

In diesem Jahr feiert Davis Advisors den 40. Jahrestag als unabhängige Vermögensverwalter. Obwohl sich in den letzten vier Jahrzehnten viel ereignet und verändert hat, bilden gewisse Grundsätze eine Konstante in unserem Unternehmen. Aufgabe und der Zweck von Davis Advisors ist der Dienst an unseren Anteilhabern, den wir mit einem hohen Anspruch versehen. Der enormen Verantwortung bewusst, welche die Verwaltung fremden Kapitals mit sich bringt, handeln wir nach festen Grundsätzen:

- **Investment-Disziplin:** Davis Advisors führt eine rigorose Analyse der Fundamentaldaten durch, um solide langfristige Anlageergebnisse für die Anteilhaber zu erzielen.
- **Erkenntnisse und Ansichten über das Anlegerverhalten weitergeben:** Unser Ziel ist es, ein besonnenes Anlegerverhalten zu fördern, da wir der festen Überzeugung sind, dass dieses die von den Anteilhabern letztlich erzielten Ergebnisse positiv beeinflussen kann.
- **Offene und ehrliche Kommunikation:** Wir streben eine Kommunikation mit unseren Anteilhabern an, wie wir sie uns umgekehrt auch wünschen würden.

Als Zeichen unseres Engagements für all diejenigen, die uns ihr Kapital anvertraut haben, haben die Davis-Familie sowie unsere Mitarbeiter und Direktoren insgesamt fast 1,5 Mrd. US-Dollar ihres eigenen Vermögens gemeinsam mit den anderen Anteilhabern in die verschiedenen von uns verwalteten Anlagefonds investiert.

Marktaussichten

Das Jahr 2008 hat sich für die Aktien- und Kreditmärkte als besonders turbulent erwiesen. Viele Menschen durchleben derzeit wohl eine der schwierigsten Phasen ihres Lebens. Zu den dramatischsten Ereignissen des Jahres gehörten die Zusammenbrüche bzw. die teilweise oder vollständige Übernahme durch die US-Regierung von so namhaften Finanzinstituten wie Bear Stearns, Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddie Mac und AIG. Die Verluste bei Wohnimmobilien lagen im Jahresvergleich im zweistelligen Prozentbereich, die USA glitten in eine Rezession, und wir wurden Zeugen eines der stärksten Kursrutsche in der Geschichte der Börsen.

Die momentane Krise verlief nach einem vierstufigen Muster, das in etwa dem Verlauf der meisten Finanzblasen entspricht. In der ersten Stufe generiert eine Anlageklasse (in diesem Fall Wohnimmobilien) über einen längeren Zeitraum übermäßige Renditen. In der zweiten Stufe sorgen die anhaltend überdurchschnittlichen Renditen für die Investition von weiterem Kapital, was zu einer Art Rückkopplung führt, durch welche die Renditen zeitweilig noch weiter in die Höhe getrieben werden. In der dritten Stufe steigt die Verschuldung bei gleichzeitiger Lockerung der Qualitäts- und Bonitätsansprüche. Allgemein gilt, dass eine höhere Fremdfinanzierung und geringere Qualitätsansprüche eine extrem ungünstige Kombination sind. Das Zusammentreffen dieser beiden Faktoren führte zur vierten und letzten Stufe der Immobilienkrise: dem Platzen der Immobilienblase.

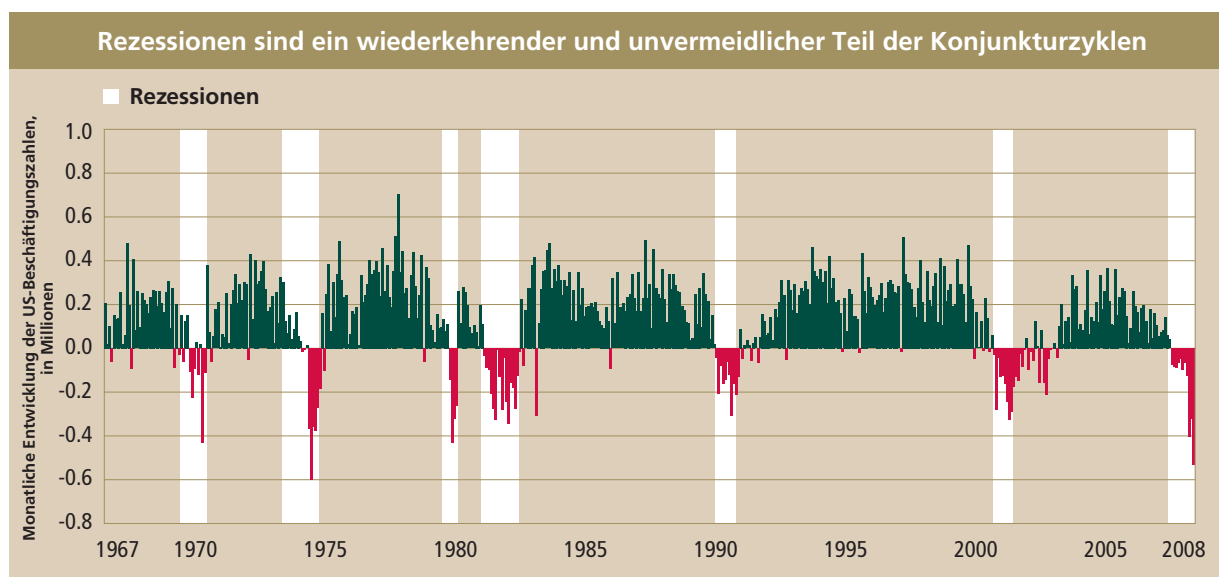
Haussen und Baissen gab es auch in der Vergangenheit. Die Ölpreiskrise in den frühen 1970ern, der Boom bei Übernahmefinanzierungen (LBOs) und Gewerbeimmobilien in den 1980ern sowie die Technologie-, Telekommunikations- und Internetblasen der späten 1990er. Bei allen spielten die gleichen Elemente eine

Rolle: Auf grenzenlose Gier und Neid folgten drastische Korrekturen und ein weithin spürbares Gefühl von Verwirrung und Angst. Trotz gewisser Ähnlichkeiten zu früheren Blasen scheint die heutige Situation jedoch anders zu sein und unterscheidet sich tatsächlich in einer Reihe von wichtigen Aspekten. Zunächst einmal sind US-amerikanische Wohnimmobilien eine riesige Anlageklasse, deren Wert auf insgesamt über 20 Billionen US-Dollar geschätzt wird. Jeder ist direkt oder indirekt betroffen. Daher hat der umgekehrte Vermögenseffekt von sinkenden Immobilienpreisen weit reichende Auswirkungen und führt zu einem scharfen Gegenwind bei den Konsumausgaben. Darunter leiden wiederum Unternehmensgewinne, Vertrauen, Investitionsbudgets und letzten Endes auch die Beschäftigungszahlen, was die privaten Haushalte noch weiter unter Druck setzt. Ein solcher Teufelskreis kann nur langsam durchbrochen werden. Daten des amerikanischen Wirtschaftsforschungsinstituts National Bureau of Economic Research zufolge dauerte eine Rezession in den USA der Nachkriegszeit durchschnittlich 10 bis 11 Monate an, auch wenn einige länger anhielten als andere. (Im Gegensatz dazu hielten Wirtschaftsauf-

schwünge im Schnitt fast fünf Jahre an.) Glücklicherweise enden Rezessionen irgendwann und ein Aufschwung setzt ein.

Ein weiteres besonderes Merkmal der aktuellen Krise ist der weltweite Welleneffekt. Da die Volkswirtschaften und Kapitalmärkte heutzutage enger miteinander verbunden sind als je zuvor, hat die Krise in den USA rund um den Globus zu Wirtschafts- und Marktverzerrungen geführt. Und schließlich hat die unerwartete Geschwindigkeit und Schwere der Verluste in einem Segment des Kreditmarkts (hypothekenbezogene Sicherheiten) das Vertrauen in die Kreditmärkte allgemein untergraben.

Infolgedessen haben wir es nicht nur mit einer Rezession zu tun, sondern auch mit einer Kreditkrise, die es den Unternehmen erschwert, neues Fremdkapital zur Finanzierung ihrer Betriebe zu normalen Zinssätzen aufzunehmen. Dennoch ist es für langfristige Anleger wichtig, derartige Bedingungen als dynamisch anzusehen und nicht als statisch. So schwierig die derzeitigen Umstände auch sein mögen, sollte man sich doch vergegenwärtigen, dass es sich um einen Zyklus handelt, bei dem sich Haus-



Quelle: National Bureau of Economic Research, Auswertung von Zahlen des US-Arbeitsministeriums für Januar 1967 bis November 2008. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

sen und Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs mit Baissen und Rezessionen abwechseln. Wir befinden uns zwar zurzeit in einer Baisse und Rezession, doch wäre es ein Fehler, zu meinen, dass dieser Zustand ewig anhält.¹ Aufgrund unserer Erfahrung sind wir der Überzeugung, dass Wirtschaft und Finanzsystem außerordentlich widerstandsfähig sind, auch wenn es derzeit düster aussieht. Ebenso glauben wir, dass die Kreditkrise schließlich abklingen wird, die Unternehmen sich mit der Zeit an die veränderten Gegebenheiten anpassen werden und die langfristigen Aussichten für Unternehmen – und somit auch für Aktien – günstig bleiben.

Die derzeitige Phase der Verzerrungen ist weder die erste, noch wird sie die letzte sein. In unserer 40-jährigen Firmengeschichte hat Davis Advisors acht Haussen und sieben Rezessionen überstanden, von denen jede ihre eigenen, jeweils unvorstellbaren Aspekte hatte. Die Erfahrung hat uns gelehrt, dass Krisen zwar unvermeidbar und schmerzhaft sind, letztendlich jedoch überwunden werden. Bei keiner der früheren Krisen verlor der Markt seine Fähigkeit, langfristig gestärkt aus der Krise hervorzugehen. Tatsächlich verbrach-

te die US-Wirtschaft in jedem Jahrzehnt des letzten Jahrhunderts einen Großteil der Zeit in einer Phase des Wachstums, und den Märkten gelang es trotz Rückschlägen wie anhaltende Baissen, Kriege, Rezessionen, Ölkrisen, Krisen durch Geiselnahmen, zweistellige Zinssätze, Inflation und Arbeitslosigkeit, politische Skandale, Börsenabstürze, den 11. September usw. zweistellige Renditen zu generieren.

Portfoliopositionierung²

Trotz variierender Marktbedingungen bleiben die wesentlichen Grundsätze der Investment-Disziplin und Vorgehensweise von Davis gleich. Wir beginnen mit der Prämisse, dass Aktien ein Teileigentum an echten Unternehmen darstellen. Unser Ziel ist es, langlebige Unternehmen kostengünstig zu erwerben und lange zu halten. Der Besitz von Aktien gut geführter Unternehmen mit attraktiven Reinvestitionsquoten, die bei angemessenen Bewertungen gekauft und jahrelang gehalten werden, um die kumulativen Kräfte wirken zu lassen, ist unseres Erachtens eine zuverlässige Methode für den langfristigen Kapitalaufbau.



Quelle: Yahoo Finance. Im Diagramm wird der S&P 500® Index vom 1. Januar 1970 bis 31. Dezember 2008 dargestellt.

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

¹ Aktienmärkte sind volatil. Es besteht das Risiko, Geld zu verlieren. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

² Erörtert werden einzelne Titel. Obwohl wir für unsere Bewertungen auf eine angemessene Grundlage zurückgreifen und von unseren Einschätzungen überzeugt sind, können die tatsächlichen Ergebnisse erheblich von den Prognosen abweichen.

Die Rendite eines Titels in einem Portfolio hängt von der Gewichtung und dem Zeitpunkt des Kaufs ab.

Dies ist keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Titels. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Der Besitz von Unternehmensanteilen über Jahre oder sogar Jahrzehnte bedeutet immer, dass einige, vielleicht sogar alle unserer Anlagen im Laufe der Zeit schwierige Zeiten durchmachen werden, unabhängig davon, ob ein Unternehmen, eine Branche oder der Markt betroffen sind. Wir wissen im Voraus, dass wir in Zeiten steigender Zinsen, fallender Zinsen, während Inflationen, Disinflationen, bei einem schwachen Dollar, einem starken Dollar usw. Anteile an Unternehmen besitzen werden. Wenn wir daher den Kauf von Unternehmensanteilen erwägen, muss vorher sorgfältig abgewogen werden, ob das Unternehmen unserer Ansicht nach unvermeidliche Schocks wie die gegenwärtige Finanzkrise überstehen kann, und wie hoch die Wahrscheinlichkeit einer steigenden Ertragskraft (und damit eines steigenden Unternehmenswertes) über mehrere Konjunkturzyklen ist. So versuchen wir Unternehmen für Unternehmen ein beständiges und für alle Situationen gewappnetes Portfolio aufzubauen, das langfristig an Wert gewinnen kann.

Für unser Portfolio werden in erster Linie drei Anlagekategorien berücksichtigt:

- Marktführer mit soliden Bilanzen
- Nicht im „Rampenlicht“ stehende Unternehmen
- Risikobehaftete oder konträre Unternehmen

Marktführer mit soliden Bilanzen

Häufig handelt es sich um globale Unternehmen mit altbekannten Marken, Erträgen aus breit aufgestellten Produktlinien und hoher geographischer Reichweite sowie felsenfesten Bilanzen. Diese machen einen Großteil des Portfolios aus. Sie bilden die Grundlage für Stabilität und bieten durch Anlagewertsteigerung und Dividenden mit hoher Wahr-

scheinlichkeit langfristig aufrechtzuerhaltende Renditen.

Johnson & Johnson (J&J), eine repräsentative Beteiligung in der Anlageklasse Marktführer, zählt mit Einkünften von über 60 Milliarden US-Dollar zu den im Bereich Gesundheitspflege vorherrschenden, weltweit tätigen Unternehmen. Schuldenfrei generiert J&J einen jährlichen Free Cash-Flow in Höhe von über 12 Milliarden US-Dollar und gehört zu den wenigen Industrieunternehmen mit dem Rating AAA. Das Unternehmen sticht förmlich aus seinem Segment heraus. J&J ist nicht nur das weltweit größte Gesundheitsunternehmen, sondern auch die Nr. 1 bei medizinischen Geräten und das fünftgrößte Pharmaunternehmen der Welt – Bereiche des Gesundheitswesens, die von den langfristigen demographischen Entwicklungen profitieren sollten. Obwohl sich der Konzernsitz in den USA befindet, ist Johnson & Johnson ein wahrhaft globales Unternehmen, da nahezu 50 % des Umsatzes international erwirtschaftet werden.

J&J gewinnt aus seiner globalen Geschäftstätigkeit wichtige langfristige Vorteile, unter anderem eine hohe Beständigkeit durch die geographisch diversifizierten Erträge und den Zugang zu Wachstumsmärkten in aufstrebenden Ländern.

Costco Wholesale, ein weiterer repräsentativer Marktführer in unserem Portfolio, betreibt in mehreren Ländern Abholgroßmärkte mit Mitgliedschaft. Bei Costco handelt es sich um einen kostengünstigen, kundenorientierten Einzelhandel, dessen wichtigste Wettbewerbsvorteile das schwierig nachzubildende Mitgliedsmodell, die mit steigender Größe zunehmende Einkaufskraft und die ergebnis-

orientierte Unternehmenskultur sind. Kunden sparen mit jedem Einkauf bei Costco Geld, und für die Mitbewerber ist es außerordentlich schwierig, an das Preisniveau von Costco heranzukommen und trotzdem einen annehmbaren Gewinn zu erzielen. Diese Strategie bietet den Mitgliedern ein überzeugendes Nutzenversprechen, wie sich an der 86-prozentigen Verlängerungsquote und der Tatsache ablesen lässt, dass die ca. 50 Millionen Costco-Kunden insgesamt 1,5 Milliarden US-Dollar an jährlichen Mitgliedsgebühren zahlen, um in den Costco-Billigmärkten einkaufen zu können. Obwohl Costco-Mitglieder sehr auf das Preis-Leistungsverhältnis achten, stammen sie interessanterweise tendenziell aus gehobenen Haushalten und kleinen Unternehmen mit hohen täglichen Ausgaben. Im Geschäftsjahr mit Ende August 2008 erwirtschaftete Costco mit nur 544 Märkten 72 Milliarden US-Dollar Umsatz, also einen durchschnittlichen Jahresumsatz pro Markt von über 130 Millionen US-Dollar. Mit dieser Art von kritischer Masse kommt Costco im Vergleich zu den meisten Einzelhandelskonkurrenten in den Genuss hervorragender Größenvorteile und Kapitalrenditen. Zudem verfügt Costco, was in diesen schwierigen Zeiten besonders wichtig ist, über eine absolut solide Bilanz mit Barmitteln (netto) in Höhe von über 900 Millionen US-Dollar.

Comcast, Amerikas größtes Kabelunternehmen mit etwa 25 Millionen Abonnenten, dient hier als drittes Beispiel für einen Marktführer im Portfolio. Das Unternehmen verfolgt die Strategie, seine geographisch ausgedehnte Kabelinfrastruktur, mit der fast die Hälfte aller amerikanischen Haushalte bedient werden kann, nicht nur für Kabelfernsehen zu nutzen, sondern auch DSL und Digitaltelefonie anzubieten. Derzeit wird noch ein vierter Kanal mit

langfristigem Wachstumspotenzial erschlossen, der unter Nutzung derselben Kabelinfrastruktur gewerbliche Dienste für kleine Unternehmen bereitstellen wird. Zwar dürfte sich das Gewinnwachstum Comcasts im aktuellen Umfeld wie bei den meisten Unternehmen ein wenig verlangsamen, doch ist die langfristige Ertragskraft des Unternehmens nach wie vor ausgezeichnet, die Wettbewerbsposition stark und die Geschäftsleitung äußerst erfolgreich. Zudem wird das Unternehmen mit einem sehr vernünftigen Kurs-Gewinn-Verhältnis gehandelt, das bei unter 10 liegt.

Das Portfolio umfasst weitere Marktführer mit soliden Bilanzen, wozu beispielsweise Berkshire Hathaway (eine diversifizierte Beteiligungsgesellschaft mit großen Versicherungen und Rückversicherungen), Microsoft (Technologie), Procter & Gamble (Verbrauchsgüter) und Diageo (erstklassige Spirituosen, Biere und Weine) gehören.

Nicht im Rampenlicht stehende Unternehmen

Nach den Marktführern bilden die nächste große Anlageklasse im Portfolio die nicht im Rampenlicht stehenden Unternehmen. Hierbei handelt es sich um weniger bekannte Unternehmen mit attraktiven Erträgen, die letztlich zu höheren Bewertungen führen sollten. Da es sich häufig um kleinere Unternehmen handelt, Unternehmen mit Sitz in anderen Ländern³ oder in einer nicht verbraucherorientierten Branche, dauert es mitunter etwas länger, bis deren Attraktivität erkannt wird. Mit der richtigen Geschäftsführung und interessanten Reinvestitionsquoten können solche unbekannteren Beteiligungen die Möglichkeit eines doppelten Nutzens bieten: steigende Kurs-Gewinn-Verhältnisse bei gleichzeitig höheren

³ Bei Unternehmen, die im Ausland tätig oder eingetragen sind oder vorwiegend im Ausland gehandelt werden, können höhere Schwankungen auftreten, da die jeweilige Wirtschaft eventuell nicht so solide oder diversifiziert ist, das jeweilige politische System eventuell nicht so stabil und die Finanzberichterstattung eventuell nicht so strikt ist wie in den USA.

Gewinnen. So kann aus einem Unternehmen mit solidem Gewinnwachstum eine erstklassige Anlage werden. Progressive Corp. (Schwerpunkt Autoversicherer), Express Scripts (Apothekengrossist), Grupo Televisa (mexikanischer Medienmischkonzern) und Loews Corp. (eine Gesellschaft mit Tochtergesellschaften in den Bereichen Versicherung, Erdgaspipelines und Offshore-Bohrungen) gehören zu den aktuellen Beispielen für nicht im Rampenlicht stehende Unternehmen im Portfolio.

Risikobehaftete oder konträre Unternehmen⁴

Konträre Anlagen werden nur nach strenger Auswahl getätigt. Dabei handelt es sich häufig um kontroverse Situationen, bei denen der Markt einen Abschlag auf den Aktienkurs einpreist, um die Wahrnehmung eines Risikos wiederzugeben, das unserer Ansicht nach größer ist als das wahrscheinliche wirtschaftliche Risiko für die langfristigen Fundamentaldaten des Unternehmens. Risikobehaftete Unternehmen, die typischerweise nur einen geringen Teil unseres Portfolios ausmachen, sind für Kunden manchmal nur schwierig zu verstehen, da sie die Frage „Haben Sie die Zeitung nicht gelesen?“ geradezu herausfordern. Dass zahlreiche Anleger bei kurzfristigen Schwierigkeiten Unternehmen automatisch verkaufen, ist genau der Grund dafür, warum in vielen solcher Fälle das Potenzial für hohe Renditen entsteht. Unsere Aufgabe ist es, Möglichkeiten mit einem günstigen Chance-Risiko-Verhältnis aufzuspüren, und wir tun unser Bestes, um „Wertfallen“ zu vermeiden. Natürlich gelingt nicht jede Anlage. Trotzdem leistet dieses deutlich konträre Element unseres Anlagegrundsatzes einen wichtigen Beitrag zu unserem langfristigen Erfolg und kann sich als effektive und wiederholbare Methode erweisen, um aus der

Herdenmentalität des Marktes einen Nutzen zu ziehen.

Die Bank of New York Mellon ist ein aktuelles Beispiel für ein risikobehaftetes Unternehmen, da der Aktienkurs 2008 im Rahmen des allgemeinen Rückgangs der Finanztitel fiel. Kursrückgänge sind jedoch etwas anderes als ein fallender innerer Wert. Bei den alltäglichen und doch gewinnbringenden Geschäftstätigkeiten der Bank of New York Mellon, die in fast allen ihren Geschäftsbereichen führend ist, geht es um Wertschriftenverwaltung, Wertpapierabwicklung und Vermögensverwaltung. Die Wertschriftenverwaltung der in 34 Ländern tätigen Bank gehört mit über 23 Billionen US-Dollar an Depotbank-Guthaben und über 1 Billion US-Dollar an verwaltetem Vermögen zu den vier größten Depotbanken der Welt. Das Unternehmen ist unserer Ansicht nach gut positioniert, um langfristig vom Wachstum der Depotbank- und Vermögensverwaltung profitieren zu können. Unter Berücksichtigung der Kostensynergien aus dem Zusammenschluss von Bank of New York und Mellon Financial im Jahr 2007 wird das fusionierte Unternehmen mit einer rund 10-fachen Eigentümer-Rendite gehandelt.

Die Wertentwicklung

Bis Ende des Jahres 2008 sank der S&P 500® Index um 37 %. Der Davis Value Fund ging in dem Zeitraum um 40,8 % zurück und folgte damit dem Aktienmarkt.⁵ Fast alle Sektoren des Marktes fielen um mindestens 20%.⁶ Längerfristig sind die Ergebnisse des Fonds gegenüber der Benchmark positiv. Der US-Parallelfonds des Davis Value Fund übertraf den S&P 500® Index über einen Zeitraum von 5, 7, 10, 15, 20, 25, 30 und 35 Jahren sowie seit der Grün-

⁴ Obwohl wir Unternehmen gezielt auf solche Eventualitäten untersuchen, besteht die Möglichkeit, dass wir nicht immer richtig liegen und eine Aktie sich nicht erholt.

⁵ Klasse-A-Anteile, ohne Abschlussgebühr.

⁶ Sektoren des Global Industry Classification Standard (GICS) von S&P. Quelle: Wilshire Atlas.

dung unserer Firma im Jahr 1969.⁵ Außerdem wurde der Index über jeden 10-Jahreszeitraum seit 1969 übertroffen.⁷

Um die Wertentwicklung 2008 in einen aussagekräftigen Zusammenhang zu stellen, muss zunächst zwischen Aktienkursen und inneren Werten unterschieden werden. Aktienkurse sind ein Abbild des Preises, den ein Käufer heute für ein bestimmtes Unternehmen zu zahlen bereit wäre, und diese Kurse fielen im letzten Jahr drastisch. Zu den Faktoren, die solche Kurse beeinflussen, zählt unter anderem die am Markt vorherrschende Stimmung, die von einem Extrem ins andere umschlagen kann. Während der Internetblase gegen Ende der 1990er waren die Anleger bereit, für Unternehmen ohne Gewinn enorme Summen zu zahlen. Derzeit herrscht dagegen eine solche Panik, dass wahllose Verkäufe auch die Kurse von Unternehmen nach unten treiben, die eigentlich solide Bilanzen aufweisen, jährlich Milliarden Gewinne erwirtschaften und auf lange Sicht positive Wachstumsaussichten haben.

Bedeutet die Kursrückgänge nun zwangsläufig auch, dass die Unternehmen dauerhaft an Wert verloren haben? Die Antwort ist situationsabhängig. Der innere Wert eines Unternehmens entspricht der Summe aller zukünftigen Cashflows. Normalerweise ändern sich Unternehmenswerte wesentlich langsamer als die Aktienkurse, da die Gewinne eines einzigen Quartals oder Jahres lediglich einen geringen Teil der kumulativen Ertragskraft eines Betriebs darstellen. Die wichtigste Frage, die Anleger im momentanen Umfeld stellen sollten, lautet: Geben die Kursänderungen die Änderung der langfristigen Ertragskraft und des inneren Unternehmenswertes genau wieder? Bei der überwiegenden Mehrheit unserer

Bestände sind wir nicht dieser Ansicht, auch wenn natürlich in bestimmten Fällen tatsächlich eine drastische und dauerhafte Minderung der Ertragskraft eingetreten ist.

Auf der Plusseite ist zu verbuchen, dass es sich bei JP Morgan Chase und Berkshire Hathaway um zwei beeindruckende Finanzdienstleistungsgiganten handelt, die gestärkt aus dem momentanen Umfeld hervorgehen dürften, da so viele ihrer Mitbewerber die Segel gestrichen haben. JPMorgan Chase übernahm 2008 Bear Stearns und Washington Mutual zu einem stark verminderten Preis und verfügt über eine ausreichend starke Bilanz, um bei entsprechenden Möglichkeiten die Branche weiter zu konsolidieren. Berkshire Hathaway konnte vor kurzem zu besonders günstigen Bedingungen bei General Electric und Goldman Sachs einsteigen. Trotzdem sanken die Aktienkurse von JP Morgan Chase und Berkshire Hathaway 2008 um zweistellige Prozentwerte. Ebenso fiel im letzten Jahr die Aktie von Johnson & Johnson, doch dürften die Nachfrage nach Gesundheitsprodukten von J&J und deren Preise im Laufe der Zeit stabil bleiben. Google, ein relativ neues Unternehmen im Portfolio, wird unserer Einschätzung nach in den kommenden Jahren beträchtliche Gewinne einbringen, dennoch ist die Aktie im Vergleich zum Vorjahr um mehr als die Hälfte gefallen und wird in der letzten Zeit mit einem Multiple von unter 12 gehandelt. Wir sehen hierin und in ähnlichen Fällen eine deutliche Entkopplung von Kurs und Wert. Dies unterstützt die Sichtweise von Ben Graham, der die Börse als Messinstrument für die kurzfristige Anlegerstimmung beschreibt. Demgegenüber merkt Graham jedoch an, dass der Markt langfristig eher wie eine Waage funktioniert, wobei der Unternehmenswert entsprechend der Ertragskraft abgebildet wird. Wir sind uns sicher, dass der Markt letzten

⁷ Klasse-A-Anteile, ohne Abschlussgebühr, Stand 31. Dezember 2008. Für einige Zeiträume würden bei Berücksichtigung der Abschlussgebühren niedrigere Renditen ausgewiesen werden. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Endes die Unternehmen belohnen wird, deren Gewinne eine langfristige Wachstumstendenz zeigen, vor allem dann, wenn eine derart moderate Bewertung den Ausgangspunkt bildet. Bei der Positionierung des Portfolios wählten wir einen konservativen Ansatz mit erstklassigen langlebigen Unternehmen, einer Bottom-up-Strategie bei der Selektion und einer umsichtigen Diversifikation.⁸ Als die Finanzkrise ihren Lauf nahm, konnten wir dank unserer sorgfältigen Selektion eine Reihe gefährdeter Unternehmen vermeiden, die unserer Analyse zufolge übermäßig überschuldet erschienen. Als zum Beispiel die Hypothekenkrise aufkam, hatten wir uns bewusst gegen Countrywide und Washington Mutual entschieden. Als sich die Krise weiter ausbreitete, vermieden wir Bear Stearns, Lehman Brothers, Fannie Mae und Freddie Mac.

Trotz einiger beachtenswerter Erfolge mit dieser Strategie mussten aber auch wir 2008 gewisse Enttäuschungen hinnehmen. Am schwersten wogen AIG, Merrill Lynch und Wachovia, die jeweils auf ihre eigene Art unter der sich ausbreitenden Krise in den Kapitalmärkten litten. AIG, für den größten Verlust im Portfolio verantwortlich, ging in den letzten Jahren eine hohe, verdeckte Fremdverschuldung im Bereich Finanzprodukte ein, die schließlich dazu führte, dass das Unternehmen mit Jahreseinnahmen in Höhe von 100 Milliarden US-Dollar Zuflucht im Rettungspaket der Regierung suchte. Dies hatte unter anderem zur Folge, dass sich das Unternehmen jetzt zu 80 % im Besitz der Regierung befindet. Allein die massive Verwässerung dieses Geschäfts bedeutet, dass AIG als Unternehmen für Aktionäre drastisch an Wert verloren hat. Merrill Lynch und Wachovia wurden beide zu Zusammenschlüssen mit anderen Banken gezwungen, nämlich mit der Bank of America und Wells Fargo. Die fusionierten Unternehmen sind un-

seres Erachtens wirtschaftlich sinnvoll. Sowohl der innere Wert von Merrill Lynch als auch der von Wachovia wäre bei einem weiteren Alleingang deutlich gesunken.

Unsere Erfahrung mit diesen Unternehmen bestätigt wieder einmal die harte Realität der Anlagen: Es dreht sich um Wahrscheinlichkeiten und nicht um Gewissheiten, und zwar in einem Ausmaß, dass sogar einer gründlichen Fundamentalanalyse Grenzen gesetzt sind. In unserem Geschäft können zwar mit zwei von drei richtig gewählten Anlagen hervorragende Ergebnisse erzielt werden, allerdings sind auch Fehler unvermeidlich. Obwohl wir von langfristig zufriedenstellenden, risikobereinigten Renditen des Gesamtportfolios ausgehen, sind wir uns daher darüber im Klaren, dass dieses möglicherweise erzielte Ergebnis zweifellos das Nebenprodukt einiger deutlicher Anlagerfolge, einiger kleinerer Erfolge und Fehler sowie einiger schwerer Fehler sein wird. Unser Ziel ist die bestmögliche, sorgfältige Analyse der Unternehmen. Wir möchten ein lernfähiges Unternehmen sein, das aus der Analyse seiner Fehler lernt – so gibt es in unserer Analyseabteilung eine „Wand, die uns an unsere bisherigen Fehler erinnern soll“ – und das Portfolio zugunsten der renditestärksten Anlagen gewichtet.

Das Fazit lautet also, dass die Gesamtperformance des Fonds 2008 der Benchmark folgte. Langfristig gesehen sind unsere Ergebnisse gegenüber der Benchmark positiv. Die Investment-Disziplin von Davis – ein Prozess der Analyse und Portfolioverwaltung, der über den Erfolg oder Misserfolg einer einzelnen Beteiligung hinausgeht – führte zur Outperformance gegenüber dem S&P 500® Index über jeden 10-Jahreszeitraum seit 1969, sogar bei Einbeziehung der Performance von 2008.

⁸ Diversifikation ist keine Versicherung gegen Verluste.



“Die Geschichte liefert wichtige Erkenntnisse über Marktkrisen: Sie sind unvermeidbar, schmerzhaft und letztendlich doch zu überwinden.“

Shelby M.C. Davis, Berater und Gründer von Davis Advisors

Eine langfristige Perspektive beibehalten

Der langfristige Vermögensaufbau mit einem Portfolio von Unternehmen ähnelt dem Fahren eines Autos. Wenn sich Anleger zu stark auf das wenige Meter vor ihnen liegende Stück Straße konzentrieren, laufen sie die Gefahr, unnötige Korrekturen vorzunehmen und zu übersteuern. Nur wenn wir unseren Blick weiter nach vorn richten, können wir unser eigentliches Ziel erreichen. Auch wenn die Renditen in einem bestimmten Jahr schlecht ausfallen können, so bleiben die langfristigen Aussichten für Aktien unserer Einschätzung nach attraktiv.

Insbesondere dann, wenn als Ausgangspunkt die momentan niedrigen Bewertungen und Erwartungen dienen.

In jedem Fall sollte berücksichtigt werden, dass 2008 in vielerlei Hinsicht ein außergewöhnliches Jahr war. Langjährige Anlagehorizonte begünstigen im Allgemeinen Wachstum und positive Aktienrenditen. Zudem deuten die Vergangenheitswerte darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit positiver Aktien-Renditen bei längerem Anlagehorizont steigt, was ganz klar deutlich dafür spricht, ruhig abzuwarten und auf Kurs zu bleiben.



“Trotz unvermeidlicher Zeiten der Unsicherheit haben Aktien sich für geduldige, langfristige Anleger bezahlt gemacht.“

Christopher C. Davis, Portfoliomanager, Davis Advisors

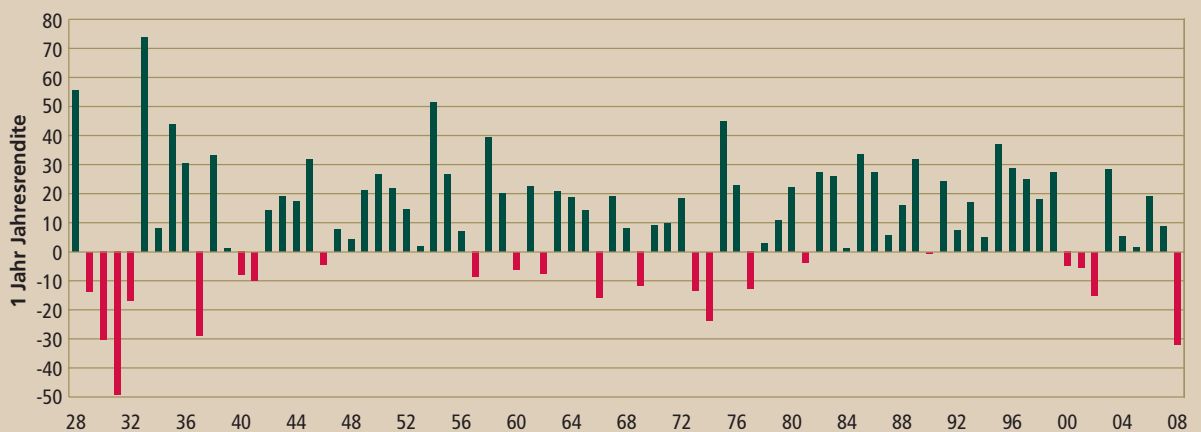
Das Diagramm unten veranschaulicht diesen Standpunkt, indem die Zeit, in welcher der Dow Jones Industrial Average von 1928 bis 2008 positive Renditen über Zeiträume von einem und fünf Jahren erzielte, prozentual dargestellt wird. Durch die Verlängerung des Anlagehorizonts von einem auf fünf Jahre

stiegen in der Vergangenheit die Chancen auf eine positive Rendite im Markt von 73 % auf 92 %. Auch in wie derzeit schwierigen Phasen sollte eine langfristige Perspektive beibehalten werden, da geduldige Aktienanleger in der Regel belohnt wurden.

Performance des Dow Jones Industrial Average (1928–2008)

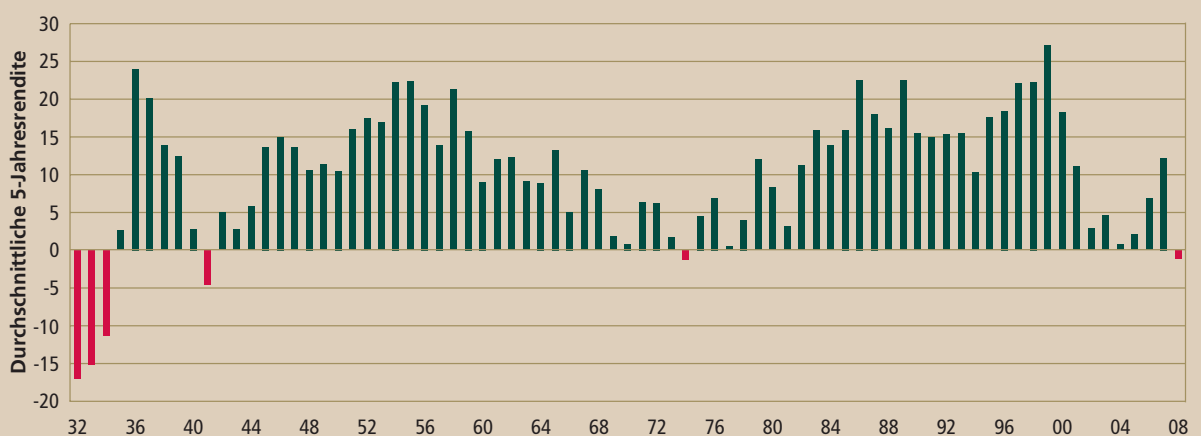
Anlagezeitraum	Anzahl der Zeiträume in %, in denen der DJIA positive Ergebnisse erzielte
Ein Jahr	73%
Fünf Jahre	92%

1-Jahresrenditen des Dow Jones Industrial Average (1928-2008)



In 59 von 81 1-Jahreszeiträumen (73 % der Fälle) erzielte der Markt eine positive Rendite

5-Jahresrenditen des Dow Jones Industrial Average (1932-2008)



In 71 von 77 5-Jahreszeiträumen (92% der Fälle) erzielte der Markt eine positive Rendite

Quelle: Die Performance wurde aus verschiedenen Quellen bezogen, insbesondere von Thomson Financial, Lipper und Index-Websites. Renditen sind Gesamtrenditen auf Jahresbasis. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Abschließende Bemerkungen

Als langfristige Anleger versuchen wir stets realistisch zu sein, also weder optimistisch noch pessimistisch, um von angemessenen Erwartungen auszugehen und beim Durchlaufen der unvermeidbaren Markt- und Konjunkturzyklen rationale Entscheidungen treffen zu können. Zu dieser realistischen Sichtweise gehört es auch, dass die Prinzipien einer wertorientierten Anlage auch in Zeiten magerer Erträge gelten. Außerdem hat sich ein rationaler Ansatz einer Anlage in gut geführte, langlebige Unternehmen mit attraktiven Wiederanlagesätzen als wirksame Methode zur Kapitalvermehrung über lange Zeiträume erwiesen. Daran ändert sich auch in Zeiten von Baissen, extremer Kursvolatilität, Kreditknappheit, Rezessionen usw. nichts. Wie es Warren Buffett einst formulierte, liegt der Schlüssel zum Anlageerfolg darin, „ängstlich zu sein, wenn die anderen Anleger gierig sind,

„In einer Baisse macht man den Großteil seines Gewinns, allerdings merkt man es erst später.“

Shelby Cullom Davis
Diplomat, legendärer Investor und Begründer der Davis Investment-Disziplin

und gierig zu sein, wenn die anderen Anleger ängstlich sind“. Derzeit herrscht eine große Angst, und wir wissen, dass der Kauf von Aktien ertragsgenerierender Unternehmen zu niedrigen Kursen – bei ansonsten gleich bleibenden Bedingungen – das Chance-Risiko-Verhältnis für Anleger verbessern sollte, eine Tatsache, die den legendären Anleger Shelby Cullom Davis zu der Bemerkung veranlasste:

„In einer Baisse macht man den Großteil seines Gewinns, allerdings merkt man es erst später.“

Wissentlich, dass die Zeiten für Anleger schwierig sind, möch-

ten wir uns für Ihre Unterstützung bedanken. Wir sind dankbar und schätzen uns glücklich, dass Sie uns in einem schwierigen Marktumfeld wie dem gegenwärtigen Ihr Vertrauen schenken. Wir werden auch zukünftig mit vollem Einsatz für Sie arbeiten und freuen uns auf die weitere Zukunft mit Ihnen als Anleger.

Die Weisheit großartiger Investoren

Langfristige Anlagen bedeuten zwangsläufig, auch in Zeiten der Marktverzerrung zu investieren. In solchen Zeiten kann es für Anleger schwierig werden, den Kurs beizubehalten. Aus diesem Grund haben wir in der neuen Broschüre „Die Weisheit großartiger Investoren“ einige nützliche Weisheiten und Einsichten von Anlegern gesammelt, die in der Vergangenheit schwierige Zeiten erfolgreich überstanden haben.

- Selbsterstörerisches Anlegerverhalten vermeiden
- Krisen sind unvermeidlich
- Kein Market-Timing versuchen
- Geduldig sein
- Bei Anlageentscheidungen Gefühle außen vor lassen
- Eine kurzfristige Underperformance ist unvermeidlich
- Kurzfristige Prognosen und Vorhersagen ignorieren

Wenn Sie ein Exemplar dieser Broschüre wünschen, wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater oder die NORAMCO, oder besuchen Sie unter www.noramco.de den Bereich „Dokumente“.



Prospekte, Rechenschaftsberichte und weitere Informationen
erhalten Sie bei der NORAMCO oder Ihrem Anlageberater:

