



Zweifel an der Strategie von Warren Buffett

Seine Holding Berkshire Hathaway hat über die vergangenen zehn Jahre den Index nicht geschlagen. Seine Methode versagt im jetzigen Marktumfeld.

ALEXANDER TRENTIN

Verliert Börsenlegende Warren Buffett seine Zauberhand bei der Auswahl von Investitionen? Im Mai gestand er einen Fehler ein: Seine Holding Berkshire Hathaway hätte 2016 besser nicht Beteiligungen an US-Fluggesellschaften gekauft. Im selben Monat wurden die Airlines mit Verlust abgestossen. Der Zeitpunkt war nicht ideal gewählt, danach stiegen die Kurse etwas.

Kritiker bemängeln zudem, dass der 89-jährige Buffett den grossen Crash im März nicht für den Kauf von Schnäppchen genutzt hat – entgegen seiner Devise «se gierig, wenn andere ängstlich sind». Anders als zur globalen Finanzkrise ab 2008 gelang ihm kein grosser Coup, die Sonder-situation auszunutzen.

Dabei lieferte Buffett seinen Aktionären über Jahrzehnte hinweg eine riesige Wertsteigerung (vgl. Grafik 1). Allein in den zwanzig Jahren bis Ende 2019 hat sich der Wert von Berkshire versechsfacht – das ist fast doppelt so viel wie der Leitindex S&P 500 inklusive reinvestierter Dividenden.

Schmerzliche zehn Jahre

Doch über die vergangenen zehn Jahre mussten Anleger in Berkshire Hathaway eine annualisierte Underperformance von 4,5 Prozentpunkten (Pp) zum S&P 500 (inklusive Dividenden) einstecken (vgl. Grafik 2). So schlecht war die langfristige relative Performance noch nie – auch nicht in der Tech Bubble, als sich alle auf überbewertete Internet-Titel stürzten. Über die vergangenen zwölf Monate beläuft sich die Underperformance auf 18 Pp.

Thorsten Hens, Finanzprofessor an der Universität Zürich, beobachtet: «Die heutigen Artikel über Buffett ähneln denen des Jahres 1999» – danach kehrte sich die Underperformance schnell ins Gegenteil. Ausserdem habe die Underperformance viele Gründe, die nicht unbedingt mit

Buffett zu tun hätten.

So machen die weiter fallenden Zinsen nicht nur Buffett das Leben schwer – besonders die günstigen Value-Aktien verlieren immer mehr den Anschluss an den Gesamtmarkt. Und aktive Fondsmanager haben kaum eine Chance, den Markt zu schlagen, wenn nur wenige grosskapitalisierte Titel die Börsenhausse treiben.

Dabei gibt es so gut wie keine aktiven Fondsmanager, die Buffett über die vergangenen Jahrzehnte geschlagen haben. Das hat der Kopenhagener Professor Lasse Heje Pedersen anhand der Information Ratio berechnet – sie setzt die Überrendite ins Verhältnis zum Risiko (vgl. Grafik 3). Auch wenn Pedersen die langjährige Outperformance auf die konsequente Auswahl von günstigen Qualitätstiteln zurückführt (vgl. Kasten rechts), ist das eine beeindruckende Leistung.

Nur: Wo findet man noch günstige Titel für die Aktienauswahl, wenn die Bewertungen immer höher steigen? Buffetts eigener Indikator zur Messung der Bewertung des Aktienmarktes notiert höher als zur Tech-Blase (vgl. Grafik 4). Er setzt den Gesamtbörsenwert von US-Titeln ins Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt. Zu den hohen Bewertungen an der Börse kommt eine verschärfte Konkurrenz in der Suche nach günstigen Gelegenheiten ausserhalb der Börsen. Vielen Private-Equity-Fonds geht es wie Buffett, sie suchen händierend nach neuen Opportunitäten. Gemäss einer Studie des Beratungsunternehmens Preqin sitzen sie auf nicht eingesetztem Kapital – «trockenem Pulver» – von mehr als 2000 Mrd. \$.

Nicht investierte Barmittel

Das erklärt wohl, warum die Liquiditätsposition von Berkshire Hathaway stetig wächst. Im ersten Quartal belief sie sich auf rund 140 Mrd. \$ – fast 30% des Börsenwerts (vgl. Grafik 5). Daran wird auch die Über-

nahme des Gaspipelinebetreibers Dominion Energy für 10 Mrd. \$ wenig ändern. Zieht man noch den wachsenden Börsenwert der Apple-Positionen von etwa 100 Mrd. \$ ab, machen die restlichen Beteiligungen gerade einmal die Hälfte des Börsenwerts von Berkshire Hathaway aus.

In diesen restlichen Beteiligungen entfällt der grösste Teil auf den Finanzsektor – diese Woche hat Buffett gar nachgelegt und seinen Anteil an Bank of America um 800 Mio. \$ aufgestockt. Das sei ein «echtes Problem», glaubt Hens. Bankaktien würden mit fallenden Zinsen «nicht gerade attraktiver». Ausserdem drohen weitere Kreditausfälle wegen der Coronakrise.

Ausserdem sieht Hens bei Buffett eine «emotionale Bindung an Brands, die an Wert verlieren». In der digitalen Welt verliere die Marke an Bedeutung, Buffett unterschätze diese Entwicklung: «Er hält bis heute an Kraft Heinz fest – einem hoch verschuldeten Unternehmen mit stagnierendem Umsatz.»

Greggory Warren, Analyst beim Researchhaus Morningstar, verteidigt Buffett in seinen Studien. Berkshire liefere weiterhin eine Rendite über den Kapitalkosten. Und die hohe Liquidität werde mit der Zeit ausgeschüttet werden. Dazu komme: Berkshire Hathaway sei breit diversifiziert. Ein angesichts vielfältiger Indexfonds seltsames Argument. Anleger können – anders als vor dreissig Jahren – ihr Portfolio sehr einfach breit streuen. Grosse Holdings wie Berkshire Hathaway scheinen auch deswegen aus der Zeit gefallen.

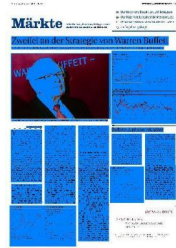


BILD: HOUSTON COFIELD/BLOOMBERG

«Sei ängstlich, wenn andere gierig sind, und gierig, wenn andere ängstlich sind» – Warren Buffett ist seiner Devise nicht mehr gefolgt.

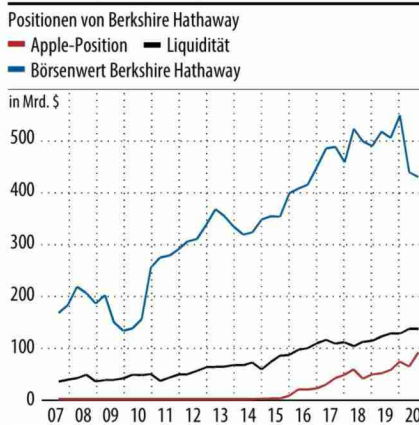
4 Teure Aktien



1) Gesamte US-Marktkapitalisierung / Bruttoinlandprodukt, Juni 2020 unter Annahme eines BIP-Einbruchs von 10%

Quelle: Piper Sandler / Grafik: FuW, sb

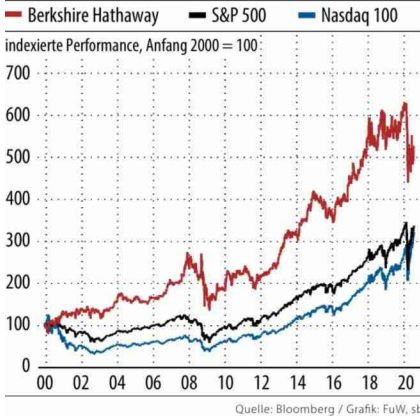
5 Mehr Apple und Liquidität



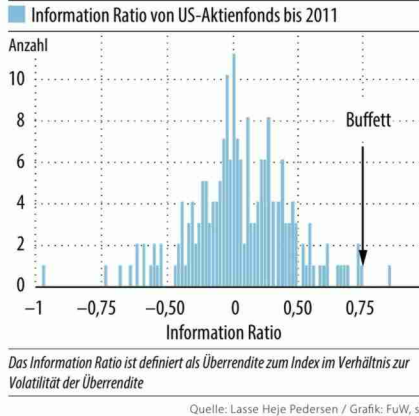
Quelle: Bloomberg, FuW / Grafik: FuW, sb



1 Performance-Wunder



3 Einmalige Manager-Leistung



2 Nachlassende Überrendite



Buffetts Alpha ist erklärbar

Ist Warren Buffetts jahrzehntelanger Erfolg an der Börse nur Zufall? Der Finanzphilosoph Nassim Taleb erwog das in seinem Buch «Fooled by Randomness» («Narren des Zufalls») zumindest: «Ich sage nicht, dass Warren Buffett nicht begabt ist. Aber eine grosse Anzahl an Anlegern wird fast zwingend aus reinem Zufall jemanden mit seinem Leistungsausweis hervorbringen.»

Doch das Alpha – die Outperformance – von Buffett ist systematisch und kann erklärt werden. Lasse Heje Pederson, dänischer Ökonom, führt es in einer Studie auf zwei Grundpfeiler der Strategie von Buffett zu-

rück: **die Hebelung des Kapitaleinsatzes durch günstige Fremdfinanzierung sowie die Auswahl von weniger riskanten und gleichzeitig niedrig bewerteten Qualitätsunternehmen.**

Die günstige Finanzierung verdankt der Investor der geschickten Ausnutzung des Versicherungsgeschäfts von Berkshire Hathaway. «36% der Verbindlichkeiten von Buffett stammen aus Prämien, deren Durchschnittskosten unter denen von US-Schatzbriefen liegen», schreibt Pedersen. Angesichts immer weiter fallender Finanzierungskosten und Risikoprämien kann auch dieser

Vorteil von Buffetts Investmentansatz weniger punkten.

Nimmt man die Hebelung und die Aktienauswahl für die Portfoliobildung zugrunde, könnte man Buffetts historische Performance sogar schlagen (vgl. Grafik). Es ist also keine besondere Begabung von Buffett notwendig, um das erzielte Alpha zu erklären. Solche Ergebnisse sind aber keine Dequalifizierung der Leistung des «Orakels von Omaha»: Eine Erklärung der Outperformance im Rückspiegel ist viel einfacher, als diese Strategie zu implementieren. Immerhin hat wohl kein anderer Investor diesen Ansatz so konsequent und klarsichtig umgesetzt. Gerade in Zeiten der Tech-Blase musste er sich gegen den Wind stemmen.



Ob sich diesmal Buffetts Beharrlichkeit ebenfalls auszahlt, muss sich erst zeigen.

Buffetts Anlagestil

