

Bert Flossbach

„Bei Nvidia ist die Gefahr vielleicht am größten“

Der bekannte Fondsmanager Bert Flossbach gibt Tech-Aktien wegen hoher Kurse nur noch begrenzte Chancen. Das größte Risiko wittert er beim populärsten US-Chip-Wert Nvidia.



Bert Flossbach hat sich bereits in der Finanzkrise einen guten Ruf erarbeitet, als er sein jetzt 37 Milliarden Euro schweres Flaggschiffprodukt mit geringen Einbußen durch den Börsencrash navigierte. Mit dem Handelsblatt spricht der 62-jährige über seine Anlagestrategie.

Herr Flossbach, der Dax hat erst am Montag ein weiteres Rekordhoch markiert. Erreichen wir noch die nächste runde Marke von 18.000 Punkten?

Ja, die Frage ist nur wann. Eigentlich haben sich die Aktienkurse der großen in Deutschland gelisteten Unternehmen in den vergangenen Jahrzehnten ja kaum verändert, was man am sogenannten Kurs-Dax ablesen kann. Der bezieht Dividendenzahlungen nicht mit ein, ähnlich wie andere populäre Indizes, wie beispielsweise der S&P 500 an der Wall Street. Deshalb eignet sich der Kurs-Dax besser als der Dax zum Vergleich mit anderen Länderindizes.

US-Aktien konnten sich in diesem Jahrtausend mehr als verdreifachen, trotz zweier großer Börsenkrisen, plus Corona-Crash, plus Ukrainekrieg. Die deutschen sind in diesem Vergleich nur etwa um ein Viertel gestiegen – ein krasser Unterschied ...

Das meine ich. Und nach dem Platzen der Internet-Aktienblase Anfang 2000 hat der Dax gut 70 Prozent verloren. Der Crash war größer als an fast allen anderen Märkten. Die Lektion für einen deutschen Anleger war immer: Du musst global investieren. Der Dax taugt dafür überhaupt nicht, was neben der regionalen Beschränkung natürlich auch an den gelisteten Unternehmen liegt.

Ist die Botschaft angekommen?

Ja. Der typische Deutsche kennt aus dem Dax vielleicht noch SAP und die Autowerte. Spätestens bei Brenntag hört es auf. Amazon und Apple kennt dagegen praktisch jeder.

Nun sind die bekannteren Aktien aber auch teurer ...

Da begegnen sich Welten. Die Dax-Aktien kommen im Schnitt auf ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12, beim S&P 500 sind es 20. Sind die amerikanischen Aktien deshalb zu teuer? Die großen

Tech-Werte pushen den Index, auch die Bewertungen. Aber sie sind gleichzeitig hochprofitabel. Bei den Unternehmensgewinnen punkten auch Gesellschaften wie PepsiCo und Visa, die wir in unseren Fonds haben. Die Anleger schauen vor allem auf die Gewinne, ob die nach oben gehen, weniger auf die Bewertungen.

Die unterschiedlichen Kursentwicklungen machen unsere eigene Börse beim Marktwert zum David, die Wall Street zum Goliath. Sind wir hoffnungslos abgehängt?

Die „schwerste“ US-Aktie Microsoft hat einen Börsenwert von drei Billionen Dollar. Das ist fast doppelt so viel wie alle 40 Dax-Werte zusammen. Wegen der moderaten Bewertungen wage ich zumindest diese Prognose: Die europäischen Aktien insgesamt werden die kommenden fünf Jahre höhere Anlagegewinne bringen als die deutschen Staatsanleihen. Schon ein Blick auf die Dividendenrendite reicht: Die liegt bei 3,4 Prozent für den MSCI Europe Index, während eine zehnjährige deutsche Bundesanleihe nur mit 2,3 Prozent rentiert. Das ist natürlich kein Anlagetipp, die Mehrzahl der spannenden Unternehmen befindet sich aus unserer Sicht außerhalb Europas.

Sind Sie mit dem eigenen Anlageerfolg zufrieden? Ihr Flaggschifffonds „FvS Multiple Opportunities“ erzielte im vergangenen Jahr 9,5 Prozent Rendite ...

Das war okay, kam aber nach einem von einer Vielzahl von Krisen geprägten Verlustjahr mit einem Minus von 12,4 Prozent.

Es fällt auf, dass im Aktienanteil des Fonds Konsumwerte fast 40 Prozent ausmachen. Ist das auch ein Risikopuffer, nach dem Motto: Geld zum Leben müssen die Menschen immer ausgeben?

In gewisser Weise. Wir haben beispielsweise schon lange Reckitt Benckiser, eine britische Firma, die Reinigungsmittel herstellt und Haushaltswaren, im Portfolio. Das Geschäft ist tatsächlich relativ konjunkturresistent und hat gute Margen. Das gilt ähnlich für die schweizerische Nestlé. Wir halten auch Starbucks und Procter & Gamble. In die Schublade Konsumwerte gehören außerdem Hersteller langlebiger Produkte wie Autos, etwa Mercedes-Benz. Das Beispiel zeigt: Anleger soll-

Vita

Der Manager Der 62-jährige Bert Flossbach steuert den 37 Milliarden Euro großen Mischfonds „FvS Multiple Opportunities“, der in zwei fast identischen Varianten angeboten wird. Flossbach verwaltete bereits in den 80er- und 90er-Jahren bei Goldman Sachs und der Matuschka-Gruppe Vermögen.

Das Unternehmen Flossbach von Storch wurde 1998 von Bert Flossbach und Kurt von Storch gegründet. Das unabhängige Kölner Unternehmen betreut mit etwa 350 Mitarbeitern rund 70 Milliarden Euro für private und institutionelle Kunden.

ten sich nicht von den Kategorien täuschen lassen, da können sehr unterschiedliche Firmen gelistet sein.

Sie haben den Anleiheanteil zuletzt auf elf Prozent gesenkt. Im November war die Quote noch bei 17 Prozent. Steckt die Angst vor höheren Zinsen dahinter?

Wir haben tatsächlich Gewinne mitgenommen, außerdem sind einige Positionen fällig geworden. Im Bestand sind jetzt kurzlaufende deutsche Bundesanleihen und US-Staatspapiere als verzinsten Kasseersatz, Dollar-Unternehmenstitel und VW-Hybridanleihen, die jeweils gut sechs Prozent Rendite pro Jahr bieten.

Warum der Sinneswandel?

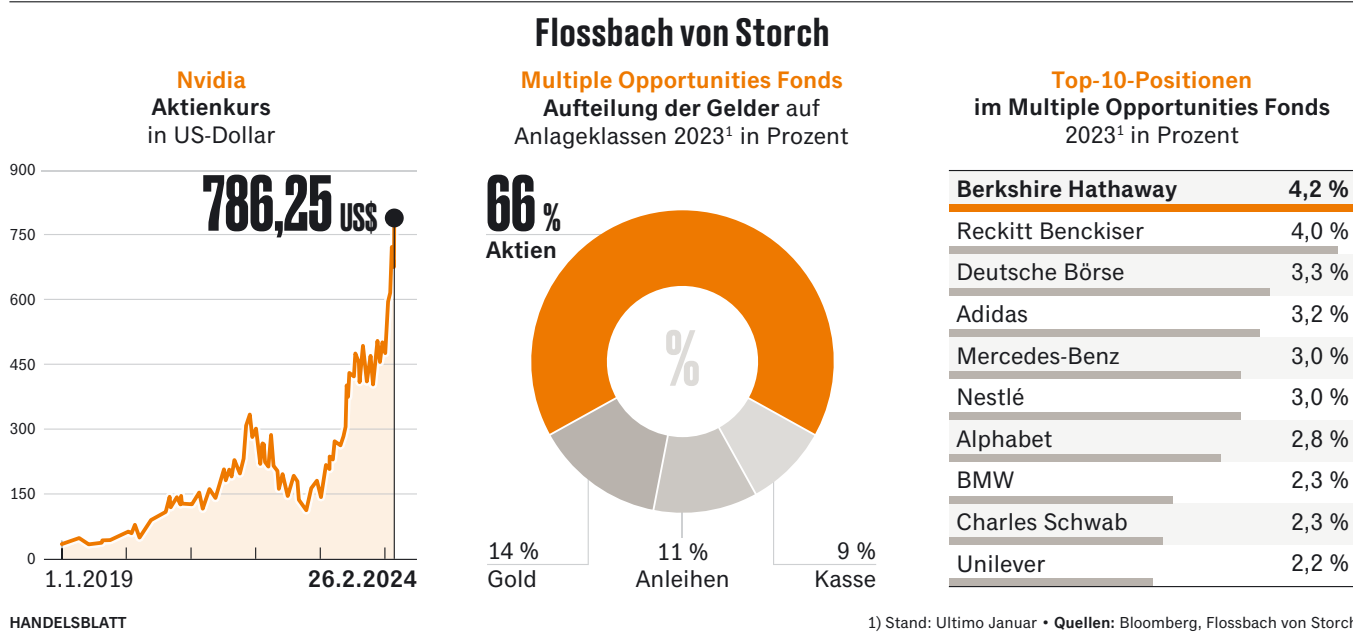
Die Zeit der großen Kursgewinne mit Anleihen ist erst mal vorbei. Die Inflation ist gesunken, auch wenn es noch einige Zeit dauern kann, bis sich die Teuerung dem Ziel der Notenbanken von zwei Prozent spürbar nähert. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe erwarten wir in diesem Jahr bei höchstens 3,0 Prozent. Das ist nicht mehr attraktiv. Anders sieht es in den USA aus, wo wir für kurzlaufende Staatstitel je nach Laufzeit 4,25 bis 5,0 Prozent bekommen, was über der Geldentwertung liegt. Hier können Währungsschwankungen aber ein Risiko sein.

Etwas mehr als ein Fünftel der Aktieninvestments im Fonds stecken in Finanzwerten. Banken profitieren von höheren Zinsen. Aber dieser Trend scheint erst einmal gestoppt. Warum also die hohe Quote?

Hier lohnt es sich, genauer hinzuschauen. Tatsächlich besitzen wir nur zwei Bankaktien, die in Summe drei Prozent des Fondswertes ausmachen. Die Geschäftsmodelle klassischer Großbanken sind sehr komplex, deswegen halten wir uns da fern. Wir investieren gerne in Unternehmen mit soliden Bilanzen und berechenbaren Gewinnaussichten und Geschäftsmodellen – wenn der Preis stimmt.

Was verbirgt sich dann hinter den Finanzwerten?

Beispielsweise unsere größte Position Berkshire Hathaway, die Beteiligungsgesellschaft von Warren Buffett, die als Finanzdienstleister klassifiziert



HANDELSBLATT



wird. Dazu kommen Visa, Deutsche Börse, die US-Börse ICE und der amerikanische Finanzdienstleister Charles Schwab.

Einige Branchen meiden Sie komplett, etwa den Immobiliensektor, der mit Krisenmeldungen Schlagzeilen macht ...

Aktuell sehen wir tatsächlich keinen Grund, da zu investieren. Bauen wird immer teurer, und die Zinsen sind gestiegen.

Das Gleiche gilt für den Energiesektor ...

Die Geschäfte der Ölkonzerne sind kaum berechenbar. Der Ölpreis ist schwer kalkulierbar, und der Trend geht generell weg von den fossilen Energieträgern.

Sie verzichten aber auch auf Unternehmen für erneuerbare Energien aus Wind und Sonne ...

Vor drei Jahren gab es große Kursfantasie für diese Unternehmen – dann kam der Crash, und die Aktien haben sich davon bis heute nicht erholt. Die staatliche Regulierung auf dem Feld ist außerdem wenig kalkulierbar, ebenso die Konkurrenz aus China. Solarmodul-Hersteller wie der Schweizer Konzern Meyer Burger möchten deshalb ihre Produktion in Deutschland aufgeben. Und dann ist es unglaublich schwer zu sagen, was ist grün und was ist nicht grün. Kurz und schlecht: Bei erneuerbaren Energien bewegt sich der Investor auf spiegelglattem Eis.

Gilt das auch für Aktien der großen US-Tech-Konzerne nach ihren enormen Kursgewinnen? Da sind Sie ja sicher investiert?

Wir haben von den sogenannten „Glorreichen Sieben“ lediglich Alphabet, Amazon, Microsoft und Apple im Portfolio. Die machen zusammen etwas mehr als ein Zehntel des Aktienbestandes aus.

Nvidia-Hauptsitz in Kalifornien:
Die Aktie hat aktuell einen historisch einmaligen Lauf.

”
Die Zeit der großen Kursgewinne mit Anleihen ist erst mal vorbei.

Das ist auf jeden Fall weit unter den 27 Prozent, die die erwähnten sieben Aktien, dazu kommen noch Meta, Nvidia und Tesla, im US-Index S&P 500 ausmachen. Ist das schon ein negatives Urteil über die künftigen Kurschancen?

Zunächst einmal: Wir sind da engagiert, weil es einen wichtigen Unterschied zu Energiefirmen und Banken gibt. Die Geschäftsmodelle sind berechenbar. Indexgewichtungen interessieren mich zwar nicht. Aber wir sind tatsächlich etwas vorsichtig, weil die Bewertungen dieser Aktien inzwischen recht hoch sind.

Seit einem Jahr erleben wir in dem boomenden Sektor noch zusätzlich den Hype rund um Künstliche Intelligenz. Bildet sich da eine Spekulationsblase, die bald platzt?

Nein, das war im Börsenjahr 2000 anders. Damals ist eine echte Blase bei den Internetaktien geplatzt. Da wurde am Ende sogar der Neue Markt bei uns dichtgemacht. Heute sehe ich keine vergleichbare Blase, aber eine Korrektur kann es natürlich immer geben. Das haben wir ja schon im vorletzten Jahr erlebt. Da gab es einen extremen Rückschlag, als Tesla oder Meta im Vergleich zum Allzeithoch temporär fast drei Viertel ihres Börsenwertes verloren.

Wäre das auch eine denkbare Größenordnung in der aktuellen Lage?

Eher nein. Aber die jüngsten extremen Kurssteigerungen sind, zumindest aus unserer Sicht, wohl nur schwerlich dauerhaft wiederholbar. Grundsätzlich wäre es schon zufriedenstellend, wenn die Kursgewinne dieser Aktien in den nächsten Jahren bei sieben bis zehn Prozent jährlich liegen würden – konstante Bewertungen unterstellt. Alphabet etwa verdient nur Geld mit Werbung. Damit kann das Unternehmen seinen Umsatz in ein paar Jahren wohl kaum mehr vervielfachen, auch die Gewinne werden nicht mehr dramatisch steigen. Das Kurspotenzial ist deutlich geringer als in den vergangenen zehn Jahren, allerdings ist auch die Bewertung mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von knapp 20 moderat.

Viele Investoren und gerade Großinvestoren sind zum Kauf von Tech-Aktien beinahe gezwungen, weil sie es sich oft nicht leisten können, am Ende entgangene Gewinne rechtfertigen zu müssen, wenn die Notierungen immer weiter steigen ...

Die vergangenen Kurssteigerungen waren enorm und haben eine starke Sogwirkung auf Anleger. Besitzt man sie, fühlt man sich gut, wenn es weiter nach oben geht. Ich nenne das Wohlfühlaktien. Das bittere Jahr 2022 mit den großen Rückschlägen haben alle schon wieder vergessen. Die Stunde der Wahrheit aber kommt, wenn einer der Konzerne mit den Zahlen den Markt enttäuscht.

Wo würden Sie am ehesten eine Enttäuschung erwarten?

Bei Nvidia ist die Gefahr vielleicht am größten.

Das Unternehmen hat aber am Mittwoch wieder sehr gute Zahlen vorgelegt, die Anleger waren begeistert, der Kurs sprang nach oben ...

Wir bleiben dennoch vorsichtig. Es ist unter allen Chipherstellern das mit 1,7 Billionen Dollar Marktkapitalisierung am höchsten bewertete – und wahrscheinlich weltweit auch eines der am besten geführten Unternehmen. Wir besitzen diese Aktie nicht. Warum? AMD greift Nvidia an, und Großkunden wie Microsoft, Amazon und Alphabet möchten eigene Prozessoren entwickeln. Nvidia bekam drei Mal in den vergangenen Jahren einen Kursschub: Zuerst beflügelte der Boom der Videospiele die Nachfrage nach den Chips und damit die Gewinne, dann waren es die Kryptowährungen und zuletzt die Entwicklungen rund um Künstliche Intelligenz. Die dominante Marktposition kann in diesem Sektor schneller erodieren als bei Unternehmen wie Microsoft, das sollte man bedenken.

Nvidia wird im Moment mit einer sehr hohen Kurs-Gewinn-Bewertung von 56 gehandelt, nach schon spektakulären Kursgewinnen der vergangenen Jahre ...

Für viele gute Firmen wird am Markt mittlerweile mehr bezahlt als in der Vergangenheit. Das ist ein zweischneidiges Schwert. Vermeintlich günstig bewertete Unternehmen können für Anleger auch zur Falle werden, wenn tiefe Kurse dann eben doch nicht steigen. Warren Buffett hat für Berkshire Hathaway auch Apple gekauft, damals für 35 Milliarden Dollar. Der Anteil ist heute 135 Milliarden Dollar wert. Es hat sich gelohnt, dabei zubleiben. Aber auch Apple ist nicht billig.

Die entscheidende Frage ist: Wo liegt der Kipppunkt? Wann sollten Anleger lieber aussteigen?

Die Risiken nehmen zu, auch weil der Trend zum passiven Investieren immer weiter um sich greift. Mit Umschichtungen der Anleger in Indexfonds auf den MSCI World, den S&P 500 oder Nasdaq wurden auch die Kurse der großen Tech-Aktien immer weiter befeuert.

Solche Investoren gelten häufig als unerschütterlich ...

Falsch. Auch passive Investoren werden hochaktiv, wenn sie Angst bekommen. Bisher spielt vielleicht noch etwas Gier mit, wenn Anleger nach den hohen Kursgewinnen mit Tech-Aktien weiter verdienen möchten und einen Nasdaq-Indexfonds kaufen. Wenn der Trend bei den Tech-Aktien einmal dreht, würden das aber natürlich auch ETF-Anleger deutlich zu spüren bekommen. Das wiederum könnte sie zu Verkäufen veranlassen. Das soll jetzt aber ausdrücklich keine Crash-Prognose sein.

Was wäre ansonsten die größte Gefahr für die Aktienmärkte?

Eine wirkliche Eskalation der geopolitischen Lage. Das wäre etwas, was man sich nicht vorstellen möchte.

Welchen grundsätzlichen Rat würden Sie Anlegern heute geben?

Drei Empfehlungen: Streue die Gelder, achte auf Qualität und berücksichtige Gold. Obwohl weiter Mittel aus Gold-Wertpapieren abfließen, hält sich der Metallpreis gut. Notenbanken investieren ihre Währungsreserven verstärkt in Gold, auch aus politischen Erwägungen, weil sie sich unabhängiger von US-Anleihen machen wollen. Aber es könnten auch Anleger dahinterstecken, die sich gegen geopolitische Risiken absichern möchten.

Vielen Dank für das Interview

Die Fragen stellte Ingo Narat.