

# FINANZ und WIRTSCHAFT

## Lufthansa fährt gut mit Swiss

Der deutsche Aviatikkonzern ging ein Risiko ein, als er die Schweizer Airline übernahm. Der Mut ist bislang aber belohnt worden: Swiss hat sich erfreulich entwickelt; sie erzielt eine höhere operative Marge als der Mutterkonzern und erachtet sich als stark genug für eine Vorwärtstrategie mit Flottenausbau. **Seite 33**

## Vodafone zeigt Formanstieg

Der britische Mobilfunkgigant hat einen soliden Halbjahresabschluss vorgelegt. In Schwellenländern wie Südafrika, Ägypten und Indien wächst das Unternehmen, und in Europa stimmt das Kostenmanagement. Der Gewinn vor Goodwillabschreibung und Sonderaufwand stieg 5,7% auf 6,24 Mrd. £. **Seite 33**

## Private Equity nagt an Börsen

An den grossen Aktienmärkten in Europa und den USA fliesst wegen Fusionen und Übernahmen mehr Kapital ab, als durch Börsengänge und Kapitalerhöhungen dazukommt. Vor allem Private-Equity-Häuser tragen zum Aderlass bei. Wie lange dieser Prozess noch dauert, ist offen. **Seite 39**

Die Manager der US-Investmentboutique Tweedy, Browne über Value Investing, Private-Equity-Gruppen, Volkswagen und Nestlé

# «Value-Investoren müssen derzeit tief graben»

Value-Investoren durchleben schwere Zeiten. Die Aktienmärkte stehen global in einer breiten Hausse, unterbewertete Anlagen sind rar. Fondsmanager stehen unter Druck; Kunden ziehen Geld ab, um es in wachstumsträchtigeren Sektoren zu investieren. Dass auch Warren Buffett, der Doyen der Gilde, kaum Investitionsobjekte findet, ist vielen ein schwacher Trost. Ein fester Wert in der Value-Szene ist Tweedy, Browne. Die Brüder William und Christopher Browne sowie Thomas Shrager, die Leiter der New Yorker Investmentboutique, rücken trotz Gegenwind nicht von ihren Grundsätzen ab. Sie kaufen derzeit Home Depot, sind empört über den Aufsichtsrat von VW – und lieben Nestlé.

Meine Herren, Value-Investoren sitzen seit Jahren auf dem Trockenen. Ist es immer noch so schwierig, unterbewertete Aktien zu finden?

**William Browne:** Ja. Wir haben in letzter Zeit zwar einiges entdeckt, doch die Bedingungen haben sich nicht geändert. Die Börsen bewegen sich weltweit aufwärts, was es für uns immer schwieriger macht, gute Anlagen zu finden. Typischerweise eröffnen sich für Value-Investoren Chancen, wenn Anleger in Panik geraten und in Massen aus Aktien aussteigen. Die zweite Möglichkeit bietet sich, wenn ein Unternehmen stolpert und an der Börse hart bestraft wird. Das ist die Zeit, wenn Analysten mit ihrem Dreimonatshorizont den wahren Wert eines Geschäfts verkennen.

**Christopher Browne:** Ein Beispiel: AIG stürzten 2005 ab, doch es handelte sich im Kern um einen Feldzug des New Yorker Staatsanwalts Eliot Spitzer gegen AIG-Chef

## Das Vorgehen mancher Private-Equity-Leute grenzt an Obszönität.

Hank Greenberg. Die Titel waren markant unterbewertet, also kauften wir. Eine ähnliche Chance bot sich vor einigen Monaten, als Bausch & Lomb sein Linsenreinigungsmittel vom Markt nehmen musste. Andere Titel, die wir unter ähnlichen Umständen heute kaufen, sind Home Depot.

**W. Browne:** In Korea haben wir SK Telecom gekauft. Investoren bestrafen Südkorea mit höheren Risikoprämien, seit sich der Spinner im nördlichen Nachbarland mit seinen Waffentests aufspielt.

Seit drei Jahren gelingt es kaum einem Value-Fonds in den USA – auch Ihnen nicht –, den Gesamtmarkt zu schlagen.

**C. Browne:** Wir halten uns an Ben Grahams Grundsatz und kaufen nur Anlagen, die unter ihrem inneren Wert notieren. Anfang 2000 erlebten wir eine solche Situation, als der Tech-Sektor markant überbewertet war und sich niemand für den Rest interessierte. Heute ist es anders. Die meisten Akquisitionen gehen gegenwärtig mit Kaufprämien von nicht viel mehr als 10% über die Bühne – ein Zeichen, dass Aktien im Gros fair bewertet sind.

Warten Sie auf den Ausverkauf?

**W. Browne:** Nein. Wir müssen einfach tiefer graben, bis wir etwas finden. Der US-Spediteur Con-Way ist ein Beispiel. Das Unternehmen steckt vorübergehend in einer schwierigen Phase, die Titel sind heute unterbewertet. Also kauften wir.

**Thomas Shrager:** Generell finden wir heute eher Objekte im Feld der grosskapitalisierten Werte, weil Small Caps global eine kräftige Hausse hinter sich haben.

Sie sprachen das Thema Übernahmen an. Zu den aggressivsten Akteuren an der Börse zählen derzeit Private-Equity-Gesellschaften. Was halten Sie davon?

**C. Browne:** Wir werden etwa fünf Jahre warten müssen, um zu sehen, ob die Pri-



«Nestlé ist ein klassisches Value-Investment»: Thomas Shrager, William Browne und Christopher Browne (v. l.).

BILD: MICHAEL DAMES

ivate-Equity-Leute zu viel für ihre Übernahmen bezahlt haben. Ich habe einen Bekannten, der sich auf den Kauf kleiner Industriebetriebe spezialisiert hat. Vor einigen Wochen stand er in Verhandlungen mit einem Unternehmen und kam nach seiner Analyse zum Schluss, das Siebenfache des Cashflows bezahlen zu können, um noch eine Rendite zu erzielen. Eine Private-Equity-Gruppe bot den elffachen Cashflow. Neue Private-Equity-Fonds werden heute problemlos mit 15 Mrd. \$ oder mehr ausgestattet. Was tun die mit all dem Geld? Sie sind gezwungen, immer grössere Unternehmen zu kaufen und immer höhere Preise zu bezahlen.

**W. Browne:** Der Hype wird nur ermöglicht, weil viele Investoren bereit sind, riskante Kredite für fremdfinanzierte Übernahmen zur Verfügung zu stellen.

Schadet Ihnen der Private-Equity-Boom?

**W. Browne:** Nun, er treibt die Bewertungen an der Börse hoch. Diese Leute

pressen die letzten 20% aus einer Gesellschaft heraus. Sobald ein Unternehmen weg von der Börse ist, wird es mit Schulden vollgestopft, wodurch die Eigenkapitalrendite steigt. Klar, Private-Equity-Leute sagen, sie bringen Managementwissen in die Gesellschaft. Blödsinn. Meist entlassen sie Mitarbeiter, streichen die Krankenkasse und zahlen sich selbst eine Riesendividende aus, um ihren Eigenkapitaleinsatz zu decken. Das grenzt an Obszönität.

Grösste Anlagen von Tweedy, Browne	
Global Value Fund	American Value Fund
Nestlé	Nestlé
ABN Amro	Transatlantic Holdings
American Int. Group	Heineken
Kone	Comcast
CNP Assurances	Wells Fargo
Axel Springer	PNC Financial
Heineken	Diageo
KBC Gruppe	American Int. Group
Volkswagen	American Express
Sanofi-Aventis	Federated Investors

Quelle: Tweedy, Browne

## Benjamin Grahams Jünger

Kaufe einen Dollar zum Preis von sechzig Cent. So einfach lautet der Grundsatz von Benjamin Graham (1894 bis 1976), Professor an der Columbia Business School und Autor der Standardwerke «Security Analysis» und «The Intelligent Investor». Graham prägte die Maxime, Anleger sollten durch Analyse von Bilanz, Cashflow und branchenüblicher Übernahmepreise den inneren Wert («Intrinsic Value») eines Unternehmens errechnen. Aktien sind unterbewertet, wenn sie zu weniger als 60% ihres inneren Werts gehandelt werden. Value Investing bedeutet oft, Titel zu kaufen, die niemand will. Unzählige Studien haben bewiesen, dass mit dem Value-Ansatz in der langen Frist die grössten Gewinne zu erzielen sind.

Tweedy, Browne zählt zu den Pionieren des Fachs. 1945 gründeten Howard Browne und Forest «Bill» Tweedy das Brokerhaus Tweedy, Browne and Reilly und spezialisierten sich auf Nebenwerte. Ihr Büro lag an 52 Wall Street, im selben Korridor wie Grahams Arbeitszimmer. Warren Buffett, der heute bekannteste Value-Investor, ging in den Büros Grahams und

Tweedys ein und aus. 1959 gab Tweedy, Browne das Brokerage auf und wandelte sich zur Investmentgesellschaft.

Howards Söhne William (61) und Christopher (59) leiten Tweedy, Browne seit 1978 mit den drei weiteren Partnern Thomas Shrager, John Spears und Robert Wyckoff. Chris Browne ist Autor des «Little Book on Value Investing», in dem er unter anderem beschreibt, wie er um 1990 auf «Lindt and Sprungli» und das Konzept der stillen Reserven, die die Schweizer Buchführungspraktiken damals erlaubten, aufmerksam wurde.

Tweedy, Browne verwaltet mehr als 13 Mrd. \$. Kunden mit einer Einlage von über 1 Mio. \$ erhalten separate Konten, weniger gewichtige Anleger können in die – allerdings für Neugeld zurzeit geschlossenen – American Value und Global Value Funds investieren. Tweedy, Browne ist mit einem Kapitalanteil von 5,3% einer der grössten Einzelaktionäre von Tamedia, dem Mutterhaus von «Finanz und Wirtschaft». Zum Aktienkurs Tamedias wollte die Manager im Interview keinen Kommentar abgeben. **MD**

Value-Investoren kaufen oft Aktien in Sektoren, die niemand mag. Orten Sie derzeit besonders unbeliebte Branchen?

**C. Browne:** Nein, nicht auf Sektor-ebene. Nur einzelne Titel.

Wie steht es mit Hausbauern? Deren Aktien handeln derzeit mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis um 5.

**C. Browne:** Hausbauer haben noch einen langen Weg abwärts vor sich. In der Vergangenheit haben wir die Titel zu 60% ihres Buchwerts gekauft. Heute werden sie etwa zum 1,2-Fachen ihres Buchwerts gehandelt. Lustig ist übrigens auch, wenn Leute von Rohstoffen schwärmen. Nehmen Sie Kupfer: Der Preis hat sich 45 Jahre lang nicht bewegt, und in den vergangenen vier Jahren schoss er in die Höhe. Das ist doch lächerlich, jetzt auf diesen Zug aufzuspringen. Die Rohstoffparty ist vorbei.

Gilt das auch für Erdöl?

**C. Browne:** Ja. Wir haben etwas Conoco Phillips gekauft, doch die Party ist vorbei.

Ein weiterer Krisensektor: Autos. Wie steht es mit General Motors und Ford?

**W. Browne:** Da sehe ich wenig Potenzial. Das Autogeschäft ist furchtbar zyklisch. GM und Ford besitzen ungesunde Bilanzen, sind mit ihren Produkten falsch positioniert und kämpfen mit horrenden Pensionskosten. Das gibt uns zu wenig Aussicht auf ein gutes Ende. Ein Kauf von Ford gleicht einer Wette, nicht mehr.

Sie sehen in Ford also keine zweite Volkswagen?

**W. Browne:** Nein, VW war eine andere Situation. Als wir VW kauften, war das Unternehmen im Markt gut positioniert und besass eine gesunde Bilanz. Der Konzern wurde bloss von einem extrem inkompetenten Management geleitet. Wir waren mit VW bis vor kurzem sehr glücklich und haben im Verlauf der vergangenen sechs Wochen die Position reduziert.

Was halten Sie vom unerwarteten Wechsel an der VW-Spitze?

**Shrager:** Es ist ein Skandal, wie Bernd Pischetsrieder nach seiner Glanzleistung – der Aktienkurs legte unter seiner Ägide 130% zu – abserviert wurde. Herr Piëch, der Vorsitzende des Aufsichtsrats, hat überhaupt keine eigene Leistung vorzuweisen. VW sollte den Preis für das schläfrige Auf-

sichtsgremium Deutschlands bekommen.

Sie halten in Ihrem International Value Fund zahlreiche Schweizer Titel. SIG, Syngenta, Forbo, Tamedia, um nur einige zu nennen. Was gefällt Ihnen da?

**W. Browne:** Vor vier, fünf Jahren waren die Schweiz und die Niederlande ein Paradies für Value-Investoren. Unzählige mittelgrosse, hervorragend geführte Industriegesellschaften lagen wie grellbunte Oster-

## Es ist ein Skandal, wie Bernd Pischetsrieder nach seiner Glanzleistung von VW abserviert wurde.

eier im Gras, und niemand interessierte sich für sie. Damals stiegen wir im grossen Stil ein. Mittlerweile hat sich in den meisten Fällen der Kurs verdoppelt bis vervierfacht, entsprechend reduzieren wir die Positionen derzeit. Ich muss Ihnen kein Kompliment machen, aber Sie haben da einige sehr gute Manager in der Schweiz.

Ihre grösste Position ist Nestlé.

**C. Browne:** Die Position ist über die Jahre gewachsen. Nestlé ist ein klassisches Value-Investment: Sie wachen als Aktionär nicht eines Tages auf und erfahren, dass jemand einen besseren Schokoriegel erfunden und Nestlé ausgelöscht hat.

**W. Browne:** Man muss sagen, Nestlé war während Jahren nicht sehr effizient geführt. Die Fabriken in Asien wussten oft nicht, was die Konzernkollegen in Europa für ihre Rohstoffe bezahlen. Zudem konnten sich US-Investoren nie für ein Unternehmen erwärmen, das nur zwei Mal pro Jahr Zahlen veröffentlicht. Investor Relations wurde kaum praktiziert; wer etwas erfahren wollte, musste nach Vevey reisen. Dies im Unterschied etwa zu den IR-Leuten von Procter & Gamble, die die Fondsmanager jeden Tag nerven. Heute bietet Nestlé einen tollen indirekten Weg, um an der wachsenden Kaufkraft der Mittelklasse in Schwellenländern zu partizipieren.

Kaufen Sie heute noch Nestlé?

**C. Browne:** Nein, Nestlé hat die maximale Grösse für eine Einzelposition in unseren Fonds erreicht. Doch wenn ich mir den Kauf einer Aktie überlege, stelle ich mir die Frage: Würdest du den Titel erwerben, wenn du ihn während zehn Jahren nicht verkaufen dürftest? Nestlé würde ich mit diesen Bedingungen sofort kaufen.

Wie steht es mit Buffetts Berkshire Hathaway?

**W. Browne:** Wir besitzen sie schon, erworben zu einem Einstiegspreis von 140 \$. Heute werden die Titel zu 106 000 \$ gehandelt. Berkshire werden wir sicher nicht verkaufen. Wir würden uns damit ohnehin nur ein unnötiges Steuerproblem schaffen.

Interview: Mark Dittli, New York

Anzeige

### Demografie!

Menschen leben länger und aktiver. Über 60% unseres Portfolios ist in Medizintechnik investiert.

MIV: 82%  
SPI: 106%  
MSCI Sektoren: 60%

Valor 729 154 www.microvalue.ch

Micro Value