

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 25

- 20 Die US-Industrie zieht davon
- 20 Staaten nutzen die Tiefzinsphase
- 22 Hohe Erwartungen an die EZB
- 23 «Grosses Absturzrisiko bei Aktien»

## Warren Buffetts Geheimnis ist entschlüsselt

Die Strategie des Starinvestors ist nicht nur wegen der richtigen Auswahl von Investitionen genial. Auch seine Finanzierung trägt zum Erfolg bei.

ALEXANDER TRENTIN

Warren Buffett ist der Meister des Investierens. Als «Orakel von Omaha» hat er für viele seiner Jünger eine geheimnisvolle Aura angenommen. Sein Erfolg spricht für sich. Wer Anfang 1988 eine Aktie von Buffetts Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway gekauft hatte, der konnte das eingesetzte Kapital mehr als versechzigfachen. Durchschnittlich legte Buffetts Titel jedes Jahr 17% zu. Hätte man sein Geld in den S&P 500 investiert, wären es – inklusive reinvestierter Dividende – nur etwas über 10% pro Jahr. Das ist ein einzigartiger Erfolg.

Dabei macht Buffett keinen Hehl aus seiner Anlagestrategie; er hat immer wieder erklärt, dass er Qualitätsunternehmen auswählt und langfristig investiert. Er sucht nicht zwanghaft nach besonders günstig bewerteten Schnäppchen, wie das typische Value-Investoren oft tun: «Es ist weitaus besser, ein wunderbares Unternehmen zu einem ordentlichen Preis zu kaufen, als ein ordentliches Unternehmen zu einem wunderbaren Preis.»

### Hohe Qualität mit Hebel

Nun hat eine Studie des Hedge Fund AQR simuliert, wie man den Erfolg von Buffett über kotierte Aktien hätte erreichen können: Man investiert in Titel mit niedrigem Beta und hoher Qualität. Aktien mit geringem Beta schwanken weniger heftig als der Markt. Qualitätsunternehmen sind definiert durch eine hohe und stabile Kapitalrendite (Profitabilität), stetiges Wachstum und eine solide Bilanz.

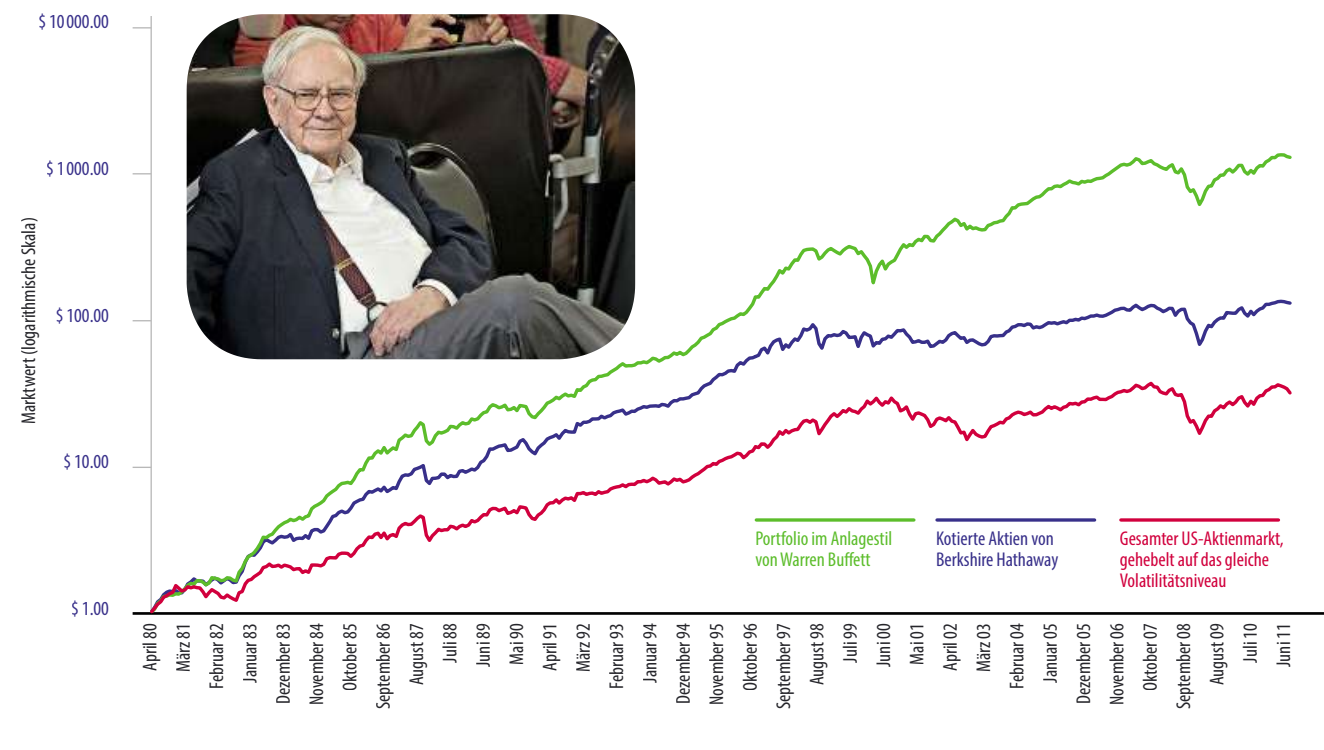
Doch so einfach ist es nicht. Ein Portfolio von Qualitätstiteln allein hätte die hohe Outperformance nicht erreicht, es braucht noch eine zweite Zutat: Fremdkapital. Buffetts Portfolio aus kotierten Aktien – daneben hält er noch viele Unternehmen ohne Börsennotierung – ist gemäss der Studie 1,6-fach gehebelt. Hätte ein Anleger über die vergangenen Jahrzehnte in systematisch ausgewählte Qualitätspapiere investiert und die Performance durch Kredite um 60% nach oben gehandelt, hätte er den Starinvestor gar geschlagen (vgl. Grafik oben).

Einen Hauptgrund für die Beteiligungen Buffetts an nicht kotierten Unternehmen sehen die Autoren der Studie darin, dass Berkshire Hathaway dadurch Fremdkapital für das Aktienportfolio aufnehmen konnte. Durch das Versicherungs- und Rückversicherungsgeschäft sicherte sich Buffett besonders niedrige Fremdfinanzierungskosten. So konnte er die schon eingemommenen, unverzinsten Versicherungsprämien (Insurance Float) – die als Fremdkapital verbucht werden – für seine Investitionen nutzen. Ein Drittel des Fremdkapitals stammt gemäss der Studie von diesem Insurance Float.

Nach der Kapitalmarkttheorie kann ein Fondsmanager nur durch ein höheres

### Der Performance-Erfolg von Warren Buffett kann mit einem systematischen Portfolio übertroffen werden

Auf wie viel wäre eine Anlage im Jahr 1980 von 1 \$ gewachsen?



Quelle: Frazzini, Kabiller und Pedersen (2013): Buffett's Alpha / Grafik: FuW, mnab / Bild: Danial Acker/Bloomberg

Marktrisiko – ein höheres Beta – mehr Rendite erreichen. Jeder zusätzliche Ertrag wäre Alpha: die in der Theorie nicht erklärbare Outperformance des Managers. Eine langfristige Überrendite wurde jedoch 1993 gemäss dem Fama-French-Modell durch zwei Anlagestile erklärt: Small Caps und Value-Titel.

Neben diesen zwei Faktoren stehen jetzt weitere unter Beobachtung, die Outperformance versprechen. Dazu gehört die Auswahl von Qualitätsaktien, wie Buffett

sie schon lange vornimmt, sowie Titeln mit niedrigem Risiko (Volatilität) und solchen mit Momentum (Aufwärtsdynamik).

Portfolios auf Basis solcher Faktoren sind in der Finanzindustrie als Smart Beta bekannt. Mit Anlageinstrumenten wie Exchange Traded Funds (ETF) wird die Ausnutzung der Faktoren industrialisiert.

Der Erfolg eines Aktieninvestors lässt sich demnach dreiteilen: in das Beta (Markt), das Exposure zu Smart-Beta-Faktoren und das Alpha. Die Studie resümiert:

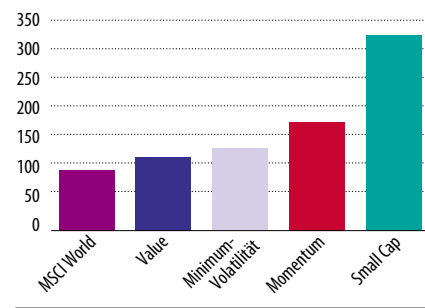
Buffett bietet gar kein Alpha, sondern hat den Smart-Beta-Faktor Qualität stringent ausgenutzt und clever finanziert.

### Schwindet die Überrendite?

Zentral ist, dass die Faktoren nicht immer und überall Outperformance garantieren. Zwar haben – gemessen an den internationalen Indizes von MSCI – die klassischen Faktoren seit 1997 eine Überrendite erwirtschaftet (vgl. Grafik 1). Aber es gibt

### Performance von Anlagestilen

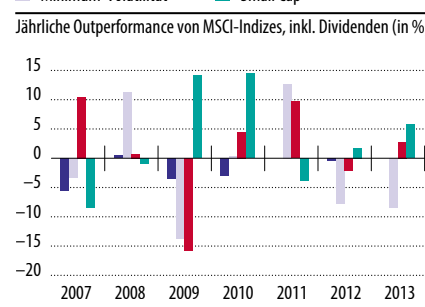
Performance von MSCI-Indizes von 1998 bis 2013, inkl. Dividenden (in %)



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, mnab

### Performance relativ zum MSCI World

Jährliche Outperformance von MSCI-Indizes, inkl. Dividenden (in %)



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, mnab

für jede Strategie starke Schwankungen in der Performance gegenüber dem Markt (vgl. Grafik 2). Wer nur kurzzeitig auf einen Faktor setzt – und nicht über Jahrzehnte wie Buffett –, der konnte die erfolgreichen Phasen leicht verpassen.

Es ist nicht klar, ob Anleger mit Smart Beta auch über die nächsten Jahrzehnte den Markt schlagen können. Wenn das Faktorinvestieren tatsächlich Allgegenwart wird, könnte es auch Warren Buffett schwerfallen, gute Anlagen zu finden.

## Das «Orakel von Omaha» ist kein klassischer Value-Investor

Die Überschrift mag provokativ klingen, schliesslich gilt Warren Buffett als der Value-Investor schlechthin. Er hat sein Rüstzeug bei Value-Übervater Benjamin Graham erworben und wendet es seit Jahrzehnten erfolgreich an. Dennoch unterscheiden sich die Ansätze zwischen Lehrer und Schüler leicht. Während Graham sein Augenmerk auf eine günstige Bewertung und eine gesunde Bilanz legte, hat Buffett den Ansatz

Grahams um die Qualität des Geschäftsmodells erweitert: Gemäss der Value-Legende aus dem US-Bundesstaat Nebraska werden Unternehmen, die eine hohe und stabile Rendite auf dem eingesetzten Kapital erzielen, von der Börse systematisch unterschätzt. Dies, weil der Markt davon ausgeht, dass sich hohe Kapitalrenditen nicht ewig halten lassen. Qualitätsunternehmen sind aber oft in Geschäftsfeldern mit hohen Eintrittsbarrieren tätig, was ihnen langfristige

Wettbewerbsvorteile verschafft, die wiederum dauerhaft hohe Kapitalrenditen ermöglichen. Über den Kapitalkosten liegende Renditen schaffen Aktionärswert.

Buffett nennt diese Eintrittsbarrieren «Moat», was frei übersetzt Burggraben bedeutet. Die Kraft solcher Hürden zeigt das

Warren Buffetts grösste Holdings <sup>1</sup>		
Name	Anzahl Titel	Marktwert in Mrd. \$ Sektor
Wells Fargo	463 458 123	24,4 Finanz
Coca-Cola	400 000 000	16,9 Basisiskonsum
American Express	151 610 700	14,4 Finanz
IBM	70 173 978	12,7 Technologie
Wal-Mart Stores	58 797 259	4,4 Basisiskonsum
Procter & Gamble	52 793 078	4,1 Basisiskonsum
ExxonMobil	41 129 643	4,1 Energie
U.S. Bancorp	80 094 497	3,5 Finanz
DaVita HealthCare P.	37 621 152	2,7 Gesundheit
Moody's	24 669 778	2,2 Finanz

<sup>1</sup>Positionen beziehen sich auf den Bestand von Berkshire Hathaway  
Quelle: gurufocus.com

Beispiel von Coca-Cola, deren Aktien sich seit Jahren im Portfolio von Berkshire Hathaway befinden (vgl. Tabelle).

Der Wert des Getränkeriesen hängt nicht nur von der immensen Potenz des Markenamab, sondern vor allem auch vom weit verzweigten Vertriebsnetz, das bis in die entlegensten Winkel dieser Welt reicht und für Konkurrenten nicht einfach zu replizieren ist. Dieser Vorteil ermöglicht Coca-Cola dauerhaft hohe Margen und Kapitalrenditen.

Gerade wegen ihrer Attraktivität handeln diese Titel meist mit einem Bewertungsaufschlag zum Gesamtmarkt. Deshalb bleiben sie auch nicht in den klassischen Value-Filtern hängen, die oft auf einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis beruhen.

Trotzdem können auch diese Valoren mit einem Abschlag zu ihrem inneren Wert handeln – so geschehen um die Jahrtausendwende, als sich Anleger scharenweise von

ihren Qualitätswerten trennten und in die vermeintlich wachstumsträchtigeren Sektoren Technologie, Medien und Telecom umschichteten. Kaum ein Experte fand angesichts der Goldgräberstimmung noch einen Grund, in langweilige Old-Economy-Titel zu investieren. Genau in solchen Momenten schlägt das «Orakel von Omaha» zu.

Die Konfusion um Buffetts Anlagestil löst sich, wenn man die Bewertung nicht im Vergleich zu allen anderen Titeln in den marktbreiten Indizes betrachtet, sondern zur eigenen Historie. Dabei stellt Warren Buffett wie sein Lehrmeister Benjamin Graham auf den normalisierten – um den Konjunkturzyklus und Ausreisser bereinigten – Gewinn ab. Liegt die so ermittelte Bewertung unter ihrem historischen Mittel, handelt die Aktie unter dem inneren Wert. Warren Buffett ist deshalb durchaus ein Value-Anleger – wenn auch nicht im herkömmlichen Sinn. **GM**

Aktuell auf [www.fuw.ch](http://www.fuw.ch)

### Der Eurozone droht ein Triple Dip

Der Wachstumsstillstand in der Eurozone dauert an. Auch Deutschlands BIP-Taucher scheint hartnäckiger zu sein als bisher angenommen. Damit steigt die Gefahr, dass die Währungsunion das dritte Mal in sechs Jahren in eine Rezession rutscht – nach dem Double also der Triple Dip. Nicht nur in der Industrie laufen die Geschäfte harziger. Auch der Dienstleistungssektor spürt zunehmend Gegenwind.

[fuw.ch/030914-2](http://fuw.ch/030914-2)

Deutsche Asset & Wealth Management

## DWS INVEST DEUTSCHE

DWS Invest wird zu Deutsche Invest.

Die Produktpaletten DWS Invest SICAV bieten wir neu unter den Namen Deutsche Invest I und Deutsche Invest II an.

Leistung aus Leidenschaft

Deutsche Asset & Wealth Management steht für die Asset- und Wealth-Management Aktivitäten durchgeführte von Deutsche Bank AG oder einer ihrer Tochtergesellschaften. Die erwähnten Produktkriterien beinhalten Fonds nach Luxembourger Recht mit Vertriebszulassung in der Schweiz. Die wesentlichen Anlegerinformationen (KID) der Verkaufsprospekte sowie die Jahres- und Halbjahresberichte erhalten die Anlageinteressenten bei der zuständigen Verwaltungsgesellschaft und Zahlstelle. © 2014 Deutsche Asset & Wealth Management. Alle Rechte vorbehalten.

Co-Investing mit Schweizer Family-Office

## SWISS ROCK

«WEIL IHRE FONDSLEITUNG UNABHÄNGIG VON BANKEN IST – UND MACHT»

Swiss Rock Anlagefonds, Bankenunabhängige Fondsgesellschaft, [www.swiss-rock.ch](http://www.swiss-rock.ch), Tel. +41 44 360 57 00