

# «Der Einstiegszeitpunkt ist gekommen»

Die Bewertungen der Aktien sind stark gefallen. Die Value-Experten von Tweedy Browne sehen so viele Schnäppchen auf dem Markt wie schon lange nicht mehr.

TEXT: BARBARA KALHAMMER

**cash:** Wie haben Sie das Jahr 2008 gemeistert?

**William Browne:** Unglücklicherweise sind keine Aktienmärkte von der Finanzmarktkrise verschont geblieben, und auch unsere Portfolios waren gegen den dramatischen Einbruch nicht immun. Im Vergleich zu den globalen Indizes und auch zu unseren Konkurrenten haben wir uns aber relativ gut gehalten. Profitiert haben wir von einem gesunden Mass an Cash-Reserven und der Vermeidung von Investments mit hohem Risiko und starker Verschuldung.

**Welche waren die erfolgreichsten Anlagen und die grössten Verlierer?**

**Thomas Shrager:** Alle grossen Länder, Industriegruppen und Aktien haben im vergangenen Jahr deutlich verloren. Investmenterfolge waren nur äusserst dünn gesät. Dennoch haben sich unsere Eisenbahnaktien Burlington Northern und Norfolk Southern relativ gut entwickelt. Auch einige der Lebensmittelunternehmen, wie Nestlé und Coca-Cola Femsa, haben sich besser als die meisten Aktien gehalten. Die grössten Verluste verzeichneten unsere Finanz- und Medienunternehmen. Es war also richtig, unsere Finanztitel zu reduzieren und damit der grossen Krise des Sektors aus dem Weg zu gehen. Stark gelitten haben auch unsere Medienunternehmen. Wir erwarten jedoch, dass sich die Firmen, in die wir investiert sind, gut auf das veränderte Wettbewerbsumfeld eingestellt haben und mit der Zeit Erfolg haben werden.

**Wie schätzen Sie die Entwicklung für 2009 ein?**

**Robert Wyckoff:** Es ist schwierig zu sagen, wie sich die Aktienmärkte in Zukunft entwickeln werden. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Märkte auch in diesem Jahr volatil bleiben werden, da sich die Wirtschaft und die Unternehmensnews verschlechtern werden. Weltweit sehen wir

aber massenhaft Schnäppchen, so viele wie schon seit Jahren nicht mehr. Dank des derzeitigen Umfeldes finden wir viele günstig bewertete Aktien, und selten waren wir so damit beschäftigt, neue Ideen auszuwerten.

**Ist es für einen Value-Investor möglich, in diesen schwierigen und volatilen Zeiten Geld zu verdienen?**

**Shrager:** Oft ergeben sich in solchen Zeiten die besten Kaufgelegenheiten. Die Volatilität geht normalerweise in Kaufgelegenheiten für Value-Investoren über. Während wir also auf der einen Seite über die, wie wir glauben, temporären Kursabschläge unserer Unternehmen enttäuscht sind, sind wir auf der anderen Seite ermutigt durch die Zahl der neuen zukünftigen Kaufchancen. Es ist definitiv die Zeit, in globale Aktienmärkte zu investieren. Natürlich können Aktien noch zurückgehen, aber gut ausgewählte Titel von heute sollten auf lange Sicht profitabel sein.

**Wie sieht Ihre Investmentstrategie aus? Welche Indikatoren sind für Sie besonders wichtig?**

**Browne:** Unsere Methode kommt direkt von Benjamin Grahams Lehren, wonach mit dem Aktienbesitz auch ein teilweises Interesse an dem Unternehmen verbunden ist. Das erste Anliegen sollte also darin liegen, den Wert dieser Firma herauszufinden. Um sich vor Fehlern in der Analyse zu schützen, sollte man diversifizieren und Aktien kaufen, die unter ihrem inneren Wert gehandelt werden. Wir verbringen also unsere Zeit damit, Unternehmen auf der ganzen Welt zu bewerten und deren Aktien zu kaufen, die zu einem Drittel ihres inneren Wertes oder mit 40 Prozent Discount gehandelt werden. Der innere Wert eines Unternehmens wird oft mit dem Übernahmewert definiert. Wir investieren auch nicht in Firmen, die einen hohen Fremdkapitalanteil haben. Ausgenommen

---

**Value-Experten mit langer Geschichte**

Das Unternehmen wurde 1920 gegründet und gilt als älteste Investmentgesellschaft der Wallstreet. Tweedy Browne beschäftigte sich stets mit unterbewerteten Aktien, zunächst als Broker für den «Schöpfer» des Value-Investments Benjamin Graham, später als Investor und Anlageberater. 1968 begann das Unternehmen mit der aktiven Vermögensverwaltung für Kunden und verwaltet nun über 8 Milliarden Dollar. Die Anlagephilosophie sucht nach Unternehmen, die gemessen an ihrem wirtschaftlichen Wert zu konservativen Kurs-Gewinn-Verhältnissen gehandelt werden, gesunde Bilanzen aufweisen und über vielversprechende Gewinnaussichten verfügen.

---

unserer High Dividend Portfolios setzen wir auch keine hohen Dividendenauszahlungen voraus. Dennoch kann die Möglichkeit, eine Dividende zu zahlen, vor allem im derzeitigen Marktumfeld, ein Indikator für die Qualität der Unternehmensgewinne sein.

**In welchen Märkten und Sektoren finden Sie derzeit günstige Kaufgelegenheiten?**

**Shrager:** In den vergangenen Monaten haben wir zahlreiche Schnäppchen in Japan entdeckt, beispielsweise einige hochwertige Unternehmen wie Honda oder Canon, aber auch einige Small Caps. Wir haben auch angefangen, einige Positionen in erstklassigen europäischen und amerikanischen Industrieunternehmen aufzubauen. Dazu zählen Emerson Electric, MMM Corporation und Krones. Auch bestehende Positionen, wie Kone, haben wir aufgestockt. Nach dem starken Rückgang des Ölpreises sind wir nun auch in einige Öl- und Gasunternehmen investiert, wie Devon Energy und Conoco Philips.





**Oftmals kaufen Sie Aktien, die andere Investoren meiden. Worauf setzen Sie zurzeit?**

**Wyckoff:** Wir denken, dass viele Investoren beispielsweise mit dem kurzfristigen Potenzial von Ölonternehmen und japanischen Aktien nicht glücklich sind. Mit einem langfristigen Anlagehorizont bieten diese Bereiche jedoch einen signifikanten Wert.

**Passive Investmentprodukte wie ETF sind auf dem Vormarsch. Ist das aktive Stockpicking aus der Mode?**

**Shrager:** Indexfonds und ETF sind eine interessante Investitionsmöglichkeit, jedoch wird aktives Stockpicking nie aus der Mode kommen. Wir denken, dass es mehr Sinn macht, die Spreu vom Weizen zu trennen, als einfach auf einen Index zu setzen.

**In Ihren Portfolios finden sich auch viele Schweizer Aktien. Warum?**

**Browne:** Die Schweiz ist möglicherweise eines der fleissigsten Länder in Europa und hat eine Tradition von Familienbesitz oder -einfluss. Nicht allgemeingültig, aber wir denken, dass Familien einen weiteren Horizont haben, wenn sie die Zukunft ihrer Unternehmen planen. Im Schweizer Aktienmarkt gibt es einige unterbewertete Industriejuwelen.

**Können Sie uns solche unterbewertete Aktien nennen?**

**Browne:** Phoenix Mecano, Dätwyler, Tamedia, Nestlé, Publigroupe; alle mit 11 oder einem geringeren bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis.

**Sie sind in mehrere Schweizer Pharmatitel investiert. Was spricht für diese Aktien?**

**Wyckoff:** Wir sind nicht generell in Pharma-Unternehmen investiert. Novartis bevorzugen wir, weil wir denken, dass die derzeitigen Medikamente und die Pipeline ausreichen, um den Ausfall von Diovon 2012, wenn das Patent ausläuft, auszugleichen. Auch die diversifizierten Einkommensquellen sehen wir positiv. Siegfried machen folgende Aspekte attraktiv, das Inhalatorpotenzial zusammen mit einem



**Das Management von Tweedy Browne (von links nach rechts): William H. Browne, Robert Q. Wyckoff Jr., Christopher H. Browne, Thomas H. Shrager und John D. Spears.**

möglichen Turnaround von Generics in 2011/2012 sowie einer Bewertung unter Buchwert. Für Roche sprechen die unglaublichen Lizenzen im Biotechbereich.

**Befürchten Sie, dass der neue US-Präsident Obama einen negativen Einfluss auf den Sektor haben wird?**

**Wyckoff:** Das kann sein. Die Frage ist, wie gross dieser sein wird. Beispielsweise können die Volumen durch die wachsende Reichweite den Preisdruck ausgleichen? Wird eine Agentur wie die britische NICE gegründet?

**Ihre grösste Position ist Nestlé. Warum?**

**Browne:** Weil wir Schokolade und Kaffee mögen. Scherz beiseite. Nestlé produziert Artikel, die täglich konsumiert werden. In einigen Produktkategorien ist Nestlé sehr gross und wächst stetig. Dadurch können Einsparungen durch Massenproduktion erzielt werden. Andererseits wird der Konzern auch erfolgreicher im Konkurrenzkampf mit Marken. Auch Richemont favorisieren wir. Das Unternehmen wird zwar von der wirtschaftlichen Abschwächung betroffen sein, profitiert aber von seiner fest verwurzelten Position und kann so auch die Kosten straffen.

### Hochkarätiges Management

Gegründet wurde die Gesellschaft von Forrest Tweedy. Später kamen die Partner Howard Browne und Joe Reilly an Bord. Die Söhne von Howard, William und Christopher Browne, leiten seit 1978 das Unternehmen. Ergänzt wird das Management-Team von Tweedy Browne durch John D. Spears, Thomas H. Shrager, und Robert Q. Wyckoff, Jr. Folgende Fonds werden angeboten: International Value Fund (CHF) und International Value Fund (Euro), die weltweit in ein diversifiziertes Portfolio investieren, das in erster Linie aus Dividendpapieren besteht, die nicht aus den USA stammen. Der Value Fund (USD) bezieht auch die USA mit ein, und der Global High Dividend Value Fund setzt auf Gesellschaften, die kontinuierlich überdurchschnittliche Dividendenrenditen ausschütten und unterbewertet sind.