

Marktrendite = Anlegerrendite? Denkste ...

Von Gerd Kommer



Seit Jahrzehnten streitet sich die Ökonomenzunft über die Höhe des sogenannten „Equity Premiums“, des langfristigen Renditedeltas zwischen Aktien und kurzfris-

tigen, risikolosen Staatsanleihen. Weil der aus historischen Daten abgeleitete Wert von 5 bis 6 Prozent per annum für das Equity Premium (EP) sich mit den mikroökonomischen „Nutzenfunktionen“ der Fachleute nicht in Übereinstimmung bringen lässt (der historische EP-Wert mutet zu hoch an), spricht man vom „Equity Premium Puzzle“.

Mir erscheinen zwei eher einfache Lösungsversuche recht überzeugend. Der erste ist verblüffend simpel, dass man sich fast fragen muss, warum es mehrere Jahrzehnte gedauert hat, bis jemand darauf kam.

(1) Die historischen Daten, auf deren Basis man 5 bis 6 Prozent per annum für das EP errechnet hat, sind nicht umfassend genug! Für den US-Aktienmarkt von 1926 bis 2008 (hier liegen die genauesten und differenziertesten Daten vor) mag ein Wert von 5,5 Prozent korrekt sein. Erweitert man den Datenpool jedoch auf alle entwickelten Aktienmärkte und schließt außerdem die ersten 25 Jahre des 20. Jahrhunderts mit ein, schrumpfen die USA-spezifischen 5,5 Prozent auf globale 4,2 Prozent. Diese ernüchternde Einsicht haben wir den Londoner Professoren Dimson, Marsh und Staunton zu verdanken.

(2) Ein zweiter Beantwortungsversuch stammt vom amerikanischen Wirtschaftsprofessor Ilia Dichev. 2007 veröffentlichte er in der angesehenen American Economic Review einen Aufsatz, in dem er das historische EP um ein weiteres Prozent stützte. Um zu erklären wie, muss ich ein wenig ausholen.

Gewöhnlicherweise werden Renditen als „geometrische Durchschnitte“ gemessen (Compound Annual Growth Rate), also derjenigen Rendite, mit der man den Anfangswert

eines Einmal-Investments verzinsen muss, um zum Endwert zu gelangen. Diese Standardmethode ergibt zum Beispiel für den Dax eine Realrendite von 7,1 Prozent per annum von 1949 bis 2008. So rechnet zwar jeder, was aber nichts daran ändert, dass es eigentlich falsch ist. Will man die wirkliche Rendite messen, muss man jedoch alle Anleger-Cashflows in die Dax-Unternehmen hinein und aus ihnen heraus berücksichtigen – beispielsweise Dividenden, Aktienrückkäufe, Aktienemissionen, Buy-outs/Delisting etc. Das leistet der geometrische Durchschnitt jedoch nicht, weil er diese zwischenzeitlichen Zahlungsströme teilweise ignoriert. Er versagt dabei, das im Zeitablauf tatsächlich investierte Eigenkapital korrekt zu messen. Der althergebrachte Interne Zinsfuß (IZF) hingegen bezieht Investoren-Cashflows ein. Die IZF-Berechnung ist zwar komplizierter als die der geometrischen Rendite, gibt aber die wirkliche Rendite des von den Anlegern investierten Eigenkapitals an. Der geometrische Durchschnitt dagegen wäre als Messgröße der Anlegerrendite nur in einem in der Realität nie vorkommenden Fall richtig: Wenn es zwischen Start- und Endpunkt der Betrachtungsperiode keine zusätzlichen Kapitalflüsse zwischen Unternehmen und Anlegern gäbe.

Dichev hat die echten Anlegerrenditen für die USA von 1926 bis 2002 und für 18 weitere Länder von 1973 bis 2002 berechnet. Im Fall der USA betrug die resultierende „Performance-Lücke“ (die Differenz zwischen der offiziellen, aber eigentlich „falschen“, weil zu hohen Marktrendite und der tatsächlichen Anlegerrendite) 1,3 Prozentpunkte, für die anderen Länder im gewichteten Durchschnitt 1,4 Prozentpunkte. Was impliziert die Performance-Lücke?

- Wenn Dichev Recht hat, ist das von Dimson/Marsh/Staunton errechnete globale EP von etwa 4,2 Prozent um weitere 1,3 Prozentpunkte zu reduzieren. Dann wären wir bei 2,9 Prozent per annum. Das ist aus Sicht der Nutzenfunktionsexperten realistischer.

- Diese Reduktion hängt damit zusammen, dass Aktienemissionen tendenziell nach

überdurchschnittlichen Marktphasen und vor unterdurchschnittlichen Phasen geschehen. Vice versa verhält es sich mit Aktienrückkäufen und Dividendenerhöhungen. Da die Unternehmen als Insider ihre zukünftige Ertragskraft besser abschätzen können als Außenstehende, beuten sie in ihrer Kapitalbeschaffungspolitik das naive Performance Chasing aktiver Investoren aus. Im Ergebnis verändern Anleger ihr Exposure zum Aktienmarkt zum falschen Zeitpunkt. Aus Sicht der Unternehmen senkt das deren Eigenkapitalkosten.

- Die Gruppe der aktiven Anleger subventioniert die höheren Renditen der passiven Buy-and-Hold-Anleger. Die Renditen der Letzteren entsprechen der geometrischen Marktrendite abzüglich geringer Transaktionskosten, die Renditen der Ersteren der (von vorneherein niedrigeren) IZF-Rendite abzüglich hoher Transaktionskosten.

Diese Schlussfolgerungen von Dichev muss man um einen Punkt ergänzen, den die EP-Forschung zu oft „vergisst“: Die genannten Zahlen sind Durchschnitte, die vom wichtigen Gesichtspunkt des konkreten Einstiegszeitpunktes absehen. Selbst bei Anlagezeiträumen von 20 und mehr Jahren hat der genaue Einstiegszeitpunkt eine enorme Auswirkung auf Rendite und Investment-Endwert (eine Erkenntnis, die andererseits nicht viel hilft, da Market Timing aus Sicht der Wissenschaft praktisch nicht funktioniert). Wenn Märkte aufgrund starker Verluste günstig bewertet sind – wie zum Beispiel derzeit –, erzielen Investoren nachfolgend historisch überdurchschnittliche Renditen.

Fazit: Das historische EP beträgt etwa 4,2 Prozent per annum, und das ist auch der Wert, den passive Buy-and-Hold-Anleger realisierten, während aktive Anleger lediglich auf 2,9 Prozent kamen. Ein Schelm, wer Böses dabei denkt.

Gerd Kommer ist bei einer Bank in London tätig, Autor mehrerer Bücher und schreibt an dieser Stelle regelmäßig für *dpn*. Im Juli wird sein Buch „Die Buy-and-Hold-Bibel“ bei Campus erscheinen.