

MÄRKTE IM BLICK

Der Grundstein für Buffetts Erfolg

Die Anlagephilosophie des Investors und Ökonomen Benjamin Graham hat noch heute Bestand

LORENZ HONEGGER

Es ist die wahrscheinlich beste Metapher der Finanzmarktgeschichte. In seinem 1949 erstmals erschienenen Buch «The Intelligent Investor» beschrieb der Investor und Ökonom Benjamin Graham einen gewissen Mr. Market. Der ist ein zuvorkommender Typ, der zusammen mit einem Geschäftspartner ein Unternehmen besitzt. Tag für Tag taucht Mr. Market bei seinem Partner auf und teilt ihm mit, wie viel wert das Unternehmen in seinen Augen heute habe, und bietet ihm jedes Mal an, zum genannten Preis seinen Anteil zu kaufen. Manchmal ist Mr. Market euphorisch und setzt den Unternehmenswert lächerlich hoch an, manchmal ist er panisch und würde nur einen sehr tiefen Preis bezahlen. Im Buch stellt Graham seinen Lesern die Frage: «Wenn Sie ein umsichtiger Geschäftsmann sind, lassen Sie dann zu, dass die täglichen Mitteilungen von Mr. Market Ihre Ansicht über den Wert Ihres Anteils bestimmen?» Selbstverständlich nicht, würden die meisten antworten.

Genau darin liegt die Stärke der Metapher: Wenn sich Anleger von den täglichen Kursschwankungen an den Aktienmärkten zu Käufen oder Verkäufen treiben lassen, dann hören sie auf Mr. Market, obwohl sie es eigentlich besser wüssten.

Graham ist 1976 verstorben. Doch hat ein erstaunlich grosser Teil seiner Anlagephilosophie den wirtschaftlichen und technologischen Fortschritt überlebt. Grahams prominentester Schüler ist der selbst zum Star-Investor avancierte Warren Buffett. Er hat «The Intelligent Investor» als das beste je geschriebene Anlagebuch bezeichnet.

Im Grundsatz folgt Buffett bis heute dem von Graham erfundenen Ansatz des Value Investing. Dabei geht es darum, bei jeder Transaktion diszipliniert die zentrale Frage zu beantworten: Ist der Kaufpreis gerechtfertigt?

Eine Auswahl von Graham's wichtigsten Anlagegrundsätzen:

■ **Kein Kauf ohne Sicherheitsmarge.** Das zentrale Paradigma des Value-Investierens ist die Sicherheitsmarge. Bei Aktien stellte Graham den Kaufpreis einer Aktie dem inneren Wert des Unternehmens gegenüber. Graham analysierte dafür systematisch die fundamentalen Finanzkennzahlen von Unternehmen, um die Ertragskraft, die Verschuldung, aber auch die Wahrscheinlichkeit künftiger Gewinnausschüttungen abzuschätzen. Anhand von Kennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis oder dem Kurs-Buchwert-Verhältnis beurteilte er, ob die «Margin of Safety» genügend hoch ist. Sprich: ob der Preis stimmt.

■ **Nie spekulieren.** Heutzutage würden viele Privatanleger in die Gruppe der Spekulanten fallen, wenn man Graham's strenger Kategorisierung folgt, und damit sind nicht nur die Käufer von Kryptowährungen gemeint. Zu den Spekulanten zählte Graham all jene Marktteilnehmer, die dann Aktien kaufen, wenn die Kurse steigen, und dann verkaufen, wenn sie sich nach unten entwickeln.

■ **Wachstumsaktien meiden.** Graham wäre folglich auch kein Freund von Tesla-Aktien gewesen, deren Kurs-Gewinn-Verhältnis sich derzeit auf über 70 beläuft. Er warnte vor Wachstumstiteln, die zwar einen stark wachsenden Gewinn pro Aktie ausweisen, deren Kurs aber ein Vielfaches dieser Grösse beträgt.

Heute ist diese Sichtweise nicht mehr besonders populär. Wer in den vergangenen zehn Jahren in Aktien von Microsoft, Amazon oder Apple investierte, konnte sein Investment schliesslich vervielfachen. Thomas Heller, Anlagechef bei Belvédère Asset Management, hält Graham's Abwehrhaltung gegenüber Wachstumsaktien denn auch für zu kategorisch und verweist auf die Performance des MSCI-World-Value-



Benjamin Graham (links), hier 1955 im Gespräch mit Robert E. Wood, ist als Erfinder des Value Investing bekannt.

BETTMANN

Indexes, der in den über zehn Jahren seit der Finanzkrise gegenüber dem MSCI-Growth-Index einen schweren Stand hatte. «Innovative, stark wachsende Unternehmen kosten mehr. Sofern die Leitzinsen tatsächlich ihren Höhepunkt erreicht haben, dürften Wachstumsaktien gegenüber Value-Titeln weiterhin einen Vorteil haben.» Gleichzeitig betont Heller, mit der absehbaren Abschwächung des Wirtschaftswachstums könnten sich die Verhältnisse auch wieder zugunsten von Value kehren, da Wachstumsaktien in schwierigen Phasen meist stärker reagierten.

Als Beispiel nannte er die amerikanische Airline-Industrie, der in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts ein spektakuläres Wachstum vorhergesagt wurde. Obwohl die Zahl der Flugbewegungen Anfang der 1970er Jahre einen Rekordstand erreicht hatte, machte die Branche aufgrund von technologischen Problemen und einer übermässigen Kapazitätsausweitung hohe Verluste. Laut Graham war dies ein Beleg dafür, dass «selbst die hochbezahlten Vollzeitexperten der Investmentfonds die relativ kurzfristige Zukunft einer grossen und nichttechnischen Branche völlig falsch einschätzten».

Die meisten Anleger sollten sich demnach defensiv verhalten. Graham riet ihnen zu einer «angemessenen, aber nicht übermässigen» Diversifikation im Portfolio. Aktien sollten nur dann gekauft werden, wenn das Unternehmen über viele Jahre kontinuierlich Dividenden ausbezahlt hat. Der Anleger sollte sich ausserdem eine Obergrenze für den Preis setzen, den er für eine Aktie bezahlt, zum Beispiel nicht mehr als das 25-Fache des durchschnittlichen Gewinns pro Aktie während der letzten sieben Jahre.

Dazu gibt es auch andere Sichtweisen. Belvédère-Anlagechef Heller hält es für verfehlt, fixe Obergrenzen für Kurs-Gewinn-Verhältnisse festzulegen, um den Preis einer Aktie zu beurteilen. Ein besseres Vorgehen sei es, die entsprechenden Bewertungsgrössen innerhalb einer Branche zu vergleichen, um abzuschätzen, ob eine Aktie hoch oder tief bewertet ist. Allerdings rät auch Heller Anlegern zu einer eher passiven Strategie: «99 Prozent der Kleinanleger haben keine Chance, wenn es darum geht, Anlageperlen zu entdecken.»

■ **Auch ein wachsender Markt ist noch kein gutes Investment.** Prognosen über das enorme Potenzial der künstlichen Intelligenz veranlassen derzeit viele Anleger, ihr Geld in Unternehmen wie den Chiphersteller Nvidia zu investieren, die in diesem Markt tätig sind. In diesem Kontext sei an die Warnung Graham's davor erinnert, wachsende Märkte automatisch als gute Anlagemöglichkeit zu sehen.

■ **Die meisten Anleger sollten sich defensiv verhalten.** Wenn Graham sein Buch heute schreiben würde, würde er der grossen Mehrheit der Anleger vermutlich zum Kauf von ETF-Indexfonds raten. Graham zeigte sich überzeugt, dass das eingegangene Risiko an den Finanzmärkten nicht vom eigenen Vermögen abhängen sollte, sondern von der Bereitschaft des Anlegers, Zeit und Aufwand in sein Portfolio zu investieren.

AUSGEWÄHLTE BÖRSENKURSE IM WOCHENVERGLEICH

	Schluss 28.07.	Schluss 04.08.	% Woche	% 2023	% 1 Jahr	Volatilität	52 Wochen Hoch	52 Wochen Tief
Banken und Finanzdienstleistungen								
EFG N	10.92	10.90	-0.18	23.44	46.11	23.08	10.98	7.33
Julius Bär N	63.00	60.20	-4.44	11.77	18.04	29.81	64.70	40.99
LLB N	60.70	60.40	-0.49	8.24	13.96	18.77	65.00	52.40
Partners Group N	984.00	974.00	-1.02	19.25	-5.02	36.12	1059.50	722.80
Swissquote N	194.40	194.90	0.26	45.99	70.82	40.81	203.60	97.35
UBS Group N	19.25	19.23	-0.13	11.74	21.37	30.99	20.85	13.87
Valiant N	96.70	96.20	-0.52	-3.80	9.19	18.97	106.60	87.60
Vontobel N	59.50	58.00	-2.52	-5.38	-6.45	24.05	67.80	50.70
Bau und Material								
Arbonia N	10.14	9.71	-4.24	-24.85	-31.23	34.23	14.68	9.30
Forbo N	1276.00	1238.00	-2.98	13.79	-3.73	29.70	1386.00	1020.00
Geberit N	495.20	492.10	-0.63	13.00	-2.24	27.70	542.00	406.50
Holcim N	61.92	60.70	-1.97	26.78	35.85	21.13	62.76	39.28
Implenia N	42.40	41.70	-1.65	9.59	67.13	32.25	48.60	23.90
Chemie								
Clariant N	14.30	14.08	-1.54	-3.89	-24.71	24.50	18.73	12.19
EMS-Chemie N	734.50	713.00	-2.93	13.90	-5.44	25.53	802.50	591.50
Givaudan N	2943.00	2867.00	-2.58	1.20	-15.18	25.39	3438.00	2672.00
Sika N	271.40	279.00	2.80	25.85	15.62	33.16	280.30	190.10
Dienstleistungen								
Adesso Group N	35.20	36.99	5.09	21.44	15.59	29.64	37.73	26.38
DKSH Holding N	71.20	68.00	-4.49	-3.13	-12.82	20.74	80.95	63.55
Dufry N	44.10	42.32	-4.04	9.89	12.61	24.70	45.26	29.43
Flughafen Zürich N	184.10	182.50	-0.87	27.53	14.49	20.16	187.60	138.00
Kühne + Nagel N	270.60	271.60	0.37	26.21	8.88	27.66	286.00	197.10
SGS N	84.70	83.36	-1.58	-3.07	-9.04	20.05	94.40	78.82
Energie								
BKW N	154.90	155.50	0.39	22.92	38.96	25.85	167.70	109.70
Gesundheit								
Alcon N	74.00	71.52	-3.35	13.20	-4.00	24.89	75.04	55.22
Bachem Hold. N	78.50	81.40	3.69	1.94	20.06	46.61	105.60	49.90
Basilea Pharm. N	43.25	43.30	0.12	-5.46	4.21	26.75	55.40	36.75
Lonza N	504.60	493.00	-2.30	8.81	-15.00	31.76	599.40	436.80
Novartis N	90.25	89.07	-1.31	6.56	9.48	18.84	93.95	73.32
Roche GS	269.40	265.05	-1.61	-8.76	-16.32	16.47	335.85	256.05
Siegfried N	778.50	757.00	-2.76	23.39	8.76	34.09	818.00	577.00
Sonova N	241.70	235.20	-2.69	7.25	-32.67	35.32	350.50	208.90
Straumann N	143.40	142.50	-0.63	34.94	6.11	39.73	147.00	85.22
Tecan N	348.80	335.00	-3.66	-18.77	-3.24	35.95	435.80	309.60
Immobilien								
Allreal N	159.40	158.40	-0.63	5.32	2.19	19.72	165.60	126.40
Mobimo N	254.50	254.50	0.00	7.84	6.04	20.78	259.50	195.00
Orascom N	5.96	5.76	-3.36	-22.16	-28.89	35.47	8.22	5.72
PSP Swiss Prop. N								
	103.00	101.50	-1.46	-6.45	-10.26	19.86	119.00	91.80
Swiss Prime Site N								
	84.20	82.45	-2.08	2.87	-4.07	19.36	90.40	72.10
Industrie und Technologie								
ABB N	34.90	34.52	-1.09	23.02	24.58	22.25	35.74	23.84
ams-OSRAM	7.99	6.90	-13.71	2.16	-14.72	60.88	9.96	4.87
Bucher Ind. N	385.40	380.20	-1.35	-1.71	5.14	24.74	443.60	297.20
Burckhardt Comp. N	512.00	507.00	-0.98	-7.99	19.15	30.57	617.00	355.00
Dätwyler I	171.80	170.80	-0.58	-7.17	-26.06	34.37	250.50	150.00
dormakaba N	422.00	416.00	-1.42	22.90	-9.57	26.45	463.50	301.00
Georg Fischer N	59.05	59.05	0.00	4.33	3.32	29.48	71.20	45.94
Huber + Suhner N	75.70	76.80	1.45	-11.01	-10.39	20.79	92.40	71.20
Kudelski I	1.71	1.74	1.46	-26.79	-40.68	38.34	3.00	1.62
Logitech Intern. N	61.42	60.26	-1.89	5.61	7.15	40.95	63.82	42.07
OC Oerlikon N	4.71	4.21	-10.54	-30.53	-45.11	23.63	7.89	4.01
Rieter N	99.10	93.70	-5.45	-10.76	-11.27	34.92	119.40	78.20
Schindler PS	211.10	205.90	-2.46	18.40	13.01	27.99	217.70	148.45
SFS Group N	103.40	102.60	-0.77	17.26	-3.93	29.16	128.80	80.90
Sulzer N	86.60	85.65	-1.10	18.96	35.63	25.36	87.00	54.20
Temenos N	74.00	71.54	-3.32	40.99	-6.68	45.85	85.00	49.61
VAT Group N	369.70	361.50	-2.22	43.00	29.48	41.04	395.00	186.00
Konsumgüter								
Richemont N	140.00	135.25	-3.39	12.80	16.70	32.52	161.10	91.80
Swatch I	276.00	271.90	-1.49	3.38	8.20	28.52	342.70	217.20
Nahrung								
Aryzta N	1.52	1.45	-4.60	31.79	32.51	32.45	1.62	0.89
Barry Callebaut N	1630.00	1587.00	-2.64	-13.23	-24.79	16.93	2112.00	1578.00
Lindt & Sprüngli N	106600.00	105400.00	-1.13	10.95	-1.68	18.48	116000.00	92300.00
Nestlé N	107.36	104.16	-2.98	-2.78	-10.88	15.08	117.56	103.42
Telekommunikation								
Swisscom N	564.00	528.20	-6.35	4.26	4.84	14.98	619.40	443.40
Versicherungen								
Baloise N	136.60	134.70	-1.39	-5.61	-11.21	19.71	159.50	122.90
Helvetia N	130.30	129.40	-0.69	20.04	18.61	19.71	139.10	90.55
Swiss Life N	555.80	545.60	-1.84	14.43	7.36	22.48	603.40	416.30
Swiss Re N	93.40	87.68	-6.12	1.39	20.31	22.41	99.68	68.16
Zürich Insur. Grp N	427.10	416.90	-2.39	-5.74	-0.02	17.99	459.00	384.60
Indizes								
SMI	11317.74	11098.48	-1.94	3.44	-0.93	12.85	11616.4	10010.8
SPI	14943.64	14657.70	-1.91	6.72	0.89	12.72	15314.6	12797.4

Swiss Re schreibt endlich wieder hohen Gewinn

Klimawandel und Übersterblichkeit in den USA als Risiken

ANDRÉ MÜLLER

Wenn Firmenchefs auf «adjustierte» oder «normalisierte» Zahlen zurückgreifen, ist Vorsicht angebracht. Meistens drücken sie damit aus: Nicht wir sind an unserem mageren Gewinn schuld, sondern die äusseren Umstände. Auch die Swiss Re, die zweitgrösste Rückversicherungsgesellschaft der Welt, griff in den vergangenen Jahren gern auf adjustierte Werte zurück; auch sie war in puncto Gewinn oft hinter den Erwartungen zurückgeblieben.

Die Pechsträhne ist vorbei

Allerdings waren in ihrem Fall die äusseren Umstände tatsächlich widrig gewesen: Die Corona-Pandemie führte zu grossen Verlusten vor allem in ihrem US-Geschäft mit Lebensversicherern. Wenn in den USA viel mehr Personen sterben als erwartet, ist das schlecht für die Swiss Re. Hinzu kamen unüblich viele teure Naturkatastrophen sowie das Anlage-Umfeld. Wegen der enorm tiefen Zinsen hatte die Swiss Re bis 2022 Mühe, mit den angelegten Geldern eine hohe Rendite zu erwirtschaften.

Im ersten Halbjahr 2023 hat der Wind endlich gedreht. Die Swiss Re hat einen Gewinn von 1,4 Milliarden Dollar erzielt und ist auf Kurs, um ihr Jahresziel von mehr als 3 Milliarden Dollar zu erreichen. Alle grossen Geschäftsbereiche haben zum guten Resultat beigetragen. Zudem ist dank den jüngsten Zinserhöhungen die Anlagerendite deutlich gestiegen.

Die Swiss Re konnte zudem ihr Prämienvolumen steigern, obwohl sie wählerischer geworden ist dabei, welche Risiken sie überhaupt versichert. Möglich war dies dank starken Preiserhöhungen; im Januar und nun wieder im Juli. Diese Preiserhöhungen werden ihre volle Wirkung erst noch entfalten.

Hinzu kommt, dass es in den letzten Monaten für einmal keine grosse Naturkatastrophe gegeben hat, für welche die Swiss Re aufkommen musste. Ihr kommt aber auch zugute, dass sie bei der Rückversicherung von kleineren Naturkatastrophen vorsichtiger geworden ist: Bei Ereignissen wie Hagelstürmen, kleineren Überschwemmungen oder Waldbränden müssen die Erstversicherer zunehmend selber zahlen. Das sind genau jene Ereignisse, die sich im Zuge des fortschreitenden Klimawandels häufen werden. Für Hurrikane und Erdbeben, wie etwa jenes im Frühjahr in der Türkei und Syrien, wird die Swiss Re weiterhin Risiken abdecken.

US-Lebenserwartung sinkt

Die Swiss Re wird aber auch künftig Zurückhaltung beweisen müssen, um später nicht auf zu generösen Versprechen sitzenzubleiben. Das gilt weiterhin für die Absicherung gegen Naturkatastrophen, aber auch im Geschäft mit Lebensversicherern. Noch immer sterben mehr Amerikaner, auch jüngere, als zu erwarten wäre. In ihrem Rückversicherungsgeschäft mit Lebensversicherern und Krankenkassen erzielte die Swiss Re bis im Juni zwar wieder 393 Millionen Dollar Gewinn, nach einer schwarzen Null im Vorjahr. Doch die Sparte hätte noch mehr Potenzial. Wegen Corona und einer starken Grippewelle starben in diesem Winter in den USA weiterhin überdurchschnittlich viele Leute.

Der Rückversicherer muss indes auch langfristige Probleme im Blick behalten. Die Lebenserwartung im Land der unbegrenzten Möglichkeiten hat sich vom Trend anderer entwickelter Länder entkoppelt. Amerikaner sterben im Schnitt viel früher als Europäer und viele Asiaten – an Drogenkonsum, allen voran an einer Fentanyl-Überdosis, in Autounfällen, an den Folgen verbreiteter Fettleibigkeit oder an Schussverletzungen. Ob die Vereinigten Staaten gegen diese Missstände innert nützlicher Frist vorgehen wollen und werden, bleibt ungewiss.