



# LOUIS RUKEYSER'S MUTUAL FUNDS

## THE RUKEYSER INTERVIEW

# Die großen Schuhe passen

Interview mit Christopher Davis von Davis Advisors - Von Mark Salzinger, leitender Redakteur

**W**ährend der Genesungsprozess von Louis Rukeyser weiter voranschreitet, hatte ich jetzt die Ehre, mit Christopher Davis zu plaudern. Er gehört zur dritten Generation einer der angesehensten Investoren-Familien in der US-Geschichte. Sein verstorbener Großvater baute ein 850 Millionen-Dollar-Vermögen auf, indem er in Versicherungsaktien investierte. Chris' Vater – Shelby Davis – gründete 1969 die Gesellschaft Davis Advisors und erzielte als Manager des Davis New York Venture Fund außergewöhnliche Ergebnisse. (Ein in Deutschland zum Vertrieb registrierter Parallelfonds wird von Noramco unter dem Namen Davis Value Fund angeboten, d. Red.). Chris trat 1989 in das Familienunternehmen ein und übernahm fünf Jahre später Managementverantwortung für den breit diversifizierten Aktienfonds. Davis Advisors verwaltet derzeit ein Anlagevermögen von über 50 Milliarden US-Dollar, wobei die Mitarbeiter der Fondsgesellschaft – darunter auch Chris Davis – nach wie vor die größten Investoren in ihren Fonds sind. Die Performance des Davis New York Venture Fund ist nach wie vor stark.

Chris folgt einem langfristig ausgerichteten und wertorientierten Ansatz und investiert in Aktiengesellschaften von hoher Qualität, die sich durch eine attraktive Branchendynamik oder interessante Themen auszeichnen. Eine Investmentmethode, die sich auch künftig bewähren wird.

### Chris, welche Rolle spielen Themen in der von Ihnen und Ihrem Co-Manager, Ken Feinberg, angewandten Investmentmethode?

Wir schauen uns um in der Welt der Investment-Gelegenheiten und versuchen ein Gerüst mit Investment-Themen aufzubauen. Dabei bevorzugen wir Sektoren, die von einem außergewöhnlichen oder längerfristigen zyklischen Rückenwind profitieren. Jede einzelne unserer Investment-Entscheidungen muss sich jedoch bewähren. Denn sogar korrekt vorausgesagte Investment-Themen können in die Irre führen und letztlich eventuell keine wirklichen Investment-Chancen darstellen.

### Wie unterscheiden Sie zwischen Themen, die Investment-Chancen bergen, und solchen, die uninteressant sind?

Wir konzentrieren uns auf die Fundamente des Geschäfts und lassen uns nicht von dem Hype beeindrucken, der in irgendeiner Branche gerade entsteht. Nehmen wir ein Beispiel aus der Geschichte: Angenommen, Sie hätten schon zu jener Zeit gelebt, als die Gebrüder Wright ihren ersten erfolgreichen Flug absolvierten. Nehmen wir ferner an, Sie hätten das jährliche Wachstum an geflogenen

Meilen seit den Zeiten von Kitty Hawk präzise vorausgesagt. Dann hätten Sie sich ausrechnen können, dass ein Investment in Airlines profitabel sein müsste. Doch während der gesamten Zeitspanne von Orville und Wilbur bis heute liegen die von den Unternehmen der Luftfahrt-Branche erzielten Gewinne bei Null. Das direkte Investment muss nicht immer der profitabelste Weg sein. Hin und wieder müssen Sie hinter die vordergründigen Auswirkungen einer Entwicklung schauen und die Implikationen berücksichtigen, die man erst auf den zweiten oder dritten Blick erkennt.

### Was bedeutet für Sie der Begriff "Value", wenn es darum geht, zu investieren?

"Value" ist ein Konzept, das jeder versteht, der ein Unternehmen kaufen möchte. Kein Geschäft ist mehr oder weniger wert als die Menge an Cash, die es von jetzt bis zum Jüngsten Tag erwirtschaftet – diskontiert auf den heutigen Unternehmenswert. Wir betrachten die Unternehmen unter optimistischen und pessimistischen Annahmen. Wenn Sie den Cashflow mal optimistisch und mal pessimistisch auf den heutigen Wert diskontieren, erhalten Sie eine Bandbreite mit fairen Werten.



Chris Davis: "Der gesamte Investmentprozess reduziert sich auf zwei Kernfragen: An welchem Unternehmen wollen Sie beteiligt sein? Und wieviel sind Sie bereit, dafür zu zahlen?"

Liegt der Preis über dieser Bandbreite, ist er überbewertet. Liegt er darunter, ist er entsprechend unterbewertet.

### Welche anderen Faktoren spielen neben dem Value-Ansatz in Ihrer Investment-Philosophie eine Rolle?

Wachstum ist eine Komponente von "Value". Wenn man erkennt, dass man beim Kauf einer Aktie Eigentum an einem Unternehmen erwirbt kann man den Investmentprozess auf zwei Kernfragen reduzieren: An welchem Unternehmen wollen Sie beteiligt sein? Und wie viel sind Sie bereit, dafür zu zahlen? Die Antwort auf die erste Frage ist die gleiche wie beim Kauf eines privaten Unternehmens – sei es eine chemische Reinigung in der Nachbarschaft oder ein multinationaler Konzern. Sie suchen sich Geschäftsbereiche aus, die gute Erträge auf Ihr eingesetztes Kapital erwirtschaften. Da hohe Erträge die Konkurrenz anziehen fragen Sie sich, warum diese Erträge nachhaltig sein sollen. Also nehmen Sie die Wettbewerbsdynamik des Geschäfts unter die Lupe. Sie schauen auch danach, ob das Unternehmen über Marken oder Patente verfügt, ob die Produktionskosten niedrig sind und ob es sich um einen Marktführer handelt. Dann schauen

Sie sich die Menschen an, die das Unternehmen leiten. Wir investieren viel Zeit, um die erfolgsbestimmenden Charakteristika von Unternehmen zu untersuchen: die Erträge, die Wettbewerbsfähigkeit, das Wettbewerbs-Umfeld sowie die Menschen, die das Unternehmen vorantreiben.

### **Würden Sie sich als "Kontra-Investor" bezeichnen?**

Gelegenheiten – der Begriff sagt es schon – entstehen nur dann, wenn sie von vielen Menschen nicht erkannt werden. Gibt es ein Übereinkommen hinsichtlich des Wertes eines Unternehmens, ist es schon nicht mehr unterbewertet. Wir schauen uns Unternehmen an, denen die Masse der Investoren mit Gleichgültigkeit begegnet, oder zu denen kontroverse Meinungen bestehen.

### **Sie haben in der Vergangenheit viel im breiten Spektrum der Aktien von Finanzdienstleistern investiert. Warum?**

Die besten Gelegenheiten stellen Wachstumsaktien dar, die als solche nicht wahrgenommen werden. Wenn Sie auf ein wachsendes Unternehmen mit einem fantastischen Management und Wettbewerbsvorteilen stoßen, dessen Aktien zu einem günstigen Preis verkauft werden, dann ist dies das Beste was Ihnen passieren kann. Solche Glücksfälle fanden wir in der Vergangenheit vielfach im Finanzdienstleistungssektor. Finanzaktien werden oft als Papiere einer homogenen Branche wahrgenommen. Tatsächlich aber gibt es erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Titeln. Diese Branche wird nicht gerade als glamourös empfunden, aber jeder von uns ist dort Kunde. Es ist eine riesengroße Branche, die niemals überflüssig wird. Und die Aktien der betreffenden Unternehmen werden in der Regel zu günstigen Preisen verkauft.

### **Fürchten Sie nicht, dass die starke Gewichtung von Finanzwerten Ihren Fonds anfällig macht für Änderungen beim Zinsniveau?**

Kurzfristig betrachtet tendieren Finanzaktien dazu, auf Zinsänderungen zu reagieren, was aus psychologischen Gründen manche davon abhält, in diese Papiere zu investieren. Die tatsächlichen wirtschaftlichen Auswirkungen der Zinsen auf Finanzaktien stellen sich von Unternehmen zu Unternehmen unterschiedlich

dar. Der Sachversicherer Progressive etwa verdient bei höheren Zinsen mehr Geld, sofern die anderen Rahmenbedingungen gleich bleiben. Grund: Das Unternehmen kann die Versicherungsbeiträge seiner Kunden besser verzinst anlegen. Auch einige Regionalbanken würden bei einem höheren Zinsniveau mehr verdienen, denn sie verfügen über hohe Einlagenvolumen mit sehr geringen Kosten. Nach dem letzten Zinsschock im Jahr 1998 waren sowohl die Aktien mit der besten als auch jene mit der schlechtesten Performance in unserem Portfolio Werte aus der Finanzbranche. Zeitweilig können diese Aktien in der psychologischen Wahrnehmung allerdings wieder zusammenrücken. Darauf sollten die Anleger vorbereitet sein.

### **In welchen Bereichen sind aus Ihrer Sicht derzeit besonders attraktive Kandidaten auszumachen?**

Seit ca. einem Jahr stellen die Aktien von so genannten Global Leaders, also weltweiten Marktführern, häufig gute Gelegenheiten dar. Diese Aktien werden derzeit zu Bewertungen verkauft, die so niedrig sind wie seit 20 oder 25 Jahren nicht mehr. Der Markt differenziert nicht genug zwischen Unternehmen von hoher und geringer Qualität. Verglichen mit "Ramsch", wird Qualität preiswert verkauft. Wir mögen weltweit tätige Unternehmen mit starken Bilanzen und guten Dividenden. Wenn solche Unternehmen mit einem Abschlag gegenüber der durchschnittlichen Marktbewertung zu haben sind weil niemand Interesse zeigt, dann schauen wir uns diese Aktien sehr genau an.

### **Wie ist Ihr diversifizierter Large-Cap-Fonds strukturiert, und welche Aktien favorisieren Sie aktuell?**

Die Aktien von globalen Marktführern sind mit etwa 50 Prozent in unserem Fonds vertreten. Das sind Unternehmen, die jeder kennt. Etwa 30 bis 40 Prozent des Fondsvermögens haben wir in die Papiere von Gesellschaften investiert, die aus dem einen oder anderen Grund derzeit nicht im Rampenlicht stehen. Entweder handelt es sich dabei um kleinere oder um langweilige Unternehmen. Die Namen dieser Aktiengesellschaften sind nicht jedem geläufig. Die restlichen 10 bis 20 Prozent investieren wir in Unternehmen,

die kontrovers diskutiert werden. Manche der Aktiengesellschaften in der ersten Reihe starteten in der dritten Kategorie. In den Top-Positionen unseres Fonds sind Unternehmen aus allen drei genannten Kategorien zu finden. American Express und der Versicherer AIG gehören zu den Global-Leaders. Progressive, HSBC, Costco und Berkshire Hathaway sind Unternehmen, die nicht jeder kennt. Altria und Tyco schließlich gehören zu den kontrovers diskutierten Unternehmen.

### **Wann ziehen Sie in Erwägung, sich von einer Position in Ihrem Fonds zu trennen?**

Für uns zählt der Gewinn nach Steuern. Deshalb verwalten wir unser Portfolio ziemlich konzentriert und mit ziemlich geringen Umschichtungen. Wir verkaufen normalerweise erst dann, wenn sich das Geschäft des betreffenden Unternehmens substanziell ändert und sich dies in den Aktienkursen noch nicht bemerkbar gemacht hat, oder wenn die Aktie nach unseren Berechnungen überbewertet erscheint. Umschichtungen haben ihren Preis: Sie kosten Provisionen, Liquidität und Steuern. Wir tun unser Bestes, um diese Kosten zu minimieren.

### **Chris, eine Frage zum Schluss: Welchen Rat geben Sie Fondsinvestoren für die nächsten zwölf Monate?**

Erstens sollten Investoren alles ihnen Mögliche tun, um den großen Unterschied zwischen Risiko und scheinbarem Risiko zu verstehen und entsprechend zu handeln. Um Marktschwankungen auszunutzen, können Anleger in regelmäßigen Abständen eine bestimmte Summe in den Fonds investieren und sich somit den Cost-average-Effekt sichern (je nach Lage an der Börse erhält der Anleger mal mehr, mal weniger Fondsanteile und sichert sich damit im Schnitt durchschnittliche Einstiegspreise, d. Red.) oder noch besser, investieren wenn die Nachrichten schlecht sind. Zweitens sollten die Investoren der Versuchung widerstehen, Ihr Portfolio umzuschichten von Positionen, die nichts gebracht haben, in Positionen, die in den vergangenen drei Jahren etwas gebracht haben. Das hin und her Springen erweist sich als destruktiver als die Trading-Kosten, die Fonds-Verwaltungskosten und die Markt-Schwankungen.

Prospekte und Rechenschaftsberichte erhältlich bei:

Die Anlage in Aktienfonds unterliegt Schwankungen. Bei Rückgabe kann der Preis für die Fondsanteile auch unter dem Wert der ursprünglichen Anlage liegen. Ausführliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt, dem Sie alle Geschäftsbedingungen entnehmen können. Die erwähnten Einzelaktien stellen keine Kaufempfehlung dar.