

Substanzhaltige Unternehmen bieten ausgezeichnete Chancen

Interview mit Jan Ehrhardt, Vorstand der DJE Kapital AG und Fondsmanager des DJE – Dividende & Substanz und des DJE – Asien High Dividend

Wie sehen Sie die Entwicklung der internationalen Aktienmärkte in naher Zukunft?

Grundsätzlich ist das weltweite Makro-Umfeld von vielen Gefahren geprägt, die sich in den letzten Jahren zugespitzt haben und deren Bewältigung in der Regel bisher nur aufgeschoben wurde. Insbesondere die Verschuldung der Industrienationen wird in den kommenden Jahren auf allen Ebenen (Staat, Haushalte, Unternehmen) eine Belastung darstellen und vermutlich zu einem schwächeren Wachstum führen. Das Bewertungsniveau der Aktienmärkte spiegelt diese Probleme allerdings bereits wider, so dass sich gerade bei substanzhaltigen und strategisch gut aufgestellten Unternehmen ausgezeichnete Chancen ergeben. Die Dividendenrendite vieler Branchen befindet sich gerade in Relation zu Staatsanleihen auf sehr hohem Niveau. Zudem dürften sich Wachstumsregionen in Asien durch die Konzentration auf ihren Binnenkonsum von den Problemen der Industrienationen abkoppeln.

Welche Kriterien nutzen Sie überwiegend, um die Portfolios des DJE – Dividende & Substanz und des DJE – Asien High Dividend zu selektieren?

Wir arbeiten mit einer Kombination aus einer Top-down-Analyse volkswirtschaftlicher Kriterien zu einzelnen Ländern und Regionen und einer Bottom-up-Analyse einzelner Unternehmen, die wir für interessant halten. Der Schwerpunkt liegt bei den Ergebnissen der Bottom-up-Analyse. Die Unternehmen, die wir entweder selbst besuchen oder zu einem intensiven Gespräch in unserem Haus empfangen, müssen bestimmte Kriterien erfüllen, um ins Portfolio aufgenommen zu werden.

In erster Linie sollten sie eine überdurchschnittliche Dividende zahlen, die auch in den kommenden Jahren noch zahlbar, möglichst sogar steigerbar sein sollte. In dieser Hinsicht haben wir natürlich bestimmte Größenordnungen definiert, in denen sich die jeweilige Dividende bewegen sollte, wobei das keine fixe oder starre Größe ist. Im Zweifel würde ich eher in ein Unternehmen investieren, das vier Prozent statt – wie vielleicht bei einem Konkurrenten – fünf Prozent Dividende zahlt, dessen Management aber in den Analysegesprächen wirklich glaubhaft machen kann, dass die Ausschüttung in den kommen-

den Jahren weiter gesteigert werden kann. Investiert wird zudem nur in Werte, die eine ausgezeichnete Bilanzqualität aufweisen.

Wofür steht das Wort Substanz im Fondsnamen des DJE – Dividende & Substanz?

Es steht für eine eingehende Bilanzanalyse, die wir durchführen. Wir versuchen stets solche Unternehmen für den Fonds zu finden, die möglichst geringe oder keine Schulden haben und über eine gewisse Nettoliquidität verfügen. In der Regel ist nur dann ein bestimmtes Leverage beziehungsweise eine gewisse Gewinnausweitung durch die Neuaufnahme von Krediten möglich, was bei einem bereits stark verschuldeten Unternehmen nicht mehr der Fall ist. Dabei versuchen wir, das Unternehmen als Ganzes zu sehen. Uns reicht es nicht aus, nur die Eigenkapitalrendite zu betrachten, weil dabei die Berücksichtigung des Gesamtkapitals zu kurz kommen würde. Bei der Analyse untersuchen wir zudem die Werthaltigkeit einzelner Bilanzposten sehr genau. Dazu braucht man natürlich den direkten und intensiven Kontakt zu den Unternehmen. Relativ hohe immaterielle Vermögensgegenstände oder ein hoher Goodwill werden beispielsweise kritisch gesehen.

Wer unterstützt Sie beim Research, kaufen Sie Daten zu?

Grundlage für unsere Entscheidungsfindung ist unser internes Research. Das Team besteht derzeit aus elf Spezialisten. Es wird weitestgehend auf eine strenge Sektorzuordnung verzichtet. Dies ist Teil unseres Researchansatzes und unseres Verständnisses, den Aktienmarkt zu begreifen. Ziel ist, über den eigenen Sektor hinaus Zusammenhänge zu erkennen und interdisziplinäre Rückschlüsse ziehen zu können. Dennoch gibt es bestimmte Stärken und Spezialgebiete einzelner Analysten. Bei der Erhebung und Aufbereitung volkswirtschaftlicher Daten wird mit Kooperationspartnern zusammengearbeitet, zum Beispiel Ned Davis Research.

Wie pflegen Sie den Kontakt zu Unternehmen, die Sie auswählen? Ist das Gespräch entscheidend für die finale Auswahl der Aktie?

Die Gespräche mit den Unternehmensvorständen haben eine sehr hohe Bedeutung, denn der



Jan Ehrhardt

regelmäßige Kontakt mit Branchenvertretern höchster Ebene gibt den besten Einblick in die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens. Dabei sind der Gedankenaustausch und der Bezug auf andere Branchen sowie die generelle Volkswirtschaft auch ein wichtiger Bestandteil, um neue Ideen zu generieren. Ähnlich wie bei Gesprächen mit dem Management sind die Besuche von Unternehmen vor Ort oder von Unternehmen bei der DJE Kapital AG in Pullach von großer Bedeutung. Nur durch den regelmäßigen direkten Kontakt sind ein Gefühl für das Unternehmen und der Aufbau eines Vertrauensverhältnisses möglich. Teilweise werden Unternehmen über viele Jahre hinweg „begleitet“. Pro Jahr finden etwa 300 Unternehmensbesuche statt. Der Kontakt erfolgt im Wesentlichen durch regelmäßige Treffen mit dem Management des Unternehmens. Ferner wird durch Telefonate in kürzeren Abständen für einen kontinuierlichen Nachrichtenfluss gesorgt.

Sehen Sie beim DJE – Asien High Dividend Wechselkurschancen im Hinblick auf die Euro-Schwäche?

In der Summe schon. Einerseits profitiert der in Euro notierte DJE – Asien High Dividend von der Stärke der asiatischen Währungen. Vor dem Hintergrund der geringeren Verschuldung vieler asiatischer Staaten dürfte die Währungsaufwertung gegenüber dem Euro auch weiter anhalten. Andererseits exportieren viele asiatische Firmen einen erheblichen Teil ihrer Produktion nach Europa. Der niedrige Eurokurs wirkt sich folglich negativ auf diese Firmen aus. Aus diesem Grund setzt der Fonds auch verstärkt auf binnenorientierte asiatische Unternehmen, welche von der zunehmenden Kaufkraft der Konsumenten profitieren. Letztendlich ist der Effekt der Euro-Schwäche somit positiv für den DJE – Asien High Dividend.

„Substanzhaltige Unternehmen bieten ausgezeichnete Chancen“ .../Fortsetzung

Sehen Sie in Asien die Produzenten und Konsumenten der Zukunft und damit weiteres Potenzial für den DJE – Asien High Dividend?

Ein interessantes Potenzial für den DJE – Asien High Dividend ergibt sich aus vielen Aspekten. Da ist zum Beispiel die niedrige Verschuldungsquote der Staaten, Unternehmen und Privatpersonen. Im Vergleich zu den westlichen Industrieländern sind die Löhne niedrig. Dafür fallen die Sparquoten hoch aus, daraus resultiert viel Potenzial für den Konsum, dessen Niveau sich wegen geänderter Konsumgewohnheiten erhöht. Außerdem nimmt die Mobilität durch die stark steigenden Kfz-Anschaffungen zu. Die Binnenkonjunktur ist stark. Die Anzahl der Absolventen an den Universitäten steigt.

Welchen Anlagehorizont würden Sie den Anlegern für die beiden Produkte Ihres Hauses empfehlen? Eignen sich die beiden Produkte - auch bei einer möglichen Inflation - als Basisinvestments?

Einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont, hier sprechen wir von mindestens fünf Jahren. Besser noch einen kompletten Wirtschaftszyklus von zum Beispiel sieben Jahren, damit der Anleger von den Stärken dieses Managementansatzes profitieren kann. Der Anlagehorizont sollte mit der Risikoneigung sowie der -bereitschaft des Anlegers konform sein. Aufgrund der value-orientierten Anlagestrategie eignen sich beide Fonds unseres Erachtens als Basisinvestment.

Bislang fällt das Augenmerk vor allem dann auf substanz- und dividendenstarke Unternehmen, wenn es in der Wirtschaft kriselt. Diese Unternehmen bieten einen Puffer, der bis zu einem bestimmten Grad Kursverluste dämpfen kann, die durch die allgemeine Stimmung an den Märkten eintreten. Nutzt eine Dividendenstrategie ebenso in Zeiten, wenn die Wirtschaft wieder Tritt fasst und die Konjunkturerholung eintritt?

Als gutes Beispiel dient hierzu das Jahr 2004. In diesem Jahr erholte sich die Wirtschaft nach der New-Economy-Krise wieder. Gleichzeitig stiegen in dieser Zeit vor allem die Dividendenwerte überdurchschnittlich stark. Hintergrund war unter anderem die Tatsache, dass Anleger nach den starken Kursverlusten bei Technologieaktien defensivere Aktien bevorzugten. Ein ähnliches Szenario erscheint vor dem Hintergrund der aktuell hohen Risikoaversion ebenfalls möglich. Zudem kommt hinzu, dass viele ehemals teure Wachstumsfirmen aus dem Telekommunikations- oder Technologiesektor inzwischen Titel mit hohen Dividendenrenditen geworden sind, welche ebenfalls von einem Wirtschaftsaufschwung profitieren sollten.

Verhalten sich substanz- und dividendenstarke Werte in den einzelnen Phasen des Konjunkturzyklus unterschiedlich?

Traditionell entwickeln sich Value-Aktien in schwachen Konjunkturphasen besser. Das Besondere an der Dividenden- beziehungsweise Value-Strategie ist aber vielmehr, dass man immer die günstigen Firmen kauft. Zudem ändern sich die Branchen mit hohen

Dividendenrenditen. Im Jahr 2000 waren beispielsweise Versicherungen oder Telekommunikationsaktien sehr teuer. Zu diesem Zeitpunkt kamen sie nicht in Betracht, was sich in Anbetracht der starken Kursrückgänge der Folgejahre als richtig erwiesen hat. Inzwischen verfügen viele dieser Werte über Dividendenrenditen von sechs Prozent und mehr. Gerade im Vergleich zu den Verzinsungen von deutschen Staatsanleihen erscheinen diese Renditen sehr attraktiv.

Gibt es markante Unterschiede bei der durchschnittlichen Dividendenrendite in den verschiedenen Anlageregionen?

Sehr hohe Dividendenrenditen beobachtet man aktuell vor allem in Europa und in einigen Schwellenländern. In Japan und in den USA sind die Dividendenrenditen hingegen seit vielen Jahren deutlich niedriger. Dementsprechend fokussieren sich die zwei DJE-Dividendenfonds auch auf diese Regionen. Markante Unterschiede bei der durchschnittlichen Dividendenrendite fallen zudem bei einzelnen Sektoren auf. Energieversorger, Immobilienaktien, Ölgesellschaften, Pharmawerte, Telekommunikationsunternehmen sowie Versicherungen verfügen aktuell über die höchsten Dividendenrenditen.

Das Interview fand am 28. Juni 2010 statt.