

Aus der Sicht des Realisten: Investieren mit Durchblick und Ausblick

*von Shelby M.C. Davis
Research Advisor und Gründer
von Davis Advisors*



*Over 35 Years of Reliable Investing™
Über 35 Jahre Anlageerfolg*

Aus der Sicht des Realisten: Investieren mit Durchblick und Ausblick



*von Shelby M.C. Davis
Research Advisor und Gründer
von Davis Advisors,
Winter 2005*

Wenn man wie ich mehr als vier Jahrzehnte lang die Kapitalmärkte beobachtet hat, weiß man, wie leicht sich Anleger je nach gerade aktuellen Ereignissen von Optimismus oder Pessimismus mitreißen lassen. Ein solches Verhalten kann schnell zu kurzfristigem Denken führen – sowohl was die Investment-Chancen als auch die Risiken betrifft. In den späten 90-er Jahren zum Beispiel ließen sich Anleger aufgrund verkürzter Vorstellungen von der Wirtschaft und ihrer technischen Innovationen dazu verleiten, beim Kauf von Aktien übertrieben optimistischen Phantasien zu folgen. Viele sahen die Welt voll von strahlenden Möglichkeiten und ignorierten dabei die Risiken zu teuer erkaufte Anteile von Unternehmen, deren Perspektiven sich bereits eingetrübt hatten. Während der letzten fünf Jahre schwang das Pendel genau in die andere Richtung. Pessimismus machte sich breit. Die Gründe sind bekannt: Wir waren Zeugen, wie der Aktienmarkt einbrach, mussten die tragischen Ereignisse vom 11. September verkraften, gingen durch die Rezession und verfolgten nacheinander die Kriege in Afghanistan und im Irak. Diese Jahre waren hart. Dennoch, genau wie sich die Anleger in den späten 90-er Jahren weniger vom Optimismus hätten mitreißen lassen dürfen, so sollten sie sich heute nicht nur auf die schlechten Nachrichten konzentrieren. Das hieße nämlich Scheuklappen tragen und die Chancen missachten, die sich immer noch auftun können. Wir wollen deshalb hier nicht weiter auf den negativen

Ereignissen der vergangenen Jahre herumreiten. Lenken wir doch unseren Blick stattdessen auf das Positive:

- Erstens: Die Bewertung von Aktien erscheint insgesamt wieder im Lot. Die Erträge aus Aktien sind heute höher als die Renditen aus Anleihen und bei weitem besser als die Geldmarktzinsen.
- Zweitens sind viele größere Unternehmen heute besser geführt und haben eine transparentere Buchführung als noch in den späten 90-er Jahren. Auch liegt dem Handel an der Börse ein Kurs-Gewinn-Verhältnis zu Grunde, das etwa der Hälfte des ehemaligen Maximalwertes entspricht. Zudem steigen die Dividenden, und das ist für mich ein Indikator dafür, dass viele Aktiengesellschaften ihre Bilanzen in Ordnung gebracht haben und nun Geld herausrücken, das sie angehäuft hatten.
- Drittens existiert ein enormer Markt außerhalb der Vereinigten Staaten, der langfristig eine beträchtliche Bedeutung für Investoren besitzt. Zum Beispiel Indien, China, Russland und ebenso die zehn Nationen in Zentraleuropa, die zuletzt der Europäischen Union beigetreten sind, scheinen fruchtbare Märkte für die weltweit führenden Aktiengesellschaften – viele davon aus den USA – zu sein. Die Menschen in diesen

Ländern werden Konsumgüter brauchen; sie werden ihre Industrie und die damit verbundene Infrastruktur modernisieren müssen, ebenso die Energieversorgung, die Kommunikationsnetze, die Finanzdienstleistungen und vieles mehr.

- Viertens wächst die US-Wirtschaft wieder. Auch Japan scheint nach über einem Jahrzehnt in der Rezession endlich die Kurve zu kriegen. Beides sind positive Signale.
- Schließlich gehe ich davon aus, dass von nun an die Nachfrage nach Aktien nachhaltig steigen wird. Steuern auf Kursgewinne und Dividendeneinkommen sind die günstigsten, die ich bislang erlebt habe. Zudem glaube ich, dass sich langfristig aufgrund der steigenden Lebenserwartung immer mehr Menschen generationsbewusst zu Aktien bekennen, weil frischgebackene Rentner heute noch viel Zeit vor sich haben und statistisch gesehen eine ganze Generation lang oder sogar noch länger ihren Ruhestand genießen können. Aktien bleiben nach meiner Überzeugung dabei erste Wahl für einen langfristigen Vermögensaufbau.

Insgesamt bin ich der Überzeugung, dass der Schlüssel zum erfolgreichen Investieren darin liegt, nicht in die Falle eines einseitigen Optimismus oder Pessimismus zu tappen. Statt dessen sollten wir versuchen, Realisten zu bleiben, die aufgeschlossen gegenüber Chancen sind, diese jedoch sorgfältig gegen die Risiken abwägen.

Selektieren nach dem "Bottom-Up"-Prinzip: Qualitäts-Unternehmen auf der Spur

Ein Realist, der investiert, leugnet die Risiken nicht - er managt sie. Wenn wir unser Geld einsetzen, definieren wir Risiko recht altmodisch: Es ist die

Wahrscheinlichkeit eines anhaltenden Kapitalverlustes, der nach unserer Erfahrung daraus resultiert, dass sich die Ertragskraft eines Unternehmens verschlechtert oder dass dessen Aktien einfach zu teuer bezahlt worden waren. Eines der effektivsten Werkzeuge, das wir für unser Risikomanagement besitzen ist unser Fundamentalresearch bzw. "Bottom-up"-Research.

Indem wir die uns eigenen, strengen Maßstäbe der Sorgfalt anlegen und das Management eines Unternehmens auf Herz und Nieren prüfen, bevor wir dessen Aktien kaufen, sollten wir im Prinzip bereits einige der denkbaren Probleme ausgeschlossen haben. Unternehmen könnten sich zum Beispiel auf kostenträchtige Akquisitionen einlassen oder in großem Umfang Optionen ausgeben, die den Shareholder Value zunichte machen. Um das Risiko künftiger Überraschungen aus solch nachteiligen Kapitalentscheidungen zu reduzieren, achten wir bei unseren Investitionen auf Geschäftsführungen, die in der Vergangenheit nachweislich so gehandelt haben, als übten sie ihre Verantwortung in der gleichen Weise aus wie Inhaber von Unternehmen. Das heißt, wir setzen auf Führungspersönlichkeiten, die Aktieninhaber als Unternehmenspartner betrachten. Das Unternehmen AutoZone zum Beispiel kaufte insgesamt 40 % der Unternehmensaktien während der vergangenen fünf Jahre zurück und sendete damit ein deutliches Signal aus, dass es der Geschäftsführung ernst damit ist, den Shareholder Value zu maximieren. Dies und das schlüssige Geschäftskonzept überzeugten uns davon, Aktien dieses Unternehmens zu kaufen.

Wir versuchen außerdem zu ergründen, was ein Unternehmen erfolgreicher macht als seine Mitbewerber, und wir fragen weiter, ob diese Wettbewerbsvorteile von Dauer sind. Das Wesen der Marke American Express ist eines der "einnehmendsten" von allen Unternehmen die wir kennen. Mit mehr als 62 Millionen aktiven Karten verdient American Express an Handel und Kunden

bzw. Karteninhabern mehr Geld, als Visa oder MasterCard mit ihren Markenrechten. Eine starke Marke aufzubauen und zu pflegen erfordert aber auch regelmäßige Investitionen. Deshalb war es für uns ausschlaggebend, dass American Express über die vergangenen zehn Jahre hinweg mehr als 15 Milliarden Dollar in die Werbung und in Membership Rewards-Programme steckte, um das Image des Unternehmens und die Kundenbindung zu stärken.

Schließlich zerbrechen wir uns den Kopf, wie ein Portfolio gegen das Risiko eines nicht vorhersehbaren Ereignisses geschützt werden kann. Diese Art von Risiko ist nicht greifbar und deshalb zweifellos am schwierigsten abzufedern. Zum Beispiel ist es kaum vorstellbar, dass irgendjemand die Anschläge vom 11. September oder die Liquiditätskrise des Hedgefonds von Long-Term Capital Management hätte voraussagen können. Nach unserer Überzeugung ist das beste Rezept gegen unvorhersehbare Ereignisse, nur in solche Unternehmen zu investieren, die kerngesunde Bilanzen haben. Mit ungefähr 80 Milliarden US-Dollar an Eigenkapital und Rücklagen und einem erwirtschafteten Gewinn von mehr als 17 Milliarden US-Dollar jährlich vor Steuern steht die Bilanz des Versicherungskonzerns American International Group (AIG) fest wie eine Burg. Diese im übrigen mit dem AAA-Rating ausgezeichnete Bilanz von AIG gibt dem Unternehmen Standfestigkeit und reduziert unser Risiko des dauerhaften Kapitalverlustes im Falle eines unvorhergesehenen Ereignisses.

Wie alle Investoren machen auch wir gelegentlich Fehler. Dann aber stehen wir ehrlich dazu, denn nur so sind wir in der Lage, daraus zu lernen und noch besser zu werden. Dennoch sind wir der Überzeugung, dass wir die Häufigkeit und die Auswirkungen solcher Fehler eingrenzen können, wenn wir uns von vornherein auf Qualitäts-Unternehmen konzentrieren. Damit meinen wir gut geführte Unternehmen mit

einem disziplinierten Management, nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen und gesunden Bilanzen.

Aktien nach der gleichen Methode wie Unternehmen bewerten

Eine weitere Methode, mit Risiken umzugehen, besteht darin, Aktien diszipliniert und konsequent wie Unternehmen zu bewerten und Aktien nicht bloß als spekulative Objekte oder als Vehikel anzusehen, die die Börse am Laufen halten. Hat man eine klare Methode zur Bestimmung, ob ein gutes Unternehmen bei einem bestimmten Preis ein gutes *Investment* darstellt, so nimmt dies viel von der Aufregung bei der Titelauswahl. Die Wall Street hat alle möglichen Maßstäbe entwickelt, um den Wert eines Unternehmens zu beziffern. Aus unserer Überzeugung heraus kann ich nur sagen, dass die Bewertung einer Publikumsgesellschaft mit der gleichen Selbstverständlichkeit betrieben werden sollte wie die Bewertung eines Wirtschaftsunternehmens des privaten Sektors, dem kein Börsenkurs zugrunde liegt. Mit anderen Worten: Wir müssen entscheiden, wieviel ein vernünftig denkender Mensch bereit wäre, für das gesamte Unternehmen zu bezahlen, und zwar auf der Basis dessen künftig zu erwartenden Cash Flows und des Kapitaleinsatzes, der notwendig ist, um die Stärke des Unternehmens zu erhalten. Unser Maßstab, dies zu ermitteln, nennt sich "Owner Earnings Yield" – am ehesten zu übersetzen mit "Inhaber-Ertragswert".

Der Inhaber-Ertragswert wird errechnet, indem man den tatsächlichen wirtschaftlichen Ertrag eines Unternehmens, und zwar nach Investitionen und Optionskosten, durch den Unternehmenswert der Firma dividiert. Den Unternehmenswert definieren wir in diesem Zusammenhang als den Marktwert der Aktien plus Nettoverschuldung und Verbindlichkeiten ohne belastende Auswirkungen auf die Bilanzstruktur. Dieser Ertrag steht für den Rückfluss im ersten

Jahr, den wir hypothetisch auf unsere Investition in ein Unternehmen verzeichnen, wenn wir alleiniger Eigentümer wären und die noch ausstehenden Verbindlichkeiten übernehmen (oder tilgen). Der Inhaber-Ertragswert ist insofern ein ganz nützlicher Maßstab, um einen Wert abzuschätzen, der den Vergleich mit den risikofreien US-Schatzbriefen oder Ergebnissen (Renditen) anderer Geschäfte erlaubt.

Zur Verdeutlichung: Kaufte man ein attraktives Unternehmen mit einem Inhaber-Ertragswert von zurzeit 8 %, wenn gleichzeitig Schatzbriefe mit zehnjähriger Bindung zu 4 % oder 5 % verzinst würden, so wäre dies ein reizvoller Ausgangspunkt. (Einer der Gründe, warum unser Unternehmen ein solch leidenschaftliches Interesse an Finanzdienstleistungs-Unternehmen entwickelt hat, ist, dass Inhaber-Ertragswerte auf diesem Sektor historisch betrachtet deutlich über den Sätzen des übrigen Marktes und ebenso über denen von risikofreien Anlagen liegen.) Anschließend versuchen wir realistische Annahmen zu machen, ob die Erträge des Unternehmens über die Zeit hinweg eher steigen oder möglicherweise sinken werden, wobei dann die 8 % Rendite in unserem Fall nicht befriedigend wären. Dieser disziplinierte Ansatz, bei dem wir die Bewertung von Aktien als Bestandteil unseres Geschäfts ansehen, hilft uns, solche glänzenden Bewertungen von Aktien zu vermeiden, die nur bei Bestätigung höchst optimistischer Erwartungen zu rechtfertigen wären. Diese Vorgehensweise führt uns letztendlich zu den Marktbereichen, wo man mit Recht hoffen darf, auf Werte mit Substanz zu stoßen.

Kreise der Kompetenz und der Diversifikation

Ein anderer Weg des Risikomanagements besteht darin, die Kreise der eigenen Kompetenz abzustechen. Ich bin überzeugt, dass die Anleger dauerhaft

bessere Portfolio-Entscheidungen treffen würden, wenn sie sich nur mit Branchen und Marktbereichen beschäftigten, von denen sie überdurchschnittlich viel verstehen. Aus diesem Grund beschäftigen wir bei Davis in unserer eigenen Research-Abteilung ein Team von Individualisten, die umfassendes industrielles und technologisches Expertenwissen in unseren Research-Prozess einbringen. In unserem Haus arbeiten "vertikale" Analysten, die sich auf bestimmte industrielle Sektoren spezialisiert haben, zum Beispiel auf die Energiewirtschaft, den Maschinenbau, Konsumgüterhersteller, High tech-Unternehmen oder Finanzdienstleister. Und wir beschäftigen "horizontale" Analysten, die eine ganz spezielle Expertise einbringen, zum Beispiel investigative Recherchen und vergleichende Analysen quer über alle Branchen. Unser Ziel ist es, einen breiten Markt abzudecken und streng auf die Kompetenzvielfalt unserer Analysten zu achten. Daher haben wir unterschiedliche Spezialisten unter einem Dach zusammengeführt.

Viele Anleger täten überdies gut daran, ihre Aktienpositionen zu diversifizieren. In unseren Portfolios diversifizieren wir auf unterschiedliche Weise. Zunächst und vor allem suchen wir eine Reihe von Unternehmen aus, die sich unterscheiden hinsichtlich der Quelle ihrer Ertragskraft, ihrer Geschäftsmodelle, der geographischen Märkte und ihrer Abhängigkeit von makroökonomischen Faktoren. Einige unserer Aktienpositionen stammen von Unternehmen, die unterschiedlichen Branchen angehören. Andere fallen zwar in denselben Bereich, weisen aber beträchtliche individuelle Unterschiede auf. Unsere Positionen auf dem Gebiet der Finanzdienstleister sind ein gutes Beispiel hierfür. Ein Autoversicherer wie beispielsweise Progressive Corp. hat andere Produkte, Vertriebswege und Regularien als regionale Banken wie Fifth Third Bancorp oder Wells Fargo. Auch makroökonomische Faktoren, wie beispielsweise Zinserhöhungen, wirken sich auf diese Finanzdienstleister unterschiedlich aus.

Ebenso hat zum Beispiel Golden West Financial - ein anpassungsfähiger Baufinanzierer - wenig gemein mit der Ratingagentur Moody's. In der Konsequenz sehen wir in diesen Positionen eine gute wechselseitige Diversifikation, obgleich rein technisch gesehen beide Unternehmen in dieselbe Branche fallen. Der wichtigste Faktor bei der Diversifikation eines Investments besteht darin, darauf zu achten, dass sich nicht eine größere Zahl von Aktien im Portfolio befindet, deren Unternehmen sich sehr ähnlich sind.

Setzen Sie auf langfristige Themen

Der entscheidende Punkt unseres Investment-Ansatzes ist: Wir wollen qualitativ hochwertige Unternehmen identifizieren, deren Aktien günstig bewertet sind. Idealerweise wünschen wir uns Unternehmen, in die wir langfristig unser Geld investieren können. Ein Weg, die Kraft eines langfristigen Investments zu nutzen, besteht darin, nach Unternehmen zu suchen, deren Zukunftsaussichten von dauerhaften Themen beeinflusst werden. Diese Themen können sehr unterschiedlich sein und sowohl positive als auch negative Implikationen für unterschiedliche Branchen haben. Oder sie sind so spezifisch, dass sie nur auf eine kleine Zahl von Unternehmen Auswirkungen haben. Das Altern der Baby-Boomer-Generation ist vielleicht jenes Thema, das in unserem Portfolio derzeit die wichtigste Rolle spielt. Diese Generation befindet sich auf dem Höhepunkt ihrer Spar- und Investmentmöglichkeiten. Daher glauben wir, dass dies die Nachfrage nach verschiedenen Formen von Finanzprodukten anheizen könnte. Gleichzeitig lässt eine zunehmend älter werdende Bevölkerung eine steigende Nachfrage nach medizinischer Betreuung und Medikamenten erwarten.

Während also die demographische Entwicklung der Bevölkerung für einige Unternehmen günstige

Perspektiven verheißt, stellt sie für andere Firmen Risiken dar. Und zwar vorrangig für Betriebe mit unterfinanzierten Pensionsrückstellungen. Unter Beachtung dieses Zusammenhangs und nach einem gründlichen Bottom-up-Research haben wir in die Aktien einiger Finanzdienstleister und Unternehmen der Gesundheitsvorsorge investiert. Hingegen sind wir zurückhaltend gegenüber der US-Automobil- und Telekommunikationsbranche. Denn diese werden die finanziellen Lasten der steigenden Zahl von Ruheständlern zu tragen haben.

Die hohen Energiepreise sind ein anderes wichtiges Thema für unser Portfolio. Der Ölverbrauch expandiert in erster Linie in Asien, was zu einer deutlich steigenden Nachfrage mit entsprechend hohen Ölpreisen führt. Obgleich China das Land mit dem zweitgrößten Ölbedarf der Welt ist, liegt der Pro-Kopf-Verbrauch nur bei etwa 10 Prozent des US-amerikanischen Niveaus. Wenn der Energiehunger in China weiter wächst und auf der Angebotsseite Probleme bestehen, diese Nachfrage zu befriedigen, werden die Ölpreise anhaltend steigen, und wir könnten Zeuge eines Bullen-Marktes im Bereich von Energieaktien werden. Dieses makroökonomische Thema erklärt unser Interesse an Aktien von Unternehmen wie Occidental Petroleum, Devon Energy und ConocoPhillips. Auf der anderen Seite müssen wir uns aber der Tatsache bewusst sein, dass höhere Ölpreise für andere Branchen mit steigenden Kosten verbunden sind - zum Beispiel für die Chemie- und Kunststoff-Industrie.

Schließlich möchten wir Ihnen noch ein Beispiel für ein sehr spezifisches Thema in unserem Portfolio vorstellen: Im Mittelpunkt steht der Wachstumsmarkt weltweiter Logistikdienstleistungen. Während der US-Markt für Unternehmen wie United Parcel Service (UPS), FedEx und DHL weitgehend ausgeschöpft ist, scheinen viele Märkte außerhalb der Vereinigten

Staaten noch nicht gesättigt zu sein. Dort bestehen mithin noch starke Wachstumschancen. UPS, dessen Aktien wir schon seit langem im Depot haben, verzeichnete in den vergangenen fünf Jahren einen Zuwachs beim Frachtvolumen in Europa von 21 Prozent p.a.. Die kürzlich erfolgte Erweiterung der Europäischen Union birgt neue Wachstumschancen. Auch in Asien legt das Unternehmen kräftig zu. Dank mehr als zwei Dutzend Allianzen mit regionalen Logistikunternehmen bedient UPS derzeit über 40 Staaten im asiatisch-pazifischen Raum. Allein in China ist das Frachtvolumen im vergangenen Jahr um 129 Prozent in die Höhe geschneit. Diese Unternehmen profitieren zudem vom Wachstum des Online-Handels, seit die im Internet bestellte Ware direkt an den Käufer und nicht mehr palettenweise an den Einzelhandel geliefert wird.

Selbstverständlich ist kein Aktien-Investment frei von Risiken. Daher kombinieren wir unser Bottom-up-Risiko-Management mit dem thematischen Rahmen einer Top-down-Analyse, um auf diese Weise Gelegenheiten mit langfristigem Potenzial zu erkennen.

Aktien für eine langfristige Anlage

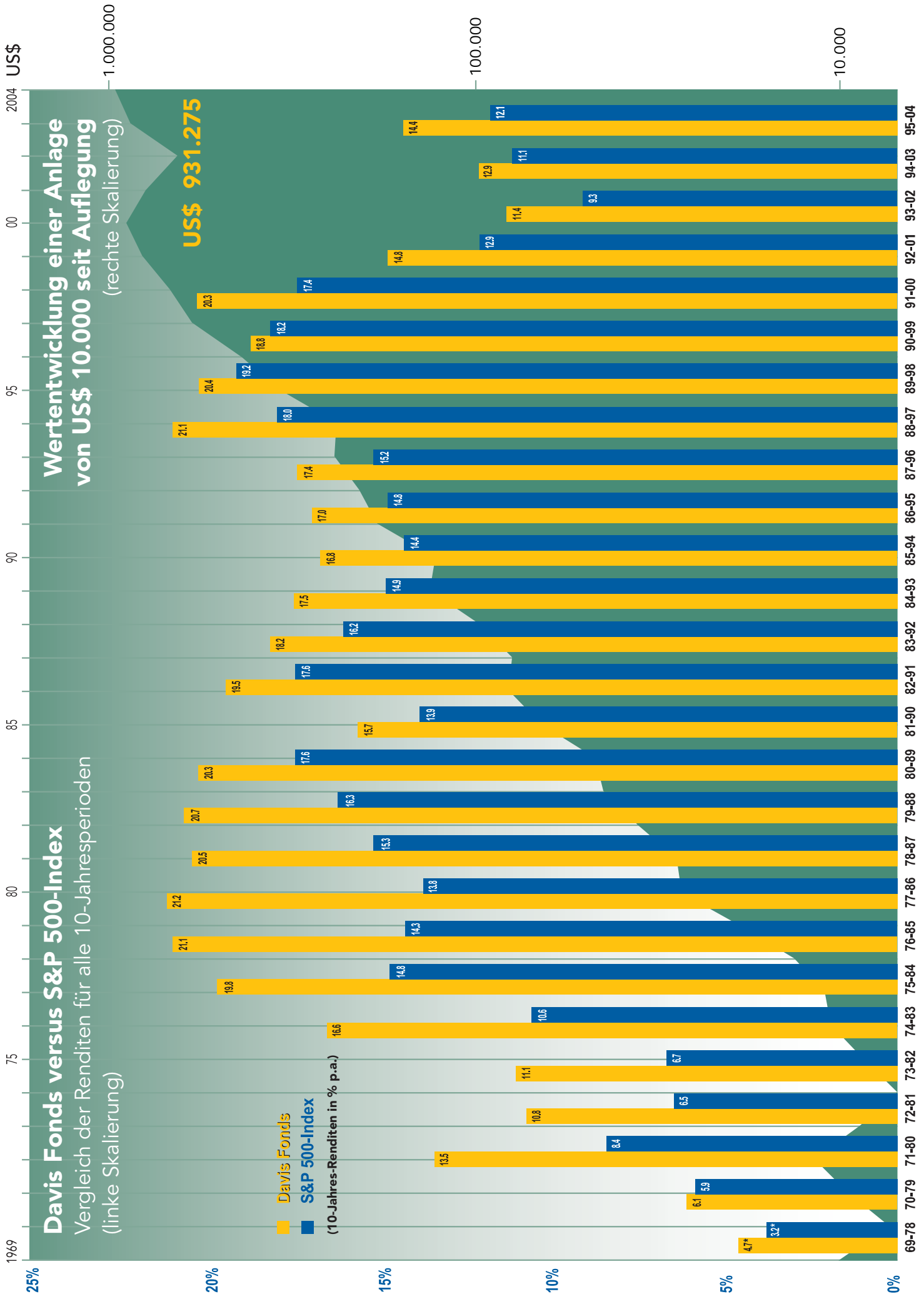
Wie ich eingangs bereits erwähnte, ist die Auswahl von Aktien eine Sache für Realisten. Das bedeutet, der Anleger sollte niemals Entscheidungen aufgrund vorgefasster optimistischer oder pessimistischer Meinungen treffen. Aber selbst ein Realist wird anerkennen, dass zahlreiche Unternehmen das Potenzial haben, um auf den gewaltigen globalen Märkten über eine Reihe von Dekaden steigende Gewinne zu erwirtschaften. Das war der Fall, als ich in den frühen 1960er Jahren meine Karriere als Investor begann. Auch mein Vater startete seine Karriere in den 1940er Jahren unter ähnlichen Rahmenbedingungen. Daher sehe ich in Aktien eine dauerhafte Anlageklasse und einen exzellenten Weg, um die Kraft der

langfristigen Vermehrung des Vermögens zu nutzen. Wenn wir Aktien finden, die pro Jahr im Schnitt 7 % Gewinn einbringen - dies ist mehr oder weniger der historische Durchschnitt des Gewinn-Wachstums US-amerikanischer Unternehmen -, dann wird sich unser Geld alle zehn Jahre etwa verdoppeln - entsprechend der "72-er Regel" (um abzuschätzen, wie viele Jahre es braucht, bis sich Ihr Vermögen etwa verdoppelt, dividieren Sie einfach 72 durch die jährliche Zuwachsrate). Über die kommenden 30 Jahre gerechnet, bedeutet ein Zuwachs von 7 % pro Jahr in etwa eine dreifache Verdoppelung oder eine Verachtfachung des ursprünglichen Investments. Wenn also der Dow Jones-Index heute bei 10.000 Punkten steht, könnte er noch zu unseren Lebzeiten auf 80.000 Zähler klettern. Ich bin sehr viel stärker an diesen längerfristigen Möglichkeiten interessiert als an einer Vorhersage, wann der Markt die nächste 1000-Punkte-Hürde überspringt.

Wenn wir den Markt aus einer realistischen Perspektive betrachten, können wir uns darauf konzentrieren, umfassend nach den besten Gelegenheiten für eine langfristige Vermögensvermehrung zu suchen, während wir gleichzeitig über Maßnahmen zum Risikomanagement sprechen.

Schließlich möchte ich Ihnen für Ihre fortwährende Unterstützung danken. Wir arbeiten hart daran, für unsere Kunden Vermögen aufzubauen und zu erhalten. Und gemeinsam mit unseren Kunden schauen wir nach vorn, um unsere lange Reise als Investoren fortzusetzen.

Bei allen Renditeberechnungen sind etwaige Ausschüttungen wieder angelegt und evtl. angefallene Rücknahmegebühren nicht berücksichtigt. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Die Anlage unterliegt Schwankungen. Bei Rückgabe kann der Preis für die Fondsanteile auch unter dem Wert der ursprünglichen Anlage liegen. Ausführliche Informationen enthalten der Verkaufsprospekt sowie der Jahres- und Halbjahresbericht, die Sie kostenlos bei den Zahl- und Vertriebsstellen erhalten.



* Renditeberechnung von Auflegung des Fonds am 17. Februar 1969 bis 31. Dezember 1978.
Alle Berechnungen ohne Berücksichtigung von Emissionskosten. Der genannte Davis Fonds ist ein Parallelfonds des Davis Value Fund.