

Dominikus Wagner

„Warren Buffett ist kein Value-Investor“

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis werde überbewertet und Warren Buffett oftmals falsch verstanden. Auch mit einem unternehmerischen Investieren sei es oft nicht weit her. Ein Gespräch mit Dominikus Wagner vom Bonner Vermögensverwalter Wagner & Florack über aussagekräftige Finanzkennzahlen und die Strategie beim hauseigenen Aktienfonds.

DAS INVESTMENT: Herr Wagner, in all der Diskussion, ob aktive Fonds aufgrund ihrer Performance und den Kosten noch eine Daseinsberechtigung haben, stellen Sie den Aktienfonds Wagner & Florack PIC der breiteren Öffentlichkeit vor. Was können Sie, was andere nicht können?

Dominikus Wagner: Ich möchte nicht beurteilen, was andere nicht können. Ich kann nur sagen, was wir machen und können. Wir sind unternehmerisch denkende Langfrist-Investoren. Das heißt, wir denken unternehmerisch und wir investieren unternehmerisch. Das unterscheidet uns von passiven Produkten, aber sicherlich auch von vielen aktiven Fonds. Mit einer unternehmerischen Sichtweise zu investieren erzeugt langfristigen Mehrwert. Und wir haben im Team bei uns eine sehr gute Kombination aus einem hohen unternehmerischen Verständnis für Geschäftsmodelle und Funktionsweisen von Unternehmen einerseits und einem theoretischen Analysewissen andererseits.

Regulativ getrieben sind Sie also nicht?

Wagner: Nein, definitiv nicht. Den Fonds haben wir vor sieben Jahren in einer anderen Situation aufgelegt. Wir hatten dort Gelder einiger weniger Kunden gebündelt mit einer etwas anderen Anlagephilosophie als jetzt. Seit Juni 2016 managen wir den Fonds mit der jetzigen Philosophie, dem jetzigen Investmentprozess und in der aktuellen Personenkonstellation. Also haben wir nun einen knapp dreijährigen Track Record auf dieser Basis. Und dieser ist sehr ansehnlich, so dass jetzt der Zeitpunkt gekommen ist, den Fonds bekannter zu machen.

Unternehmerisches Investieren hört sich stark nach Investorenlegende Warren Buffett an. Warum sollten Anleger ihr Geld in Ihren Aktienfonds und nicht in die Aktie von Buffetts Beteiligungunternehmen Berkshire Hathaway investieren?

Wagner: Grundsätzlich ist man als langfristiger Anleger bei Berkshire Hathaway gut aufgehoben

DAS INVESTMENT

und ganz sicher viel besser als in vielen Finanzprodukten. Der Unterschied ist sicherlich, dass Buffett seinen Fokus in den USA hat. Und wir müssen schon daran denken, dass wir es mit in Euro denkenden Anlegern zu tun haben, gleichwohl wir auch etliche US-Unternehmen im Portfolio haben. Hinzu kommt die Größe, die Buffett vor sich herschiebt. Viele Unternehmen, die wir gut finden, wären für ihn gar nicht mehr investierbar. Darunter Unternehmen wie Church & Dwight, ein Hersteller von Haushaltswaren in den USA, oder deutsche Aktien wie Fielmann und Fuchs Petrolub. Übrigens wundere ich mich beim Thema Warren Buffett, wie viele behaupten, wie er zu investieren.

Tun sie das nicht?

Wagner: Es wird oftmals in Marketing-Broschüren oder Präsentationen bemüht, hört sich ja auch gut an. In den nächsten Sätzen folgen dann aber nicht selten Aussagen, dass man aktuell nun Europa gegenüber den USA übergewichte oder andersherum oder Investitionen werden auf Basis eines vermeintlich günstigen KGVs begründet. Doch genau damit hat Buffett nichts zu tun. Er interessiert sich weder für Unter- oder Übergewichtungen von Regionen, noch für das KGV einer Aktie. Auch wir interessieren uns nicht dafür.

Was interessiert Sie dann?

Wagner: Ob eine Firma dauerhaft viel Geld verdient, vor allem warum das der Fall ist und ob die Firma auch in den nächsten Jahren noch verlässlich viel Geld verdienen wird.

Kein quantitativer Ansatz also?

Wagner: Genau. Stattdessen investieren wir in cashflow-starke, beständig wachsende Unternehmen, die immer gutes Geld verdienen, über alle Konjunkturzyklen hinweg, also auch in der Rezession. Und die wenig Kapital einsetzen müssen und gleichzeitig hohe Skaleneffekte erzielen und die über eine hohe Eigenkapital- und Gesamtkapitalverzinsung verfügen. Wir müssen verstehen, ob ein Unternehmen ein krisenresistentes und profitables Geschäftsmodell hat und danach schauen wir uns erst die aus unserer Sicht relevanten Kennzahlen an. Auf das Geschäftsmodell des Unternehmens kommt es an.

Das Gewinne erwirtschaftet?

Wagner: Ja, und zwar – wie eben gesagt – immer. Auch in der Rezession. Und das ist bei unseren Portfoliounternehmen auch der Fall. Für diese Art von Unternehmen muss man mitunter schlichtweg auch etwas höhere Bewertungen akzeptieren. Das unterscheidet Buffetts Ansatz und auch unseren von einem reinen Value-Ansatz. Und wenn wir von Gewinn reden, meinen wir aber nicht den oftmals bemühten Nettogewinn, sondern den Gewinn gemessen am Free Cash Flow, dem freien

DAS INVESTMENT

Barmittelzufluss, also dem Umsatz abzüglich aller Kosten wie zum Beispiel Investitionen.

Und von der Betrachtung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses halten Sie nichts?

Wagner: Nicht wirklich, denn zum einen steckt darin ja der Nettogewinn, der jedoch in Zeiten von IFRS/US-GAAP gestaltbar, also häufig verzerrt ist. Zum anderen berücksichtigt das KGV vor allem keine Schulden und Pensionsverpflichtungen. Ganz wesentliche Faktoren zur Bewertung eines Unternehmens fehlen also. Es gibt viele Unternehmen, die einen meinerseits ansehnlichen Nettogewinn erwirtschaften, aber nach Investitionen einen tiefroten Free Cashflow haben und dann auch noch Schulden bedienen müssen. Da werden immer wieder die Nettogewinne und die niedrigen KGVs der Autobauer von der Börsenpresse bejubelt, die aber faktisch unterm Strich nichts übrighaben – ganz einfach, weil das Geschäft zu schwachmargig ist bei gleichzeitig extrem hohen Investitionen.

Deshalb steigen auch die Schulden auf hohem Niveau unentwegt. Und wenn man zur Marktkapitalisierung die Schulden hinzurechnet und diese Summe ins Verhältnis zum richtigen Gewinn, dem Free Cashflow, setzt, treten teilweise abstruse, viel zu hohe Bewertungen zu Tage. Und das bei einem gigantischen Kapitaleinsatz. Nehmen Sie aber zum Beispiel eine Colgate. Das KGV erscheint nicht günstig, aber im Sinne eines Multiples vom Free Cashflow ist das Unternehmen fair bewertet, Colgate hat ein robustes und profitables Geschäftsmodell und sie setzen nur zirka 6 Milliarden US-Dollar ein, um knapp 3 Milliarden Dollar an Free Cashflow zu erwirtschaften. Das ist Effizienz.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist es nicht. Mit welchen Finanzkennzahlen arbeiten Sie denn?

Wagner: Wie angesprochen, der Free Cashflow ist für uns eine maßgebliche Bezugsgröße für die Unternehmensbewertung. Auch das Free-Cashflow-Wachstum und die Free-Cashflow-Marge natürlich. Der Free Cashflow darf bei der Betrachtung der Bilanz aber nicht die einzige entscheidende Messgröße sein. Man muss die gesamte Bilanz anschauen, also auch den Kapitaleinsatz und die Kapitalverzinsung, gemessen über den sogenannten Return on Capital Employed, kurz ROCE. Ebenso sollte man auch auf den Investitionsbedarf, den Recurring Capex, und auf operative Margen achten.

Und man muss Firmen wie Google oder Hermès, die neben hohen operativen und Free Cashflow-Margen, geringem Kapitaleinsatz und geringem Investitionsbedarf außerdem noch hohe Eigenkapitalquoten, hohes Netto-Cash und gegebenenfalls hohes Anlagevermögen vorweisen, ebenfalls mit einem Bonus bewerten. Man muss eine Gesamtschau von Geschäftsmodell und gesamter Bilanz machen, um eine vernünftige Unternehmensbewertung vornehmen zu können. Der vielen Analysten offenbar angeborene Trieb, die eine Kennzahl zu nutzen, ist unseres Erachtens definitiv sinnlos.

Sie sprachen zu Anfang von Mehrwert. Sie sind aber nicht der Einzige, der von sich sagt, einen Mehrwert stiften zu können.

Wagner: Es kommt darauf an, Mehrwert zu definieren. Wir kommen nicht aus einer Indexdenke. Uns geht es darum, das Geld unserer Anleger und das eigene im Fonds investierte Geld langfristig sicher investiert zu wissen. Wir sind an Firmen beteiligt, die selbst in einer tiefen Rezession gutes Geld verdienen werden, so dass kein Pleiterisiko besteht und man auch eine Baisse aussitzen kann, ohne Angst um den Verlust seines Geldes haben zu müssen. Das ist für mich schon einmal ein Mehrwert.

Und: Unsere Portfoliounternehmen wachsen größtenteils zweistellig, die übrigen Unternehmen hoch einstellig. Und das, obwohl fast alle unserer Unternehmen kräftig investiert haben, um ihre Marktposition nochmals zu verbessern. Das hohe und verlässliche Gewinnwachstum wird sich auch in einem langfristig deutlich höheren Unternehmenswert widerspiegeln, also langfristig entsprechend höheren Aktienkursen. Und da unsere Portfoliounternehmen stärker und verlässlicher wachsen als der allgemeine Markt bin ich also davon überzeugt, dass wir ebenfalls in puncto Performance auch weiterhin Mehrwert stiften werden.