



ARC ALPHA Equity Story Leaders

Die beste aller Welten oder ein Schönheitswettbewerb?

Internationale Aktienanleger befinden sich unverändert im Höhenrausch, zumindest wenn diese in US-Aktien, besser noch in die Glorreichen Sieben, investiert sind. Der US-Aktienmarkt mit den 500 größten Unternehmen (S&P500) hat in den letzten 12 Monaten fast 38 % zugelegt (Stichtag 30.06.24). Dazu haben allein die großen sieben US-Technologiewerte 33 % beigetragen, alle anderen 493 börsennotierten Unternehmen zusammen nur 5%. Die Aktienrallye erfolgte rein selektiv und höchstkonzentriert, erst in den letzten Tagen konnte man eine Art Rotation erkennen, einen ersten Favoritenwechsel, wie wir ihn schon seit Monaten erwarten. Aber es bleibt abzuwarten, ob die Rotation der letzten Tage eine nachhaltige Markttiefe erfährt – denn – während man bei den großen Technologiewerten fast jede dunkle Wolke am Konjunkturhimmel mit dem Verweis auf Künstliche Intelligenz neutralisieren vermag, sieht es in den anderen Sektoren oftmals anders aus. Das der Rallye der Technologiewerte zugrundeliegende „Beste aller Welten“-Szenario (endlos steigende Umsätze und Gewinne dank KI) lässt sich abgesehen von der Hoffnung auf allgemein steigende Produktivitätsgewinne kaum übertragen. Hier bedarf es harter Anforderungen an ein wachsendes Wirtschaftsumfeld bei niedrigen Zinsen.

In der Nicht-KI-Welt gelten die harten ökonomischen Gesetze jenseits bereits weit getragener Wunschvorstellungen – geopolitische Spannungen, De-Globalisierungstendenzen, Protektionismus, Zölle und nicht zuletzt auch in der Folge hartnäckige Inflation und weniger optimistische Zinsszenarien. Über allem schwebt das Damoklesschwert überbordender Staatsverschuldung, dies- wie jenseits des Atlantiks, in Form einer offenbar unverändert fortgesetzten EU-Kommissionspolitik sowie immer wahrscheinlicher werdender Trumponomics 2.0.

Der oben angeführte Wertbeitrag der Glorreichen Sieben in Höhe von 87 % an der Gesamtmarktentwicklung ist vor diesem Hintergrund beeindruckend und lässt sich analytisch weiter in seine Bestandteile zerlegen. So ist lediglich ein Drittel mit gestiegenen Gewinnerwartungen der Unternehmen zu erklären (im „Beste aller Welten“-Szenario). Zwei Drittel sind auf eine sogenannte Multiple-Expansion zurückzuführen, d. h. die Anleger sind bereit, für dieselben zukünftigen Gewinne auf einmal viel mehr zu bezahlen. Auch hier könnten makroökonomische Szenarien zugrunde liegen – so rechtfertigen stark fallende Zinsen aufgrund ihrer relativen Wirkung durchaus höhere Multiples, allerdings erscheinen derartige Szenarien im aktuellen Umfeld wenig belastbar.

Es wäre spannend zu erfahren, wie der berühmte Ökonom John Maynard Keynes (1883-1946), der leider nie mit einem Nobelpreis gewürdigt wurde, die aktuellen Kapitalmärkte, das Investorenverhalten und die Wirtschaftspolitik der großen Blöcke beurteilen würde. Bekannt wurde der „Keynesianismus“ in der Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre, in dem das Gedankenmodell von John Maynard Keynes den Mehrwert eines starken Staates und vor allem



auch staatlicher Investitionen zur Glättung konjunktureller Einbrüche betont. Auch heute werden gerne seine Thesen zitiert, aber meist missbräuchlich benutzt, um kleinteilige staatliche Eingriffe zu rechtfertigen oder bereinigende Marktkräfte zu neutralisieren.

Weniger bekannt sind seine Gedanken und Arbeiten zu Aktienmärkten, insbesondere zur Entwicklung von Spekulationsblasen. Dazu entwickelte er das Gedankenmodell eines Schönheitswettbewerbs, der das rationale Investorenverhalten aushebelt. Wäre die Aktienbörse ein normaler Wettbewerb, so würde ein rationaler Anleger die aus seiner Sicht besten Aktien auswählen, bei denen das Verhältnis aus Preis, erzielbarem Wert und Risiko stimmt. Beim Keynesianischen Schönheitswettbewerb gewinnt aber der Anleger, der nicht die unbedingt besten Aktien kauft, sondern stattdessen auf die Aktien setzt, auf die vermutlich die meisten anderen setzen. Diese Art des Reflektierens begünstigt eine Art Lemminge-Effekt, der alle in dieselben Aktien treibt. Fundamentale Erwägungen und somit auch Bewertungen (Multiples) spielen keine Rolle. In derartigem Agieren erkennt Keynes die Grundlage von Spekulationsblasen, die zunächst zu einer sich selbsterfüllenden Prophezeiung führen.

Als Vermögensverwalter in Aktien sehen wir uns weder in dem einen noch dem anderen Lager, weder setzen wir allein auf ein sehr optimistisches Szenario, noch laufen wir der Menge hinterher.

Unsere Strategie, Equity Story Leaders, steht für die Selektion qualitativ hochwertiger Unternehmen aus nachhaltigen Wachstumsbranchen bei ausgeprägt defensiven Eigenschaften.

Unser Fonds per 30.06.2024

Unser auf durchschnittlich 30 Qualitätstitel konzentrierter Fonds (H-Tranche) hat seit Jahresbeginn zugelegt, die Wertentwicklung beträgt +5,24 % und liegt damit hinter der Morningstar-Vergleichsgruppe (+8,49 %) und dem Weltaktienindex MSCI Welt EUR Net (+15,18 %). Hauptursache für die schlechtere Wertentwicklung ist neben einem vergleichbaren Untergewicht im teuren US-Technologiesektor vor allem die Bremswirkung der Nebenwerte im Portfolio. So liegt der MSCI Welt Nebenwerte EUR Net seit Jahresbeginn bei nur +3,1 %.

Mit jedem neuen erreichten Allzeithoch in den USA und den großen Technologiewerten, erreichen auch die Bewertungsanomalien im abgelaufenen Quartal neue historische Ausmaße.

So erreichen die Bewertungsspannen zwischen Regionen und Stilen wie USA|Rest der Welt, Growth|Value, Große Aktientitel|Nebenwerte kaum mehr zu rechtfertigende Niveaus. Einerseits sind die Treiber für diese Entwicklung – Zinssenkungs- und KI-Wachstumshoffnungen – intakt, andererseits verdunkeln sich viele makroökonomische Indikatoren.

Die in den ersten Tagen des neuen Quartals auch von uns erwartete Rotation in günstigere Titel und Nebenwerte steht vor einer Bewährungsprobe. Den Schlüssel für die weitere Entwicklung haben die Notenbanken und Politiker, letztere im Hinblick auf De-Globalisierungstendenzen und sich ausweitende Handelskonflikte.



Bei den aktuellen Bestandspositionen gehörten zu den Quartalsgewinnern Eiffage (Frankreich) mit +7,8 %, BB Biotech (Schweiz) mit +7,0 % und Qinetiq (Großbritannien) mit +6,8 %. Zu unseren Quartalsverlierern gehörten Mowi (Norwegen) mit -5,8 %, Constellation Brands (USA) mit -4,6 % und Stryker (USA) mit -3,7 %, jeweils in Euro.

Im abgelaufenen Quartal haben wir uns von den Positionen Barry Callebaut, BayWa, Deutsche Post, Deutsche Telekom, GFT Technologies, Huber + Suhner, Neste Oy sowie Piaggio getrennt, dafür Positionen erworben in BB Biotech, BMW, KSB, Stryker und TotalEnergies.

Aktuell sind wir in 32 Unternehmen investiert, die sich ausgewogen über globale Trends von Agrarrevolution bis hin zur innovativen Wasserversorgung verteilen, wobei aktuelle Marktführer gegenüber vermeintlich zukünftigen Gewinnern bevorzugt werden. Etwa ein Drittel unserer Positionen sind als Nebenwerte zu bezeichnen.

Unsere fünf größten Portfoliogewichte zum Quartalsende: Alphabet (USA) 4,8 %, Garmin (Schweiz) 4,4 %, Vertex Pharmaceuticals (USA) 4,1 %, Qinetiq (Großbritannien) 4,0 % und Microsoft (USA) 3,7 %.

Thomas Böckelmann, Juli 2024, Frankfurt am Main



Rechtliche Hinweise

Dies ist eine Werbemitteilung. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Erträge. Die Dolphinvest Capital GmbH übernimmt keine Gewähr dafür, dass eventuell im Rahmen des Fonds-Insights abgegebene Marktprognosen erzielt werden. Das Urheber- bzw. Leistungsschutzrecht bleibt bei der Dolphinvest Capital GmbH. Die Veränderung und Bearbeitung außerhalb der Grenzen des Urheberrechts in anderen elektronischen oder gedruckten Publikationen ist ohne ausdrückliche Zustimmung des Autors nicht gestattet. Die durch uns erstellten Inhalte und Werke auf diesen Seiten unterliegen dem deutschen und internationalen Urheberrecht. Alle auf den verschiedenen Seiten genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Kennzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Marken- und/oder Kennzeichenrechts sowie den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass die jeweiligen Marken- oder Kennzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Alle hier abrufbaren Inhalte werden Ihnen lediglich als werbliche Information zugänglich gemacht. Die Artikel dienen ausschließlich der unverbindlichen werblichen Information und stellen weder ein Angebot noch eine Beratung, Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers, eines Finanzinstruments oder einer Finanzanlage noch eine Bestätigung von Bedingungen eines Geschäfts dar. Sie können eine anleger- und anlagegerechte Beratung durch Ihre Bank oder einen anderen unabhängigen Finanzberater vor dem Abschluss eines Wertpapiergeschäftes nicht ersetzen. Diese Information stellt keinen Prospekt dar und ist nicht als Entscheidungsgrundlage für die Beurteilung einer hierin beschriebenen Anlagemöglichkeit gedacht. Den Chancen eines Finanzinstruments stehen stets auch entsprechende Risiken wie z. B. Kursschwankungen oder Ausfallrisiken gegenüber. Die in Bezug genommenen Wertpapiere können im Wert steigen oder fallen. Potenziellen Anlegern wird daher empfohlen, sich vor einer Anlageentscheidung eingehend über die Wertpapiere und die damit verbundenen Risiken zu informieren.

Verkaufsunterlagen und weitere Informationen zu in Bezug genommenen Wertpapieren (insbesondere Verkaufsprospekt, Anlagebedingungen, aktuelle Jahres- und Halbjahresberichte und wesentliche Anlegerinformationen) können Sie in deutscher Sprache unter www.dolphinvest-capital.eu abrufen.

Alle Inhalte wurden nach bestem Wissen und sorgfältiger Prüfung erstellt. Gleichwohl können wir Irrtümer oder Druckfehler nie völlig ausschließen. Auch ist die Gültigkeit der Informationen auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser werblichen Information beschränkt. Die aktuellen politischen oder wirtschaftlichen Entwicklungen der Märkte, die Änderung gesetzlicher Bestimmungen oder andere wesentliche Umstände können dazu führen, dass die hier dargestellten Informationen, Daten und Meinungsäußerungen gegebenenfalls auch kurzfristig ganz oder teilweise überholt sind. Änderungen dieses Dokuments bleiben daher ebenfalls vorbehalten.

Kontakt Daten

Dolphinvest Capital GmbH
Schwindstraße 10
60325 Frankfurt am Main
Telefon: 069 33 99 78 - 25
info@dolphinvest.de | www.dolphinvest-capital.eu