

Es gibt keine Chance ohne Risiken

STRATEGIE Erfolgreiches Anlegen muss langfristig und systematisch ausgerichtet sein und Schwankungen konsequent aushalten können.

Roman von Ah

Börsen-Baissen werfen die Frage nach Aktien-Alternativen auf. Einfache Antwort: Klar gibt es Alternativen. Ob sie besser sind, ist eine offene Frage. Wetten wir heute, welche Anlage in zehn Jahren mit hoher Wahrscheinlichkeit überdurchschnittlich gut abschneidet, setze ich persönlich Geld auf eine richtig diversifizierte Aktienstrategie.

EINE EINFACHE RECHNUNG

Weshalb haben Aktien einen Mehrwert? Eine Aktie (Aktienindex) ist ein Bündel zukünftiger Dividenden, abdiskontiert auf heute. Eine einfache Rechnung veranschaulicht dies.

Es gilt: Aktienertrag (A) = aktuelle Dividendenrendite (D) + Wachstum Dividende (wD) + Bewertungsänderung vB (zum Beispiel höhere oder tiefere KGV). Letztere spielt längerfristig keine Rolle; deshalb bleibt: Der erwar-

tete Aktienertrag ergibt sich aus $A = D + wD$. Die Zukunft einzelner Unternehmen ist unsicher.

Für Volkswirtschaften gilt: Das Volkseinkommen (BIP) wächst und schwankt mit der Konjunktur. Das Nominalwachstum des BIP ist Inflation (1,5 bis 2,5% in Normalzeiten) plus Re-

«Auf wenige Titel zu setzen, gefährdet die Erzielung der Risikoprämien.»

alwachstum (1 bis 2%). Letzteres entspricht dem Bevölkerungs- und Produktivitätswachstum (Effizienzverbesserungen, Innovationen). Das Dividendenwachstum sämtlicher Firmen bewegt sich um 4 bis 6%.

Auch hier veranschaulicht die Mathematik die Verhältnisse. Die Annah-

men lauten: Summe Dividenden aller Unternehmen (D) des BIP 5%, Fremdkapital (FK) 60%, Kreditzins (rFK) 3,5%, Eigenkapital (EK) 40%, zu bestimmende EK-Rendite (rEK). Ohne FK entspricht die EK-Rendite (rEK) den Dividenden: $rEK = D = 5\%$; mehr kann nicht verteilt werden. Eine Kreditaufnahme FK erhöht die Eigenkapitalrendite rEK: $FK \times rFK + EK \times rEK = D$. In Zahlen: $60\% \times 3,5\% + 40\% \times rEK = 5\%$, woraus eine rEK von 7,25% folgt. Die volkswirtschaftlich erreichbare Aktienrendite liegt historisch bei 7 bis 10% pro Jahr.

Anlagerenditen oberhalb risikoloser Zinsen heissen Risikoprämien (siehe Grafik). Sie hängen mit der Makroökonomie (Aggregation aller Firmen und Haushalte) zusammen. Je grösser die Risiken, umso höher muss der Ertrag sein. Nur was ökonomisch fundiert zukünftige Cashflows bringt und Zusatzrisiken adäquat entschädigt, wird von Märkten mit Überrenditen honoriert. Weshalb haben Aktien immer höhere Renditen als andere Anlagekategorien?

WENIGE WERTTREIBER BESTIMMEN DEN ERTRAG

Ein zukünftiger Ertrag besteht aus Komponenten, die Zusatzrisiken in kumulativer Form entschädigen. Eine Anlagekategorie ist der Geldmarkt (Sparbuch), wo das risikofreie Investment die erwartete Inflation mindestens kompensieren sollte. Bei längerfristigen Regierungsanleihen kommt eine Prämie für das Zins- und bei Firmenanleihen für das Konkursrisiko hinzu. Auch Immobilien sollten po-

sitiven Realertrag bringen und das Halte- und das Illiquiditätsrisiko entschädigen. In aufsteigender Reihenfolge von Ertrag und Risiken bringen gross- beziehungsweise kleinkapitalisierte und nichtkotierte Aktien weiteren Zusatzertrag. In jüngster Zeit wird die Aktienrisikoprämie weiter aufgegliedert, in beispielsweise Kapitalisierung, Substanz, Qualität und Momentum (vgl. Grafik unten).

Angenommen, ein Staat möchte Investitionen vornehmen (etwa Eisenbahnnetz, Autobahnen oder Energie-Infrastruktur). Dies kann er aus Steuereinnahmen und/oder Kreditaufnahmen gegen jährlichen Zins und Rückzahlungspflicht am Laufzeitende finanzieren. Je besser die finanzielle Ausgangslage, desto höher die Bonität und tiefer die Schuldzinsen. Gute Staaten gelten als risikolos, zahlen die tiefsten Zinsen und können Schulden mit hoher Wahrscheinlichkeit begleichen.

ren. Auf wenige Titel setzen oder thematisches Anlegen ist nicht systematisch genug, gefährdet die Erzielung der Risikoprämien und hat eine reduzierte Erfolgswahrscheinlichkeit.

Aktien sind nachrangig zu allen anderen Finanzierungsquellen eines Unternehmens. Im Konkurs werden sämtliche Forderungen noch vor den Aktionärsansprüchen beglichen. Deshalb haben Aktien immer die höchsten erwarteten Renditen, deren Höhe durch die aggregierten Unternehmensgewinne bestimmt und gleichzeitig limitiert ist.

RISIKOLOSE STAATSKREDITE

Sind nun Staatskredite oder Unternehmensanteile vorteilhafter? Bei gleicher Ertragsaussicht sind konkursrisikolose Staatsanleihen gegenüber Aktien vorzuziehen. Die FK-/EK-Entschädigung muss ökonomisch zwingend höher sein. Bleiben die Risikoprämien nach der Kompensation des Konkursrisikos positiv, kann eine Investition sinnvoll sein.

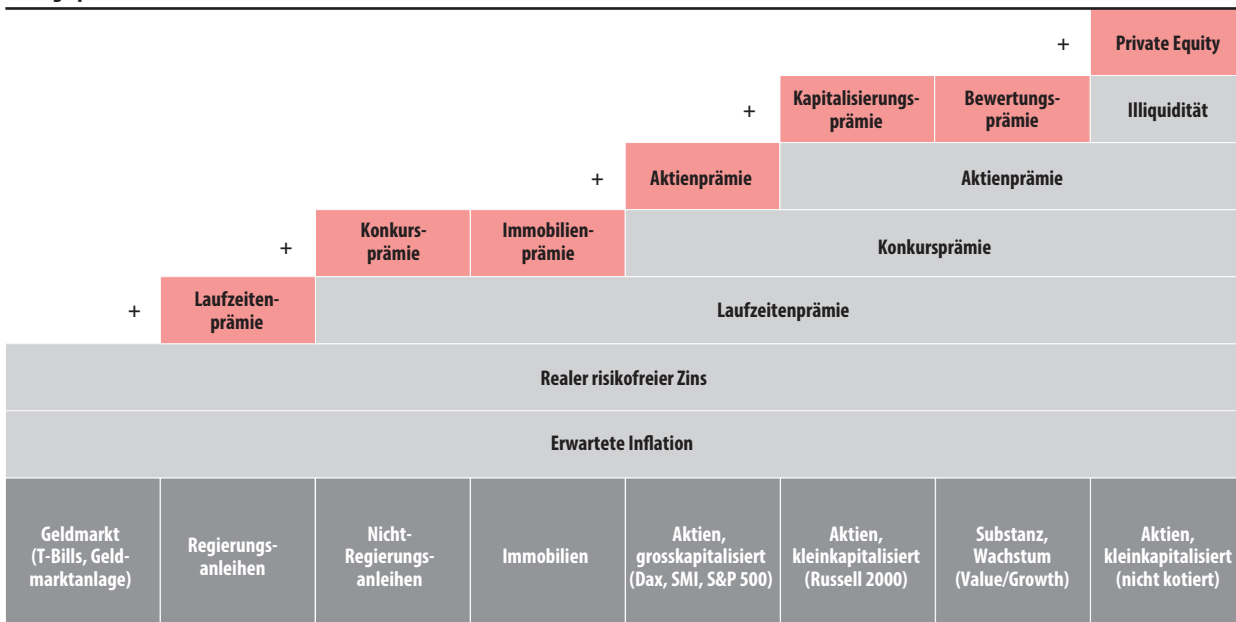
Die Höhe der notwendigen Überrendite hängt von der individuellen Risikobereitschaft ab. Die Aktienrisikoprämie ARP (analog Firmenanleihen FRP) gibt es für den Markt, also die Aggregation aller Firmen. Nur nicht weiter diversifizierbares Risiko des Aktienmarktes (systematisches oder Marktrisiko) wird mit einer Risikoprämie belohnt. Richtig diversifizieren heisst, systematisch investieren und bei ausreichendem Anlagehorizont von der Überschussrendite gegenüber der risikolosen Anlage profitie-

Anleger wählen zwischen tief rentierlichen risikolosen oder je nach Bilanz-Rangierung höher rentierlichen Anlagen. Der Preis für den höchstmöglichen Anlageertrag (richtig diversifizierter Aktien) liegt in grösseren Schwankungsrisiken. Weil das Konkursrisiko in einer ungünstigen Konjunktur steigt, schneiden Firmenkredite und Aktien schlechter ab als ihre risikoloserer Pendanten. Dies begründet den höheren Ertrag, das zwingende Aushalten von Schwankungen und die Notwendigkeit eines ausreichenden Anlagehorizontes.

Es gibt keine Chancen ohne Risiken, aber viele Risiken bringen keinen Ertrag. Erfolgreiches Anlegen nutzt die Ertragschancen der Risikoprämienpyramide und verzichtet konsequent auf finanziell nicht kompensierte Risiken.

Roman von Ah, Gründer und VR-Delegierter, Swiss Rock Asset Management

Ertragsquellen an den Finanzmärkten



Quelle: Swiss Rock / Grafik: FuW, mta