

«Solche Übertreibungen nehmen ein böses Ende»

William Browne, US-Value-Investor, warnt davor, die hohen Bewertungen zu missachten.

Value-Anleger haben derzeit einen schweren Stand. Das spürt auch die US-Investmentboutique Tweedy Browne, die sich seit ihren Anfängen voll dem Ansatz von Value-Übervater Benjamin Graham verschrieben hat und etwas mehr als 15 Mrd.\$ verwaltet. «Finanz und Wirtschaft» hat William Browne getroffen, den Sohn des Firmengründers Howard Browne. Der 75-Jährige ist einer der vier Geschäftsführer und sieht sich vor allem in der Rolle des «Chief Cultural Officer», der dafür sorgt, dass die Anlagephilosophie gelebt und umgesetzt wird.

Herr Browne, Sie haben schon manchen Börsenzyklus erlebt. Wie lange wird der aktuelle Zyklus noch dauern?

«Die niedrigen Zinsen rechtfertigen diese hohen Bewertungen nicht.»

Ich mache keine Prognosen, sondern operiere mit Wahrscheinlichkeiten und suche Variablen, die die Gewinnchancen erhöhen. Was sich mit Sicherheit sagen lässt, ist, dass die Finanzmärkte einen Wahnsinnslauf hinter sich haben. Die niedrigen Kapitalkosten haben dazu ihren Beitrag geleistet. Es ist sehr unwahrscheinlich, dass die nächsten zehn Jahre für Anleger so gut werden wie die vergangenen zehn.

Warum wird das Umfeld rauer werden?

Werden die Unternehmensgewinne nochmals so kräftig wachsen? Wird es nochmals eine Steuersenkung geben, wo doch das US-Haushaltsdefizit schon fast 1 Bio.\$ beträgt? Und was ist mit all den negativ rentierenden Anleihen, der abnehmenden Bonität und dem globalen Schuldenberg von 280 Bio.\$, von dem allein 55 Bio. auf Schwellen- und Entwicklungsländer fallen? Ist das nachhaltig? Wohl eher nicht. Solche Entwicklungen nehmen in der Regel kein gutes Ende.

Die Börse kann vieles wegstecken, das haben die letzten Jahre gezeigt.

Die Gewinnmargen der Unternehmen sind auf dem höchsten Stand seit zwanzig Jahren, der Anteil der Löhne an der Wirtschaftsleistung ist gesunken. Die Arbeitnehmer sind leer ausgegangen, alles ging an die Aktionäre. Das trägt zu den sozialen und politischen Spannungen bei, die wir vielerorts beobachten. Können wir nochmals so eine Dekade für die Shareholder herauspressen? Ich glaube nicht. Die Gefahr ist gross, dass die Trendwende nicht schrittweise verläuft, sondern chaotisch.

Weshalb?

Sobald die Kurse zu sinken beginnen, machen sich bei den Investoren Zweifel breit. Weil sie nicht voll hinter ihren Anlageentscheidungen stehen können, sind sie nicht mehr fähig, einen kühlen Kopf zu bewahren. So kommt es zum Kaskadeneffekt. In der Vergangenheit waren solche Verwerfungen gute Kaufgelegenheiten. Aber wir werden abwarten und nicht die Ersten sein, die ins fallende Messer greifen.

Die grössten Titel

Tweedy, Browne International Value Fund CHF		
	Gewicht in %	Land
Roche	4,9	Schweiz
Berkshire Hathaway	4,4	USA
Alphabet (Google)	4,2	USA
Nestlé	3,9	Schweiz
Diageo	3,8	Grossbritannien
Safran	3,7	Frankreich
Unilever	3,2	Niederlande
Novartis	3,2	Schweiz
Zurich Insurance	2,8	Schweiz
DBS	2,8	Singapur
Total	2,8	Frankreich
GlaxoSmithKline	2,7	Grossbritannien
Cisco Systems	2,7	USA
United Overseas Bank	2,5	Singapur
Heineken	2,3	Niederlande
Royal Dutch Shell	2,2	Niederlande
SCOR	2,1	Frankreich
Antofagasta	2,0	Chile
Standard Chartered	2,0	Grossbritannien



BILD: IRIS C. RITTER

«Wenn es dreht, werden sich viele fragen, weshalb sie diese Aktien überhaupt besitzen.»

Substanzaktien haben gegenüber Wachstumsaktien seit Jahren das Nachsehen. Ist der Value-Anlagestil tot?

Es heisst, Value sei strukturell kaputt, doch das glaube ich nicht. Gewiss, für Value-Investoren waren die vergangenen Jahren weniger ideal. Das Geld ist hauptsächlich in Aktiensegmente geflossen, deren Bewertung in zum Teil unverschämte Höhen gestiegen ist. Diese hohen Bewertungen sind nicht gerechtfertigt. Auch wenn die Fremdkapitalkosten praktisch null sind.

Warum würden Sie keine Aktien kaufen, deren KGV 35 oder mehr beträgt?

Man muss sich immer fragen, wer sonst bereit ist, so viel zu bezahlen, ausser den Investoren mit systematischen Strategien, deren Entscheide auf Algorithmen basieren. Wer sind die anderen, die zu so hohen Preisen kaufen, und warum tun sie es? Ein Investor sollte immer so denken, als wäre er der Besitzer des Unternehmens.

Was heisst das konkret?

Man muss das Geschäftsmodell beurteilen. Was sind dessen Charakteristiken, wie hebt es sich vom Rest ab? Ist das Geschäft stabil und wirft es nachhaltig Gewinn ab? Kann man die künftige Nachfrage abschätzen? Wie flexibel ist das Unternehmen bei der Preissetzung? Man muss viele Faktoren berücksichtigen und dann abschätzen, wie wahrscheinlich der künftige Erfolg ist. Und so bestimmen Sie den angemessenen Preis und vergleichen ihn mit der Bewertung am Markt.

Sie suchen also nach guten Unternehmen zu einem vernünftigen Preis. Gibt es die überhaupt noch nach zehn Jahre Hausse?

Es gibt nicht mehr viele. In den USA ist die Situation besonders ausgereizt. Das ist der Grund, weshalb wir den Anteil an US-Aktien in den vergangenen Jahren reduziert haben. In Europa finden wir noch eher unterbewertete Aktien, aber auch hier kommt es zu Übertreibungen. Schauen Sie nur die Zahlen vom letzten Jahr an: Nebenwerte mit niedrigen KGV haben

sich kaum aufgewertet, teure Large Caps hingegen um ein Viertel. Wird das ewig so weitergehen? Nein, früher oder später kommt es zu einer Trendumkehr.

Warum halten Sie so viele Schweizer Titel?

Zufälligerweise haben mehrere Unternehmen, in die wir investieren, den Hauptsitz hier. Sie weisen genau jene Charakteristiken auf, die wir mögen.

Sie halten auch Tamedia, die jetzt TX Group heisst, und zu der auch diese Zeitung gehört. Was ist die Überlegung dahinter?

«Ich verstehe nicht, weshalb Tamedia überhaupt noch an der Börse ist.»

Unser Engagement ist sehr klein. Tamedia haben ein Gewicht von 0,2% im internationalen Portfolio. Wir hatten mal mehr, mal weniger. Ich verrate nicht, was wir aktuell vorhaben. Doch eins kann ich Ihnen sagen: Ich verstehe nicht, weshalb Tamedia überhaupt noch an der Börse ist.

Warum macht die Kotierung keinen Sinn?

Die Aktien werden zur Hälfte des Buchwerts gehandelt. Die Dividendenrendite liegt bei 5%. Das Unternehmen hat viel Cash und keine Schulden. Und dennoch ist niemand bereit, mehr als das Achtfache des Gewinns zu bezahlen? Klar ist Tamedia mehr wert. Als Besitzerfamilie würde ich mich fragen: Warum tun wir uns das an? Übernehmen wir den Rest der Aktien. Bei den tiefen Zinsen ist das ja kein Problem. Und die Familie müsste sich nicht mehr mit Leuten wie uns herumschlagen.

INTERVIEW: PETER ROHNER

Lesen Sie das ausführliche Interview unter:

www.fuw.ch/080220-7

