

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 29

- 22 Auch in Europa hat Qualität ihren Preis
- 23 Ursachen der andauernden Stagnation
- 25 Italiens Notenbank wird umgebaut
- 26 Renditestarke Dim Sum Bonds

## «Die Zeit der tollen Kaufchancen ist vorbei»

William Browne, Partner der Value-Boutique Tweedy, Browne erklärt, wo er heute noch unterbewertete Aktien findet.

Wenn William Browne spricht, sollten Anleger zuhören. Der Partner der New Yorker Value-Boutique Tweedy, Browne ist ein «No Nonsense»-Investor, der sich wohltuend vom Banken-Mainstream abhebt. Nach vier Jahren Rally ist die Luft an den Börsen dünn geworden: Browne findet kaum noch unterbewertete Aktien. Novartis und Royal Dutch mag er weiterhin, aber ansonsten ruft er die wichtigste Eigenschaft in Erinnerung, die jeder erfolgreiche Investor haben sollte: Geduld.

**Herr Browne, die Börsenrally ist bereits mehr als vier Jahre alt. Finden Sie noch unterbewertete Aktien?**

Kaum. Es ist sehr schwierig geworden. Stellen Sie sich vor: Jeden Morgen machen sich weltweit Abertausende von Investoren an die Arbeit und versuchen, vernünftig bewertete Anlagen zu finden. Das Feld ist abgegrast, die Zeit der tollen Kaufgelegenheiten ist vorbei.

*«Ich sehe wenig Sinn darin, Aktien relativ zu den Renditen am Bondmarkt zu bewerten.»*

**Was bedeutet das für Sie?**

Wir warten. Die Cash-Position in unseren Fonds beträgt derzeit zwischen 15 und 18%. Das schadet zwar kurzfristig der Performance, aber Cash hat einen Optionswert: Es erlaubt es uns zuzuschlagen, wenn sich Kaufchancen ergeben. Es ist immer das Gleiche: Die Leute liegen entweder alle am Strand, oder sie rennen alle gleichzeitig in Panik in den Luftschutzkeller. Und wenn sie das tun, lassen sie alles hinter sich liegen. Dann muss man nur den Mut haben, allein an den Strand zu gehen und alles einzusammeln. Heute liegen alle Investoren am Strand.

**Inwiefern sehen Sie Parallelen zum Sommer 2007, als es auch schwierig war, unterbewertete Aktien zu finden? Rückblickend war das ein Signal für einen gefährlich überbewerteten Markt.**

Rückblickend sind Risiken immer einfach zu erkennen. Ich denke nicht, dass der Aktienmarkt heute krass überbewertet ist. Vieles ist wohl in etwa fair bewertet. Auch sehe ich nicht die gleiche Spekulationsfreude wie damals, und der Leverage im Finanzsektor hat sich abgebaut. Was wir aber sehen, sind enorme Mengen an Liquidität, die ständig von einem Anlage-segment ins nächste schwappen.

**Wie meinen Sie das?**

Vor gut einem Jahr wollte niemand etwas von Japan wissen. Dann wurde Shinzo Abe zum Premier gewählt, und im Nu stieg der japanische Aktienmarkt um 45%.



William Browne: «Manche Investoren machen alles, wenn sie keine Alternative haben.»

Vor einem Jahr strömten alle Investoren in die Schwellenländer. Dann, plötzlich, flüchteten alle aus den Emerging Markets und jetzt ist Europa en vogue. Es ist sinnlos, zu prognostizieren zu versuchen, welche Region oder welcher Anlagensektor von der Herde als nächster entdeckt wird. In dieser Situation muss man einfach Geduld haben. Geduld und offene Augen, denn immer mal wieder fällt ein Unternehmen aus der Gunst der Anleger.

**Können Sie ein Beispiel geben?**

Vor etwas über einem Jahr konnten wir zu günstigen Konditionen die Titel des französischen Triebwerkherstellers Safran kaufen. Die Wette ist aufgegangen; jetzt ist es an der Zeit, allmählich auszustiegen.

**Und ein aktuelleres Beispiel?**

Wir haben vor einigen Monaten TNT Express gekauft. Der Paketdienstriese UPS wollte TNT Express für 9.50€ je Aktie kaufen, doch die Transaktion fiel durch, wor-

auf die Titel auf 6€ absackten. TNT ist stark in Europa präsent, wo das konjunkturelle Umfeld derzeit schwach ist. Aber wenn Sie davon ausgehen, dass sich die Gewinnmargen des Unternehmens normalisieren, sind die Aktien 8 bis 9€ wert.

*«Für Aktien aus dem Luxusgütersektor werden heute Luxuspreise bezahlt.»*

**Ich habe in Ihrem letzten Quartalsbericht gelesen, dass sie ABB aufgestockt haben. Das war nur ein kleines Investment, weil wir neue Kundengelder erhalten haben.**

**Was machen Sie mit Ihren Positionen in defensiven Hochqualitätsaktien?**

Wir haben sie in den letzten Monaten laufend abgebaut. Titel wie Henkel, Nestlé

### Zur Person

**William H. Browne (68) ist ein Urgestein im Investmentgeschäft.** Nach seinem Studium in den USA und Irland arbeitete er von 1973 bis 1977 für Drexel Burnham Lambert, bevor er bei der New Yorker Value-Boutique Tweedy, Browne einstieg. Dort ist er heute einer von vier Partnern. **Der Value-Ansatz wurde ihm in die Wiege gelegt:** 1945 gründete Williams Vater Howard Browne zusammen mit Forest Tweedy das Brokerhaus Tweedy, Browne & Reilly, das sich auf den Handel mit Nebenwerten spezialisierte. Das Büro lag an 52 Wall Street, auf demselben Korridor wie das Arbeitszimmer des Value-Übervaters Benjamin Graham. 1959 gab Tweedy, Browne das Brokerage auf und wandelte sich zur Investmentgesellschaft. **Heute verwaltet die Boutique 19 Mrd. \$.** MD

### Die grössten Positionen

Tweedy Browne Int. Value Fund (CHF)		
1	Roche	Schweiz
2	Total	Frankreich
3	Novartis	Schweiz
4	Royal Dutch Shell	Niederlande
5	Axel Springer	Deutschland
6	Diageo	Grossbritannien
7	Nestlé	Schweiz
8	Zurich Insurance	Schweiz
9	Henkel	Deutschland
10	DBS Group Holdings	Singapur
11	Halliburton	USA
12	Cisco Systems	USA
13	Banco Santander Brasil	Brasilien
14	Safran	Frankreich
15	CNP Assurances	Frankreich
16	Heineken Holdings	Niederlande
17	Pearson	Grossbritannien
18	United Overseas Bank	Singapur
19	HSBC	Grossbritannien
20	Baxter International	USA

und Diageo sind sehr gut gelaufen. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 19 bis 21 sind sie alle nicht mehr billig.

**Man hört oft das Argument, angesichts der rekordniedrigen Bondrenditen sei ein KGV von 20 für Qualitätswerte nicht zu teuer.**

Manche Investoren machen alles, wenn sie keine Alternative haben. Ich sehe wenig Sinn darin, Aktien relativ zu den Bondrenditen zu bewerten. Als Investor sollte man sich immer fragen, was man zu zahlen bereit wäre, wenn man ein Unternehmen kaufen könnte. Würden Sie den zwanzigfachen Gewinn bezahlen, wenn Sie Nestlé als Ganzes kaufen könnten? Das ist schon ein stolzer Preis. Verstehen Sie mich nicht falsch: Das sind alles tolle Unternehmen, nur sind sie nicht mehr billig.

**Was halten Sie von Luxusgüteraktien wie Richemont und Swatch Group?**

Wir besaßen eine Position in Richemont, haben aber fast alles verkauft – obwohl

das Management von Richemont hervorragend arbeitet. Für Luxusgüter-Aktien werden heute Luxuspreise bezahlt. Auch die Chinesen werden nicht beginnen, an beiden Handgelenken Uhren zu tragen.

**Kaum bewegt haben sich die Aktien grosser Ölkonzerne. Sie halten in Ihren Fonds Total und Royal Dutch. Wieso?**

Royal Dutch ist eine der meistgehassten Aktien der Welt. Der Konzern ist eine grosse Wette auf Erdgas eingegangen. Nun schauen alle Investoren auf die USA, wo der Gaspreis wegen des Schiefergasbooms eingebrochen ist, und befürchten, dass die Wette von Royal Dutch nicht aufgeht. Das glaube ich nicht. Gas wird weltweit eine enorm wichtige Rolle als Energiequelle spielen. In der Zwischenzeit bezahlt uns Royal Dutch eine üppige Dividende. Aus einem ähnlichen Grund haben wir Cenovus in Kanada gekauft: Sie wurden zu hart abgestraft. Die Kanadier besitzen riesige Ölvorkommen, und sie werden sie auch fördern und exportieren – wenn nicht über eine Pipeline in die USA, dann per Schiff ab Vancouver nach Asien.

**Und Total?**

Von allen grossen Ölkonzernen litt Total stets unter einem Frankreich-Malus. Dieser Bewertungsabschlag hat sich in den letzten Monaten leicht korrigiert.

**Sie haben in Interviews in den vergangenen Jahren oft Novartis als beispielhafte Value-Anlage erwähnt.**

Ja, bis vor einem Jahr sahen alle Investoren nur das Negative an Big Pharma. Alles sprach von verfallenden Patenten und leeren Pipelines. Und wenn alle davon sprechen, ist das Negative im Aktienkurs längst enthalten. Man bekam die Titel zu einem Preis, der suggerierte, Novartis würde nie mehr wachsen. Und siehe da: Novartis haben über die letzten 18 Monate gut 40% zugelegt, und wir haben überdies eine satte Dividende erhalten.

**Was nun?**

Die Titel sind nicht mehr billig, aber auch nicht zu teuer. Das Novartis-Management wird noch viel Potenzial ausschöpfen können, um die Effizienz und den Gewinn pro Aktie zu steigern. Das gilt auch für Roche, obwohl die Titel angesichts der höheren Qualität stattdessen bewertet sind.

**Wie halten Sie es mit Aktien von Banken?**

Europäische Grossbanken rühren wir nicht an, weil wir nicht wissen, was in ihren Bilanzen steckt. Wir haben etwas HSBC gekauft, sowie einige Namen in Singapur und Brasilien. Wenn wir Banken kaufen, dann nur, wenn sie mit Kundeneinlagen finanziert sind. Viele europäische Grossbanken sind immer noch kurzfristig über US-Geldmarktfonds finanziert, was uns zu riskant ist.

INTERVIEW: MARK DITTLI

**WICHTIGE BERICHTIGUNG.** Die im vorstehenden Artikel über die Gründung von Tweedy, Browne als Broker-Dealer- und Anlageberatungsgesellschaft gemachten Angaben sind falsch und müssen durch folgende Angaben ersetzt werden: Tweedy, Browne Company LLC wurde als Rechtsnachfolgerin von Tweedy & Co, einer 1920 von Forrest Birchard Tweedy als Handelsgesellschaft für in Privatbesitz befindliche und inaktiv gehandelte Wertpapiere gegründet. 1975 registrierte sich Tweedy, Browne als Anlageberatungsgesellschaft und begann separate Konten für Privatanleger und institutionelle Anleger zu führen.

Tweedy, Browne Value Funds sind Teilfonds einer nach Luxemburger Recht gegründeten SICAV. Vor einer Zeichnung ist es notwendig zu prüfen, in welchen Ländern die Teilfonds bzw. Anteilsklassen zum öffentlichen Verkauf zugelassen sind. Die Teilfonds sind zur Zeit für den öffentlichen Verkauf in Luxemburg, Deutschland und der Schweiz registriert. Der öffentliche Verkauf der Teilfonds in anderen Rechtssoheitsgebieten ist untersagt, und in den USA dürfen sie weder angeboten noch verkauft werden. Dieses Schriftstück bildet kein Angebot und dient nur zur Information. Anlagen sollten erst nach gründlicher Lektüre des aktuellen, rechtsgültigen Verkaufsprospekts und der neuesten Jahres- bzw. Halbjahresberichte sowie nach der Beratung seitens einer unabhängigen Finanz- und Steuerfachkraft getätigt werden. Der Prospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen («KIID»), die Satzung und der Jahres- bzw. Halbjahresbericht des Fonds können kostenlos von der Depotbank der Teilfonds, State Street Bank Luxembourg S.A., Shareholder Services, 49, avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sowie vom Vertreter in der Schweiz, First Independent Fund Services AG, Klausstrasse 33, CH-8008 Zürich bezogen werden. Die Zahlstelle in der Schweiz ist die Schwyzer Kantonalbank, Bahnhofstrasse 3, CH-6431 Schwyz. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.