

William H. Browne, Managing Director der New Yorker Investmentboutique Tweedy, Browne, über Value investing, Nestlé, VW und Sika

«Die Qualität des Managements in der Schweiz ist sehr hoch»

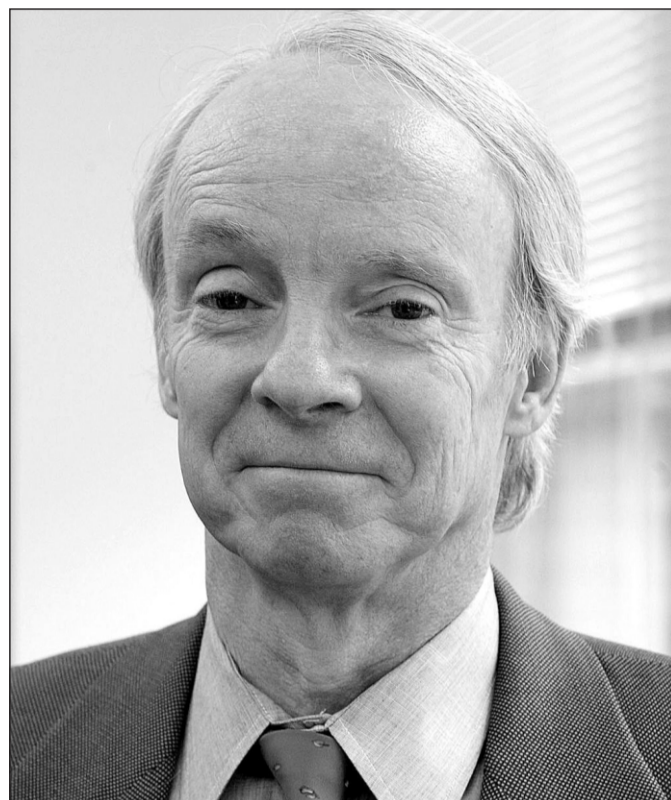
Haussen bereiten Value-Investoren oft Kopfschmerzen. Unterbewertete Aktien sind rar, und Anleger bedrängen ihre Fondsmanager, weil Value-Vehikel in diesen Zeiten oft schlechter abschneiden als der Gesamtmarkt. Doch genau jetzt ist es wichtig, Disziplin zu wahren und nicht im ungünstigsten Moment teuren Aktien hinterherzuspringen. Ein fester Wert im Value-Universum ist das New Yorker Investmenthaus Tweedy, Browne. «Finanz und Wirtschaft» hat sich mit William H. Browne über die Lehren von Ben Graham, die Unterschiede zwischen den USA und Europa sowie über Tweedys zahlreiche Schweizer Beteiligungen unterhalten.

— Herr Browne, Ihr Fondshaus bleibt für Neugeld bis auf weiteres geschlossen. Ihr Branchenkollege Warren Buffett hält derzeit 43 Mrd. \$ Bargeld in der Kasse. Ist es so schwierig, Value-Anlagen zu finden?

Ja. Wir finden nur wenige attraktive Investitionsobjekte. Die Bewertungen sind gestiegen, und wir haben in den vergangenen Monaten mehr verkauft als gekauft.

— Sind Aktien heute überbewertet?

Nein, das nicht. Der Markt ist angemessen bewertet. Aber ich halte nicht viel von allgemeinen Aussagen über den Zustand der Börsen. Wir bestimmen in jedem individuellen Fall den richtigen Wert eines Unternehmens und treffen nie Kaufentscheidungen anhand eines Bauchgefühls. Sie sehen es jeden Tag: Die Märkte geben nach, weil ein Hurrikan aufzieht. Am nächsten Tag legen sie zu, weil der Sturm die Richtung geändert hat. Das ist alles so



«Zeitungsverlage sollten am besten privat geführt werden»: William H. Browne, Managing Director von Tweedy, Browne.

BILD: BLOOMBERG

produkten umspannt. Das ist die beste Anlage: Hohe Kapitalrendite, der Cash-flow wird in Wachstum reinvestiert, und die Aktionäre reiten auf der Wertsteigerung mit.

— Sind die Titel Nestlé heute noch unterbewertet?

Nein, sie sind nicht mehr so attraktiv. Sie sind richtig bewertet; wir verkaufen sie nicht und kaufen auch nicht zu. Nestlé bietet 2,5% Dividendenrendite, 9 bis 10% Wachstum pro Jahr, und Aktionäre müssen nicht jede Nacht mit einem Knoten im Magen im Bett liegen und sich über die Zukunft sorgen. Was will man mehr?

— Wagen Sie eine Prognose, wie sich die Börsen 2006 entwickeln werden?

Ich habe keine Ahnung, wirklich. Generell kann ich sagen, dass der US-Markt effizienter ist, wenn es darum geht, Unternehmen richtig zu bewerten. Klar kommen Übertreibungen vor, doch historisch betrachtet sehen wir hier ein gesünderes

Vertrauen in den Aktienmarkt. In Europa gelten die Börsen zum Teil immer noch als Casino. Als der Markt im Jahr 2000 absackte, kauften amerikanische Pensionskassen ständig zu, um ihre Vermögensallokation zu halten. Zur selben Zeit geriet die gesamte Versicherungsindustrie Europas in Panik und verscherbelte ihre Aktien, als ob die Welt unterginge.

— Heisst das, Sie finden oft markantere Unterbewertungen in Europa?

Generell ja. Aber in einer Situation wie heute, wenn Europas Börsenindizes in einem Jahr 20% und mehr steigen, wird natürlich alles nach oben gespült.

— Tweedy, Browne kauft oft beträchtliche Anteile an Unternehmen. Dennoch sehen Sie sich nicht als aktive Investoren.

Das stimmt. Wir plazieren unsere Stimmen, aber sonst bleiben wir passiv und fordern keine Verwaltungsratssitze. Wir wollen Aktien kaufen und loswerden, ohne

den Kollegen im Verwaltungsrat erklären zu müssen, weshalb Tweedy jetzt aussteigt. Davon abgesehen: Nehmen wir an, wir besitzen 6% an einer Schweizer Gesellschaft. Diese Investition entspricht vielleicht nur 0,3% unseres Vermögens. Es wäre zu zeitraubend, wenn wir uns mit VR-Mandaten befassen müssten.

— Sie erlangten doch grosses Ansehen, als Sie vor zwei Jahren den Korruptionsskandal im Verlagshaus Hollinger, an dem Sie 18% halten, aufdeckten.

Hollinger war ein Spezialfall. Wir werden aktiv, wenn wir das Gefühl haben, die Aktionäre werden betrogen. Als wir damals ein Bild der Machenschaften von Conrad Black erhielten, beschlossen wir, die Sache an die Öffentlichkeit zu tragen.

— Sie besitzen viele grössere Beteiligungen in der Schweiz. Wieso?

Das hat keinen konkreten Grund. Manchmal halten wir mehr in den Niederlanden, manchmal mehr in Italien. Ich möchte nicht näher auf einzelne Schweizer Unternehmen eingehen, nur so viel: Die Qualität und die Art des Managements sind in der Schweiz sehr gut. Die Leute sind offen und unternehmen viel, um den Wert ihres Betriebs zu steigern, ohne dem Cowboy-Kapitalismus Amerikas zu verfallen. In dieser Hinsicht ist die Schweiz am ehesten mit Grossbritannien vergleichbar. Unsere französischen Beteiligungen werden auch von fähigen Managern geführt, doch die müssen sich mit einer ganz anderen Regierungsbürokratie abmühen.

— Im Fall Sarna und Sika sind Sie als Grossaktionär beider Gesellschaften in einer delikaten Situation. Als Sarna-Aktionär müssten Sie auf ein höheres Übernahmeangebot pochen.

Nein, der Zusammenschluss ist sinnvoll, der Preis fair. Wäre Sikas Offerte zu tief, wäre ein neuer Bieter aufgetaucht. Sie haben in der Schweiz einige aggressive Investoren, die uns längst angerufen hätten, falls sie 225 statt 175 Fr. zu bezahlen bereit wären. Bislang haben wir nichts gehört.

— Tweedy, Browne kauft oft in Branchen, die von anderen Investoren gemieden werden. Sie besitzen Anteile an einigen Verlagshäusern, sogar an Tamedia, dem Mutterhaus von «Finanz und Wirtschaft». Was halten Sie von der Branche?

Verlage sollten am besten privat gehalten werden. Zeitungen sind ein stabiles Geschäft, doch das Internet nagt an den Werbeeinnahmen, und ich sehe kaum Wachstum. Die Industrie wirft enormen Cash-flow ab und benötigt vergleichsweise wenig Kapital. Das beste wäre, den Cash-flow unter den Eigentümern aufzuteilen.

— Ebenfalls tief in der Investorengunst, vorab in den USA, liegt Pharma.

Ja, das ist ein schwieriger Fall. Pharma ist ein gutes Geschäft, demographische Faktoren versprechen Wachstum. Aber die Branche hat sich selbst in Schwierigkeiten geritten, weil sie so viele Nachahmerprodukte auf den Markt gebracht hat. Bald läuft zum Beispiel der Patentschutz von Zocor – einem Cholesterinsenker von Merck – ab. Zocor wird dann für 10 Cent pro Pille erhältlich sein, während Pfizer für Lipitor 1.50 \$ verlangt. Pfizer wird freilich sagen, Lipitor sei viel besser als Zocor, aber ist es fünfzehnmals besser? Gesundheitskosten werden zum politischen Problem. Schauen Sie General Motors an. Im Kern leidet GM an seinen Krankenversicherungskosten. Im Pharmasektor kaufen wir nur Titel von Gesellschaften, die einige wirklich neue Produkte in der Pipeline haben.

— Würden Sie jetzt Merck kaufen?

Nein. Denn wir haben keine Möglichkeit, das Vioxx-Risiko von Merck abzuschätzen. Niemand hat eine Ahnung.

— Wie wäre es mit General Motors?

Ebenfalls nein. Wir haben vor anderthalb Jahren Volkswagen gekauft. Das war klassisches Value investing: Die VW-Aktien handelten mit grossem Abschlag zum Buchwert, und die Kapitalstruktur war gar nicht übel. VW wurde jahrelang einfach unglaublich schlecht geführt. Herr Piëch kaufte Lamborghini, bastelte einen VW für 90 000 €, baute kunstvolle Fabriken – dieser Mann warf Kapital aus dem Fenster als wäre er betrunken. Der Aktienkurs sank und sank, und als VW extrem unterbewertet war, schlugen wir zu.

— Sind Sie jetzt zufrieden mit VW?

Die Titel haben massiv zugelegt. Aber VW ist keine Aktie, die ich für die Enkelkinder auf die Seite lege. Das Autogeschäft ist schrecklich. Zu viel Preisdruck, viel zu hohe Fixkosten. Wenn die Branche in den USA, sagen wir, 17 Mio. Autos verkauft, ist es ein Superjahr. Verkauft sie 16,3 Mio., ist es ein Katastrophenjahr. Erst mit dem Auto Nummer 16 300 001 verdient die Branche Geld. Furchtbar.

— Es fällt auf, dass in Ihrem Portfolio keine Öllaktien liegen.

Das haben wir schlichtweg verpasst. Wir haben es nicht geschafft, ein Szenario zu entwickeln, wohin sich der Ölpreis längerfristig bewegen wird.

— Ist es zu spät, jetzt einzusteigen?

Sagen Sie mir: Steigt der Ölpreis auf 90 oder fällt er auf 40 \$? Wir wissen es einfach nicht. Bis auf weiteres finden wir uns damit ab, den markanten Anstieg im Ölsektor verpasst zu haben.

Interview: Mark Dittli, New York

Nestlé sind nicht mehr unterbewertet.

zufällig. Investoren machen den grössten Fehler, wenn sie jeden Tag auf News reagieren. Bleiben Sie methodisch und emotionslos und vergessen Sie all den Lärm.

— Warten Sie auf einen Markteinbruch, um neue Value-Anlagen zu finden?

Ein Crash eröffnet immer Möglichkeiten. 1999 und 2000 wurde in Europa zum Beispiel alles, was nicht mit Technologie zu tun hatte, übersehen. Das war die Zeit, als wir viele Beteiligungen in der Schweiz erwarben. All diese mittelgrossen, gut geführten Industriebetriebe wurden einfach fallen gelassen. Doch ein Crash muss nicht sein. Wir finden immer unterbewertete Aktien, meist in Branchen, die als unsexy gelten. Wallstreet-Analysten mit ihrem Zeithorizont von maximal sechs Monaten übersehen diese Gesellschaften in der Regel.

— Die Hausse dauert nun schon drei Jahre. Nimmt nicht der Druck von Ihren Kunden zu, weil die meisten Value-Vehikel – auch Sie – seit 2002 schlechter abschneiden als der Gesamtmarkt?

Die Leute täuschen sich in der Definition von Value, sie glauben, wir sammeln Zigarettensammel am Strassenrand ein. Dabei ist der Value-Ansatz ganz einfach: Kaufe ein Geschäft für weniger, als es wirklich wert ist. Das können auch gute Wachstumsunternehmen sein. Nehmen Sie Nestlé: Wir halten die Titel seit zehn Jahren. Jetzt schreit plötzlich alles nach Nestlé, und Analysten preisen den Wert von L'Oréal und Alcon. Diese Töchter gehören doch seit Jahren zu Nestlé! Jeder Trottel konnte erkennen, dass der Konzern die Welt mit hervorragenden Marken-

Tweedy, Browne ist ein Pionier des Value investing

Die Schule von Ben Graham

«Kaufe einen Dollar zum Preis von fünfzig Cent.» So einfach klingt der Grundsatz des Value-Gurus Benjamin Graham (1894–1976), Professor an der Columbia Business School und Autor der Standardwerke «Security Analysis» und «The Intelligent Investor». Graham vertrat die Maxime, Investoren sollten durch Analyse der Vermögenswerte, des Cash-flows sowie von branchenüblichen Übernahmepreisen den inneren Wert eines Unternehmens errechnen. Aktien sind unterbewertet – und kaufenswert –, wenn sie zu 40 bis 60% des inneren Wertes gehandelt werden. Value investing bedeutet meist, gegen den Strom zu schwimmen: Kaufen, wenn an den Märkten Panik herrscht. In der Hausse zählen Value-Investoren eher zu den Verkäufern.

Tweedy, Browne zählt zu den Pionieren des Fachs. 1943 bauten Howard Browne und Forest Tweedy ein Brokerhaus für dünn gehandelte Werte auf. Graham war einer der ersten Kunden, und Warren Buffett, der heute wohl bekannteste Jünger Grahams, ging in den Büros von Tweedy, Browne ein und aus. Später gab die Gesellschaft das Brokergeschäft auf und begann selbst zu investieren.

Howards Söhne William (60) und Christopher (58) leiten Tweedy, Browne seit 1978 mit den drei weiteren Managing Directors John Spears, Thomas Shrager und Robert Wyckoff. Kunden mit über 1 Mio. \$ Anlagekapital erhalten separate Konten, für weniger gewichtige Investoren gründete Tweedy, Browne 1993 den American und den Global Value Fund. Tweedy beschäftigt sieben Analysten, zwei davon in London. Diese durchforsten weltweit 20 000 Aktien, um unterbewertete Valoren zu orten. Jeder Kaufentscheid wird einstimmig von den fünf Direktoren gefällt. Derzeit betreut Tweedy, Browne 12,2 Mrd. \$ an Kundengeldern. Seit 1975 erreichte die Gesellschaft im Durchschnitt eine jährliche Rendite von 16,2% (nach Gebühren). Der S&P-500-Index legte im gleichen Zeitraum 13,6% pro Jahr zu. **MD**

Globaler Investor

Grösste Anlagen von Tweedy, Browne	
Global Value Fund	American Value Fund
Nestlé	American Express
ABN Amro	Transatlantic Holdings
Axel Springer	Nestlé
Kone	PNC Financial
Heineken	Federated Investors
CNP Assurances	Comcast
Sanofi-Aventis	Wells Fargo
KBC Groupe	MBIA
Volkswagen	Proquest
Sanyo Shinpan	Torchmark
Novartis	Heineken
Telegraaf Holding	Freddie Mac
Diageo	ABN Amro

Weitere Beteiligungen in der Schweiz	
Unternehmen	Kapitalanteil in %
Arbonia-Forster	unter 5
Richemont	unter 5
Dätwyler	unter 5
Edipresse	unter 5
Forbo	8,8
Gurit-Heberlein	unter 5
Loeb	unter 5
Phoenix Mecano	9,9
Publigruppe	10,3
Sarna	10-20
Siegfried	10,3
SIG	5,8
Sika	unter 5
Syngenta	unter 5
Tamedia	5,5

Quelle: Tweedy, Browne