

«Die Panikwellen liefern uns Kaufobjekte

Die Manager der US-Investmentboutique Tweedy, Browne
über unbeliebte Aktien und Kaufchancen an den Weltfinanzmärkten



Die Manager der US-Investmentboutique Tweedy, Browne über unbeliebte Aktien und Kaufchancen an den Weltfinanzmärkten

«Die Panikwellen liefern uns Kaufobjekte

Gegen den Strom zu schwimmen, fällt den wenigsten Anlegern leicht. Zu verkaufen, wenn die Stimmung gut ist, und zu kaufen, wenn Panik herrscht, erfordert Mut. Doch genau in diesen Momenten – so sind Value-Investoren überzeugt – entscheidet es sich, wer langfristig gewinnt und wer nicht. Ein Urgestein in der Value-Szene ist Tweedy, Browne. Die New Yorker Investmentboutique hielt ihre Fonds während der vergangenen drei Jahre geschlossen, weil ihre Manager an den Börsen kaum unterbewertete Anlagen fanden. Seit Januar nimmt die Gesellschaft nun wieder Neugeld entgegen. William Browne und Thomas Shrager, zwei der fünf Geschäftsführer von Tweedy, Browne, verraten im Gespräch, was sie heute kaufen.

— *Meine Herren, Ihre Fonds stehen seit Januar wieder offen. Heisst das, Sie sehen Kaufchancen?*

Browne: Ja. Lassen Sie mich kurz ausholen: Im Jahr 2005 warnten wir vor der Euphorie, mit

Im Finanzsektor gefallen uns American Express. Citigroup würden wir nicht anfassen.

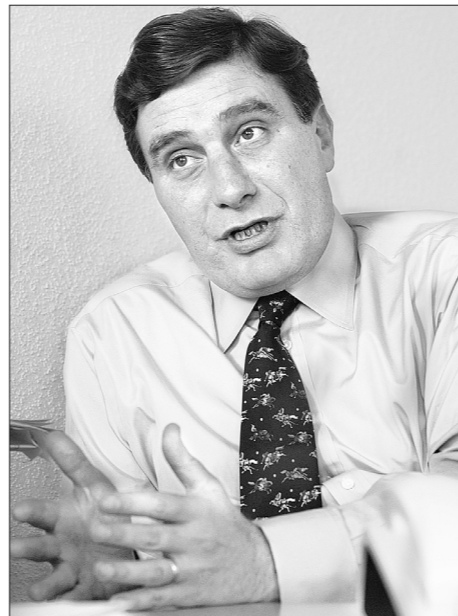
der Wallstreet Schulden aufbaute, verpackte und weiterverkaufte. Viele Leute meinten damals, das sei gesund, denn Risiken würden dadurch unendlich weit gestreut. Doch das Resultat war eine Erosion der Vorsicht im Risikomanagement. Heute türmen sich die Verluste an allen Ecken der Finanzwelt auf. Unter Investoren schlug die Stimmung abrupt von Überschwang auf Panik um, und in Zeiten wie diesen wird oft das Kind mit dem Bade ausgeschüttet. Da stehen wir bereit, um zuzuschlagen.

— *Glauben Sie denn, die Kreditkrise sei bald vorbei?*

Shrager: Kaum. Wir haben in den vergangenen Jahren einen von Gier getriebenen Schuldenaufbau erlebt – und das nicht nur am Immobilienmarkt, sondern auch, beispielsweise, mit fremdfinanzierten Übernahmen. Diese finanziellen



William Browne (l.) und Thomas Shrager: «Die meisten Wallstreet-Analysten und Anleger besitzen den Zeithorizont einer Stubenfliege. Es ist viel zu spät, jetzt noch aus den Märkten zu flüchten.» BILDER: MICHAEL DAMES/IRIS C. RITTER



Massenvernichtungswaffen, wie Warren Buffett derivative Kreditpapiere einst nannte, sind längst nicht alle gefunden worden.

— *Was muss geschehen, damit die Krise überwunden werden kann?*

Browne: Zeit ist nötig. Konsumenten und Banken müssen ihre Bilanzen sanieren. In diesem Prozess sind Zinssenkungen der Notenbank nur bedingt wirksam.

Shrager: Banken müssen sich rekaptalisieren. Daran führt kein Weg vorbei.

— *Die Weltbörsen haben seit Oktober 15% und mehr verloren. Sind die Märkte, als Ganzes betrachtet, heute billig?*

Shrager: Nein, das nicht. In einzelnen Sektoren und Märkten schwemmen uns die Panikwellen allmählich Kaufobjekte an, aber es wäre falsch, zu sagen, der Gesamtmarkt sei gegenwärtig spottbillig.

Browne: Es bringt nichts, eine Aussage über die Bewertung des Gesamtmarktes abzugeben. Value-Investoren interessieren sich für Einzel-titel. Sie müssen unterbewertete Unternehmen

Auf Ben Grahams Spuren

Kaufe einen Dollar zum Preis von 60 Cent. So lautet der Grundsatz von Benjamin Graham (1894–1976), Professor an der Columbia Business School, Vater des Value Investing und Autor der Standardwerke «Security Analysis» sowie «The Intelligent Investor». Graham empfahl Anlegern, durch Analyse von Bilanz, Cashflow und branchenüblichen Übernahmepreisen den inneren Wert (Intrinsic Value) eines Unternehmens zu errechnen – und zu kaufen, wenn der Aktienkurs markant unter dem inneren Wert notiert.

Tweedy, Browne zählt zu den Pionieren des Value Investing. 1920 gründete Forrest Tweedy das Brokerhaus Tweedy & Co. und spezialisierte sich auf den Nebenwertehandel. 1945 nahm er die Partner Howard Browne und Joe Reilly an Bord und taufte das Brokerhaus in Tweedy, Browne and Reilly um. Ihr Büro lag an 52

Wall Street, im selben Korridor wie Grahams Arbeitszimmer. Warren Buffett, der wohl bekannteste Value-Investor, ging in den Büros von Graham und Tweedy ein und aus. 1959 wandelte sich Tweedy, Browne zur Investmentgesellschaft.

Howards Söhne William (63) und Christopher (61) leiten Tweedy, Browne seit 1978 mit den drei Partnern Thomas Shrager, Robert Wyckoff und John Spears. Per Ende 2007 verwalteten sie 13,7 Mrd. \$ an Kundengeldern. Der in Dollar aufgelegte Value Fund (Sicav) hat seit Oktober 1996 jährlich 7,3% zugelegt, was leicht unter der Leistung des S&P-500-Index liegt. Der in Euro aufgelegte International Value Fund schlägt mit einer Jahresleistung von 11,3% seit 1996 die 7,6% des MSCI EAFE Index deutlich. Seit Juni 2007 bietet Tweedy, Browne zudem den Global High Dividend Value Fund an. **MD**

finden, kaufen und dann geduldig warten, bis sich die Unterbewertung korrigiert. Sehen Sie, alle paar Jahre reitet sich Wallstreet in einen Schlamassel. Und wenn die Stimmung kippt, rennt die ganze Herde zum Ausgang. Die Analysten agieren gleich dumm wie die Durchschnittsanleger; sie besitzen den Zeithorizont einer Stubenfliege. Jetzt, nachdem die Blase geplatzt ist, senken sie ihre Aktienempfehlungen auf «Verkaufen». Dabei ist es viel zu spät, aus dem Markt zu flüchten. Anleger sollten die Zeit nutzen, Gesellschaften unter die Lupe zu nehmen: Wie sieht ihr Geschäft aus, besitzen sie eine gesunde Bilanz, wie wird sich ihr Cashflow entwickeln? So werden unterbewertete Titel gefunden.

— *Sie haben in den vergangenen Monaten also eher gekauft?*

Shrager: Oh ja. Wir haben bestehende Positionen aufgestockt und neue gekauft.

— *Welche Sektoren und Märkte gefallen Ihnen derzeit besonders?*

Browne: Japan. Investoren haben Japan schon wieder aufgegeben, doch die Skepsis ist zum Teil nicht gerechtfertigt. Unter mittelgrossen Gesellschaften in Japan halten wir rund 250 potenzielle Kandidaten – alle sind unterbewertet, schuldenfrei mit robustem Cashflow – auf unserer Kaufliste. Auch multinationale japanische Konzerne von Weltruf sind günstig zu haben.

— *Zum Beispiel?*

Shrager: Wir haben Honda, Canon und Takata gekauft. Honda gewinnt stetig Anteile am Welt-Automarkt, die Titel sind mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von unter 11 günstig. Das Gleiche gilt für Canon, den dominierenden Anbieter von Laserdruckern und digitalen Spiegelreflexkameras. Takata ist einer der drei weltweit führenden Hersteller von Airbags. Die Valoren sind mit einem KGV von bloss 8 bewertet.

Browne: In Korea sind wir auf Korea Exchange Bank aufmerksam geworden. Sie wird von der Investmentgesellschaft Lone Star kontrolliert, doch zwei andere Banken, darunter HSBC, haben ihr Kaufinteresse angemeldet. Die Titel handeln zu 13 000 Won, die Käufer dürften 18 000 Won bieten. Und sollte die Übernahme scheitern, dann halten wir eine Beteiligung an einer stocksoliden Bank, die 5,5% Dividendenrendite bietet und deren Aktien mit einem KGV von 7 bewertet sind.

— *Wie steht es mit Amerika?*

Browne: Wir haben einige bestehende Positionen, etwa in American Express und Home Depot, ausgebaut. Wir werden oft gefragt, weshalb wir mit Home Depot auf einen Titel setzen, der indirekt vom Immobilienmarkt abhängig ist. Doch alle schlechten Erwartungen sind im Kurs bereits enthalten. Der Konzern arbeitet bedeutend ineffizienter als der Rivale Lowe's, und dafür gibt es keinen guten Grund – ausser dass Home Depot bislang schlecht geführt wurde. Da ist, mit dem kürzlich eingesetzten neuen Management, Aufholpotenzial vorhanden. Vielleicht bewegen

sich Home Depot noch eine Weile nicht vom Fleck, doch wer wartet, bis der Markt deutliche Zeichen einer Erholung erkennen lässt, verpasst den ersten grossen Kursschub.

— *Sie erwähnten American Express. Ist die Zeit jetzt schon reif für Finanztitel?*

Shrager: Da ist grosse Vorsicht geboten. American Express steht fälschlicherweise mit der Bankenwelt in Sippenhaft. Ebenfalls zu Unrecht bestraft wurden meines Erachtens CNP Assurances, ein Lebensversicherer in Frankreich, sowie KBC, eine belgische Bank mit kräftigem Standbein in Osteuropa. Beide scheinen keine Probleme mit verbrieften Risikohypothesen zu haben. HSBC, eine weitere unserer Anlagen, ist im Subprime-Geschäft exponiert, doch uns gefällt ihre solide Stellung in Asien und in lukrativen Märkten wie Brasilien. Eine Aktie, die uns mit ihrem tiefen KGV und ihrer Dividendenrendite von 7% gereizt hat – und die wir zugekauft haben –, ist die britische Lloyds TSB.

Browne: Eine Citigroup würde ich aber nach wie vor nicht anfassen.

— *Was halten Sie von Europa?*

Browne: In Europa haben wir nach 2002 viel Geld verdient, als mittelgrosse Industriegesellschaften viel zu tief bewertet waren. Allmählich, dank der Ängste vor einer Weltrezession, nähern wir uns dem Punkt, an dem dieser Sektor wieder sehr attraktiv ist. Anleger begehen mit zyklischen Industriegesellschaften immer den gleichen Fehler: Am unteren Wendepunkt des Zyklus sind die Aktien hoch bewertet, weil die Unternehmen wenig Gewinn schreiben. Da interessiert sich niemand für sie. Am oberen Wendepunkt des Zyklus sinkt das KGV oft unter 10, und alle steigen ein, weil die Titel nun als günstig erachtet werden. Dabei wäre das die Zeit, um zu verkaufen. Die Gewinne von Zyklikern müssen stets normalisiert betrachtet werden.

— *Sie sind in der Schweiz bekannt mit Positionen in Gesellschaften wie Arbonia-Forster, Forbo, Sika oder Tamedia, dem Mutterhaus von «Finanz und Wirtschaft». Sie sind also der Meinung, einige dieser Papiere seien zu tief gesunken?*

Browne: Ich muss vorausschicken, dass wir im Verlauf der vergangenen zwei Jahre unsere Beteiligungen an Sika, Gurit, Forbo, Arbonia und Tamedia laufend abgebaut haben. Aber ja, Sie haben recht, einige Preise bewegen sich heute wieder auf attraktivem Niveau. In zwei Schweizer Namen, die ich nicht nennen möchte, kaufen wir derzeit wieder aktiv zu.

— *Sie besitzen einige europäische Medientitel. Was reizt Sie an der Branche?*

Shrager: Es handelt sich um Spezialsituationen von Konzernen, die geschickt ihren Markt vergrössern. An Tamedia gefällt uns, wie landesweit in andere Regionen expandiert wird. Axel Springer baut Osteuropa aus, und Schibsted ist ein Musterbeispiel, wie ein Medienkonzern die Möglichkeiten des Internets nutzen sollte.

Browne: Es ist indes nicht zu übersehen, wie Verlagshäuser Mühe bekunden, zu wachsen.

Zwar schreiben sie oft gute Gewinnmargen, doch die Börse will Wachstum sehen. Meines Erachtens sollten Verlegerfamilien die Publikumsaktionäre mit einer vernünftigen Offerte auskaufen und sich von der Börse zurückziehen.

— *Apropos unbeliebte Anlagesektoren: Was ist bloss mit Big Pharma los?*

Browne: Amerika ist eine der letzten Profitinseln für die Branche, doch von allen Seiten wird in Washington eine Senkung der Gesundheitskosten gefordert. Dabei gerät die Pharmaindustrie ins Fadenkreuz, obwohl Medikamente für bloss 12% der Gesundheitsausgaben im Land verantwortlich sind. Die Aussicht auf einen

In Europa sind mittelgrosse Industriegesellschaften allmählich wieder attraktiv.

Demokraten im Weissen Haus und einen von Demokraten kontrollierten Kongress bedeutet nichts Gutes für Pharmavaloren. Wobei angemerkt werden muss, dass auch der Republikaner John McCain wenig Sympathien für die Branche aufbringt.

Shrager: Wir halten Novartis. Die jüngsten Zahlen waren zwar schwach, doch wir haben Verständnis dafür. Dass die US-Gesundheitsbehörde dem Reizdarmmedikament Zelnorm die Zulassung entzieht, konnte nicht erwartet werden. Novartis besitzt eine breite Palette und eine starke Position im Generikamarkt. Ich mag dieses diversifizierte, fast schon an Johnson & Johnson erinnernde Geschäftsmodell.

— *Nestlé ist die grösste Position in Ihren Fonds. Was gefällt Ihnen an Nestlé?*

Browne: Nestlé stellt Produkte her, die die rapide expandierende Mittelklasse in Schwellenländern wünscht, besitzt ein stocksolides Geschäft und liefert gut vorhersehbares Wachstum – ich kann mir kaum eine bessere Anlage vorstellen.

Shrager: Nestlé kann den Umsatz jährlich mindestens im Rahmen des nominellen globalen Wirtschaftswachstums ausweiten, gewinnt stetig ein wenig Marktanteil und benutzt den freien Cashflow, um eigene Aktien zu kaufen. Alles in allem resultieren daraus langfristig jährlich 10% Gewinnwachstum pro Titel, plus eine anständige Dividende. Wer in der Bewertungsanalyse die hochwertigen Beteiligungen an Alcon und an L'Oréal ausklammert, sieht, dass Nestlé nicht teuer sind. **Interview: Mark Dittli, New York**

Grösste Anlagen von Tweedy, Browne	
Value Fun	International Value Fund
Nestlé	Nestlé
Unilever	CNP Assurances
Heineken	Heineken
Transatlantic Hldgs.	American Int. Group
American Express	Group 4 Securicor
Diageo	Kone Oyj
American Int. Group	Axel Springer
Comcast	Akzo Nobel
Torchmark	Sanofi-Aventis
Wells Fargo	Unilever

Quelle: Tweedy, Browne (per Ende 2007)