

FA

FINANCIAL ADVISOR

FACHWISSEN FÜR
DEN ANSPRUCHSVOLLEN
ANLAGEBERATER

APRIL 2009

Wahrnehmung & Wirklichkeit

DAVIS FUNDS
MANAGER **CHRIS DAVIS**
ERKLÄRT WARUM
BÄRENMÄRKTE ENORME
GELEGENHEITEN
BIETEN KÖNNEN

www.fa-mag.com

WAHRNEHMUNG & WIRKLICHKEIT

DAVIS FUNDS MANAGER **CHRIS DAVIS** ERKLÄRT WARUM
BÄRENMÄRKTE ENORME GELEGENHEITEN BIETEN KÖNNEN
VON EVAN SIMONOFF





LANGE ZEIT DACHTE CHRIS DAVIS MIT EINEM GEWISSEN GRAD AN NEID über die Geschichten nach, die sein Vater und sein Großvater ihm erzählten über den Aktienkauf von Unternehmen, wie Johnson & Johnson zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12 und einer 3,4%igen Dividende in den großen Bärenmärkten der letzten 50 Jahre.

Jetzt, da er selbst von einer ähnlichen Gelegenheit profitieren könnte, fühlt es sich nicht an wie die wunderbare Kaufgelegenheit vor einem halben Jahrhundert. „Das schlimmste ist, dass einem der Markt jeden Tag sagt, dass man ein Idiot ist“, sagt Davis. „Wir befinden uns seit neun Jahren in dem, was höchst wahrscheinlich die schlechteste Dekade für Aktien wird, einschließlich der 30iger Jahre (nachdem das Ergebnis von 1999 von +20% durch das Resultat von 2009 ersetzt wird).“

Nachdem er das Investieren von seinem Großvater gelernt hat, einem früheren New Yorker Aufsichtsbeamten für Versicherungen, Diplomat und Investor, der aus einer Anlage von \$100.000 ein Vermögen von \$800 Millionen erzielte, und von seinem Vater, dem legendären Shelby Davis, startete Chris Davis seine Karriere im Jahr 1989 als Analyst, mitten im Bullenmarkt von 1982 bis 1999. Bis kürzlich hat er noch niemals Kapital in einem solchen Umfeld verwaltet. „Mein Großvater pflegte zu sagen, dass man das meiste Geld in Baissephasen verdient. Zu diesem Zeitpunkt realisiert man es nur noch nicht“, erinnert sich Davis.

Viele Investoren mögen es, großartige Unternehmen für einen langen Zeitraum zu kaufen, auch wenn einige diese Strategie heutzutage in Frage stellen. Doch es ist entscheidend, einen guten Einstiegszeitpunkt zu finden, um in einer Dekade positive Resultate hervorzubringen.

Nehmen wir ein Unternehmen wie Johnson & Johnson oder Procter & Gamble, die ein Wachstum von 10% pro Jahr erzielen und eine 3%ige Dividende zahlen, sagt Davis. „Wenn man die Aktie zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10 kauft und das KGV auf 15 in einer Dekade steigt, ist das ein Gewinn von 18%“, merkt er an. „Wenn man sie bei einem KGV von 20 kauft und das Kurs-Gewinn-Verhältnis in 10 Jahren auf 15 fällt, ist das Ergebnis 6%.“

Davis wird nicht den Tiefstand ausrufen, denn das hält er für einen großen Fehler. Die Menschen sollten sich über die Chance freuen, Aktien so günstig kaufen zu können. Doch wenn sie es wirklich täten, würden die Aktienmärkte wesentlich höher liegen. Dabei hat niemand die sprichwörtliche

Glocke geläutet oder auf dem Titelblatt eines Magazins „den Tod der Aktien“ proklamiert, wie es die Business Week im Jahr 1979 getan hat.

Davis merkt an, dass zu dem Zeitpunkt, als das Magazin das Titelblatt veröffentlichte, der Aktienmarkt seinen Tiefstand von 1975 annähernd verdoppelt hatte, dennoch fühlte sich niemand sehr gut damit. In einem Interview Ende Februar sagte er, dass es sehr lange her sei, seitdem er auch nur „eine einzige rosige Vorhersage für die nächsten fünf oder zehn Jahre“ gehört hat.

Was heutzutage so verbreitet ist, ist die Kluft zwischen Risiko und der Wahrnehmung von Risiko. Das Verreisen mit dem Flugzeug vor dem 11. September 2001 war mit viel größerem Risiko verbunden als in der heutigen Zeit. Die Menschen haben es nur nicht realisiert.

Ebenso merkt Davis an, dass die Sicherheit vieler kleiner Autos größer ist, als die Sicherheit von Geländewagen, egal was die Händler von Geländewagen einem erzählen. „Wenn ein Toyota Camry (Mittelklasse) mit einem Ford Explorer (Geländewagen) kollidiert, hat man eine größere Überlebenschance im Explorer. Trotzdem sterben mehr Menschen in einem Explorer als in einem Camry“, sagt er weiter. „Menschen fahren im Regen schneller mit einem Explorer, aber sie bremsen nicht besser.“ Wenn man wirklich Todesfälle mit dem Auto verhindern möchte, sollte man spitze Stahlnägel auf den Pralltopf des Lenkrads montieren, schlägt er vor.

Die Verkaufswelle, die im vergangenen Herbst durch den Kollaps von Lehman Brothers ausgelöst wurde, erschien ihm irrational zu sein. So wie die Kapitulation im Bullenmarkt, die einige normalerweise vernünftige Anleger Anfang 2000 befallen hat, als sie aufhörten gegen die Flutwelle anzukämpfen und sich mit Aktien von Cisco Systems zum Preis von \$80 pro Stück eindeckten. Vor sechs Monaten mussten Firmengiganten erkennen, dass sie festsaßen in illiquiden Hedgefonds und Private-Equity Investments und einige waren gezwungen ihre öffentlich gehandelten Bluechip-Aktien zu verkaufen – egal zu welchem Preis. „Es war eine Pfandleih-Wirtschaft; Verkäufer fragten nicht, was die zugrundeliegenden Unternehmen wert waren“, sagt Davis. „Reichtum wird geschaffen in Zeiten wie diesen, wenn die Sichtverhältnisse sehr schlecht sind“, fährt er fort.

In den vergangenen 10 Jahren hat der Standard & Poor's 500 Index jährliche Renditen zwischen -2% und -3% erzielt, abhängig von dem Tag von dem an man rechnet. Kann dies noch für weitere fünf oder zehn Jahre passieren?

„Möglicherweise“, räumt Davis ein. „Doch wenn man sich jeden 10-Jahreszeitraum ansieht, indem der S&P 500 Index negativ war, und dann den darauffolgenden 10-Jahreszeitraum betrachtet, lag die durchschnittliche jährliche Rendite bei etwa 13%. Das schlechteste Ergebnis war 7%. Die Idee, dass Aktien von risikofreien Anlageformen geschlagen werden ist sehr unwahrscheinlich. Menschen zahlen einen irrationalen Aufpreis für das Gefühl von Sicherheit.“

Der größte Fonds von Davis, der Davis New York Venture Fund, hat den Ruf, stark in Aktien von Finanzwerten investiert zu sein. Davis erklärt jedoch, dass sein tatsächliches Anlageziel

darin liegt, verkappte Wachstumsunternehmen zu finden, was sie oft zu Unternehmen im Finanzsektor führt.

Ein klassisches Beispiel ist Progressive Insurance, ein Autoversicherer, der in den letzten 20 Jahren um 18% bis 20% gewachsen ist. „In fast jeder anderen Industrie würde es normalerweise zu einem KGV von 20 bis 30 gehandelt. Progressive wird jedoch mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12 gehandelt“, sagt Davis.

Davis stellt schnell klar, dass nicht alle Finanzwerte gleichzusetzen sind. Anleger, die Anteile an einem Unternehmen im Finanzsektor, einem Unternehmen im Einzelhandel und einem Unternehmen für Anlagegüter gehalten haben, meinen vielleicht, dass sie die Grundlage für ein diversifiziertes Portfolio haben. Handelte es sich bei diesen Unternehmen jedoch um Countrywide, Home Depot und Toll Brothers, wären sie im Jahr 2008 bitter enttäuscht worden.

Im Jahr 2008 hat der Davis New York Venture Fund 40% seines Wertes verloren, nicht weit entfernt vom S&P 500 Index, der 37% einbüßte. Jedoch schnitten andere Fonds mit exzellenten langfristigen Ergebnissen, wie zum Beispiel Dodge & Cox Stock Fund, viel schlechter ab. Viele verloren in diesem erbarungslosen Markt die Hälfte ihres Inventarwertes - oder mehr.

Die Fonds von Davis sind langfristig ausgelegt und werden an ihrer 10-Jahresperformance gemessen. Dass der Davis New York Venture Fund in 10 Jahren eine durchschnittliche Rendite von 1,24% erzielt hat und damit den S&P 500 Index übertrifft, der um 1,38% in 10 Jahren gefallen ist, ist trotzdem nicht zufriedenstellend wenn die Ergebnisse so niedrig sind.

Dieser Aktienmarkt hat keinen der wenigen Gewinner verschont und Davis ist viel zu realistisch um damit zufrieden zu sein, einige der früheren Superstars übertroffen zu haben. „Etwa 44% aller Manager, die in der letzten Dekade im oberen Fünftel lagen, waren für einen 3-Jahreszeitraum im unteren Viertel“, merkt er an. In anderen Worten: Wer sich brüstet tut das auf eigenes Risiko.

Trotz des erheblichen Rückschlags für ihre Fonds im vergangenen Jahr konnten Anleger in den Davis Fonds den schlimmsten Teil des Subprime-Tsunami besser überstehen als viele andere. Wie

die Überlebenden eines Kohleminenunglücks schafften sie es zu leben und für den nächsten Tag zu kämpfen, während viele Konkurrenten, die zusehen mussten wie die Hälfte ihres Kapitals verdampfte, unter der Erde verschüttet blieben und davon leben was an Sauerstoffreserven durch viele Tunnel zu ihnen durchdringen kann.

Im Jahr 2008 stellten Davis und sein Team fest, dass Kredite zu einfach zu bekommen waren und sie vermuteten, dass es einen Abschwung geben würde. Trotz ihres Engagements im Finanzsektor konnten sie den ersten sechs Opfern entgegen – Countrywide, Bear Stearns, Lehman, Fannie, Freddie and WaMu.

Sie hatten nicht so viel Glück mit AIG, das einst das stärkste Unternehmen im Finanzsektor weltweit zu sein schien. Es kostete den Fonds insgesamt 6% seiner Rendite über die letzten fünf Jahre. Der Fonds hatte ebenso ein langfristiges Investment in Merrill Lynch, welches er zu einem durchschnittlichen Preis von \$35 pro Aktie gekauft hatte. Gleich nachdem



die Übernahme durch die Bank of America zu \$29 pro Aktie angekündigt wurde, startete der Fonds mit dem Verkauf der Aktien. Man kann sagen was man will über den früheren CEO John Thain, doch Davis ist der Meinung, dass er einen „meisterhaften Job“ geleistet hat, als er die Bank of America davon überzeugte, 29 Dollar pro Aktie zu bezahlen.

Die Fläche an der Wand zwischen Davis' Büro und dem Büro seines Co-Managers Kenneth Feinberg ist reserviert um darauf ihre Fehler zu dokumentieren. Tatsächlich wird sie die „Mistake Wall“ genannt.

In einem 10-seitigen Brief an die Anteilhaber im Februar nutzten die beiden Portfoliomanager annähernd zwei Seiten um ihren AIG Fehler zu erörtern, der ihre Anleger dreimal so viel gekostet hat als jeder andere. „Wir sind unseren Anlegern eine Bilanz unserer Fehler schuldig“, sagt Davis.

Ihre Erklärung zusammengefasst räumen Davis und Feinberg ein, dass sie – und das gesamte AIG Managementteam – das vernichtende Potential eines bestimmten Derivates, bekannt als Credit Default Swap (CDS), gewaltig unterschätzt

geringe kurzfristige Verschuldung hinwegzukommen und das Überleben gefährdet war, machte ihn fassungslos. „Wir waren stets der Meinung, dass Kredite für hochqualitative Unternehmen verfügbar wären“, sagt er. Diese Annahme, Inbegriff der ganzen modernen Finanzwelt, muss nun überdacht werden.

Die Mitglieder im Davis Team schauen sich die Bilanzen peinlich genau an. Sie sahen darin eher eine Methode, die Realität auf verschiedene Weisen zu sehen als etwas, das die Realität beeinflusst. Als die Ratingagenturen damit anfangen, Aktienkurse, market-to-market accounting und Credit Default Swap Spreads in ihre Kalkulationen einzubeziehen, änderte sich das Spiel. Nun kann eine Abwertung dazu führen, dass ein Unternehmen Anteile verkauft, auch wenn dafür kein Markt besteht. „Die schändliche Explosion des CDS-Marktes zu dulden als Plattform um auf den Niedergang eines Unternehmens zu spekulieren war eine Schande“, denkt Davis.

Dennoch konnten Davis, Feinberg und das übrige Portfolio Management- und Research-Team mehr Kugeln abwenden als viele andere Investmentfonds – aus verschiedenen Grün-

DIE MITGLIEDER IM DAVIS TEAM SCHAUEN SICH DIE BILANZEN PEINLICH GENAU AN. SIE SAHEN DARIN EHER EINE METHODE, DIE REALITÄT AUF VERSCHIEDENE WEISEN ZU SEHEN ALS ETWAS, DAS DIE REALITÄT BEEINFLUSST.

haben und wie viele Sicherheiten der Versicherer dafür aufbringen müsste. Weiter erläutern sie, dass das klassische „run-on-the-bank Szenario“, das Bear Stearns und Lehman zum Fall gebracht hatte, keine lebensbedrohliche Gefahr darstellte, weil AIG ein Versicherungsunternehmen war. Jedoch hatte AIG ein großes Wertpapierverleih-Geschäft und obwohl sie enorme Cash-Reserven hatten, erlaubten die gesetzlichen Bestimmungen keine Verlagerung der liquiden Mittel von den Tochtergesellschaften zum Mutterkonzern.

Perfekte Gewitter liefern deutlich höhere Gewinnchancen als die große Mehrheit der Investoren dachte. „Nouriel Roubini lag richtig und wir lagen falsch“, sagt Davis. „Aber der Rückschluss, dass wir nur unser Cash erhöhen sollten, macht keinen Sinn. Es ist wie in 2000, als man als verrückt angesehen wurde, wenn man keine Cisco-Aktien hatte. Jeder möchte heute tun, was er sich wünscht bereits im vergangenen Jahr getan zu haben.“

Nichtsdestotrotz war das Leben in den vergangenen 18 Monaten zeitweise ein Lernprozess, selbst für erfahrene Investoren. Der Gedanke, dass ein mit AAA bewertetes Unternehmen wie General Electric fast nicht in der Lage war über eine relativ

den. Als Investoren treten sie gerne einen Schritt zurück und betrachten Investments auf eine Weise, die ihnen eine gewisse Distanz gibt, um zu vermeiden, dass sie befangen sind oder sich von ihrer Überzeugung blenden lassen.

Anlässlich eines Vortrags während einer Morningstar Konferenz vor einigen Jahren zeigte Davis eine PowerPoint Graphik mit einigen Kennzahlen, die sie als wichtig erachteten. Dann zeigte er die Zahlen zweier Unternehmen, die sehr ähnlich aussahen. Eines davon war ein Hersteller von Plastik, das andere war ein Eisenbahnunternehmen.

Das Vermischen verschiedener Kennzahlen könnte eine interessante intellektuelle Aufgabe darstellen, was aber war der Punkt? Der Punkt war, dass Zahlen nur einen Teil der Geschichte erzählen und dass CEOs gescherzt haben, dass die Lücken in den allgemein anerkannten Bilanzierungsgrundsätzen (GAAP) so groß sind, dass man ganze LKW-Flotten hindurch steuern könnte.

Jeder Berater, der sein eigenes Unternehmen besitzt, weiß, dass es legitime Wege gibt, um das Unternehmen mehr oder weniger profitabel erscheinen zu lassen. Diese Möglichkeiten werden bei großen Aktiengesellschaften verstärkt. Davis und

sein Team leisten einen großen Einsatz, um die „zugrundeliegende Realität“ zu finden, indem sie Anpassungen prüfen wie Pensionseinnahmen und –kosten, Abschreibungen gegen Investitionen, einmalige Ausbuchungen, Inventarkorrekturen und Neubewertungen, Steuern und die Kosten für Aktienoptionen.

Das Davis Team unterteilt sein Portfolio gerne in vier Gruppen. Sie bezeichnen die erste Gruppe als Kamele, da dies Unternehmen sind, die eine Ewigkeit in der Wüste verbringen können ohne Wasser, beziehungsweise Kapital. Diese Liste beinhaltet Procter & Gamble, Costco und Microsoft.

Ein weiteres Unternehmen in dieser Kategorie ist Google. Davis sah zu wie die Unternehmensgewinne und Anteile nach dem Börsengang rapide anstiegen. Während dieser Zeit waren auch Autoversicherer wie Progressive and Geico begeistert von der Effizienz, die Google als Werbeplattform bot. Als die Aktien von Google im letzten Jahr um mehr als 50 Prozent von ihrem Allzeithoch gefallen waren und weniger als das 12-fache des geschätzten Unternehmensgewinns aufwies, kaufte das Davis Team.

Den zweiten Teil ihres Portfolios bilden Unternehmen, die diszipliniert, opportunistisch und gut positioniert sind, um von plötzlichen Veränderungen in Kapitalmärkten zu profitieren. Einige dieser Unternehmen wie Dun & Bradstreet and Loew's Corp. sind außerdem disziplinierte Aktienrückkäufer. Davis sagt, dass in einem Umfeld, das von so heftigen Bewegungen geprägt ist wie in den letzten sechs Monaten, viele Manager ängstlich werden und Rückkäufe gerade zum falschen Zeitpunkt zurückschrauben.

Die dritte Gruppe fokussiert auf Unternehmen, die in Bereichen tätig sind, in denen das Schlagzeilen-Risiko am höchsten ist. Es ist keine Überraschung, dass der Finanzdienstleistungssektor in dieser Gruppe stark vertreten ist und Unternehmen beinhaltet, wie Progressive Insurance und Bank of New York Mellon, die im Wesentlichen mehr als Abwickler von Transaktionen denn als Bank fungiert. Ebenso wie solche Finanzwerte wie JP Morgan, Wells Fargo und American Express.

Berkshire Hathaway liegt zwischen der zweiten und dritten Gruppe. „Die Schlagzeilen für Berkshire werden vielleicht noch schlechter ausfallen, aber das Unternehmen ging mit einem Cashanteil von 50 Milliarden US-Dollar in die Krise und ist gut positioniert um von ihr zu profitieren“, sagt Davis. Kürzlich beschlossen sein Fonds und Berkshire in vorrangige Wertpapiere zweier Unternehmen zu investieren, deren Aktien sie bereits halten: Sealed Air und Harley Davidson. Diese Papiere bringen 12% beziehungsweise 15%.

Die letzte Gruppe befasst sich mit Unternehmen, die ausgerichtet sind, um vom starken Heranwachsen der globalen Mittelklasse zu profitieren. „Die Chancen für China auf ein Wachstum von 7% oder 8% für die nächste Dekade sind weiterhin sehr hoch“, sagt Davis. Aktien von Energieunternehmen wie beispielsweise Occidental, ConocoPhillips, EOG und Devon dominieren diese Gruppe. Davis hat bisher noch keine Unternehmen im Bereich Oil-Service gekauft, „aber wir halten Ausschau“.

Ist Davis beunruhigt über den Anstieg des Anti-Wall Street, pseudo-populistisch und unternehmensfeindlichen Umfelds im

Sog des schwersten Kollaps des Finanzsystems in 80 Jahren? Allerdings. „Die Menschen hören das und sagen, ‚Ich werde nicht investieren‘“, sagt er. „Die Gelegenheit zum Investieren entsteht aufgrund von Dingen wie diesen.“

Die Chancen sind groß, dass die Steuern und die Inflation ansteigen werden, während die Produktivität und die Gewinnmargen geringer werden. Zwischen 1975 und 1980 erfuhr Amerika hohe Arbeitslosigkeit, eine zweistellige Inflation und verlor weltweit an Respekt. Trotzdem verdoppelten sich die Aktienkurse in diesen Jahren annähernd und die Aktien von Smallcaps glänzten.

Im Hinblick auf die nächste Dekade ist Davis der Meinung, dass es „beinahe sicher“ ist, dass die Bedingungen für Aktien wesentlich besser sein werden im Vergleich zur letzten Dekade. „Die Frage ist nicht was passieren wird, sondern was günstig zu haben sein wird“, sagt Davis.

Die herkömmliche Meinung, dass Private Equity Funds und Hedgefonds die einzigen logischen Käufer für toxische Anlagen und andere Gelegenheiten sind, die aus der Krise hervorkommen werden, verärgert ihn. „Warum nennt niemand Aktien?“, fragt er.

Davis will keine direkte Verbindung ziehen zwischen dem überstürzten Ansturm der institutionellen Investoren in alternative Investments in der letzten Dekade und den schlechten Ergebnissen, die so viele von ihnen erfahren haben. Aber er fügt schnell hinzu, dass das Resultat ein Schritt zu weniger Liquidität, höheren Kosten und größerer Hebelung war. All das reduzierte die Gewinne und verschärfte das Subprime-Debakel.

Letztlich ist das Ziel seines Unternehmens ein Portfolio zu bilden, das über eine Generation wachsen kann, ein Portfolio mit offensiven und defensiven Elementen. Darüber hinaus ist er sich durchaus bewusst, dass seine Anleger sich von den Anlegern in Hedgefonds unterscheiden, nachdem sein Friseur ihn fragte, ob er wisse wie viele Haarschnitte er machen muss, um die tausend Dollar, die er im Davis Fonds verloren hat, wieder auszugleichen.

„Was wir tun hat Konsequenzen, die das Leben unserer Anteilhaber verändern“, reflektiert er und fügt hinzu, dass Berater ständig mit diesen Belangen konfrontiert sind. „Wenn man mit einem Gen für Verantwortung ausgestattet ist, fühlt man sich momentan schrecklich.“



Rechtlicher Hinweis:

Der in diesem Sonderdruck erwähnte Davis New York Venture Fund ist ein Parallelfonds des in Europa angebotenen Davis Value Fund.

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.

Davis Distributors, LLC hat eine Lizenzgebühr an das Financial Advisor Magazine gezahlt, um diesen Sonderdruck erstellen zu dürfen. Davis Distributors, LLC ist nicht an das Financial Advisor Magazine angebunden und hat das Financial Advisor Magazine nicht mit der Veröffentlichung dieses Artikels beauftragt.

NORAMCO hat für die Veröffentlichung des deutschen Sonderdrucks Lizenzgebühren an das Financial Advisor Magazine gezahlt. Der Artikel wurde durch NORAMCO übersetzt.

Dieser Sonderdruck beinhaltet Aussagen und Beobachtungen in Bezug auf Investmentstrategien, einzelne Aktien, Wirtschafts- und Marktbedingungen. Es kann jedoch keine Garantie dafür gegeben werden, dass diese Aussagen, Ansichten und Vorhersagen sich als richtig erweisen werden.

Die in diesem Sonderdruck veröffentlichten Informationen stellen keine Empfehlung dar, Aktien eines bestimmten Unternehmens zu kaufen, verkaufen oder zu halten.

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



NORAMCO AG · Schloss Weilerbach · D-54669 Bollendorf · Tel. +49 (0) 65 26 92 92 - 0
Fax +49 (0) 65 26 92 92 - 30 · www.noramco.de · invest@noramco.de

NORAMCO Asset Management S.A. · 53, rue de la Gare · Postfach 135 · L-6402 Echternach
Tel. +352 727- 444 - 0 · Fax +352 727- 444 - 30 · www.noramco.lu · invest@noramco.lu