

# *Stiftungsvermögen*

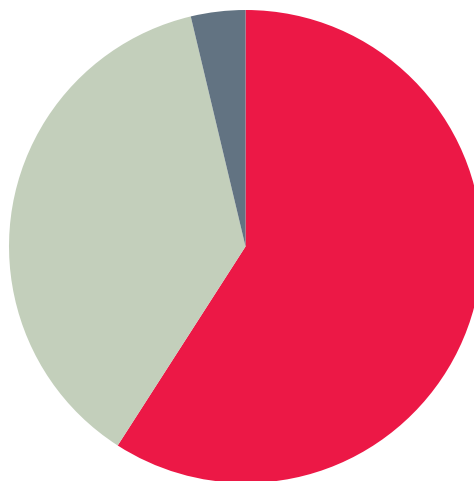
## Die Stecknadel im Heuhaufen: Warum Stiftungen sie nicht suchen sollten

Langfristige Aktienmarktrenditen werden von einer verschwindend kleinen Minderheit von Titeln erwirtschaftet. Wer die falsche Aktie hält oder die richtige verpasst, zählt statistisch zur grossen Mehrheit der Verlierenden. Stiftungen mit sehr langem Anlagehorizont können sich dieses Risiko strukturell kaum leisten. Die Forschung von Hendrik Bessembinder liefert das empirische Fundament für eine klare Folgerung: Breite Kollektivgefässe sind für Stiftungen in der Regel die überlegene Wahl.



*Von Beat Locher, CFA, CAIA, CFP, Leiter Stiftungen, Berner Kantonalbank BEKB*

## Verteilung der Netto-Vermögensschöpfung im US-Aktienmarkt von 1926 bis 2016



- Wertvernichter: 17'197 Unternehmen
- Kompensatoren (Netto-Null): 10'802 Unternehmen
- Gesamte Netto-Vermögensschöpfung: 1'082 Unternehmen

Quelle: Bessembinder, H. (2018): *Do Stocks Outperform Treasury Bills?*

### 1. Studienerkenntnisse

#### Das Berechnungskonzept: Was Prof. Hendrik Bessembinder unter Netto-Vermögensschöpfung versteht

Dass Aktienmärkte langfristig höhere Renditen erzielen als risikoarme Anlagen wie Staatsanleihen, ist für den US-Aktienmarkt ebenso wie für viele andere Länder empirisch gut belegt. Diese Evidenz stützt sich jedoch stets auf breit diversifizierte Aktienmarktportfolios. Professor Hendrik Bessembinder hat diesbezüglich in seinen Untersuchungen wertvolle Erkenntnisse geliefert, die für die langfristige Vermögensbewirtschaftung des Stiftungsvermögens in Bezug auf die Umsetzung der Aktienquote von essenzieller Bedeutung sind.

Bevor man Bessembinders Befunde einordnen kann, muss man verstehen, was er eigentlich misst. Der Begriff der Netto-Vermögensschöpfung ist das Herzstück seiner Methodik.

Bessembinder fragt nicht, wie hoch die durchschnittliche Aktienrendite war.

Er fragt: *Welche Titel haben gegenüber der risikolosen Anlage tatsächlich Vermögen geschaffen, und welche haben es nicht geschafft, Mehrwert für den Anleger zu erzielen oder haben sogar Wert vernichtet?* Der Vergleichsmaßstab ist also nicht null, sondern die Rendite, die ein Anleger ohne Risiko erzielen kann. Ein Titel, der 3 Prozent pro Jahr liefert, während Staatsanleihen 4 Prozent abwerfen, liefert aus dieser Perspektive eine negative Vermögensschöpfung, auch wenn er nominell im positiven Bereich liegt.

Das klingt streng. Es ist aber die einzig sinnvolle Messgrösse für den Mehrwert von Aktienanlagen. Wer Risiko eingeht, muss dafür entschädigt werden. Gelingt das nicht, war die Risikoübernahme ökonomisch nicht gerechtfertigt.

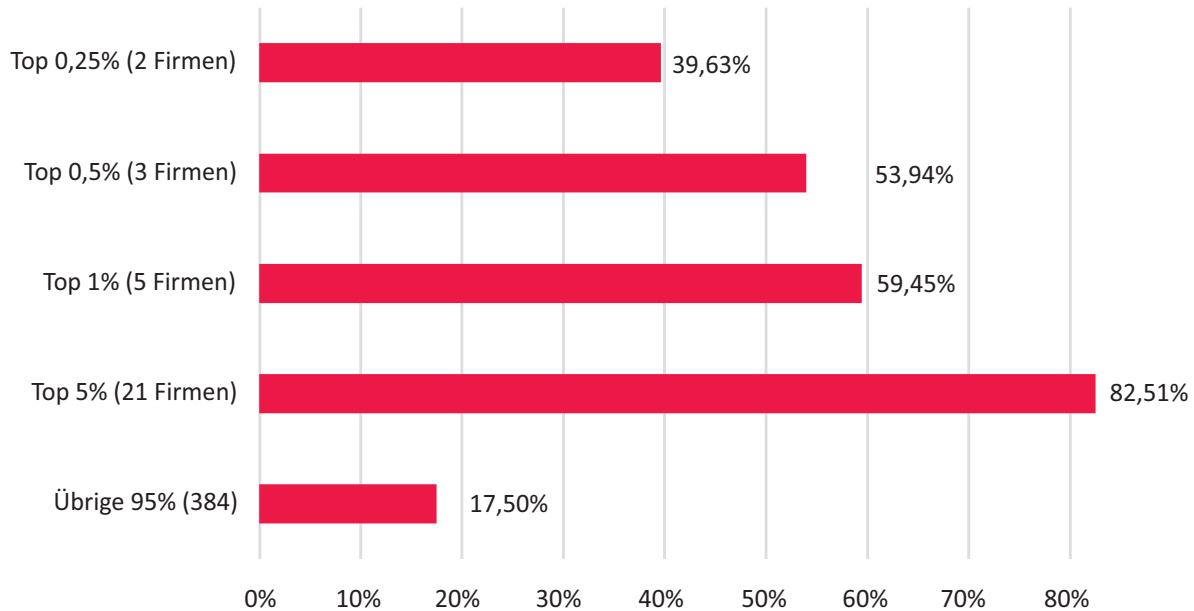
**Nur wenige Aktienwerte tragen zur Netto-Vermögensbildung bei**  
Bessembinder untersuchte über einen Zeitraum von 100 Jahren knapp 30'000 US-Aktien. Was er herausfand, ist er-

nüchternd: Gerade einmal 4 Prozent aller Titel waren für die gesamte Netto-Vermögensbildung des US-Aktienmarkts verantwortlich.

Um diese Zahlen einzuordnen, hilft folgendes Gedankenexperiment: Man ordne alle Unternehmen nach ihrem Beitrag zur Netto-Vermögensschöpfung, von den stärksten Vernichtern bis zu den grössten Schöpfern.

Die ersten 17'197 Unternehmen, entsprechend 59,13 Prozent des Gesamtuniversums, vernichteten Vermögen im Umfang von insgesamt 10,67 Billionen US-Dollar (s. Grafik oben). Die nächsten 10'802 Unternehmen (37,15%) schufen Vermögen in exakt demselben Umfang, genug, um die Verluste der Underperformer vollständig zu kompensieren. Zusammen waren das somit 27'999 Unternehmen, was 96,28 Prozent aller untersuchten Titel darstellt, die per saldo null zur Netto-Vermögensschöpfung beitrugen. Ihr kollektives Ergebnis entsprach schlicht der risikolosen US-Staatsanleihenrendite.

## Konzentration der Netto-Vermögensschöpfung im Schweizer Aktienmarkt von 1990 bis 2020 (405 Firmen)



Quelle: Bessembinder et al. (2023): Long-Term Shareholder Returns: Evidence from 64,000 Global Stocks, Table 8.

Die verbleibenden 1'082 Unternehmen, gerade 3,72 Prozent des Universums, erklären den gesamten Nettomehrwert des Aktienmarkts von 90,96 Billionen US-Dollar.

Wer nun denkt, dass es sich hierbei um eine spezielle Eigenheit des US-Aktienmarktes handelt, täuscht sich. In der globalen Erweiterung seiner Studie dehnte Bessembinder die Analyse auf 64'000 Aktien aus 40 Ländern für den Zeitraum von 1990 bis 2020 aus. Das Ergebnis ist noch konzentrierter als in den USA. Gerade einmal 1,41 Prozent der Unternehmen waren für die gesamte Netto-Vermögensschöpfung von insgesamt 30,7 Billionen US-Dollar verantwortlich.

### Was Bessembinder direkt über den Schweizer Markt sagt

Die globale Erweiterung der Bessembinder-Studie (2023) liefert direkte Daten für 405 Schweizer Aktien von 1990 bis 2020 und zeigt, wie extrem die Netto-Vermögensschöpfung konzentriert ist (s. Grafik oben). Die drei besten Firmen erklären 53,9 Prozent der ge-

samten Schweizer Netto-Vermögensschöpfung, die Top-5-Prozent (rund 20 Firmen) bereits 82,5 Prozent. Den übrigen 385 Firmen, entsprechend 95 Prozent des Universums, verbleiben 17,5 Prozent. Hinter den Spitzenwerten stehen konkrete Namen: Nestlé schuf von 1990 bis 2020 478 Mrd. US\$, Roche 377 Mrd., Novartis 309 Mrd. Diese drei Unternehmen allein erklären rund 54 Prozent der gesamten Schweizer Netto-Vermögensschöpfung aus einem Universum von 405 Firmen.

## 2. Implikationen für das Stiftungsvermögen

### Das strukturelle Dilemma beim Einzeltitelansatz

Es könnte nun aus den oben dargelegten Erkenntnissen gefolgert werden, dass über eine geschickte Selektion der richtigen Einzelwerte mit einem konzentrierten Aktienportfolio eine überdurchschnittliche Aktienrendite für das Stiftungsvermögen erzielt werden kann. Die Wahrscheinlichkeit, jene 3 bis 4

Prozent an Titeln im Portfolio zu halten, die langfristig die gesamte Vermögensschöpfung erklären, darf jedoch gerade bei einem langfristigen Anlagehorizont als gering bezeichnet werden. Denn selbst wer die richtigen Titel selektioniert, muss sie über den entscheidenden Zeitraum durchgehend halten, ohne zu früh zu verkaufen.

### Kollektivanlagegefässe als überlegene Lösung

Die Historie zeigt uns zudem, dass die für die Aktienmärkte so wichtigen Superperformer ex ante nicht zuverlässig erkennbar sind. Gerade aus dieser Perspektive bieten breit diversifizierte Kollektivanlagen, die sich an einem Index orientieren oder diesen abbilden, enorme Umsetzungsvorteile für die langfristigen Aktienanlagen einer Stiftung.

Häufig wird in Bezug auf Kollektivanlagen die hohe Gewichtung einzelner Titel in kapitalgewichteten Indizes als Gefahr bezeichnet. Sie ist jedoch meistens, wie die Studien von Bessembinder belegen, das mathematisch zwingende Resultat aus einer kleinen Zahl

an Firmen, welche für die gesamte Vermögensschöpfung verantwortlich sind. *Nvidia hat deshalb einen historisch hohen Anteil am S&P 500, weil die Aktie eine der grössten Wertsteigerungen der Indexgeschichte verzeichnete.* Der Index übergewichtet die Gewinner retrospektiv, automatisch, ohne Kosten und ohne Prognose.

Der entscheidende Vorteil liegt nicht darin, dass der Index heute auf die gestrigen Gewinner konzentriert ist. Er liegt darin, dass er bereits heute alle Titel hält, aus denen die Superperformer von morgen entstehen werden. Wer 2010 einen breiten Globalindex hielt, war in Nvidia investiert, bevor irgendjemand wusste, wie bedeutend diese Position werden würde.

Kollektivgefässe bieten Stiftungen über den renditestrategischen Vorteil hinaus eine Reihe praktischer Vorteile. Stiftungen erhalten Zugang zu institutionellen Anteilsklassen mit minimalen laufenden Kosten. Kollektivanlagen mit Domizil Schweiz sind zudem von der Umsatzabgabe befreit, was bei regelmässigem Rebalancing spürbar ins Gewicht fällt. Die aufwendige Rückforderung ausländischer Quellensteuern wird professionell übernommen und steuer-technisch optimiert. Wenige Kollektivanlagen statt viele Einzeltitel vereinfachen die Wertschriftenbuchhaltung erheblich. Besonders gewichtig ist der letzte Punkt für Stiftungen: Professionell geführte Fonds üben Stimmrechte an Generalversammlungen systematisch aus und ermöglichen koordiniertes Engagement zu Themen wie Klimastrategie, Vergütung oder Diversität. Für Stiftungen, die ihrem Zweck entsprechend oft klare Wertvorstellungen vertreten, aber nicht die Ressourcen haben, Hunderte von Generalversammlungen zu verfolgen, ist das keine Nebensache. Gebündeltes Kapital erzeugt ein echtes Stimmgewicht, das eine einzelne Stiftung allein nie erreichen würde, und macht Wirkung dort möglich, wo sie zählt: direkt bei den Unternehmen im Portfolio.

#### **Handlungsempfehlungen für Stiftungsverantwortliche**

- *Globale Streuung konsequent umsetzen:* Aktive oder passive Kollektivanlagen basierend auf breiten, kapitalge-

wichteten Globalindizes als Kernanlagen priorisieren. Nur so ist sichergestellt, dass die wenigen marktprägenden Superperformer statistisch im Portfolio vertreten sind.

- *Einzeltitelmandate kritisch hinterfragen:* Die statistische Wahrscheinlichkeit, mit einem konzentrierten Aktienportfolio langfristig den Markt zu schlagen, ist gering, unabhängig von der Qualität der Titelanalyse.

- *Spezifische Fonds-Tranchen nutzen:* Stiftungen haben Zugang zu kostenminimalen Anteilsklassen, die über lange Anlagehorizonte einen messbaren Renditevorsprung liefern.

- *Stimmrechtspolitik einfordern:* Bei der Mandatierung von Kollektivanlagegefässen eine publizierte und konsequent umgesetzte Abstimmungspolitik als Auswahlkriterium einbeziehen.

#### **Quellen**

Bessembinder, H. (2018): Do Stocks Outperform Treasury Bills? *Journal of Financial Economics*, 129 (3), 440-457

Bessembinder, H. et al. (2023): Long-Term Shareholder Returns: Evidence from 64,000 Global Stocks. *Financial Analysts Journal*, 79(3), 33-63

Bessembinder, H. (2026): One Hundred Years in the U.S. Stock Markets. Arizona State University

[beat.locher@bekb.ch](mailto:beat.locher@bekb.ch)  
[www.bekb.ch](http://www.bekb.ch)

## *Fazit*

# Für Stiftungen sind Kollektivanlagegefässe in der Regel die beste Wahl

Die Bessembinder-Forschung ist kein akademischer Randaspekt. Sie liefert ein direktes Argument für die Portfoliostruktur von Stiftungen. Aktienmarktrenditen sind schief verteilt, die grosse Mehrheit der Einzeltitel schafft keinen Mehrwert oder vernichtet langfristig Vermögen. Wer in Einzelaktien investiert, trägt das volle Selektionsrisiko ohne ausreichende statistische Basis. Breite Kollektivanlagegefässe lösen dieses Problem strukturell. Sie kombinieren die statistische Notwendigkeit, die wenigen Superperformer zu halten, mit handfesten Vorteilen: Kosteneffizienz durch spezifische Fonds-Tranchen, Vermeidung der Stempelsteuer durch Schweizer Domizil, systematische Stimmrechtswahrnehmung und gebündeltes Engagement. Für Stiftungen mit sehr langem Anlagehorizont sind sie daher in der Regel die beste Wahl.