

# Die Überrendite von Aktien – ein nicht ganz triviales Unterfangen



*Von Prof. Dr. Erwin W. Heri  
Professor für Finanztheorie  
an der Universität Basel und  
Verwaltungsratspräsident der  
Valartis Group AG, Baar*

Regelmässig nach Beginn des neuen Jahres werden von den einschlägigen Instituten die internationalen Langfristvergleiche unterschiedlicher Anlageklassen publiziert. In der Schweiz stützt man sich dabei in aller Regel auf die Arbeiten der Researchabteilung von Pictet & Cie in Genf, die eine Datenbasis zurück bis 1925 verwendet. Für die grossen internationalen Vergleiche stehen seit einigen Jahren die Arbeiten der London Business School um Elroy Dimson und seinen Mitarbeitern zur Verfügung (die seit neuestem von der CS gesponsert und vertrieben werden; *Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2009*). Dort wird mit einer internationalen Datenbasis zurück bis zum Beginn des letzten Jahrhunderts gearbeitet.

In all diesen Arbeiten kommt regelmässig die langfristige Überlegenheit von Aktien gegenüber den sonstigen traditionellen Anlagekategorien, wie Obligationen und Geldmarktanlagen, zum Vorschein. So ist beispielsweise ein realer (d.h. inflationsbereinigter)

US-Aktienindex über die letzten 109 Jahre um den Faktor 582 angestiegen (d.h. von 100 auf 58'200), während es der Obligationenindex gerade mal auf den Faktor 9,9 und der Geldmarkindex auf den Faktor 2,9 gebracht haben. Auf nomineller Basis entspricht dies einer durchschnittlichen Rendite p.a. von etwas über 9% für den Aktienindex, 5,2% für Obligationen und 4% für Geldmarktanlagen. Eine Darstellung der aktuellen Pictet-Daten für die Schweiz findet sich in der nebenstehenden Grafik.

Aus dieser Darstellung geht zum einen wiederum die langfristige Überlegenheit von Aktien gegenüber den anderen Anlageklassen hervor (der Immobilienindex beruht auf eigenen Schätzungen), zum anderen wird die Korrektur des Aktienmarktes im letzten Jahr in eine gewisse historische Perspektive gerückt. Natürlich wirkt das wie eine Ohrfeige für all diejenigen (auch für mich!), die jetzt gerade 50% und mehr ihrer Aktienwerte verloren haben. Faktum ist aber, dass über die betrachtete Zeitperiode die Aktienindizes in der Schweiz p.a. rund 7,5% Gesamtrendite (Total Return) erbracht haben, Immobilien rund 6% und Obligationen rund 4,5%.

Dies soll in dieser Kolumne aber gar nicht das Thema sein. Die Frage, die ich diskutieren möchte, ist, wie man als Anleger die entsprechende Performance von Aktien hätte erwirtschaften können (oder wie man sie gegebenenfalls in der Zukunft erwirtschaften kann). Es handelt sich dabei nämlich um ein nicht ganz triviales Unterfangen.

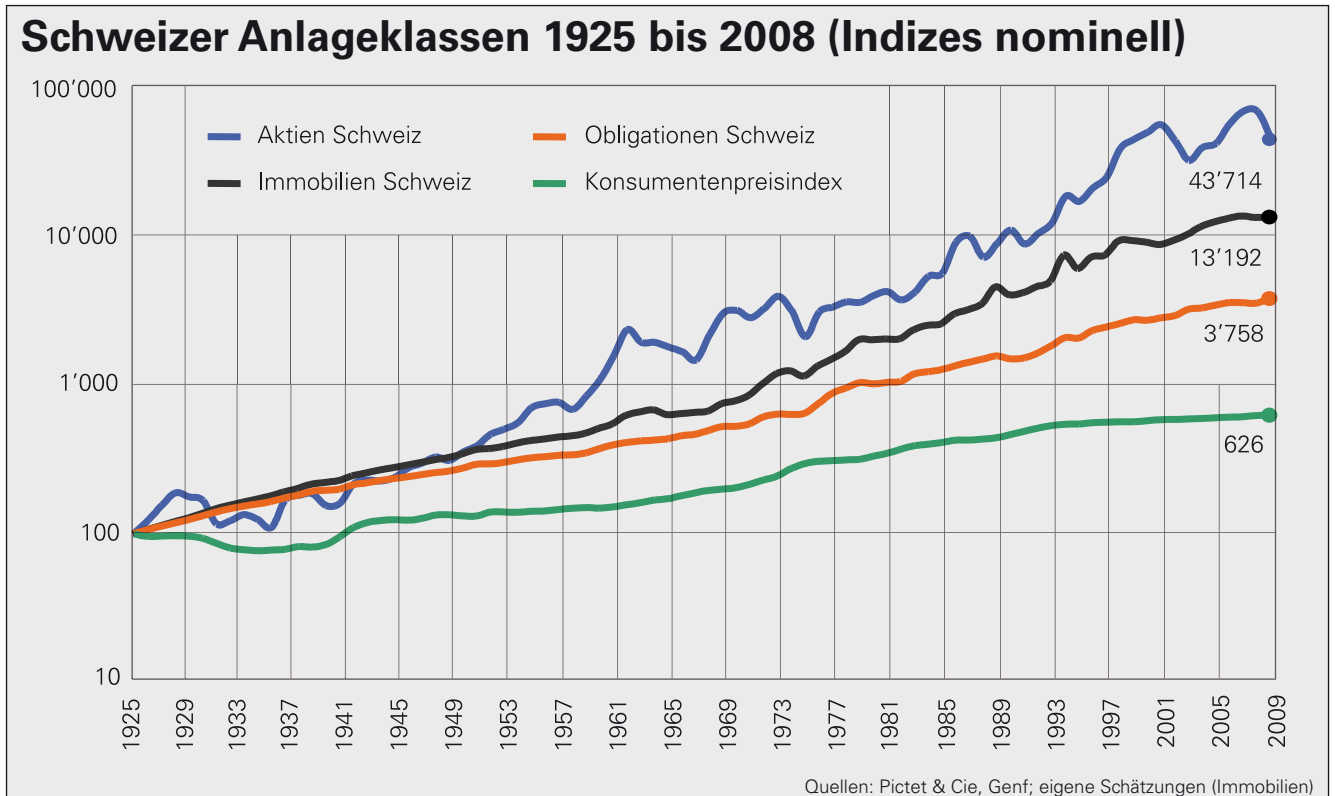
1. Wir haben es mit Indizes zu tun. Bekanntlich orientiert sich der durchschnittliche Schweizer Investor nicht am Index, sondern hat eine Vorliebe für Einzeltitel (der durchschnittliche Schweizer Aktienanleger hält gerade einmal drei unterschiedliche Titel in seinem Portfolio). Faktum ist, dass Einzeltitel mehr Risiken bergen, ohne dass man dafür zusätzliche Erträge erwarten kann.

2. Die jeweiligen Langfristuntersuchungen gehen immer von Gesamttrenditen aus. Bezüglich der Anlagestrategie heisst dies, dass jegliche Dividendenzahlung re-investiert werden muss. Wenn man, mit anderen Worten, die entsprechenden Renditen erwirtschaften will, dann ist jeglicher Cash-flow, der einem Aktienengagement entstammt, unverzüglich am entsprechenden Ort zu re-investieren. Wenn Dividendenzahlungen und ähnliches «verkonsumiert» werden, dann reduziert sich der jährliche Portfolioertrag um die Dividendenrendite, sprich um etwa 2,5 bis 3 Prozentpunkte p.a., was einen Gesamtertrag ergibt, der nicht mehr wesentlich über der Obligationenrendite liegt.

3. Die errechneten Renditen ergeben sich aus einer «Buy-and-Hold»-Strategie. Eingegangene Indexpositionen werden langfristig gehalten. Entsprechend entstehen auch keine Transaktionskosten. Wenn man das Gefühl hat, man müsse sein Portfolio – wegen «heisser Tips» oder was auch immer – beispielsweise einmal im Jahr «drehen», dann entstehen daraus Transaktionskosten, die sehr schnell ganze Prozentpunkte p.a. ausmachen können. Dabei sind die Transaktionskosten sicher, der Renditeerfolg aber nicht («Hin- und Her macht Taschen leer» ist nicht nur ein geflügeltes Wort).

Wenn diese drei Merkpunkte zusammenkommen, dürfte es auch langfristig schwer sein, mit einem Aktienengagement überhaupt eine Rendite zu erwirtschaften – geschweige denn eine Überrendite.

Es ist gut zu wissen, dass Aktien langfristig die anderen Anlageklassen übertrumpfen. Auch im langfristigen Kontext ist aber diese Überlegenheit nicht dergestalt, dass man ohne Wenn und Aber in irgendwelche Aktien investieren könnte. Ausgewogenes und ausgesprochen diszipliniertes Vorgehen ist eine notwendige Bedingung für



den langfristigen Erfolg. Dabei hilft es auch, wenn man weiss, dass einzelne der Disziplinelemente geradezu in

Widerspruch stehen zu den persönlichen Erfolgsfaktoren von Anlageberatern und Asset Managern. Hier gilt es,

einen «goldenen Mittelweg» zu finden – oder die richtigen Anlageberater.

[www.erwinheri.ch](http://www.erwinheri.ch) ●