

Frankfurter Allgemeine

ZEITUNG FÜR DEUTSCHLAND

Sonderdruck aus der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 27. Juni 2003

Das Parkettgespräch

Der intelligente Investor

„Der intelligente Investor“ nannte er sein Buch, und er gilt vielen Wall-Street-Veteranen als einer der intelligentesten Investoren: Benjamin Graham, der Lehrmeister von Warren Buffett, gilt als der Urvater des sogenannten wertorientierten Anlagestils, einer Anlagedisziplin, die, auf harte fundamentale Unternehmensanalyse aufbauend, Aktien sucht, deren wahrer Wert von der Börse verkannt wird. Als Graham sein Unternehmen 1959 auflöste, wechselte einer seiner Schüler zum damaligen Broker Grahams mit. Seitdem ist dieser Broker, Tweedy, Browne, auch als Vermögensverwalter tätig, und seitdem werden bei Tweedy, Browne Fonds nach den Prinzipien Benjamin Grahams geführt. Thomas Shrager, einer der Partner von Tweedy, Browne, ist von der Überlegenheit dieses Ansatzes überzeugt: „Uns geht es auch gut, wenn es vielen anderen schlecht geht“, sagt er.

Die Grundüberlegung des wertorientierten Anlagestils ist, daß Aktienmärkte zumindest auf kurze Frist ineffizient sind. Ein Unternehmen hat zwei Werte: einmal den Wert, der an der Börse gezahlt wird, und dann der wahre, der innere Wert. Beide Werte müssen nicht immer miteinander übereinstimmen. „Auf kurze Frist wird an den Märkten nur abgestimmt, erst auf lange Frist wird dort auch gewogen“, sagt Shrager. Die Strategie eines wertorientierten Investors besteht dann einfach darin, Unternehmen zu finden, deren wahrer Wert unter dem aktuellen Börsenwert liegt, diese zu kaufen und zu warten, bis auch der Rest des Marktes bemerkt, daß die Aktie unterbewertet ist – womit sich dann der Aktienkurs dem wahren Wert nähert.

So einfach das ist – doch wie ermittelt man denn den wahren Wert eines Unternehmens? „In einem ersten Schritt sortieren wir die Unternehmen nach Bewertungskennziffern wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), dem Preis-Buch-Wert und dem operativen Mittelfluß (OCF)“, sagt Shrager. Natürlich müsse man nun genauer hinsehen: Dazu sehe man sich dann die Analysen der Banken und Broker an und studiere auch die Pressemeldungen zu den Unternehmen. Als letzten Schritt lese

man die Geschäftsberichte der Unternehmen – und zwar von hinten nach vorne. „Das Wichtigste steht in der Regel in den Fußnoten, denn hier wird erklärt, warum eine Zahl sich so oder so entwickelt hat: Warum sind die Lagerbestände hoch? Wieso sind die Außenstände gestiegen? Das Grußwort des Vorstandes lesen wir als allerletztes“, sagt Shrager. Nach diesem Studium stelle man eine Liste mit Fragen auf, die man dem Unternehmen – aber auch dessen Konkurrenten – stelle.

Und wie sieht dieses Konzept dann in der Praxis aus? „Wir haben beispielsweise Heineken gekauft: Das KGV beträgt 11, der operative Mittelzufluß im Verhältnis zum Aktienkurs beläuft sich auf 5“, erklärt Shrager. Zum Vergleich habe man sich den Konkurrenten Anheuser Busch angesehen: Diese Aktie habe ein KGV von 20 und einen OCF von 12. „Warum hätten wir Anheuser kaufen sollen – die Aktie ist klar teurer“, fragt Shrager. Der wahre Wert der Heineken-Aktie dürfte wohl eher bei einem OCF von 10 bis 12 liegen – soviel habe man in der Branche nämlich zuletzt bei Übernahmen von Brauereien gezahlt.

Eine andere Aktie, die Shrager mag, ist das Schweizer Industriekonglomerat Sulzer: Die Aktie werde derzeit zu zwei Dritteln ihres Buchwertes gehandelt, das KGV liege mit 10 deutlich unter dem Marktdurchschnitt, und die Dividendenrendite betrage 3 Prozent. Ein weiteres Beispiel: CNP, ein französischer Versicherer, werde derzeit mit einem KGV von 9 gehandelt – in der Branche zahle man derzeit bei Übernahmen von Versicherern ein KGV von 15.

Und Technologiewerte? „Von 1979 bis 1999 haben Technologieproduzenten das gleiche Umsatzwachstum verbucht wie Pharmahersteller. Warum sollte ich dann Technologieproduzenten kaufen, von denen im Gegensatz zu den Pharmaherstellern nur wenige überleben?“, meint Shrager. Zudem sei es angesichts der rasanten Geschwindigkeit, mit der sich Technologie und Technologiemärkte verändern, kaum möglich, den wahren Wert einer Technologieaktie zu bestimmen. „Man hätte Technologieaktien kaufen müssen, als sie billig waren – aber sie waren nie billig“, lautet Shragers Resümee.

Und deutsche Aktien? „Natürlich haben wir auch einige deutsche Aktien wie Altna, Kronos und Merck, doch Deutschlands Aktienmarkt hat ein grundsätzliches Problem mit den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensführung“, meint Shrager und spielt vor allem auf die weitverbreitete Praxis an, daß sich der scheidende Vorstandsvorsitzende in den Aufsichtsrat verabschiedet und auf diesem Weg – Shrager zufolge – seinen Nachfolger in dessen Entscheidungsfreiheit behindert. „Wenn Sie den Unternehmenswert auf lange Frist maximieren wollen, müssen Sie das Thema ordnungsgemäße Unternehmensführung ernst nehmen“, meint Shrager. Vielleicht sollten die Aktionäre in Zukunft auf den Hauptversammlungen besser hinhören, wenn dieses Thema auf die Tagesordnung kommt – im ureigensten Interesse. **HANNO BECK**

@ Alle Rechte vorbehalten. Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH, Frankfurt.

Das Jahr 1959, auf das in diesem Artikel Bezug genommen wird, ist das Jahr, in dem Tweedy, Browne Company LLC damit begonnen hat, einen privaten Investmentfonds zu verwalten. Dieser Fonds war Tweedy, Browne's einziges verwaltetes Konto bis 1975, als Tweedy, Browne mit der U.S. Securities and Exchange Commission als Investmentberater für gesondert verwaltete Konten und gepoolte Vehikel registrierte.

Anteilsbeteiligungen gelten zum Datum der Veröffentlichung dieses Artikels und können jederzeit ohne Ankündigung geändert werden. Dies stellt keine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren dar. Die Anteilsbeteiligungen der individuellen Konten kann variieren. Eine Liste sämtlicher Empfehlungen des Managers innerhalb der letzten zwölf Monate ist auf Anfrage erhältlich. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass zukünftige Empfehlungen gewinnbringend sein werden oder der Entwicklung der Wertpapiere auf dieser Liste gleichen werden.