

Aktien bieten immer Möglichkeiten – auch in unsicheren Zeiten

*Von Shelby M.C Davis,
Advisor und Gründer
von Davis Advisors*



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

Aktien bieten immer Möglichkeiten – auch in unsicheren Zeiten



*von Shelby M.C. Davis
Research Advisor und Gründer
von Davis Advisors,
Winter 2006*

Beim Blick in die Nachrichten bleiben Anleger selten ungerührt. Im Jahr 2005 erinnerten uns die U-Bahn-Anschläge von London an die reale Bedrohung durch den Terrorismus. Naturkatastrophen hinterließen immense Verwüstungen in den USA und anderen Ländern. Die Spritpreise stiegen exorbitant, und nicht nur an der Wallstreet grübelte man über die möglichen Konsequenzen von Immobilienblase und Haushaltsdefiziten. Da scheint es nur natürlich, dass mancher Anleger fragt: Ist ausgerechnet jetzt die rechte Zeit zu investieren oder investiert zu bleiben?

Mit der Erfahrung von über vier Jahrzehnten an der Börse ist meine Überzeugung diese: Die beste Zeit zu investieren ist für jene mit einem langfristigen Anlegerhorizont immer dann, wenn sie das Geld dazu haben. So unruhig die Gegenwart auch sein mag, jede Generation hatte bislang ihren Anteil an Herausforderungen, aber keine dieser Widrigkeiten konnte die Entwicklung an den Aktienmärkten auf Dauer stören. Vor gut 36 Jahren gründete ich Davis Advisors. Oft denke ich daran, was seitdem alles geschah: Das erste Jahrzehnt brachte den Amerikanern die schwere Börsenkrise von 1973/74, anhaltende Stagflation und das OPEC-Embargo. In der Folge verzehnfachten sich die Energiepreise. Die Arbeitslosigkeit schoss in die Höhe. 1979 kam es zur iranischen Geiselkrise, nachdem revolutionäre Studenten die amerikanische Botschaft in Teheran besetzt hatten. In den 80er Jahren waren es die Rezession und der Iran-Contra-Skandal. 1987 kam der Einbruch an den Aktienmärkten, und schließlich stürzte die Blase bei Gewerbeimmobilien die US-Spar- und

Darlehenskassen in eine tiefe Krise. Die 90er endeten in einem Knall, als die Technologieblase zersprang. In nur drei Jahren verlor der S&P 500-Index 40% seines Wertes.

Dennoch steht der Dow Jones Anfang 2006 bei deutlich über 10.000-Punkten. Das ist mehr als das Zehnfache seines Standes von 1969, als Davis Advisors gegründet wurde. Der S&P 500 vollzog eine ähnliche Entwicklung und verdoppelte mit einem Durchschnittswachstum von über 10% pro Jahr alle sieben Jahre seinen Wert. Noch besser war die Performance, die unsere Gesellschaft den Anlegern bot.* Ich habe die Erfahrung gemacht, dass sich weder die amerikanische Wirtschaft noch die Verbraucher jemals hatten unterkriegen lassen, ganz gleich was da kam. Und deshalb glaube ich fest daran, dass die Welt weiterhin den Optimisten gehören wird.** Wenn wir bereit sind zu akzeptieren, dass Investieren in unsicheren Zeiten die Regel und nicht die Ausnahme ist, gewinnen wir eine ganz andere Einstellung. Die Frage lautet dann nicht, ob wir investieren, sondern vielmehr wie wir investieren, um Chancen in Rendite zu verwandeln und gleichzeitig das Risiko nach Möglichkeit zu kontrollieren.

Unser Investmentansatz hat sich bewährt

Wege, an der Börse Geld zu verdienen, gibt es viele. Für unser Unternehmen gesprochen heißt das: Wir glauben, dass der Stockpicking-Ansatz mit der Entscheidung für

* 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.

** Diese Ausführungen erfolgen nach bestem Wissen aufgrund langjähriger Erfahrungen und sorgfältiger Beobachtungen von Investmentstrategien sowie unterschiedlicher Marktsituationen; dennoch können wir nicht garantieren, dass sich diese Aussagen, Meinungen und Voraussagen als zutreffend erweisen werden. Dieser Artikel enthält außerdem persönliche Einschätzungen und sollte deshalb nicht als unumstößliche Tatsachenbehauptung angesehen werden.

solide Unternehmen zu Value-Preisen, kombiniert mit einem langfristigen Engagement eine vernünftige und verlässliche Methode ist, um attraktive, dem Risiko angemessene Erträge zu generieren. (Wir definieren Risiko grundsätzlich als die Wahrscheinlichkeit eines dauerhaften Kapitalverlustes durch Verschlechterung der Ertragskraft oder zu teuer bezahlte Aktien.)

Unser Investmentprozess fußt auf dem Gedanken, dass Aktien anteiliges Eigentum an einem tatsächlichen Unternehmen repräsentieren. Darauf aufbauend stellen wir zwei Fragen. Erstens: Können wir uns vorstellen, dieses Unternehmen auf Jahre hinaus zu besitzen? Um diese Frage zu beantworten, konzentrieren wir unser Research auf die langfristigen Perspektiven des Unternehmens, die Qualität des Managements und die Position im Wettbewerb. Jeden dieser Aspekte zu ergründen bedeutet nach unserer Überzeugung Schutz vor einer Vielzahl von Überraschungen.

Zweitens fragen wir: Bei welchem Preis wäre dieses Unternehmen ein attraktives Investment? Selbst großartige Unternehmen können ein schlechtes Geschäft sein, wenn man zuviel dafür gezahlt hat. Deshalb sehen wir uns in der Disziplin, Unternehmen nur dann zu kaufen, wenn dessen Aktien gemessen an den langfristigen Perspektiven gerade unterbewertet erscheinen.

Was wir suchen, sind überlegene Geschäftsmodelle. Deshalb kann unsere Einstellung zum Besitz dieser Aktien auch nur langfristig sein. Das ideale Investment wird niemals die Frage eines Verkaufs aufwerfen, weil das Unternehmen stattliche Überschussreserven erwirtschaftet und ein cleveres Management immer wieder Wege findet, dieses Kapital so zu re-investieren, dass es hohe Rendite bringt. Diese Art des Zinseszinses für Erträge kann dauerhaftes Wachstum für Aktieninhaber begründen. Das Modell macht auch deutlich, warum einige der erfolgreichsten Investoren heutiger Zeit ihre großen Vermögen nicht durch Trading, sondern nur durch eine ausdauernde "Liebesbeziehung" zu ihren Aktien aufbauen konnten. Wer Aktien eines guten Unternehmens schon kurze Zeit nach dem Erwerb wieder abstößt, bringt sich dagegen um die Chance, langfristig zu profitieren und nimmt stattdessen Einbußen durch Transaktionskosten billigend in Kauf.

“Wir investieren mit Leuten, die etwas schaffen, und nicht mit solchen, die nur so tun als ob.” An diesem Satz meines Vaters hat sich nichts geändert. Wir schätzen Manager, die wie Unternehmenseigentümer mit dem Kapital umgehen. Die meisten dieser Unternehmen halten ihr Geld zusammen und re-investieren den größten Teil ihrer Erträge (anstatt dieses Geld an die Aktieninhaber zu verteilen). Diese Einstellung kann nach meiner Erfahrung ein entscheidender Faktor für nachhaltige Rendite sein.

Wandel muss man wachsam begleiten

Kaufen und Halten – mit anderen Worten ein langfristiger Investmentansatz – bedeutet nicht, Aktien in irgendein Portfolio zu stecken und dann zu vergessen. Neue Entwicklungen, Produkte, Technologien und Regionen treten immer wieder in den Mittelpunkt und bieten Chancen. Andererseits steckt darin auch eine Gefahr, der wir aufmerksam begegnen müssen. Ganze Bereiche der US-Wirtschaft wie die Automobil- oder Möbelindustrie können durch ausländische Konkurrenz unter Druck geraten. Eine Generation von Software- oder Halbleiterentwicklungen kann innerhalb nur weniger Jahren überholt und abgelöst sein. Deshalb denke ich, dass sich auch die langfristige Perspektive immer in kurzfristige Betrachtungszeiträume gliedert, durch die hindurch wir regelmäßig unser Portfolio mit neuen Augen betrachten müssen. Nur so sind wir in der Lage zu prüfen, ob die Attraktivität eines Unternehmens auch unter sich ändernden Bedingungen gegeben ist.

Wir gehen zum Beispiel davon aus, dass die Zeiten für die Pharmaindustrie härter werden. Ein Hauptrisiko großer Pharmaunternehmen sehen wir darin, dass 60 Milliarden des gesamten Branchenumsatzes während der nächsten fünf Jahre zur Disposition stehen. Der Grund dafür ist, dass Arzneimittelpatente auslaufen. (Erfahrungsgemäß verlieren Arzneien nach Ende des Patentschutzes 80% Umsatz an Generika bzw. Nachahmerprodukte.) Diese Einbußen werden sich natürlich nicht auf alle Pharmaunternehmen verteilen. Deshalb sind wir nach wie vor daran interessiert, Pharmawerte zu besitzen. Nur: Wir müssen Acht geben, dass es nicht gerade solche sind, für die das Ende eines Patentschutzes ein größeres Problem bedeutet. Zumindest aber sollte dieses Risiko durch entsprechend günstige Aktienpreise aufgewogen sein.

Ganz ähnlich sehen wir die Situation der Medien, speziell die der Zeitungen. Deren Anzeigengeschäft wurde beträchtlich durch Onlinemedien beschnitten, an die vor zehn Jahren noch niemand gedacht hatte. Jobbörsen und Stellenmärkte im Internet sind längst erste Wahl für Unternehmen und Jobsuchende. Die Kosten sind geringer, die Reichweite größer, die Aktualität höher und die Suche komfortabler. Da kann man sich kaum noch vorstellen, dass die Zeitungen in ihrem ehemaligen Profitgeschäft jemals wieder zu alter Stärke zurückfinden werden.

Mein Standpunkt ist, dass kein Unternehmen ein garantiert sicheres Investment darstellt und gegen jede Form der "kreativen Beeinträchtigung" geschützt ist. Genau deshalb aber müssen wir darauf achten, dass Unternehmen, an denen wir beteiligt sind, genug in ihre eigene Kraft investieren, um Wettbewerber auf Distanz zu halten und nicht in Nachteil gegenüber neuen Marktteilnehmern zu geraten.

Neue Möglichkeiten darf man nicht außer Acht lassen

Die Welt ist ein dynamischer Ort, und beileibe nicht jede Veränderung ist schlecht. Wandel kann auch in neue Chancen münden. Das gilt lang- und kurzfristig betrachtet. Anlegern ist deshalb stets zu empfehlen, grundsätzlich aufgeschlossen gegenüber neuen Möglichkeiten zu sein. Nachfolgend beschreibe ich einige Bereiche, die ein aufgeschlossener Anleger durchaus in Betracht ziehen kann.

Zunächst das Internet: Auch wenn es für manche Unternehmen eine Bedrohung darstellt, gibt es doch auch viele, die entweder direkt oder indirekt davon profitieren. Zu den direkten Gewinnern darf man zum Beispiel den Onlinehandel zählen. Das Internet hebt sämtliche Grenzen standortgebundener Geschäfte auf. Einzige Abhängigkeit bleibt die Zahl der Kunden. In zweiter Reihe erkennt man indirekte Gewinner des Internet. Um beim Onlinehandel zu bleiben: Dieser braucht Unternehmen, die sichere Verpackungen herstellen und solche, die sich auch über Nacht um die Auslieferung der bestellten Ware kümmern. Was ich

damit sagen will ist: Das Internet revolutioniert uralte Geschäftsgewohnheiten, und irgendwo in diesem Prozess liegen auch die Chancen.

Ich habe bereits oben einige der Risiken erwähnt, die auf die Pharmaindustrie zutreffen. Dennoch sehe ich auch Möglichkeiten im Gesundheitswesen. Arzneimittel machen rund 15% der gesamten Kosten im Gesundheitswesen der USA aus. Obwohl dies für sich betrachtet ein gewaltiger Batzen ist, bleibt dennoch ein weites Gebiet für Investments, die zwar ebenfalls das Gesundheitswesen betreffen, aber nicht die Risiken der Pharmaindustrie in sich tragen. Arzneimittel-Logistik, Drogerien und Apotheken, Krankenpflege und Gesundheitsdienste zählen zu jenen, die gerade vom Ende des Patentschutzes für Markenmedikamente profitieren können. Der Grund liegt auf der Hand: Im Gegensatz zur Patentmedizin steigt die Gewinnmarge durch die Verwendung preiswerterer Nachahmerprodukte. Außerdem: Medizinische Versorgung war schon immer ein höchst profitables Geschäft. Man tut gut daran, demnächst die Kurse im Auge zu behalten, denn selten waren diese Werte bislang günstig zu haben.

Ich habe immer den Standpunkt vertreten, dass "großes Geld" mit großen Unternehmen zu machen ist. Aktuell kann man beobachten, dass einige der einstigen Börsenführer trotz guter Bilanzen und steigender Dividenden zu ihren seit Jahren günstigsten Bedingungen gehandelt werden. Diese Unternehmen muten sogar richtig billig an im Vergleich zu denen anderer Anlageklassen, die eine stürmische Entwicklung während der letzten fünf Jahre nahmen und deren Kurse nun nach oben hin ausgereizt scheinen. Vor diesem Hintergrund tun wir gut daran, jeden Einzelfall zu betrachten, um solche "Large Caps" zu identifizieren, deren Erfolgsstory eben noch nicht zu Ende ist (oder sich grundlegend gewandelt hat). Dieser Ansatz kann andererseits bedeuten, dass wir einige der bisherigen Favoriten aus den Bereichen Technologie, Telekommunikation, Medien und Arzneimittelindustrie etwas nüchterner betrachten werden. In Kürze, so glaube ich, werden einige der großen Unternehmen den Wendepunkt nehmen, um künftig wieder den Markt anzuführen. Deshalb wäre mein Rat, sich jetzt für jene Unternehmen zu entscheiden, die den Wind im Rücken haben werden, anstatt an solchen festzuhalten, deren Stern bereits verblasst.

Viele der großen Unternehmen haben damit begonnen, ihre jahrelang gehorteten Reserven über erhöhte Dividenden auszuteilen. Bestenfalls steigen die Dividenden stärker als die Inflation und bieten somit die Möglichkeit zweifach zu profitieren – einerseits in Form von Erträgen und andererseits durch Wertsteigerung. Zum Beispiel haben einige der Bankaktien, die wir Anfang der 90er kauften, auf Basis unserer seinerzeitigen Kaufkurse eine Dividendenrendite von über 10%, und gleichzeitig haben sich die Aktienkurse gut entwickelt. Anders als Anleihen können diese Aktien jedoch nicht durch ihre Emittenten getilgt werden, sodass die Verzinsung für uns weitergeht entsprechend der Ertragskraft des Unternehmens. Deshalb zählen Unternehmen mit gesunden Bilanzen und Dividendenwachstum innerhalb des Universums der “Large Caps” momentan zu den besonderen Gelegenheiten.

Eine Reise nach Asien vergegenwärtigte mir kürzlich wieder, dass sich der Schauplatz des Weltwachstums in Richtung dieser Regionen verlagert. Wir reden dabei nicht nur von China, sondern auch von einem wiedererstarteten Japan. Investoren, die ein möglichst ausgewogenes Risiko-/Renditeprofil suchen, werden dieses meiner Meinung nach in diversifizierten international ausgerichteten Unternehmen finden, die über eine langjährige Erfahrung auf dem asiatischen Markt verfügen. In einigen Bereichen können sich dennoch auch sogenannte “Local Player” für ein Investment empfehlen.

Innerhalb der Branche der Finanzdienstleistungen weltweit sehe ich eine ganze Reihe kraftvoller Entwicklungen, die Möglichkeiten für nachhaltiges Wachstum bieten. Die Finanzdienstleister sind angesiedelt am Schnittpunkt der Chancen von Technologie- und Kapitalmarkt. Dank neuer Berechnungssysteme, die jedes Jahr verfeinert werden, haben Versicherungsgesellschaften, Banken oder Kreditkartenunternehmen heutzutage deutlich bessere Möglichkeiten der Risikoquantifizierung als noch vor zehn Jahren. Im Vergleich zum Stand von vor 20 Jahren erlebten wir sogar einen Quantensprung. Gleichzeitig haben die Möglichkeiten des effizienten Risikomanagements für Finanzunternehmen zugenommen, indem sie Zins-, Währungs- und Kreditrisiken durch neue Instrumente wie Swaps, Derivate oder andere

Finanzprodukte am Markt verteilen können. Diese Faktoren gewinnen enorme Bedeutung, wenn es um die Zukunft eines Unternehmens geht. Grundsätzlich deutet für mich einiges darauf hin, dass ein besseres Risikomanagement auch risikooptimierte Erträge für gut geführte Finanzdienstleister auf lange Sicht bringt, was sich wiederum in der Bewertung der Unternehmensaktien niederschlagen wird.

Das Bestreben, Risiken zu verteilen, ist kein ausschließlicher Wesenszug der Finanzdienstleister. Rund um den Globus trachten große Unternehmen aller Branchen danach, ihre Risiken immer wirkungsvoller abzusichern und nutzen dazu die Instrumente des Kapitalmarktes. Darin liegt ein Trend, der momentan noch relativ jung ist, aber langfristig enorme Auswirkungen haben wird. Ich mag den Gedanken, dass jede Firma der Welt ein potenzieller Kunde für Risk-Management-Produkte ist, gleichzeitig aber nur eine kleine Gruppe von Investmentbanken jene Produkte anbieten kann, die dazu taugen.

Schließlich glaube ich, dass die Finanzdienstleister weiterhin von einer immer älter werdenden Bevölkerung in den hochentwickelten Ländern profitieren werden. Die “Baby-Boomer” von einst gehen inzwischen auf die 60 zu. Statistisch gesehen liegt die Lebenserwartung einer ganzen Generation und mehr noch vor ihnen. Ich denke deshalb, dass der Bedarf nach Spar- und Investmentprodukten – und damit meine ich auch Aktienanlagen als Vorsorgeprodukt – weiter wachsen wird. Am meisten werden davon sicherlich die führenden Finanzinstitute mit hohem Ansehen bei der Vermögensverwaltung profitieren. Diese sind bereits so aufgestellt, um sich das größte Stück des Kuchens abzuschneiden. Auch sollte man wissen, wenn es um die Aussichten für gut gemanagte Unternehmen der Branche geht: Ihr Aufwand ist in hohem Maße ein Fixkostengeschäft. In anderen Worten: Jeder Netto-Neukunde und zum wesentlichen Teil auch das Wachstum im Bestand wirken sich unmittelbar auf der Ertragsseite positiv aus.

Ausblick

Insgesamt halte ich das Aktienumfeld für gesund. Die Beschäftigungssituation in den USA zeigt anhaltende Stärke, was wiederum auch ein wichtiges Indiz für unsere vom Konsum getriebene Wirtschaft ist. Der Kapitalverkehr funktioniert im Wesentlichen frei über Grenzen hinweg. Einige der Risiken, die früher allein auf Unternehmen und Regierungen konzentriert waren, werden heute über die Kapitalmärkte aufgefangen. Nicht zuletzt wird der Arbeitsmarkt sowohl in den USA als auch in Europa zunehmend flexibler.

In den USA wurde das Angstpotenzial gestiegener Energiekosten zumindest zum Teil kompensiert, indem günstige Geschäftsmodelle Preis bremsend entgegenwirkten und dem Verbraucher Einsparungen an anderer Stelle ermöglichten. Zudem unterstützt die Informationstechnologie Unternehmen immer mehr und besser darin, die Kontrolle über ihre Lager- und Außenstände zu behalten. Dies wird sicherlich dazu beitragen, jene immense Lagerhaltung künftig zu vermeiden, die wie eine ständige Anklage über den Höhen und Tiefen vergangener Geschäftszyklen hing.

Betrachten wir also einige dieser Entwicklungen, die während des letzten Vierteljahrhunderts entstanden, so kann ich mir für die Zukunft ein relativ stabiles Wachstum mit milderem Ausschlag nach unten vorstellen. Dies sind, so meine ich, gute Aussichten für Anleger, die langfristig denken.

Mit Blick auf die Börse stelle ich fest: Die vergangenen fünf Jahre waren recht volatile Zeiten, und wer weiß, wie lange das noch so bleiben wird. Den Stockpicker halte ich in solchen Zeiten für den besten Steuermann. Dieser lotet die Untiefen aus durch gründliches Research; er meidet Klippen wegen seiner Aversion gegen unnötige Risiken. Und er nimmt Kurs auf Unternehmen mit einer stabilen Zukunft, deren Aktien er gerade auch dann kauft, wenn sie unter Druck stehen.

Wenn Aktien - und möchten wir sie noch so gerne haben - ihren Preis nicht wert sind, dann warten wir eben auf unsere Chance. Ich habe die Erfahrung gemacht, dass jedes Jahr Sachen ins Angebot kommen, die es wert sind zu besitzen. Bei Unternehmen liegt das manchmal an einem einzigen enttäuschenden Quartal, manchmal an einer gerade unfreundlichen Presse. Unser Job ist es, unsere Hausaufgaben zu erledigen, bevor der Markt danach fragt. Dann können wir unsere Trümpfe ziehen, sobald sich die Chance bietet.

Auch auf sehr lange Sicht bleibe ich ein Optimist durch und durch. Während meiner ganzen Karriere habe ich erfahren, dass das Vertrauen in die Mechanismen eines freien Marktes, in Wachstumswillen, wirtschaftliche Dynamik und in Aktien als Anlageklasse die richtige Einstellung ist. Daran ändern auch die Bedenken nichts, von denen sich Anleger kurzfristig beeinflussen lassen mögen. Das Ziel, Vermögen auch über die nächsten 20 Jahre hinweg durch Aktien zu mehren, halte ich für genauso machbar wie eh und je. Dies setzt allerdings voraus, dass wir gewissenhaft arbeiten, um auf Veränderungen zu reagieren, und Disziplin wahren, um Substanzwerte zu überlegten Preisen zu kaufen. Und nicht zuletzt müssen wir unsere Aktienbestände immer wieder vor dem Hintergrund sich ändernder Bedingungen überprüfen. Das ist für mich Voraussetzung für eine Sichtweise, die guten Gewissens auf das Positive schauen darf.

Im Namen aller Mitarbeiter von Davis Advisors danke ich unseren verehrten Anlegern für ihr Vertrauen heute und während der vergangenen Jahre. Wir freuen uns darauf, unseren eingeschlagenen Weg gemeinsam mit Ihnen fortzusetzen.

Bei allen Renditeberechnungen sind etwaige Ausschüttungen wieder angelegt und Ausgabeaufgelder bzw. 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.

NORAMCO AG • Schloss Weilerbach • D-54669 Bollendorf • Tel. 0 65 26 92 92 - 0 • Fax 0 65 26 92 92 - 30 • www.noramco.de