# «ZU FRÜH VERKAUFT»

## William Browne von Tweedy, Browne, eine der ältesten Investmentfirmen an der Wall Street, zum starken Franken, zur Zukunft der Finanzbranche und zu seinem schlechtesten Investment.

▶ **HANSJÖRG RYSER** INTERVIEW / **SANDRO FIECHTER** FOTO

**BILANZ: Tweedy, Browne richtet ihre Anlagekriterien nach den bald 80 Jahre alten Value-Grundsätzen von Benjamin Graham aus (siehe «Klassenprimus» rechts). Ist dieses Geschäftsmodell heute noch sinnvoll?**

**WILLIAM BROWNE:** Schauen Sie die Wertentwicklung unserer Fonds an. Wir haben auch in den letzten zehn Jahren eine positive Rendite erzielt. Grahams Regeln werden eher wieder an Bedeutung gewinnen.

**Wieso das?**

Mit der Finanzkrise ist eine lange Periode zu Ende gegangen, in der sich die Entwicklung der Aktienkurse vom Wert der Unternehmen abgekoppelt hatte. In Zukunft werden Substanz und Ertragslage der Unternehmen für die Aktienbewertungen wichtiger. Und darauf basieren die Kriterien von Benjamin Graham.

**Worauf führen Sie die gegenwärtige Verunsicherung an den Börsen zurück?**

Die Turbulenzen sind die Folge eines Wandels. Die USA als militärische Macht und der Wohlstand in Europa werden durch die aufstrebende Wirtschaftsmacht Chinas in Frage gestellt. Zudem bremst der Abbau von Schulden bei den Konsumenten in den USA und den Staatshaushalten in Europa die Wirtschaft.

**Es gibt also tiefere Aktienrenditen?**

Ich glaube nicht, dass sich Anleger mit einer solchen Perspektive zufriedengeben. Es wird darum wieder zu Übertreibungen und Crashs kommen. Die Kriterien von Benjamin Graham helfen, die Übertreibungen zu erkennen und günstig bewertete Aktien zu finden.

**Finden Sie in diesem Umfeld noch attraktive Anlagemöglichkeiten?**

Wir sehen vielleicht noch eine Handvoll attraktiver Aktien, im Frühling 2009 gab es davon jedoch korbweise. Die meisten Aktien sind inzwischen fair bewertet, einige sogar schon zu teuer.

**Sie führen einen Fonds in Franken und einen in Euros. Wie beurteilen Sie die Zukunft des Euro?**

Wir sichern nur die Währungsrisiken für unsere Kunden ab. Aber schauen Sie mal zurück, worüber noch zu Jahresbeginn diskutiert wurde. Da wollte man den Ölpreis nicht mehr in Dollars, sondern in Euros angeben. Niemand zweifelte am Euro. So schnell hat sich die wirtschaftliche Situation nicht verändert, die eine solche Wende rechtfertigen würde.

**Was dann?**

Der Herdentrieb. Viele verschulden sich jetzt mit tiefen Zinsen im Euro und legen

William Browne sieht noch eine Handvoll attraktiver Aktien. Im Frühling 2009 gab es sie korbweise.



Sonderdr_Tweedy_2seitig.indd 1 16.12.2010 10:41:11 Uhr

das Geld in starken Währungen mit hohen Zinsen wie dem australischen Dollar an. Solche Carry Trades sind aber äusserst riskant. Die Stimmung kann rasch kippen, wie wir ja nun gesehen haben.

**Wie stark sind die Auswirkungen für die Schweizer Firmen, wo Sie zahlreiche Beteiligungen halten?**
Viele sind global stark vernetzt und profitieren vom Wachstum in den Schwellenmärkten. Diese Firmen müssten ihren Sitz und ihre Kotierung nicht mehr zwingend in der Schweiz haben. Sie können die Währungsschwankungen erfolgreich ausgleichen. Schliesslich sind nicht alle Währungen gegenüber dem Franken schwächer geworden. Im Fokus sind vor allem Euro und Pfund.

**In der Schweiz wird bald abgestimmt, ob Aktionäre die Saläre von Verwaltungsrat und Management genehmigen müssen. Wie finden Sie das?**
Das ist sicher sinnvoll. Im Vergleich zu den USA sind die Bonuszahlungen in Europa aber sehr bescheiden. Wichtiger fänden wir, wenn in der Schweiz die verschiedenen Aktienkategorien abgeschafft würden. Sie führen zu ungleichen wirtschaftlichen Zielsetzungen.

**Wie investieren Sie als Value Investor in Schwellenmärkten?**
Inzwischen halten wir mehr als ein Drittel unserer Beteiligungen in diesen Wachstumsmärkten. Aber zum grössten Teil indirekt über Firmen in den Industrieländern, die von diesem Wachstum profitieren. Direkte Anlagen haben wir nur wenige, weil die Vielfalt an liquiden Aktien und transparenten Firmen für unsere Standards noch ungenügend ist.

**Befürchten Sie in China einen Crash?**
Das ist schwierig zu beurteilen, weil die Kennzahlen und wirtschaftlichen Daten nur beschränkt vertrauenswürdig sind. Daher gehen auch die Einschätzungen weit auseinander. Ich denke, dass der Aufschwung breit abgestützt ist und sich nicht zurückdrehen lässt. Vereinzelt können Spekulationsblasen entstehen und platzen. Das Wachstum bleibt aber intakt.

**In der Finanzbranche wird die Regulierung verschärft. Welche Auswirkungen sind davon zu erwarten?**
Die Finanzbranche hat das Vertrauen in selbstregulierende Marktkräfte verspielt. Die Vorschriften werden verschärft. Bisher unregulierte Märkte vor allem bei den alternativen Anlagen werden durch neue Gesetze transparenter. Unter einfacheren Produkten und mit mehr Transparenz werden jedoch die Profite der Banken, vor allem der Investmentbanken, leiden. Wir kaufen deshalb weiterhin keine Bankaktien, trotz den günstigen Bewertungen.

**Lag Warren Buffett mit dem Kauf von Bankaktien falsch?**
Warren Buffett werden lukrative Geschäfte zu äusserst günstigen Konditionen angeboten. Eine zweistellige Rendite ist ihm schon beim Einstieg sicher.

**Worin unterscheiden Sie sich?**
Abgesehen von der Grösse konzentriert sich Warren Buffett stärker auf einzelne Beteiligungen und setzt mehr auf die Qualität des Managements. Bei uns steht die Perspektive einer Firma im Vordergrund, und wir sind breiter diversifiziert.

«DIE PROFITE DER INVESTMENTBANKEN WERDEN LEIDEN.»

**Würden Sie Tweedy, Browne auch heute noch starten?**
Auf jeden Fall. Dieses Geschäft ist noch immer faszinierend. Wir sind ein überschaubares Team geblieben mit einem klaren Konzept, das sich in der Finanzkrise einmal mehr bewährt hat.

**Was sind die wichtigsten Tugenden in diesem Geschäft?**
Ehrlich und verantwortungsvoll zu handeln. Mit Kontinuität und Treue zum Geschäftsmodell entsteht über Jahre schliesslich ein unverwechselbares Firmenprofil.

**Ihr bisher bester Anlageentscheid?**
Der fällt mir spontan nicht ein. Mein schlechtester Entscheid: Als ich 1970 meine wunderbare Frau heiratete, schenkte uns mein Vater Aktien von Berkshire Hathaway. Die habe ich sogleich verkauft, um unsere Hochzeitsreise zu bezahlen. ■

Das vollständige Interview finden Sie unter www.bilanz.ch

TWEEDY, BROWNE

## Klassenprimus

### Mit seiner Anlagestrategie lässt der Fonds die Konkurrenz hinter sich.

1978 übernahm der heute 65-jährige William Browne mit seinem Bruder Chris und drei Partnern die Leitung der Fondsgesellschaft Tweedy, Browne, die derzeit rund elf Milliarden Dollar Vermögen verwaltet. Chris verstarb im letzten Jahr. Eine der ältesten Investmentfirmen der Wall Street wurde 1920 vom Wertpapierhändler Bill Tweedy gegründet. 1945 stiess Howard Browne, der Vater von William und Chris, hinzu. Die Gesellschaft bezog Büros an der Wall Street 52, wo ihr Kunde Benjamin Graham, der Begründer der Value-Anlagestrategie, ansässig war. Warren Buffett ging dort ab 1959 ein und aus und kaufte über Tweedy, Browne den Grossteil seiner Titel an Berkshire Hathaway – für 8 bis 18 Dollar pro Aktie; heute liegt der Kurs bei 120 000 Dollar. Noch immer folgt Tweedy, Browne den Anlagegrundsätzen von Graham, die Chris Browne im Buch «The Little Book of Value Investing» beschrieb. Wichtige Kriterien dazu sind:

- ► Kaufe Aktien im Ausverkauf.
- ► Die Gewinnrendite, errechnet aus dem Kurs-Gewinn-Verhältnis, sollte 50 Prozent über der Rendite langfristiger Anleihen liegen.
- ► Das Eigenkapital sollte mindestens 50 Prozent der Bilanzsumme ausmachen und nicht mehr als zwei Drittel des Aktienkurses betragen.
- ► Das Eigenkapital sollte mindestens 50 Prozent der Bilanzsumme ausmachen und nicht mehr als zwei Drittel des Aktienkurses betragen.
- ► Die Dividendenrendite soll nachhaltig hoch sein.
- ► Ein wichtiger Kaufindikator sind Aktienkäufe durch das Management.
- ► Bei Übernahmen werden vergleichbare Unternehmen höher bewertet.
- ► Die Firma hat langfristig stabiles Ertrags- und Wachstumspotenzial.

In der Schweiz sind vier Fonds im Vertrieb. Der Tweedy Browne International Value Fund CHF erzielte laut Morningstar in den letzten zehn Jahren eine Rendite von 3,7 Prozent pro Jahr und liegt im Vergleich mit fast 240 ähnlichen Fonds an der Spitze.



Sonderdr_Tweedy_2seitig.indd 2 16.12.2010 10:41:12 Uhr