



BNY MELLON

Meriten

INVESTMENT  
MANAGEMENT

---

## Thema des Monats Dezember 2012

# Die Stärke der Dividenden – James Harries, Investment-Direktor bei Newton Investment Management Limited, über die weltweite Suche nach ertragreichen Aktien

---

Angesichts der lediglich moderaten Erträge, die für die meisten bedeutenden Anlageklassen nach wie vor erwartet werden, ist das Kaufinteresse an ertragsorientierten Investments ungebrochen. James Harries, Investment-Direktor für die globalen Fonds von Newton Investment Management Limited (Newton), ist der Meinung, dass sich die Anleger als wichtige Komponente ihrer langfristigen Gesamterträge deshalb zurzeit auf das Potenzial von Dividenden fokussieren. Außerdem betont er, dass die Dividendenrenditen im Vergleich zu anderen Ertragsinvestments momentan weltweit attraktiv sind. In diesem Zusammenhang weist Harries auf diverse Studien hin, welche die gebündelte Schlagkraft reinvestierter Dividenden belegen. Darüber hinaus kann ein Fokus auf die Dividendenrenditen seiner Auffassung nach auch hilfreiche Anhaltspunkte bei der Identifizierung überdurchschnittlich erfolgreicher Unternehmen liefern, die ihr Kapital diszipliniert und effizient einsetzen und auch ihre Cashflows entsprechend steuern.<sup>1</sup>

### Worauf ist das erneute Kaufinteresse der Anleger an Unternehmen, die Dividenden ausschütten, zurückzuführen?

**James Harries:** Meiner Meinung nach gibt es dafür mehrere Gründe. Zunächst einmal sind die Erträge vieler traditioneller Anlageformen seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise gesunken. So sind beispielsweise die Zinsen an den etablierten Märkten immer noch ebenso niedrig wie die Renditen der entsprechenden Staatsanleihen. Gleichzeitig bleiben die Investoren gegenüber anderen Anlageklassen – wie beispielsweise hypotheken-gesicherten Wertpapieren – skeptisch. Aufgrund der Schlagzeilen, die momentan aus der Finanzwelt vermeldet werden, sowie mit Blick auf jene Anleger, die während der globalen Finanzkrise mit solchen Papieren Verluste erlitten haben, richtet sich das allgemeine Kaufinteresse meiner Meinung nach deshalb zurzeit wieder auf ungehebelte, transparente und nachvollziehbare Investments, die sowohl laufende Erträge als auch ein längerfristiges Kapitalwachstum bieten.

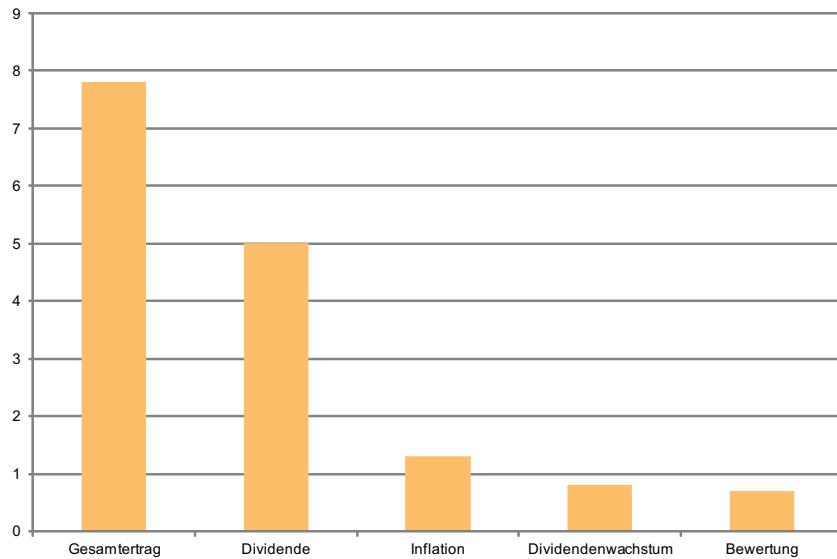
### Halten Sie diese Tendenz hin zu Dividenden also für eine Komponente eines allgemeinen Trends, im Rahmen dessen sich die Anleger nach der globalen Finanzkrise nun wieder auf die Grundlagen von Aktieninvestments besinnen?

**James Harries:** Das ist durchaus möglich, denn schließlich sind einige Investoren von eher exotischen Anlageformen enttäuscht worden. Ich bin allerdings der Meinung, dass zwei entscheidende Hauptargumente bereits seit jeher für einen ertragsorientierten Ansatz bei Aktieninvestments sprechen. Zum einen belegt eine Vielzahl von Studien, dass Kapitalerträge in Form reinvestierter Dividenden auf lange Sicht einen wesentlichen Bestandteil der Gesamterträge darstellen können. Zum anderen können Anleger, die konzentriert in Ertragsaktien investieren, von einer Reihe positiver Eigenschaften profitieren, welche Unternehmen, die solche Aktien emittieren, tendenziell aufweisen. Außerdem können Dividendenrenditen unserer Meinung nach auch dabei helfen, den richtigen Zeitpunkt für den Kauf oder Verkauf einer Aktie zu ermitteln. Steigt die Rendite einer Aktie und sinkt gleichzeitig ihr Kurs, so handelt es sich dabei unseres Erachtens um einen günstigen Kaufzeitpunkt. Sinkt jedoch die Rendite, während der Aktienkurs gleichzeitig ansteigt, wäre das unserer Auffassung nach eher eine günstige Verkaufsglegenheit.

<sup>1</sup> Beispiele: „What Drives Long-Term Equity Returns“, Researchbericht von MSCI, Januar 2010; Dimson, Marsh und Staunton, „Global Investment Returns Yearbook“, Credit Suisse Research Institute, 2008; Jeremy Siegel, *The Future for Investors* (New York: Random House), 2005; Robert D. Arnott, „Dividends and the Three Dwarfs“, *Financial Analysts Journal*, 2003. 3 Arnott, ebd.

Diese Studie aus dem Jahr 2003 deutet darauf hin, dass der Großteil der jährlichen Kapitalerträge über einen Zeitraum von 200 Jahren in Form von Dividenden erzielt wurde. (vgl. Grafik 1).

**Grafik 1: Dividenden als wichtigste Komponente des Gesamtertrages (alle Angaben in %)**



Quelle: Robert D. Arnott, „Dividends and the Three Dwarfs“, Financial Analysts Journal, 2003. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Daten basieren auf den durchschnittlichen Ergebnissen voneinander unabhängiger Aktienresearch-Aktivitäten. Für den Zeitraum von 1802 bis 2002 stehen keine tatsächlichen, lückenlosen Wertentwicklungsergebnisse zur Verfügung. Sonst würden diese Ergebnisse von den hier dargestellten Ergebnissen insgesamt abweichen. Bitte beachten Sie auch mögliche Rundungsdifferenzen.

Langfristig orientierte Anleger können also attraktive Kapitalerträge generieren, indem nicht einfach nur Dividenden an sie ausgeschüttet werden, sondern indem sie diese Dividenden reinvestieren und damit weitere Aktien erwerben. Dieser „Zinseszinseffekt“ der Investmenterträge kann auf lange Sicht ebenfalls ein starker Hebel für die Kapitalerträge sein.

Sofern auch nach einem Rückgang des Aktienkurses weiterhin Dividenden ausgeschüttet werden, sollten Investoren zudem davon profitieren, dass sie bei einer Reinvestition dieser Erträge mehr Aktien erhalten als es vor diesem Kursseinbruch der Fall gewesen wäre. Die Kombination aus Ertragsausschüttung und Reinvestition bei einem gleichzeitig attraktiven Bewertungsniveau kann deshalb eine effektive Möglichkeit darstellen, bei einem vergleichsweise geringen Risiko langfristig ein Kapitalwachstum zu erzielen. Aus diesem Grund fungieren Dividenden nicht nur als Absicherung des Rückschlagrisikos in Baissephasen (denn sofern sie einigermaßen stabil bleiben, steigen sie im Verhältnis zum Kapitalwert eines Investments an), sondern steigern auch die Erträge, wenn sich die Märkte wieder erholen. Denn schließlich investieren erfolgreiche Anleger, wenn die Aktienkurse am Markt niedrig sind.<sup>2</sup>

### Nennen Sie bitte einige Eigenschaften von Unternehmen, die regelmäßig Dividenden ausschütten.

**James Harries:** Unserer Meinung nach kann ein Fokus auf Unternehmen, die regelmäßig Bardividenden auszahlen, ein Portfolio zur Folge haben, das sich aus vernünftig bewerteten Firmen mit nachhaltigen Cashflows zusammensetzt. Darüber hinaus haben diese gut geführten und solide finanzierten Unternehmen bei der Allokation der Anlagegelder ihrer Aktionäre stets auch die langfristigen Kapitalerträge im Blick. Deshalb sind Dividenden unseres Erachtens wesentlich mehr als nur eine Komponente des Gesamtertrags einer Aktie. Vielmehr liefern sie auch konkrete Hinweise auf die Profitabilität einer Firma. Außerdem verspricht das Management eines Unternehmens damit praktisch, den Cashflow, den die Firma erwirtschaftet, regelmäßig an die Aktionäre auszuschütten.

<sup>2</sup> „Dividends Matter“, Citibank, Oktober 2008

Darüber hinaus vertreten wir die Auffassung, dass regelmäßige Dividendenausschüttungen auch dazu beitragen, die Interessen der Unternehmensleitung mit denen der Aktionäre in Übereinstimmung zu bringen, sofern das Management in Form von Belegschaftsaktien (mit Sperrfrist) anstatt mit Optionsscheinen vergütet wird. In diesem Fall ist der Verdienst der Firmenchefs nämlich eher von den Erträgen der Aktionäre abhängig als von Aktienoptionen, deren Inhaber keinen Dividendenanspruch haben. Wir sind ferner der Meinung, dass ein Unternehmen, das eine solche „Dividendenzusage“ gemacht hat, liquide Mittel wohl kaum einfach ungenutzt in seiner Bilanz belassen oder für möglicherweise riskante Projekte wie Unternehmensübernahmen und -fusionen zweckentfremden wird. Außerdem senkt eine solche Zusage unseres Erachtens nach auch die Wahrscheinlichkeit dafür, dass das Management einer Firma zu hohe Schulden macht.

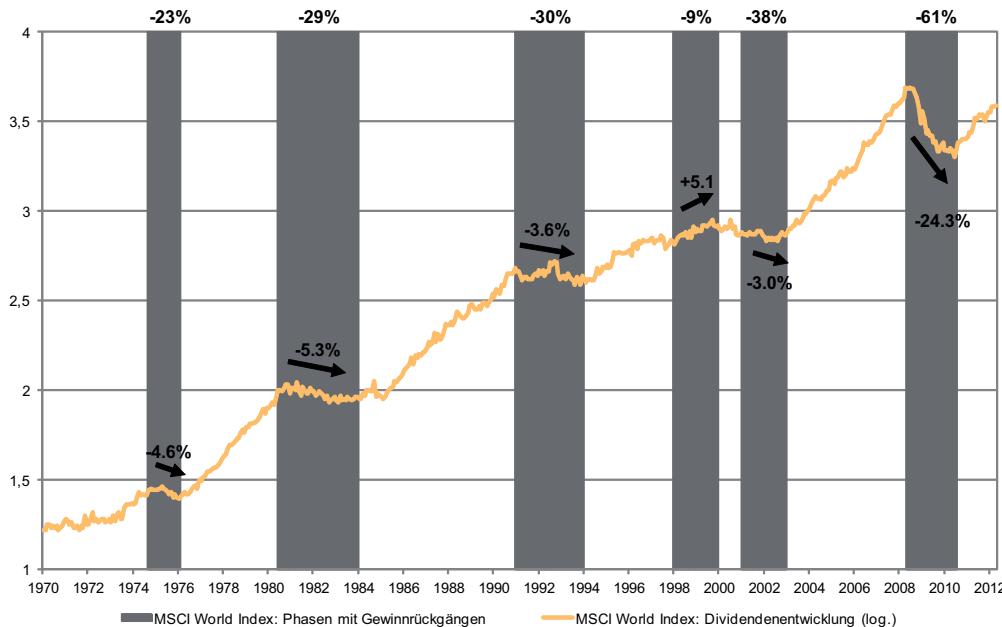
### Welche Trends erkennen Sie bei Dividendenausschüttungen in den Schwellenländern/volkswirtschaften?

**James Harries:** Der Aufwärtstrend bei den Dividendenausschüttungen ist ein globales Phänomen. So stellen wir fest, dass immer mehr Unternehmen darüber nachdenken und auch dazu bereit sind, ihre Dividendenstrategie auf den Prüfstand zu stellen – und zwar unabhängig davon, wo diese Firmen gerade börsennotiert sind. Viele interessante Anlagechancen haben wir beispielsweise in Regionen und Ländern wie Asien und Brasilien identifiziert, die man normalerweise nicht mit Ertragsinvestments in Verbindung bringen würde. Außerdem setzt sich bei den Unternehmensleitungen inzwischen zunehmend die Auffassung durch, dass die Anleger eine klare Dividendenpolitik wirklich honorieren. Und nicht zuletzt zeichnen sich Firmen aus den Schwellenländern häufig durch immer noch sehr hohe Beteiligungen der jeweiligen Eigentümerfamilien aus. Nachdem sie Ereignissen wie der Asien-Krise Ende der 1990er Jahre erfolgreich getrotzt haben, halten viele dieser Familien regelmäßige Dividendenausschüttungen mittlerweile nämlich für eine effektive Möglichkeit, damit die einzelnen Familienmitglieder ihre Engagements mit Hilfe dieser Liquidität noch breiter streuen können. Da umfassende Dividendenzahlungen an den Schwellenländermärkten noch vor einigen Jahren nicht allzu weit verbreitet waren, hatte man seinerzeit befürchtet, dass die Ausschüttungen in schwierigen Zeiten ausgesetzt werden könnten. Angesichts der jüngsten Ereignisse hat sich diese Annahme jedoch als nicht zutreffend erwiesen.

### Weshalb zahlen viele Unternehmen trotz rückläufiger Gewinne auch weiterhin Dividenden, und was sagt dies über die Stabilität von Dividenden insgesamt aus?

**James Harries:** Meiner Meinung nach möchten Firmen, die einmal eine Dividende ausgeschüttet haben, diese Vorgehensweise auch beibehalten. Schließlich wäre es ein negatives Signal für den Markt, wenn man die Dividende senken oder sogar komplett aussetzen würde. Vor diesem Hintergrund haben wir die Widerstandsfähigkeit der Dividenden in Phasen globaler Gewinnrückgänge zwischen 1970 und 2011 analysiert und dabei festgestellt, dass die Dividenden bei rückläufigen Gewinnen lediglich moderat gesunken sind (siehe Grafik 2). An dieser Stelle möchte ich außerdem darauf hinweisen, dass dieser auf lange Sicht moderate Rückgang der Dividenden zu einem Großteil dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 geschuldet war. Denn damals erhielten viele Finanzinstitute staatliche Hilfen und waren deshalb schlicht gezwungen, ihre Dividendenausschüttungen zu reduzieren. Vor der Finanzkrise waren die Dividenden hingegen im Durchschnitt sogar um 2,4% angestiegen, während die Unternehmensgewinne gleichzeitig um 25% zurückgegangen waren.

Grafik 2: Dividenden an den globalen Aktienmärkten blieben trotz rückläufiger Gewinne stabil



Quellen: Datastream, Analysen von Newton, März 2012.

Historische Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

**Frage:** Was entgegen Sie auf die vorgebrachte Befürchtung, dass die Umsetzung einer ertragsorientierten Strategie zur Folge haben könnte, dass Unternehmen mit einem lediglich geringen Wachstumsspotenzial ausgewählt werden, weil Dividendenausschüttungen dafür sprechen, dass es einer Firma einfach an anderen Investitionsoptionen oder -ideen mangelt?

**James Harries:** Ich halte dieses Argument für nicht stichhaltig. Im Rahmen einer renommierten Studie zum US-Aktienmarkt haben Rob Arnott und Cliff Asness gezeigt, dass die Auszahlungsquote eines Unternehmens sowie das Gewinnwachstum sogar positiv miteinander korreliert sind.<sup>3</sup> Und eine noch aktuellere Studie belegt diese positive Korrelation auch für Nicht-US-Aktien.<sup>4</sup> Außerdem sollten wir uns vor Augen halten, dass der Ertrag einer Aktie nicht einfach nur darauf beruht, wie schnell eine Firma mittels eines bestimmten Kapitaleinsatzes ihre Gewinne steigern kann, sondern auch darauf, wie schnell dies einem Unternehmen im Vergleich zu den Erwartungen gelingt. Darüber hinaus neigen einige Investoren unserer Meinung nach dazu, für den Faktor Wachstum zu viel zu bezahlen, während sie den Kapitalbedarf für die Finanzierung dieses Wachstums gleichzeitig unterschätzen. Dadurch laufen die Investoren allerdings Gefahr, dass ihre Erträge auf lange Sicht beeinträchtigt werden. Aus diesem Grund vertreten wir die Auffassung, dass sich langfristig orientierte Anleger mittels ertragsorientierter Investments vor diesem speziellen Risiko schützen können.

**Frage:** Welche speziellen Risiken weisen ertragsorientierte Investments auf, und wie können Anleger diese Risiken reduzieren?

**James Harries:** Meines Erachtens gibt es zwei entscheidende Risiken. Das erste besteht darin, die Rendite eines Unternehmens mit dessen Wert gleichzusetzen. Am Anleihenmarkt spricht eine hohe Rendite auch für ein hohes Risiko. Dies gilt aber nicht zwangsläufig auch für den Aktienmarkt. Verringern kann man dieses Risiko mittels eines soliden Fundamentalresearchs, um so jene Firmen herauszufiltern, die für sich genommen zwar bereits viel versprechende Investments darstellen, zusätzlich aber noch eine attraktive Dividende bieten. Darüber hinaus neigen ertragsorientierte Anlagestrategien dazu, sich bei stark steigenden Märkten unterdurchschnittlich zu entwickeln. Deshalb besteht aber die Möglichkeit, dass die Investoren die Geduld verlieren und zugunsten kurzfristiger Gewinne von einer soliden, langfristig ausgerichteten Anlagestrategie abrücken.

<sup>3</sup> Robert D. Arnott und Clifford S. Asness, „Surprise! Higher Dividends=Higher Earnings Growth“, Financial Analysts Journal, 2003

<sup>4</sup> Gwilym, Seaton, Suddason, Thomas, „International Evidence on the Payout Ratio, Earnings, Dividends and Returns“, Financial Analysts Journal, 2006

#### Hintergrundinformationen:

Vorliegendes Dokument wurde durch die Meriten Investment Management GmbH, die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt.

Es beinhaltet weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Sie beinhalten auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden dürfte. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen der Meriten Investment Management GmbH zum Zeitpunkt der Drucklegung wider. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen.

Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen oder Schätzungen spiegeln unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Die Meriten Investment Management GmbH oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufpositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben.

Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Die Meriten Investment Management GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Meriten Investment Management GmbH reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie den wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der Meriten Investment Management GmbH, Elisabethstraße 65, 40217 Düsseldorf oder unter [www.meriten.de](http://www.meriten.de) bezogen werden.

Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkursschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück.

Dieses Material ist nur für professionelle Kunden bestimmt und nicht zur Aushändigung an Privatkunden gedacht bzw. darf von diesen nicht als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Sollte die Meriten Investment Management GmbH Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt die Meriten Investment Management GmbH Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält die Meriten Investment Management GmbH hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch die Meriten Investment Management GmbH verwaltete oder vertriebene Fondsvolumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Sie erhöht sich nicht durch die an die Meriten Investment Management GmbH gezahlten Entgelte. Eine direkte Belastung des Investors erfolgt nicht. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen.

Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden.

Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handelns der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht.