schatulle befinden.

Dass die weltweit verfügbare Goldmenge von Anfang 2012 bis heute dennoch angestiegen ist und sich der Gesamtwert dieser Goldmenge – ausgedrückt in US-Dollar – um über 65% auf nunmehr fast 16 Billionen erhöht hat, liegt auch nicht an Produktivitätszuwächsen, sondern ist jeweils zur Hälfte in der Förder-Tätigkeit der weltweiten Goldminenindustrie sowie Preisänderungen des Edelmetalls begründet. Letztgenannte haben es dem US-amerikanischen Goldkäufer nahezu ermöglicht, sein zu Beginn des Jahres 2012 in diese Anlageform investiertes Kapital real im Wert zu erhalten (siehe nachfolgende Grafik und hier vor allem den Punkt, an dem sich die goldene Linie der braunen bis auf Haaresbreite angenähert hat). Ein letztlich erfreuliches Ergebnis, welches – mit Blick auf die vergangenen Jahre - eher als Ausnahme- denn als Regelfall verstanden werden kann und das vor allem der erfreulichen Preisentwicklung der letzten Monate zu verdanken ist. Gleiches gilt auch für EUR-Anleger (nachfolgend grüne Linie), die zwar bereits rund vier Jahre vor US-Dollar-Anlegern in den Genuss des realen Kapitalerhalts mittels Gold gekommen waren, dies jedoch wesentlich dem schwachen Euro – und somit einer (un)bewussten Währungsspekulation – zu verdanken haben:³



Es war und ist folglich möglich, das eigene Kapital mittels Investition in unproduktives Sachvermögen real in seinem Wert zu erhalten. Doch sollten sich Anleger des Weges bewusst sein, den erfolgreich zu gehen oftmals einen langen Atem (von einigen Jahren oder gar Jahrzehnten) sowie das richtige Maß an emotionaler Stabilität braucht, um auch Phasen ausgeprägter Volatilität unbeschadet zu überstehen.

³ Quellen u. a. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/165718/umfrage/inflationsrate-in-den-usa/>; <https://www.kettner-edelmetalle.de/wissen/goldmenge-weltweit>; <https://www.xetra-gold.com/gold-news/news/gold-recycling-hat-2023-um-9-prozent-zugelegt/>, Bloomberg, eigene Berechnungen

Produktivvermögen

Ungeachtet der theoretischen Möglichkeit, das Eigenkapital mittels Investition in unproduktive Sachwerte im Werte zu erhalten, hält Buffett selbst wenig davon, diesen Weg zu beschreiten und begründete dies in seinem Aktionärsbrief mit dem folgenden, sehr lesenswerten Beispiel:⁴

„Heute beläuft sich der Weltgoldbestand auf etwa 170.000 metrische Tonnen. Bei einem Goldpreis von 1.750 Dollar pro Unze - dem Preis, zu dem ich diese Zeilen schreibe - würde sein Wert 9,6 Billionen Dollar betragen. Nennen wir diesen Würfel Stapel A.

Legen wir nun einen Stapel B an, der den gleichen Betrag kostet. Dafür könnten wir das gesamte Ackerland der USA kaufen (400 Millionen Hektar mit einem jährlichen Ertrag von etwa 200 Milliarden Dollar) sowie 16 Exxon Mobils (das profitabelste Unternehmen der Welt, das jährlich mehr als 40 Milliarden Dollar einnimmt). Nach diesen Käufen bliebe uns etwa 1 Billion Dollar übrig, die wir als Umlaufvermögen nutzen könnten. Können Sie sich vorstellen, dass ein Investor, der über 9,6 Billionen Dollar verfügt, Stapel A dem Stapel B vorzieht?

In einem Jahrhundert werden die 400 Millionen Hektar Ackerland gewaltige Mengen an Mais, Weizen, Baumwolle und anderen Feldfrüchten hervorgebracht haben - und sie werden auch weiterhin diese wertvollen Früchte hervorbringen, ganz gleich, wie die Währung aussieht. Exxon Mobil wird wahrscheinlich Billionen von Dollar in Form von Dividenden an seine Eigentümer ausgeschüttet haben und darüber hinaus Vermögenswerte im Wert von vielen weiteren Billionen besitzen (und denken Sie daran, Sie bekommen 16 Exxons). Die 170.000 Tonnen Gold werden in ihrer Größe jedoch unverändert sein und immer noch nichts produzieren können.“

Diese Worte klingen wie eine Laudatio auf produktive Vermögenswerte, also jene Anlageformen, zu denen neben Beteiligungen an landwirtschaftlichen Betrieben und Immobilien auch solche an Unternehmen zählen. Letztgenannte sind es denn auch, die in den zurückliegenden Jahren mit Abstand am besten darin waren, das Eigenkapital in seiner Kaufkraft zu erhalten. So hätte sich allein der Marktwert der 16 Exxon Mobils in der Zwischenzeit um knapp 30% auf USD 8,3 Billionen erhöht. Dem hinzuzurechnen wären weitere USD 2,5 Billionen an erhaltenen Dividendenzahlungen. Zusammen hätte folglich nur diese Position genügt, um das ursprünglich eingesetzte Kapital von USD 9,6 Billionen um mehr als eine Billion US-Dollar zu übertreffen.⁵

Statt 16 Exxon Mobils zu erwerben, hätte eine alternative Möglichkeit darin bestanden, die Anteile der 16 größten US-amerikanischen Aktiengesellschaften zu Beginn des Jahres 2012 zu kaufen. Angefangen bei Exxon Mobil über Apple und Microsoft bis hin zu Walmart und Johnson and Johnson, wäre auf diese Weise ein bunter Strauß von einigen der weltweit bekanntesten US-Unternehmen in den eigenen Besitz gelangt, womit man gleichzeitig dem vielfach geäußerten Wunsch nach hinreichender Diversifizierung Rechnung getragen hätte. Diese 16 Unternehmen hätten zu Beginn des Jahres 2012 zudem „lediglich“ USD 3,4 Billionen gekostet, weswegen man die genannten Unternehmen nicht nur in einfacher, sondern gleich doppelten Zahl (fiktiv) hätte erwerben können.

Mehr als zwölf Jahre später liegt der Börsenwert aller 16 Gesellschaften bei rund USD 13,6 Billionen was einem Portfoliowert von über USD 27 Billionen entspricht. Die jährlichen Nach-Steuer-Gewinne dieser 32 Portfoliounternehmen hätten sich zuletzt auf über eine Billion US-Dollar summiert, wovon jährlich über USD 270 Milliarden an Sie ausgeschüttet werden würden. Preisliche Rücksetzer von ein paar Billionen US-Dollar würden dann wohl kaum mehr ins Gewicht fallen.⁶ Zumal Sie die Tatsache, dass Sie daneben noch über das gesamte Ackerland der USA sowie Cash in Höhe von mehreren Billionen US-Dollar (stammend aus der ursprünglichen Billion sowie zwischenzeitlichen Dividendenzahlungen) verfügen würden, beruhigt schlafen lassen würde. **So gesehen sollte es verständlich sein, warum Warren Buffett - und auch wir - glühende Verfechter der Kapitalanlage in Form produktiver Vermögenswerte sind.**

⁴ <https://www.berkshirehathaway.com/letters/2011ltr.pdf>

⁵ Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

⁶ <https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2011/performers/companies/biggest/>; Bloomberg, eigene Berechnungen

Fazit

Ähnlich den unproduktiven Sachwerten gibt es natürlich auch bei Produktivvermögen keine Garantie, dass sich die gute Entwicklung der letzten Jahre und Jahrzehnte in der Zukunft fortsetzen wird. Doch sprechen Aufbau und Funktionsweise unseres Wirtschaftssystems klar dafür und lassen erwarten, dass es die überlegenen Eigenschaften dieser Anlageform auch künftig ermöglichen werden, Kaufkraft auf eine vergleichsweise „einfache“ Art und Weise in die Zukunft zu verlagern. Zumindest gilt das für all jene, die den täglichen Preisschwankungen mit einer ähnlichen Ruhe und Gelassenheit begegnen können, wie das im Falle der – weit weniger gut planbaren und ungleich stärker im Preis schwankenden – Goldanlage seit jeher der Fall ist.

Herzliche Grüße



Thomas Ritterbusch



Bastian Bosse



Wilhelmitorwall 31 | 38118 Braunschweig | Telefon +49 531 24339 0 | Fax +49 531 24339 99 | info@brw-ag.de | www.brw-ag.de
Vorsitzender des Aufsichtsrates: Dr. Wolf-Michael Schmid | Vorstand: Thomas Ritterbusch, Kerstin Borchardt und Bastian Bosse
Sitz der Gesellschaft: Braunschweig | Amtsgericht: Braunschweig HRB 201358 | Steuer-Nr. 14/213/40000 | Ust-ID Nr. DE261599305

Diese Veröffentlichung wurde von der BRW Finanz AG erstellt. Sie dient ausschließlich der Information unserer Kunden und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe von Kauf-, Verkaufs-, oder Zeichnungsaufträgen dar. Soweit nicht ausdrücklich Kauf-, Verkaufs- oder Halteempfehlungen ausgesprochen werden, stellen die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Wertpapieren und sonstigen Titeln keine Anlageempfehlung dar. Der/die Analyst/-in, der/die diesen Beitrag erstellt hat/haben, bestätigt/bestätigen, dass die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen exakt die persönliche Meinung des/der Analysten/-in zu dem /den betreffenden Wertpapier/-en und Emittenten widerspiegeln und dass kein Teil seiner/ihrer Vergütung in direktem oder indirektem Zusammenhang mit bestimmten in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten stand oder stehen wird. Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein mit der Folge, dass der Anleger möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurückerhält. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder Ertrag einer Anlage auswirken. Bei Illiquidität des Wertpapiermarktes (bzw. einzelner Titel) kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort erwerben oder veräußern lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Die individuellen Anlageziele, die Finanzlage oder die besonderen Bedürfnisse einzelner Empfänger wurden nicht berücksichtigt. Die vergangene Entwicklung ist nicht notwendigerweise maßgeblich für die künftige Entwicklung. Die BRW Finanz AG wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt. Die Vervielfältigung und Weitergabe ist nicht erlaubt. Kein Teil darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise.