

# Aufbruch in Frankreichs Luxusgüterindustrie

Das überraschende Engagement von LVMH im Haus Hermès provoziert einige Fragen und Spekulationen – Die Börsenaufsicht AMF schaltet sich ein

GESCHE WÜPPER, Paris

Sie gelten als Inbegriff der französischen Lebensart; ihre Zentralen in Paris liegen zu Fuss noch nicht einmal zwanzig Minuten auseinander. Und doch hat die beiden Luxusgüterkonzerne Hermès und LVMH bislang so gut wie nichts verbunden, da Hermès die Avancen des grösseren Konkurrenten bisher stets abgewehrt hat. Das wird für den Hersteller der berühmten Seidentücher und Kelly-Handtaschen in Zukunft nicht mehr so einfach sein, denn LVMH gab am Samstag überraschend bekannt, 14% des Hermès-Kapitals zu halten und den Anteil bald auf 17% zu erhöhen. Die Ankündigung sorgt für Aufbruch in der Luxusgüterindustrie – und wirft viele Fragen auf.

LVMH-Konzernchef Bernard Arnault versucht derweil zu beruhigen. Er habe die Aktien «in freundschaftlicher Absicht» erworben und habe keinesfalls vor, Hermès zu übernehmen, erklärte er. Dennoch sind Analysten sicher, dass sich der reichste Mann Frankreichs nicht ohne Hintergedanken heimlich in ein Unternehmen eingekauft hat – das eigentlich als uneinnehmbar gilt. Denn rund 73% des Hermès-Kapitals befinden sich in den Händen von sechzig Angehörigen der drei Erbenfamilien Puech, Dumas und Guerand. Zudem ist das 1837 gegründete Unternehmen eine Kommanditgesellschaft auf Aktien, die den Familienmitgliedern je nach Statut sogar die Stimmrechtsmehrheit garantiert, wenn sie weniger als 50% der Papiere besitzen. So lange die Familien zusammenhalten, haben Angreifer deshalb so gut wie keine Chance.

## Spekulative Hausse

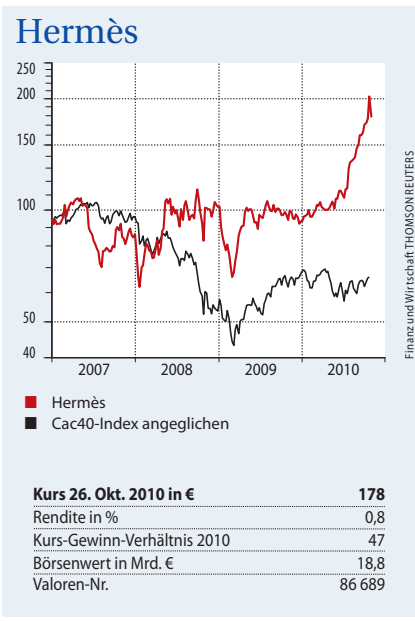
Allerdings hat der Tod des früheren Präsidenten Jean-Louis Dumas im Mai Spekulationen ausgelöst, dass die Einigkeit der Erben bröckeln könnte. Die Aktien von Hermès avancierten seither über 90%. Nach der Ankündigung von LVMH stiegen die Notierungen am Montag erneut 15,2% auf 202,85 € (vgl. Börsenbericht auf Seite 9). Dennoch hat LVMH-Chef Arnault nach eigenen Angaben im Schnitt nur 80 € pro Aktie gezahlt; auf diesem Niveau notierten Hermès zuletzt im Mai 2009. Deshalb rätseln Händler, wie Arnault das Engagement



Der renommierte Luxusgüterhersteller Hermès hat viele Bewunderer, offenkundig auch im Kreis der Konkurrenten.

brachte. Die Börsenaufsicht will nun prüfen, ob beim Erwerb der Beteiligung alles mit rechten Dingen zugegangen ist. Die Aktionärsvereinigung Adam ist überzeugt, dass der Luxusgütergigant gegen die Regeln verstossen hat.

Händler glauben, dass LVMH bereits vor langem damit begonnen hat, erste Anteile zu kaufen, ohne dabei die Schwelle von 5% des Kapitals zu überschreiten. Denn dann hätte der Konzern seinen Einstieg laut französischem Aktienrecht öffentlich bekanntgeben müssen. Vermutlich hat er aber über Zwischenhändler Kaufoptionen oder andere Derivate zugekauft. Sollte er dabei die neuen AMF-Regeln, die auch einige komplexe Finanzinstrumente berücksichtigen, verletzt haben, könnte die Börsenaufsicht ein Verfahren gegen LVMH einleiten oder dem Konzern bei Hermès zwei Jahre lang die Stimmrechte entziehen. Da die Erben-



familien wegen der Rechtsform von Hermès ohnehin das Sagen haben, wäre Letzteres nicht sehr schlimm für LVMH.

Der Branchenführer kann es sich ohnehin leisten, mit seinem Engagement auf Zeit zu spielen. Er hat sich mit seinem Einstieg die beste Startposition für eine komplette Übernahme gesichert – sollte sich dafür in Zukunft eine Gelegenheit ergeben. Investoren spekulieren bereits, dass er zur Finanzierung dieser Akquisition Moët & Hennessy an die britische Diageo verkaufen könnte, die bereits 34% an der LVMH-Getränkesparte hält.

## Politische Rückendeckung?

Bisher hat Arnault jede Übernahme-schlacht gewonnen. Bis auf Gucci, der seinen Widersacher, den PPR-Gründer François Pinault, 1999 als weissen Ritter zu Hilfe rief. Arnault hatte von Gucci zunächst ebenfalls nur einen kleinen Anteil erworben und erklärt, LVMH plane kein Angebot zu einer kompletten Übernahme. Dann jedoch baute er die Beteiligung innerhalb eines Monats auf 34% aus.

Arnault hat mit seinem Einstieg zudem anderen Konkurrenten den Weg für eine Übernahme verbaut, vermutlich mit Rückendeckung von Staatspräsident Nicolas Sarkozy, mit dem ihn eine enge Freundschaft verbindet. Darauf weist die Erklärung Arnaults hin, es gehe ihm mit seiner Beteiligung um den «Erhalt des familiären und französischen Charakters» von Hermès. Es ist jedenfalls wahrscheinlich, dass Arnault die politische Führung informiert hat. In Frankreich hat das Argument, dass eine Ikone aus der heimischen Unternehmenslandschaft vor dem Zugriff ausländischer Konkurrenten geschützt werde, nach wie vor einige Bedeutung.

Aus Investorensicht erscheint ein Neueinstieg im Haus Hermès angesichts der hohen Bewertung (vgl. Eckdaten) und des durch die LVMH-Beteiligung auf 8% gesunkenen Streubesitzes uninteressant. Die LVMH-Gruppe (KGV von 22) ihrerseits ist auf den Weltmärkten hervorragend positioniert und baut ihre Marktanteile weiter aus. Die Titel eignen sich gut für ein langfristiges Engagement. Nach der Kurs-explosion der vergangenen Wochen würde jedoch eine Phase der Konsolidierung nicht überraschen.

# «Anleihen westlicher Staaten sind heute zu gefährlich»

HOWARD MARKS Der Gründer und Chairman von Oaktree Capital über Chancen an den Finanzmärkten, insolvente Banken und die Goldhausse

Querdenker sind rar im Investmentgeschäft. Einsam waren die Skeptiker, die 2006 und 2007 vor einer drohenden Finanzkatastrophe warnten. Ebenso wenige trauten sich, Anfang 2009, in Zeiten grösster Panik, den Kauf von Aktien und riskanten Unternehmensanleihen zu empfehlen. Doch wie die Erfahrung beweist, lohnt es sich für Anleger, ein besonders offenes Ohr den Stimmen zu schenken, die von der gängigen Marktmeinung abweichen. Eine davon ist die von Howard Marks. Der Gründer und Chairman von Oaktree Capital, einer Investmentboutique in Los Angeles, hat sich mit seinen vierzig Jahren

## Die Aktien von ikonischen Unternehmen wie Coca-Cola, Microsoft oder Procter & Gamble sind günstig.

Erfahrung im Anlagegeschäft als klar-sichtiger Beobachter der Finanzmärkte etabliert. Seine unregelmässig erscheinenden «Memo from our Chairman» sind legendär und zählen besonders für Value-Investoren zur Pflichtlektüre.

«Die meisten Investoren versuchen pausenlos zu erraten, wie sich die Konjunktur und die Finanzmärkte entwickeln werden. Das bringt nichts», sagt Marks anlässlich eines Besuchs auf Einladung von Clariden Leu in Zürich im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft». Gegenwärtige Trends zu extrapolieren und sich so zu verhalten, als wüsste man, wie sich die Zukunft entwickelt, gehöre zu den gefähr-

lichsten Dingen, die ein Investor tun kann. «Wir wissen nichts über die Zukunft und verhalten uns auch so. Das schützt vor Dummheiten», sagt Marks, dessen Fondsgesellschaft mehr als 75 Mrd. \$ an Kundenvermögen verwaltet. Es zähle einzig, dass man wisse, an welchem Punkt in ihrem Zyklus sich die Wirtschaft befinde und welche Preise in den verschiedenen Anlageklassen bezahlt würden. «Investitionsobjekte sind nie per se gut oder schlecht», sagt Marks, «es ist immer eine Frage des Preises.» Er erwähnt das Beispiel, als Anleger Ende der Neunzigerjahre blindlings Aktien kauften, weil ihnen eingetrichtert wurde, dass Aktien über zwanzig Jahre im Durchschnitt 17% pro Jahr gewonnen hätten. «Niemand fragte sich, was das Gewinnpotenzial von Aktien ist, wenn sie zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 33 gekauft werden.»

Oaktree hat sich auf vergleichsweise ineffiziente Märkte fokussiert: Marks und sein Team zählen zu den gewichtigsten Mitspielern im Markt für notleidende Kredite, Anleihen ohne Anlagequalität und Wandelobligationen. Den US-Aktienmarkt generell hält er derzeit für leicht unterbewertet. «Vor allem ikonische Namen wie Coca-Cola, Johnson & Johnson, Microsoft oder Procter & Gamble sind günstig», meint er. Sie böten eine attraktive Dividendenrendite, Aufwertungspotenzial im Fall einer Wirtschaftserholung und gleichzeitig, dank ihrer soliden Bilanz und Marktstellung, Schutz vor unliebsamen Konjunkturüberraschungen.

Auf jeden Fall meiden würde er Staatsanleihen. «Staatsanleihen aus der indus-

trialisierten Welt sind zu gefährlich», sagt Marks. Zehnjahreszinsen von 2,5% seien zu wenig attraktiv. Auch von riskanteren Staatsanleihen, etwa aus dem südlichen Euroraum, hält er nichts. «Diese Papiere können nicht ökonomisch, sondern nur politisch analysiert werden. In der klassischen Kreditanalyse wird geprüft, ob der Schuldner fähig ist, Gewinn zu erwirtschaften, ob er Assets zu verkaufen hat und ob man ihn im Notfall zwangsvollstrecken kann. Diese Fragen können im Fall von staatlichen Schuldnern nicht beantwortet werden. Daher machen wir einen grossen Bogen um sie», sagt Marks.

## Die Bilanzen der US-Banken sind zu schwach, als dass sie Abschreibungsverluste aus dem Immobilienmarkt absorbieren könnten.

Eine potenziell attraktive Anlagemöglichkeit ortet er dereinst im US-Markt für Geschäftsimmobilen. Viele Geschäftsliegenschaften seien mit zu hohen Schulden belehnt und die Preise sinken, was die Wahrscheinlichkeit von Notverkäufen erhöhe. «Dieser Prozess hat noch nicht begonnen, weil die Banken im «Extend and Pretend»-Modus sind. Sie verlängern fällige Kredite laufend und tun so, als sei alles in Ordnung.» Die Bilanzen der Banken seien nach wie vor zu schwach, als dass sie grössere Abschreibungsverluste aus Krediten für Geschäftsimmobilen absorbie-

ren könnten. «Die Regulatoren wissen das und drücken beide Augen zu. Niemand, weder der Eigentümer der Liegenschaft noch die Bank oder der Regulator, hat ein Interesse daran, dieses Spiel aufzulegen zu lassen. Genauso wurde es in den Neunzigerjahren in Japan gemacht», sagt Marks. «An Europa bin ich nicht so nah dran, aber ich nehme an, es läuft dort ähnlich.»

Er räumt ein, dass es vielleicht gar nicht zum grossen Ausverkauf im US-Markt für Geschäftsimmobilen kommt. Einige Banken seien ökonomisch betrachtet zwar immer noch insolvent. Aber weil sie ihre Anlagen nicht mehr zu Marktpreisen bewerten müssten, stünden sie nicht unter Druck, ihre Bilanzen ins Lot zu bringen. Ganz allgemein beobachtet Marks, dass Fremdkapital wieder sehr freimütig vergeben werde. «Emissionen von Junk Bonds, lasche Kreditkonditionen, fremdfinanzierte Übernahmen – alles ist wieder zu sehen. Das ist ein gefährliches Zeichen.»

Ein ambivalentes Verhältnis hat Marks zu Gold. Steht das Edelmetall in einer Blase? «Gold hat keinen fairen Preis, weil es keinen Cashflow abwirft. Es kann aus Sicht eines Investors nicht analysiert werden.» Gold sei im Grunde genommen eine Religion. Man glaube daran oder man glaube nicht daran. Gold diene als Wertaufbewahrungsmittel und als Inflationsschutz. Dafür gebe es keine intellektuell greifbare Begründung, meint Marks, aber diese Attribute hätten sich als allgemein anerkannt etabliert. «Bloss: Diese Rolle, so glauben die Gläubigen, nimmt Gold heute zu einem Preis von 1300 \$ je Unze wahr. Was ist, wenn der Preis auf 3000 \$ steigt?



Howard Marks: «Gold ist eine Religion. Eine intelligente Investition ist nicht möglich.»

Auf 9000 \$? Auf 20000 \$? Gibt es ein Preisniveau, auf dem man zum Schluss kommt, dass dieses Investment überbewertet ist?» Ähnlich verhalte es sich mit dem fairen Preis für Erdöl: Die Argumente – Knappheit, steigende Nachfrage – bleiben gleich, ob der Ölpreis nun auf 35 \$ oder auf 147 \$ je Fass stehe. «Gold, Öl, Diamanten, Tulpenzwiebeln oder Einfamilienhäuser gehören zu den Anlagen, die nicht fair bewertet werden können und in die ich daher nicht intelligent investieren kann», sagt Marks. **MD**