

# «Der beste Zins heisst Dividende»

**FUW-FONDSMANAGERINTERVIEW** Phil Cliff, M&G Pan European Dividend Fund, setzt auf Wachstum.

Herr Cliff, die Dividende ist der neue Zins, heisst es unter Investoren. Gilt das auch noch, wenn die Zinsen wieder steigen? Die Differenz zwischen einer soliden Bondrendite und der Rendite einer guten Dividendenaktie ist so gross, dass die Zinsen schon erheblich steigen müssen, bis sie den Aktien gefährlich werden. Danach sieht es nicht aus, besonders nicht in Europa, wo die EZB mit ihren Anleihenkäufen das Zinsniveau noch bis mindestens September 2016 sehr niedrig hält.

**Aktien bedeuten aber auch Risiko.** Selbstverständlich sind Aktien nicht immun gegen einen Kursrückschlag. Aber das sind Bonds auch nicht. Wiegt man das Risiko gegen die Chancen ab, fällt die Wahl rasch und fast konkurrenzlos auf Aktien. Titel mit attraktiver Dividende sind nicht nur einträglicher als Anleihen, sie bieten auch einen gewissen Schutz nach unten. Ich würde also sagen: Die Dividende ist nicht nur der neue oder der bessere, sondern sogar der beste Zins.

**Was macht eine gute Dividendenaktie aus?** Unser Ansatz ist, nicht einfach auf Valoren mit hoher Dividendenrendite zu fokussieren, die quasi Bonussind sind wie beispielsweise der Telecomsektor. Eine hohe Ausschüttung kann auch ein Zeichen ungenügender Wachstumsperspektiven sein. Der Aktienkurs ist deshalb niedrig und die Rendite hoch. Uns geht es um eine kontinuierlich steigende Ausschüttung. Der Mehrertrag ist so über die Zeit bedeutend höher.

**Die absolute Rendite interessiert Sie nicht?** Doch, doch. Die Dividendenrendite muss mindestens einen Prozentpunkt über dem Marktdurchschnitt liegen. Aber ob wir einen Titel dann kaufen oder nicht, hängt von den Wachstumsaussichten ab: Ist ein Unternehmen finanziell und am Markt bestens positioniert und in der Lage, langfristig Gewinn und Ausschüttung zu steigern? Das Modell sieht so aus: Zählt eine Gesellschaft heute beispielsweise 4€ und wächst jährlich 10%, nimmt die Dividende kontinuierlich zu und beträgt zwanzig Jahre später rund das Siebenfache.

**Wie funktioniert das in der Praxis? Telecom schliessen Sie aus.** Auch Versorgeraktien. Sie haben zwar eine ansehnliche Rendite, aber der Sektor ist wachstumsarm. Selbst bei klassischen Dividendenwerten aus dem Nahrungsmittel- und Getränkektor sind wir zurückhaltend – nicht weil es an konstanter Entwicklung fehlt. Die grossen Konsumgütertitel wie Nestlé, Unilever und Procter & Gamble sind die naheliegende Wahl jedes Investors, der einen Bonussatz sucht, und daher tendenziell teuer respektive träge. Uns interessieren unterbewertete Aktien mit guter Rendite und soliden Wachstumsaussichten.

**Zum Beispiel?** Finanzen und Energie bilden den Value-Teil des Fonds, langfristige Investments mit reichem Potenzial, wobei aktuell Finanzen über- und Energie leicht untergewichtet sind. Zyklischer Konsum und aus-



**Keine Schweizer Banken, auch nicht Versicherer?** Mit Novartis und Roche ist die Schweiz, wenn auch in einem anderen Sektor, gut vertreten. Versicherer haben wir allgemein auf ein noch kleines Übergewicht abgebaut, mit Prudential, unserem Mutterhaus, das in Asien kräftig expandiert, und Sampo aus Finnland als Schlüsselpositionen. In Sampo bin ich seit zwölf Jahren investiert, seit ich Fondsmanager bin, also schon vor meiner Zeit bei M&G.

**Weshalb Versicherungsaktien reduziert?** Die hohen Bondportfolios der Branche stimmen, und wahrscheinlich nicht nur uns, zurückhaltend. Sie rentieren kaum noch und werden längerfristig, wenn die Zinsen steigen, an Wert verlieren.

**Was spricht für Nordea und Intesa?** Nordea Bank glänzen mit einer Dividendenrendite von knapp 6% und einer realistischen Steigerung der Ausschüttung um mindestens 10% in den nächsten zwei Jahren. Intesa rentieren etwas mehr als 2%, dafür hat das Institut dank den hohen und weiter wachsenden Spareinlagen in Italien grossen Entwicklungsspielraum.

**Gibt es ausser Sampo andere Werte, die Sie seit Jahren halten?** Oh ja, Novartis beispielsweise halten wir schon recht lange, auch Roche – beide sind ausgezeichnete Unternehmen, die ihre Dividende regelmässig steigern.

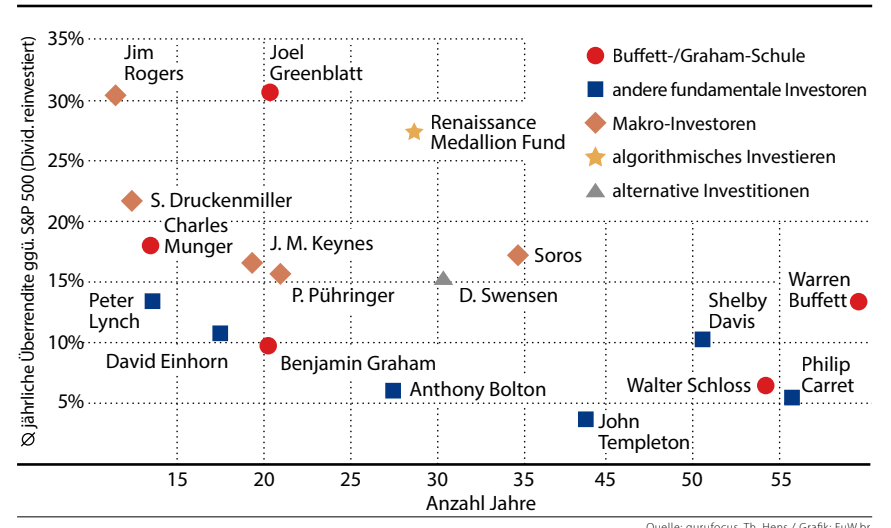
**Wie lange bleibt ein Titel im Fonds?** Solange der Investmentcase stimmt, gibt es grundsätzlich keinen Grund, einen Titel zu verkaufen. Ausser, er hat einen Wert erreicht, bei dem wir denken, dass sich anderswo langfristig eine bessere Möglichkeit bietet. Durchschnittlich schauen wir eine neue Idee pro Monat an. Bei etwas mehr als vierzig Positionen im Fonds bedeutet das einen relativ geringen Umschlag.

**Die Prioritäten eines Unternehmens könnten sich ändern, mehr Gewicht auf Forschung und Entwicklung, eine grosse Investition, eine Übernahme. Wie zuverlässig ist die Dividendenstrategie?** Erstklassige Unternehmen verändern ihre Strategie nicht über Nacht. Roche und Novartis, um beim Beispiel zu bleiben, investieren kräftig und sind, gerade deswegen, zuverlässige Dividendenzahler. Es gilt, das ganze Set-up eines Unternehmens zu beurteilen – Geschichte, Marktposition, Innovation, Bilanz – und, sehr wichtig, das Management zu kennen.

**Welche Performance bietet ein Dividendenfonds dem Anleger?** Ein Dividendenfonds macht vielleicht relativ zum Index nicht das Maximum in der Hausse, aber wenn die Märkte korrigieren, hält er sich deutlich besser als der Gesamtmarkt. Das gibt über einen ganzen Börsenzyklus einen erheblichen Mehrwert. Und wenn der Fonds zu den Besten des Sektors zählen will, muss er durchschnittlich 3 bis 4 Prozentpunkte jährlich über dem Index liegen, was uns bisher im Dreijahresvergleich gelungen ist.

INTERVIEW: HANSPETER FREY

Grosse aktive Investoren



## Bewusster anlegen mit Evolutionary Finance

Anleger sollten wissen, wo im Finanzbiotop sie sich bewegen.

THORSTEN HENS

Ein wesentlicher Unterschied zwischen Mensch und Tier ist das Bewusstsein. Menschen sind sich bewusst, dass sie leben und welche Rolle sie in der Gesellschaft spielen. Die meisten Tiere agieren instinktiv, das heisst, sie sind impulsiv und können ihre Handlungen nicht durch Reflexion verändern.

Leider investieren die meisten Anleger eher wie Tiere als wie Menschen – oder manche wie Pflanzen, ich komme darauf zurück. Sie agieren gegen den Markt, ohne zu reflektieren, welche anderen Akteure den Markt ausmachen. Wenn ein Anleger Gewinn macht, sieht er darin sein Geschick, aber kaum einer überlegt, welche anderen Investoren ihm den Gewinn ermöglicht haben und wie lange sie dazu noch bereit sind.

### Lehre aus Fauna und Flora

Diese Sicht wird durch die traditionelle Finanzmarktforschung gestärkt – die rationale und die behaviorale (verhaltensbezogene). Bei der rationalen Sicht des Marktes, die in Eugene Famas Effizienzmarkthypothese gipfelt, wird angenommen, dass jeder Anleger rational ist, während die Behavioural Finance, zum Beispiel vertreten durch Robert Shiller, davon ausgeht, dass viele Investoren einfache Heuristiken benutzen. In beiden Varianten haben die Anleger aber kein Bewusstsein dafür, was die anderen machen, da sie deren Verhalten durch das des Marktes ersetzen – als ob er eine eigene Persönlichkeit hätte.

Die evolutionäre Finanzmarktforschung begreift den Markt als Zusammenspiel rationaler und behavioraler Akteure. Wie in der Natur können Investoren grob wie folgt klassifiziert werden: Die Pflanzen sind passive Anleger, die ihre Wertschriften kaufen und daran nach dem Motto Buy and Hope festhalten. Pflanzen beziehen ihre Energie aus der Sonne und von Rohstoffen. Analog dazu ist der Ertrag der passiven Anleger durch die Ausschüttungen (Dividende, Zins etc.) gegeben.

Die Tiere sind aktive Anleger, die das Ziel «Buy Low – Sell High» haben. Es ist klar, dass die Summe der Renditen der aktiven Investoren nicht höher als die Summe der Renditen der passiven sein kann, denn wenn ein aktiver niedrig gekauft und hoch verkauft hat, muss es andere geben, die hoch gekauft und niedrig verkauft haben. Wie bei den Tieren, die ihre Energie nur durch Zerstörung anderer Lebewesen erzielen können, verdient ein aktiver Anleger seine Rendite auf Kosten eines anderen.

### Weshalb aktiv?

Die Pflanzenwelt der Investoren ist sehr heterogen. Manche halten Obligationen, andere Aktien, manche nur wenige Einzeltitel, andere Indizes. Ebenso vielfältig ist die Tierwelt der Anleger. Es gibt zum Beispiel Value-Investoren, die von einem Unterschied zwischen Preis und Wert ausgehen. Sie kaufen unterbewertete Anlagen und verkaufen, wenn sich die Lücke geschlossen hat. Auf der anderen Seite die Trendfolger, die kaufen, wenn eine

Anlage im Preis gestiegen ist, und verkaufen, wenn das Preismomentum abebbt. Interessanterweise leben Value- und Momentum-Investoren in einer Symbiose. Ohne Momentum-Anleger käme es nicht zur Differenz von Preis und Wert, ohne Value-Investoren würde das Momentum-Lager das Finanzsystem so weit destabilisieren, dass es zusammenbräche.

Man mag sich fragen, wozu es die aktiven Anleger denn überhaupt braucht. Wäre die Welt nicht besser, gäbe es nur Pflanzen? Wie in der Natur wäre dies ein fataler Trugschluss, denn auch die Pflanzen brauchen die Tiere, da diese beim Atmen den Sauerstoff in Kohlendioxid verwandeln, den die Pflanzen wiederum in der Photosynthese in Sauerstoff umwandeln. Die passiven Investoren können nur dann erfolgreich sein, wenn es für Unternehmer die richtigen Anreize gibt, gute Wertpapiere auf den Markt zu bringen. Dazu müssen aktive Anleger die Chancen erahnen, sodass die Marktpreise die richtigen Signale setzen, um die wirtschaftliche Aktivität zu steuern.

Leider gibt es in der Finanzwelt wenig Toleranz und kein Verständnis für die Notwendigkeit der Heterogenität der Anleger. Jeder glaubt, er habe den besten Investitionsstil, und würde am liebsten alle anderen Akteure verbannen. Die passiven Anleger rufen nach einem Verbot der Hedge Funds, sie nennen Venture Capitalists «Heuschrecken» und beschimpfen aktive Investoren insgesamt als Spekulanten – ohne zu begreifen, dass sie damit am eigenen Ast sägen.

### Dem Markt Sorge tragen

Die aktiven Anleger andererseits sind sehr eitel. Jeder glaubt, der Beste zu sein, und versucht, passive Investoren zu überzeugen, ihm Geld anzuvertrauen. Jeder findet eine Sichtweise, nach der seine Renditen unübertroffen sind. Der Star der Value-Investoren, Warren Buffett, hat in 55 Jahren den S&P-500-Index mindestens 10% p.a. geschlagen – jedoch ist er durch einige Verlustperioden gegangen. Einer der erfolgreichsten Hedge Funds, Renaissance Medallion, generiert durch sehr schnelle Algorithmen kleinere, aber recht stabile Renditen (vgl. Grafik).

Es braucht Artenvielfalt für das effiziente Zusammenspiel des Finanzmarktes. Das Herz eines Kolibris schlägt 500, das eines Menschen 70 und das eines Blauwals 6 Mal pro Minute. Der Kolibri ist quasi ein Hochfrequenzhändler, der Mensch ein aktiver Fondsmanager und der Blauwal ein Value-Investor mit ganz langem Atem. Jede Strategie erfüllt eine sinnvolle Rolle, und es braucht Innovationen. Auch wenn sich nur wenige langfristig halten – ohne Innovationsprozess können keine neuen Nischen erschlossen werden.

Die Analogie zur Evolution hilft jedem Anleger, sich bewusst zu werden, welche Rolle er im Finanzbiotop spielt. Auch der Regulator kann von dieser Sichtweise nur profitieren, da sie ihn sehr umsichtig werden lässt, in dieses Biotop einzugreifen.

Thorsten Hens, Professor am Swiss Finance Institute der Universität Zürich und Partner von Behavioural Finance Solutions (BhFS).

Facts & Figures

## Powerhouse

**M&G geht auf Municipal & General Securities zurück**, gegründet 1901 in London. Dreissig Jahre später schrieb das Finanzhaus mit der Lancierung des ersten britischen Publikumsfonds Geschichte. Als einer der führenden Fondsanbieter in Europa verwaltet M&G heute mehr als 370 Mrd. € für private und institutionelle Kunden. Das aktiv bewirtschaftete Aktienvermögen beträgt allein über 87 Mrd. €. **Phil Cliff** startete seine Fondsmanagerkarriere 2003 bei Threadneedle, ebenfalls mit einem Dividendenfonds. Für M&G ist er seit 2012 tätig.

HF

Top-10-Positionen relativ zum Index

	Anteil im Fonds in %	Anteil im Markt in %	Relative Gewichtung
Novartis	5,2	2,7	2,5
Intesa Sanpaolo	5,2	0,6	4,6
Nordea Bank	5,1	0,5	4,6
Aviva	3,9	0,4	3,5
Reed Elsevier	3,5	0,4	3,1
Hugo Boss	3,5	0,1	3,4
Inchape	3,3	0	3,3
Svenska Cellulosa	3,1	0,2	2,9
Golar	3,1	0	3,1
BAT	2,9	1,2	1,7

Quelle: M&G, Stand Ende Mai

M&G Pan Europe Dividend Fund

Valor	4 323 511
Lancierung	Juli 2008
Volumen (Ende Mai)	88 Mio €
Ausschüttung	Thesaurierend
Ausgabekommission	4%
Verwaltungsgebühr	1,5%
Ter	1,75%
Sharp Ratio (3 Jahre)	1,63
Performance (in %)	1 Jahr 3 Jahre 5 Jahre
M&G Pan Europe Dividend	25,3 81,6 85,5
Benchmark MSCI Europe	19,1 81,2 90,3
Morningstar Rating	★★★★

Quelle: www.fuw.ch, Verzeichnis Marktdaten