

„Der US-Markt ist bereits wieder leicht überbewertet“

Im Gespräch im dem STRATEGIE-MAGAZIN zeigt der erfolgreiche Value-Investor Max Otte sowohl auf, welche Kennzahlen für ihn entscheidend sind, als auch, welche Aktien er derzeit favorisiert.

Interview: Peter Berger



Max Otte: „Man muss schon auch etwas von Betriebswirtschaft verstehen. Wenn Sie Klavier spielen wollen, müssen Sie auch Noten lesen können.“

Atmosphärisches

Den Kontakt zu Max Otte habe ich von einem Geschäftsfreund erhalten. Ich war durch sein Buch „Der Crash kommt“ auf ihn aufmerksam geworden. Als mir seine Assistentin am Telefon erzählt, dass Max Otte Ende März für einen Vortrag nach Luzern reise, schlage ich vor, dass wir uns gleich vor Ort treffen. Er habe an diesem Tag gerade noch eine Stunde frei, meint seine Assistentin. Wir treffen uns in der Lobby seines Hotels. Es ist der 29. März 2010, ein wunderschöner Frühlingstag, sonnig und mit angenehmen Temperaturen. Die Menschen flanieren in Luzerns Strassen und Gassen. Als wir uns begegnen, beschliessen Max Otte und ich kurzerhand, das Gespräch in ein Strassenkaffee vis-à-vis der Kapellbrücke an der Emme zu verlegen. Auf dem Weg zum Kaffee will er wissen, wie ich dazu komme, ein neues Magazin zu lancieren. „Heute ist der Trend doch gerade umgekehrt“, meint er. Genau deshalb, erwidere ich, ich sei ein antizyklischer Denker. Und schon sind wir beim Thema.

STRATEGIE-MAGAZIN: Sie schreiben in Ihrem Buch „Der Informationscrash“, dass die Medienkonsumenten systematisch für dumm verkauft, sprich desinformiert werden. Was sind die für Sie schlimmsten Punkte daran, wie heute mit Information umgegangen wird?

Max Otte: Das ist schon fast philosophisch. Es ist der Verlust der Massstäbe und der Verlust der Bezugsgrössen. Grössen ohne Bezugsgrössen sind wertlos.

Können Sie das konkretisieren?

Sie geben ein Magazin heraus, das auf Kennzahlen beruht. In den Medien hören wir allerdings immer nur von den Aktienkursen. Doch die Kurse alleine sind keine sinnvolle Grösse.

Im Finanzbereich ist der Kurs relativ aussagelos, wenn ich keine Bezugsgrösse dazu habe, wie Kurs/Umsatz, Kurs/Buchwert oder was auch immer, so dass ich die Kursentwicklung messen kann. In der Desinformationsgesellschaft ist es jedoch

so, dass die meisten Verleger mit dem Rücken zur Wand stehen, vor allem die grossen Firmen. Sie können sich ihre Journalisten nicht mehr leisten. In der Not helfen sie sich, indem sie vorproduzierte Beiträge nehmen und einfach allem hinterherrennen. Es fehlt das Einsortieren, das Bewerten und das Einordnen. Und das durch die Bank weg, egal wo.

Wie kann ein normaler Anleger diesem Trend entgegensteuern? Worauf soll er schauen, was soll er lesen?

Er soll, das sagt auch Warren Buffett, auf die Unternehmen und auf die Kennzahlen des Unternehmens schauen. Man muss schon auch etwas von Betriebswirtschaft verstehen. Wenn Sie Klavier spielen wollen, müssen Sie auch Noten lesen können. Gut, es gibt ein paar, die auch improvisieren können, aber so viele sind das nicht. Bei den Hobby-Zockern meinen 90 Prozent, sie könnten einfach so Wertpapiere kaufen und dann Gewinne erzielen. Man muss auf die Bilanzen, die Gewinn- und die Verlustrechnung der Unternehmen schauen, sonst wird's nichts.

Worauf schauen Sie in einer Bilanz?

Das Kurs/Buchwert-Verhältnis ist für mich die aussagekräftigste Zahl. Allerdings ist das Kurs/Buchwert-Verhältnis nicht für alle Aktien aussagekräftig. Ich habe für mich eine Art Entscheidungsbaum. Es gibt Unternehmen, die eine Art dauerhafter Wettbewerbsvorteile haben, wie etwa die Coca-Colas und die Nestlés dieser Welt. Die Aktien solcher Firmen bewerte ich etwas anders. Den grossen Rest bewerte ich nach Kurs/Buchwert und dem durchschnittlichen Kurs/Gewinn-Verhältnis der vergangenen zehn Jahre gemäss Benjamin Graham. Ich schaue dabei bewusst nicht auf das aktuelle Kurs/Gewinn-Verhältnis. Anstelle des durchschnittlichen Kurs/Gewinn-Verhältnisses der vergangenen zehn Jahre können Sie auch die durchschnittliche Gewinnmarge über die gleiche Zeitspanne nehmen. Diese können Sie dann mit dem aktuellen Umsatz multiplizieren. Auch so

können Sie das Kurs/Gewinn-Verhältnis bilden. Diese Zahl ist sogar noch etwas besser. Auf diese Art und Weise haben Sie sozusagen normalisierte Gewinne.

Auf welche Gewinnstufe gehen Sie? Auf den Nettogewinn?

Normalerweise reicht mir der Nettogewinn. Da mache ich es mir relativ einfach. Dies, weil ich mir sage, die Finanzierungsstruktur macht nicht den Riesenunterschied. Warren Buffett geht meistens ebenfalls auf den Nettogewinn. Wenn ein Titel stark über- oder unterkapitalisiert ist, muss man eventuell nochmals hinschauen, ob man die Bilanzstruktur normalisieren muss, oder ob man auf den Betriebsgewinn geht. Eigentlich reichen mir beim Grossteil aller

Unternehmen der normalisierte Nettogewinn und der Buchwert, um Aussagen treffen zu können.

Welche Rolle spielt für Sie beim Buchwert die Höhe des Goodwills?

Das ist eine Frage der Bilanzqualität. Am liebsten sind mir selbstverständlich Unternehmen, die sowohl möglichst wenig Goodwill als auch möglichst wenig Schulden haben.

Gibt es auch Dinge, die Sie sich gar nicht mehr anschauen?

Ja, die gibt es. Vor der Finanzkrise hatte ich auch noch ein, zwei Banken im Depot, aber das mache ich nicht mehr. Ich kenne viele Value-Investoren, die noch nie in Banken investiert haben. Im Nachhinein haben sie Recht gehabt, beispielsweise bei Bestinver in Spanien. Was ja nicht heisst, dass der Finanzsektor generell verschlossen ist. Es gibt genügend Finanzdienstleister, Asset Manager oder Versicherungen von Direktbanken, in die man noch investieren kann. Nur eben nicht in komplexe Banken mit diversen Divisionen.

Kann man Banken heute als Value-Investor, angesichts der Tatsache, dass enorm viele Assets gar nicht mehr in der Bilanz auftauchen, überhaupt noch messen?

„Ich kenne viele Value-Investoren, die noch nie in Banken investiert haben.“

Nein, das kann man nicht mehr. Da bin ich ganz bei André Kostolany. Wenn eine Aktie unattraktiv ist, lässt man sie fallen. Es gibt genügend Aktien, die interessant sind. Das ist ein bisschen das Problem, wenn man nur nach Kennzahlen geht: Es gibt schon verschiedene Kategorien von Aktien. Ich muss sozusagen eine Vorauswahl treffen: Wie nähere ich mich welcher Aktie? Aber wenn eine Aktie wie Benetton unter dem Buchwert liegt und gleichzeitig fünf Prozent abwirft, dann ist eine solche Aktie schon interessant.

Gibt es Länder, wo man als Anleger vorsichtiger sein muss als bei anderen?

Bei den Amerikanern. Die haben ihren Rechnungslegungsstandard US-GAAP. Da gibt es noch mehr Bilanzierungsspielräume als bei Fair-Value-Buchhaltung nach IAS. Ich beschränke mich daher auf Geschäfte, die ich verstehe.

Sie beziehen sich regelmässig auf Warren Buffett. Was passiert Ihrer Meinung nach mit der Aktie seiner Berkshire Hathaway, wenn Buffett einmal nicht mehr ist?

Was glauben Sie, wie oft ich das schon gefragt wurde? Ich glaube, dass dieser Fall

voll in der Aktie eingepreist ist. Und so schlecht ist seine Nachfolgeplanung nicht. Vor drei Jahren sagte Buffett, er würde einen Chief Investment Officer suchen. Es haben sich etliche hundert Bewerber gemeldet. Vor zwei Jahren hat er dann gesagt, dass er nun doch keinen Chief Investment Officer bestimme. Solche Leute seien unabhängige Denker. Schliesslich sei er selber auch nicht bei Benjamin Graham geblieben. Er hat dann gesagt, dass er fünf ganz unabhängige Leute identifiziert, aber noch nicht angesprochen hat. Buffett glaubt, dass sie kommen würden, wenn man sie im Falle eines Falles anspricht. Von diesen fünf will er dann einen nehmen. Für die operative Leitung gibt es schon einen Nachfolger aus dem Konzern. Das ist auch positiv. Ich finde diese Nachfolgeplanung klüger als in so manchen Grosskonzernen. Das sehen aber viele anders, zumindest wird das in den Medien so kolportiert.

Wie sehen Sie die operativen Perspektiven von Berkshire Hathaway?

Buffett selber macht ja seit dreissig Jahren Erwartungsmanagement. Dabei sagt er, und das muss man ihm auch glauben, dass sein Unternehmen in den kommenden Jahren aufgrund der Grösse nur noch leicht überdurch-

schnittlich performen wird. Meine Erwartung ist, dass Berkshire Hathaway in den nächsten zehn Jahren den Markt jährlich um zwei Prozent übertreffen wird. Jetzt gibt es noch einen einmaligen Aufholeffekt. Die A-Aktie ist rund 145.000 Dollar wert. Aktuell notiert der Titel bei 120.000 Dollar. Ich habe auch noch eine grosse Position in meinem Fonds. Wenn die Aktie jetzt auf 150.000 Dollar steigen würde, würde ich sie geben. Berkshire war bis Mitte Februar die grösste Position in meinen Fonds, als sie noch bei unter 100.000 Dollar lag. Dort habe ich nochmals richtig zugehakt. Als die Aktie dann über 116.000 Dollar stieg, habe ich die Position schrittweise halbiert. Doch die Berkshire-Aktie ist immer noch meine zweitgrösste Position.

Halten Sie andere, derart grosse Positionen in Ihrem Fonds?

Ja, das habe ich. Ich kann in meinem Fonds bis zu 100 Prozent in eine einzige Position gehen. Ich halte es mit Warren Buffett, der sagt: „Diversifikation ist die Versicherung gegen das Unwissen.“ Wenn man etwas weiss kann man auch eine grössere Position nehmen. Ich halte jedoch keine Derivate, mache kein Leverage.

Würden Sie 100 Prozent in eine einzige Position investieren?

Wahrscheinlich nicht. Selbst Buffett hatte in den Jahren 1963 und 1964 maximal 80 Prozent seines Beteiligungsvermögens in die beiden Titel Walt Disney und American Express investiert. Ich kann mir schon vorstellen, 40 oder 50 Prozent in eine einzige Position zu stecken, aber das war's dann auch.

Welches sind gegenwärtig Ihre favorisierten Sektoren und warum?

Ach, ich kaufe alles, was billig ist, solange die Unternehmen und die Zahlen gut aussehen.

Auch geografisch?

Ja, aber da ich mich in Deutschland, Österreich und der Schweiz am besten auskenne, bin ich da auch am meisten investiert. Ich finde da im Moment viele schöne Dinge. Der US-Markt ist bereits wieder leicht überbewertet.

Glossar

Goodwill – Der Begriff Goodwill bezeichnet den Unterschied zwischen dem eigentlichen Kaufpreis und dem Substanzwert der Firma. Letzterer entspricht vereinfacht gesagt dem Eigenkapital zuzüglich den Stillen Reserven. Der Goodwill bezeichnet somit denjenigen Betrag, den der Käufer dem Verkäufer für nicht-greifbare oder immaterielle Vermögenswerte (in der Fachsprache auch „intangible assets“ genannt) wie das Know-how von Management und Mitarbeitern, die Kundenbeziehungen, Standortvorteile, die Marktstellung etc. zu zahlen bereit ist. Nach den Rechnungslegungsregeln von US-GAAP (verbreitet in Nordamerika) und IFRS (Europa) ist der Goodwill in der Bilanz zwingend zu aktivieren. Abgeschrieben werden muss er nur, wenn er nicht mehr werthaltig ist. Das Problem dabei: Es kann sein, dass

der Goodwill innert kürzester Zeit seinen gesamten Wert verliert, sprich auf einmal abgeschrieben werden muss.

IFRS – IFRS steht International Financial Reporting Standards (englisch für Internationale Grundsätze zur Finanzberichterstattung). Die Bezeichnung IFRS steht seit 2002 für das Gesamtkonzept der vom International Accounting Standards Board verabschiedeten Rechnungslegungsstandards. Bereits verabschiedete Standards werden weiter als International Accounting Standards (IAS) zitiert. Somit ist IFRS eine Weiterentwicklung von IAS. Ein Unterschied: Unter IAS mussten Unternehmen ihren Goodwill nicht aktivieren und konnten ihn über Jahre hinweg sukzessive abschreiben. Das war für Investoren deutlich berechenbarer.

Person



Max Otte hat in Princeton promoviert und ist Professor an der Fachhochschule Worms. Zudem ist er der Leiter des von ihm gegründeten Instituts für Vermögensentwicklung (IFVE) in Köln, Direktor des Zentrums für Value Investing e.V. und unabhängiger Fondsmanager des PI Global Value Fonds (www.privatinvestor.li). Zusätzlich ist Max Otte auch als Buchautor und Gastreferent tätig.

Können Sie noch konkret werden, wo Sie eingestiegen sind?

Ich habe deutsche Baumärkte gekauft, mit Kurs/Buchwert-Verhältnissen von teilweise unter 0,5. Ein Beispiel ist Praktiker, der zweitgrösste Baumarkt in Deutschland, der viertgrösste Europas. Der Buchwert beträgt 860 Millionen Euro, die Marktkapitalisierung steht bei 420 Millionen Euro, Cash bei 300 Millionen Euro. Jetzt haben sie in der Krise fünf Prozent weniger Umsatz gemacht. Und das war vor allem wechsellkursbedingt.

Was halten Sie von Hornbach?

Diese Aktie halte ich auch. Sie ist zwar etwas teurer, dafür auch etwas besser. Die Aktie von Praktiker gebe ich, sobald der Kurs stark steigt. Bei Hornbach halte ich es mit Buffett und will sie permanent halten.

Wo raten Sie Anlegern zur Vorsicht?

Bei Modethemen. Wenn ein Thema wie Rohstoffe ständig in den Medien vorkommt, dann mache ich tendenziell eher einen Bogen darum herum. Klar, das Thema Rohstoffe ist interessant

und hat sicherlich Zukunft. Aber bei mir geht erst mal die Warnleuchte an.

Was ist mit so exotischen Themen wie Afrika?

Wenn ich etwas Interessantes finde, dann investiere ich. Ich habe beispielsweise immer wieder die JD Group unter Beobachtung gehabt. Die Aktie war mal auf 10.00 Euro, ging dann auf 1.60 Euro runter und ist jetzt wieder bei 4.50 Euro. Wenn ein Titel billig genug ist – warum nicht. Ich komme weder von den Themen noch von den Branchen her. Das Wichtige bei den Branchen ist nicht die Frage: Wächst sie mit 10 oder 15 Prozent? Bei so etwas bin ich immer vorsichtig. Die entscheidende Frage ist: Wächst die Branche mit der Wirtschaft, sprich leicht darüber oder leicht darunter – und das dauerhaft?

„Wenn ich etwas Interessantes finde, dann investiere ich.“

Haben Sie dafür auch konkrete Beispiele?

Ein Beispiel ist Benetton. Dieses Unternehmen könnte langsamer wachsen als die Wirtschaft. In einem solchen Fall muss dann die Aktie billig genug sein. Ein anderes Beispiel ist Rhön-Klinikum. Wenn ich diese Aktie im Depot habe, weiss ich: Dieses Unternehmen hat Wettbewerbsvorteile. Da der Markt konsolidiert und noch nicht verteilt ist, dürfte dieses Unternehmen schneller wachsen als die Wirtschaft. Da kann man von acht bis zehn Prozent Wachstum ausgehen.

Unterscheiden Sie Kurs/Buch-Werte je nach Branchen?

Nein. Es geht vielmehr um die Frage nach der Wettbewerbsposition. Bei den Kurs-Umsatz-Verhältnissen muss man allerdings differenzieren.

Und woran messen Sie die Wettbewerbsposition?

Das kann man nicht messen, das muss man sich für jeden Einzelfall überlegen. Dies ist noch einer der wenigen kreativen Teile des Investierens. Erst einmal muss man davon ausgehen, dass es keine dauerhaften Wettbewerbsvorteile gibt. Es re-

den zwar alle davon, aber das Wesen des Kapitalismus ist es, dass es Konkurrenz gibt. Firmen wie BMW oder Daimler haben vielleicht mal ein gutes Auto, aber dann ist wieder der andere am Zug. Auch Pharmaunternehmen haben keine Wettbewerbsvorteile, weil ihre Produktpipeline irgendwann ausläuft und sie wieder in die Forschung investieren müssen. Echte Wettbewerbsvorteile sind solche, die auch dann erhalten bleiben, wenn die Gesellschaften relativ wenig investieren müssen. Das ist bei Coca-Cola so. Die Leute greifen ins Regal, auch wenn es keine neuen Coca-Cola-Produkte gibt. Das ist auch bei einer Unternehmung wie Rhön-Klinikum so, weil es schwierig ist, Krankenhäuser zu führen. Hier ist die Eintrittsschwelle sehr hoch. Spannend wird es für Anleger auch, wenn beispielsweise ein Unternehmen wie Walmart seine Preise steigern kann.

Gibt es noch weitere Themen, vor denen Sie Anleger warnen?

Vor Neuemissionen. Diese werden doch dann auf dem Markt platziert, wenn es dem Emittenten passt und nicht, wenn es für den Investor am besten ist.

Buch

Investieren statt sparen

Max Otte

Max Otte zeigt in seinem Buch „Investieren statt sparen“ nicht nur auf, wie Anleger solide Investments identifizieren, sondern auch, wie man erfolgversprechende Aktienkategorien und die richtige Anlagestrategie auswählen kann. Des Weiteren gibt er Hinweise, wie private Investoren von Banken und Finanzberatern unabhängige Kauf- und Verkaufsentscheidungen treffen können.

Preis:
CHF 18.90

Umfang:
328 Seiten

Verlag:
Ullstein Verlag

ISBN:
978-3-548-37224-2

