



Herbert Fritschi unplugged

Aktienrenditen – Der Gesamtertrag zählt Dividende als wesentlicher Performancebestandteil

Bei Aktien stellt die Gesamtrendite, der ‚*Total Return*‘, das Mass aller Dinge dar, wenn es um die Messung des Anlageerfolgs geht. Die Gesamtrendite (Aktienrendite) setzt sich aus der in einer Periode ausgeschütteten Dividende und der Aktienkursveränderung innerhalb des gemessenen Zeitabschnitts zusammen. Der Aktienkurs stellt auf längere Sicht betrachtet vor allem eine Funktion des Gewinnwachstums einer Aktie dar. Zwischenzeitlich kommt es aber regelmässig zu Übertreibungen (Überoptimismus) und Untertreibungen (Überpessimismus). Die Dividende hat den Vorteil, dass sie verglichen mit der korrespondierenden Aktienkursnotation sicherer ist bzw. besser abgeschätzt werden kann. Dafür ist sie jedoch meistens der Steuer unterworfen, was bei Kursgewinnen nicht in allen Ländern der Fall ist.

Als die Börsenplätze in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts weltweit wie Pilze aus dem Boden schossen (Gründerzeit), hatte die Dividende einen Anteil von mehr als der Hälfte an der Performance von Aktien. Dementsprechend hoch war der Status der Dividenden in Börsenkreisen.

In einer bedeutenden empirischen Untersuchung von *Alfred Cowles 3rd and Associates* errechneten die Forscher für den US-Aktienmarkt für den Zeitraum von 1871 bis 1938 eine Trendperformance von 1.8% p. a. ohne Miteinbezug ausbezahlter Bardividenden und eine solche von 6.9% unter Berücksichtigung von Bardividenden. Interessanterweise bewegten sich die Anleihenrenditen in den allermeisten untersuchten Jahresabschnitten über den Werten der Dividendenrenditen. Auf dem Tiefpunkt der Grossen Depression anfangs der 1930er-Jahre allerdings notierten die Renditen erstklassiger Anleihen – ähnlich wie in der jüngsten Grossen Rezession von 2008/2009 – markant unter den Dividendenrenditen von Aktien. Dieser seltene Umstand markierte damals und heute den unteren, zyklischen Wendepunkt (Tiefpunkt) an den führenden Börsenplätzen der Welt.

Dividenden als Ersatz für Obligationencoupons

Sobald also die Bondrenditen (Anleihenrenditen) stark unter die Renditen von Aktien fallen, ziehen Aktien wieder vermehrt Käufer an; die Argumente, die für Aktien sprechen, nehmen zu. Die Aktienkurse steigen. Es werden immer mehr hochrentierende Aktien als Quasisubstitut für Anleihen mit tiefen Zinscoupons gekauft. Unter Umständen ist die Dividendenrendite sogar bei Unternehmen mit einer tiefen Bonität höher als der Anleihezinss, welcher die gleiche Firma den Obligationären bezahlt. Dabei müssen jedoch meist höhere (Kurs-)Risiken in Kauf genommen werden. Längerfristig scheint diese Strategie aber aufzugehen, wenn vor einem Kauf die spezifischen Risikoaspekte sorgfältig analysiert werden. Für die abschliessende Beurteilung der Attraktivität von Aktien mit hohen Dividenden gilt es diverse Faktoren zu beachten.

Hohe Dividenden nicht ohne Risiko

Eine hohe Aktienrendite kann wie bei Obligationen ein Warnsignal sein. Wenn eine Aktie eine überdurchschnittlich hohe Dividende aufweist, muss man nach den Gründen fragen. Auch im Aktienmarkt bekommt man nichts geschenkt. Meistens sind die Wachstumsaussichten gering, oder es bestehen hohe Risiken. Manchmal liegt eine Dividendenkürzung oder sogar ein Dividendenausfall in der Luft. Neben rein unternehmerischen Risiken können auch Länderrisiken eine Rolle spielen.

- **Angeschlagene Unternehmen**

Oft wirft eine Aktie nur deshalb eine hohe Rendite ab, weil das Unternehmen angeschlagen ist. Es hat keine Erhöhung der Dividende stattgefunden, sondern der Aktienkurs ist gesunken und hat dadurch rein rechnerisch eine hohe Rendite produziert. Bei angeschlagenen Unternehmen ist die Dividende oft unsicher. Es muss darum mit Dividendensenkungen und Dividendenausfällen gerechnet werden. Wenn man die erwartete reduzierte Dividende berücksichtigt, ist die Rendite plötzlich nicht mehr so hoch.

- **Geringe Wachstumsaussichten**

In bestimmten Fällen ist die Dividende nur deshalb so hoch, weil die Wachstumsaussichten gering sind. Dann wird nur wenig Geld für Neuinvestitionen benötigt. Folglich kann das Unternehmen einen erheblichen Teil seines Gewinnes als Dividende ausschütten. Entsprechend hoch fällt die Ausschüttungsquote aus (Anteil am Gewinn, der an die

Aktionäre ausbezahlt wird). Wegen der geringen Wachstumsaussichten sind die Kursgewinnperspektiven dafür nur mässig. Was dank der hohen Dividende gewonnen wird, kann dafür an zukünftigen Kursgewinnen verloren gehen.

- **Schwache Währung**

Viele Anleger meiden Aktien von Unternehmen in Ländern mit einer schwachen Währung. Dieses Verhalten hemmt die Aktienkursentwicklung, was zu einer entsprechend hohen Dividendenrendite führt. Währungsverluste können durch hohe Dividenden teilweise ausglichener werden. Das gleiche Phänomen kennen wir auch von den Obligationen, die auf eine schwache Währung lauten. Auch sie müssen den Investoren als Ersatz für die höheren Währungsrisiken eine höhere Rendite bieten.

- **Unstabiles Land**

Ein schlechter Wirtschaftsstandort färbt negativ auf die Aktienbewertung ab. So drücken hohe politische Risiken, eine ungenügende Rechtssicherheit sowie eine instabile Wirtschaft auf die Aktienkurse. Dadurch ergibt sich selbst bei einer soliden Unternehmensentwicklung eine hohe Dividendenrendite. Eine mögliche Risikokompensation kann über ein überdurchschnittliches Wachstum erfolgen.

Aktienrendite kontra Gewinnrendite

Die auf den Aktienkurs bezogene Gewinnrendite besagt, wie viel Prozent der Gewinn pro Aktie bezogen auf die aktuelle Aktienkursnotierung ausmacht. Sie ist der Kehrwert vom Kurs-Gewinn-Verhältnis, das aussagt, wie viele Male der Gewinn pro Aktie im Aktienkurs enthalten ist. Eine Gewinnrendite von 15% entspricht beispielsweise einem KGV von 6,7x ($100 : 15 = 6,666$).

Weitere Arten von Dividendenrenditen

Ausgehend von der Dividende lassen sich neben der Dividendenrendite noch zahlreiche weitere Renditen berechnen. Hier eine Auswahl:

- **Rendite auf dem Anschaffungspreis:** Diese Dividendenrendite kann manchmal erstaunlich hoch ausfallen, wenn der Aktienkurs seit dem Kauf stark gestiegen ist. So kann bei einer sehr langfristigen Anlage die Dividende unter Umständen sogar höher sein als der ursprüngliche Kaufpreis!
- **Rendite auf dem Buchwert:** Wie man eine Gewinnrendite auf dem Eigenkapital berechnen kann, so kann man auch eine Dividendenrendite auf dem Eigenkapital bzw. auf dem Buchwert pro Aktie berechnen.
- **Rendite auf dem investierten Kapital:** Als Pendant zur Gewinnrendite auf dem investierten Kapital des Unternehmens kann man auch eine Dividendenrendite auf dieser Grösse berechnen.

Aktienbewertung anhand von Dividenden

Es gibt Bewertungsmodelle, mit denen die Aktien anhand der erwarteten Dividenden bewertet werden. Die zukünftigen Dividenden werden mit einem möglichst realistischen Zinssatz abdiskontiert. Bei dieser Methode schneiden jedoch Wachstumswerte, die nur einen geringen Teil ihrer Gewinne ausschütten, schlecht ab. Zudem hängt die Bewertung stark vom aktuellen Zinsgefüge ab. Eine weitere Schwäche liegt in der Schätzung der zukünftigen Dividenden.

Marktbewertung aufgrund der Durchschnittsrendite

Wie man das Kurs-Gewinn-Verhältnis und den Buchwert pro Aktie für die Attraktivitätseinschätzung einzelner Aktien verwenden kann, kann man auch die Durchschnittsrendite des gesamten Aktienmarktes über eine längere Periode als Vergleichsmaßstab für eine Aktienmarktanalyse heranziehen. Gerade der Zeit eines Wirtschaftsabschwungs erweisen sich Angaben zur durchschnittlichen Marktdividendenrendite auf dem Tiefpunkt vergangener Baissen für Vergleichszwecke als sehr hilfreich. Diese Informationen dienen auch als Bestätigung der gewonnenen Erkenntnisse aus KGV-Vergleichen.

Kapitalrückzahlungen in Form von Dividenden

Aus steuerlichen Gründen werden manchmal Dividenden ausgeschüttet, die buchhaltungstechnisch den Charakter von Kapitalrückzahlungen haben. Zu diesem Zweck wird der Nominalwert der Aktien herabgesetzt. Das reduzierte Kapital kann später durch die Bildung von Reserven oder durch Kapitalerhöhungen wieder erhöht werden.

Dividendenforderungen

Ein guter Geschäftsgang weckt bei den Aktionären Appetit auf eine Dividendenerhöhung. Dafür machen sich gelegentlich Redner an den jährlichen Generalversammlungen stark. Von den Medien werden solche Begehren oft unterstützt. Derartigen Wünschen können Manager nur schwer widerstehen, wenn sie sich selber mit grosszügigen Boni beschenken.

Solide Dividende als Sicherheitsnetz

Während einer Börsenbaisse suchen die Anleger im Nebel der Marktverwerfungen nach Leuchttürmen, die eine Navigation durch die Krise erleichtern. Als überaus wertvolle Orientierungshilfe eignen sich gerade in schwierigen Marktphasen Informationen zum Kurs-Gewinn-Verhältnis und zur Höhe der Dividendenrendite. Ein hoher Dividendensegen hält viele Aktionäre von einem Verkauf ihrer Aktien ab. Gleichzeitig motiviert er andere Anleger zum Kaufen. Dadurch wird der Kursrückgang gebremst, sodass eine etwas sanftere Kurslandung erwartet werden darf (Fallschirmwirkung).

Abnehmende Bedeutung von Dividenden

Die Dividende hatte in früheren Zeiten eine viel grössere Bedeutung als heute. Damals liessen die Transparenz der Unternehmen und die Zuverlässigkeit der Bilanzen und Erfolgsrechnungen noch stark zu wünschen übrig. Die Dividende war der ultimative Beweis, dass es einer Unternehmung gut ging. Von der bezahlten Dividende wurden Rückschlüsse auf den Gewinn gezogen. Zudem war die Fähigkeit, eine Dividende auszuschütten, auch ein Zeichen dafür, dass die Liquiditätslage des Unternehmens in Ordnung war.

Dank der historischen Börsenrallye nach dem Zweiten Weltkrieg rückte immer mehr die Aktienkursentwicklung ins Blickfeld der Marktteilnehmer. Wieso auf die Dividende warten, wenn das schnelle Geld lockte, fragten sich plötzlich viele Investoren? Hier noch einige andere Gründe, weshalb der Dividendenaspekt etwas an Aufmerksamkeit eingebüsst hat.

- **Gesetzgebung und Überwachung:** Verbesserungen in diesen Bereichen haben sowohl die Transparenz, als auch die Zuverlässigkeit der Unternehmenszahlen erhöht.
- **Gewinnwachstum:** Zuverlässigere und transparentere Gewinne lenken den Fokus der Anleger mehr auf das Gewinnwachstum und weniger auf die Dividendenentwicklung.

- **Finanzanalysten:** Die Finanzanalysten können mit den detaillierteren und zuverlässigeren Unternehmenszahlen die Firmen besser durchleuchten. Dadurch hat sich die Vergleichbarkeit stark verbessert. Die Finanzanalysten konzentrieren sich heute insbesondere auf die Beurteilung des Gewinnwachstums von Aktien.
- **„Kurspflege“:** Da seitens der Unternehmungen aus verschiedenen Gründen ein hoher Aktienkurs erwünscht ist (Übernahmen, Kritik an Geschäftsleitung, Boni), werden Finanzanalysten und Anleger heute besser mit Informationen bedient als früher. Viele Unternehmensführer sind auf den schnellen, kurzfristigen Erfolg aus. Die Manager wollen schon aus Eigeninteresse (Boni, Schleudersitz) sofort zeigen, wie gut sie sind. Versteckte Gewinne nützen höchstens noch den Nachfolgern.

Wiederentdeckte Liebe – Dividendenflirterei heizt den Aktienkursen kräftig ein

Die starke Fokussierung auf die Gewinnwachstumsperspektiven hat dazu geführt, dass die Aktiendividenden in breiten Publikumskreisen etwas an Aufmerksamkeit verloren haben. Dabei geht jedoch vergessen, dass die einkassierten Dividenden das einzige Sichere an Aktien ist. Der Rest stützt sich auf Hoffnungen bzw. auf unsichere Kursgewinne. Eine Rückzahlung des Kapitals, wie dies bei Obligationen der Fall ist, gibt es bei Aktien bekanntlich nicht.

In Zeiten, wo die Dividendenrenditen die Obligationenrenditen deutlich übersteigen, werden Aktien vermehrt gekauft, um für ein höheres, laufendes Einkommen zu sorgen. Wegen der weiterhin sehr tiefen Anleihenrenditen ist es denkbar, dass die Aktienkurse infolge der üppigen Dividendenrenditeaussichten von einer immer grösser werdenden Investorenherde noch bedeutend weiter in die Höhe getrieben werden, ganz nach dem Motto: Raus aus Obligationen, rein in Aktien!

Dies trägt jedoch kaum zu einem besseren Schlaf der Aktienanleger bei, weil die fundamentalen Aktienkursbewertungen durch eine solche nachfrageinduzierte Hausse schon bald gefährliche Höhen erreichen könnten. Doch die Aktionäre können sich trösten, denn mit dem sprichwörtlich ‚ruhigen Schlaf‘ der Obligationäre ist es aufgrund der enormen Zinsrisiken auch nicht mehr weit her. Ihr einst ruhiger Schlaf könnte durch einen abrupten Zinsanstieg über Nacht von Alpträumen gestört werden.

5.1.14 Herbert Fritschi