

Die Mechanik langfristigen Investierens

Thomas Niss — 13. Juli 2026

Dieser Text folgt bewusst der Struktur von William F. Sharpes wegweisendem Aufsatz „The Arithmetic of Active Management“.

„Unsere Kunden verdienen 25% pro Jahr — langfristig.“

„Der Aktienmarkt ist zu riskant für die Altersvorsorge.“

„Es ist klüger, mit einem Sparplan zu warten, bis die Märkte wieder sicher sind.“

Aussagen wie diese sind mit beunruhigender Regelmäßigkeit von Anlagevermarktern und von manch redlichem Finanzberater zu hören — mal wird das Versprechen außergewöhnlicher Renditen verkauft, mal Schutz vor der Angst vor dem Markt. In manchen Fällen mag eine subtile und anspruchsvolle Argumentation dahinterstehen. Häufiger (leider) lassen sich die Schlussfolgerungen nur rechtfertigen, wenn man annimmt, dass Arithmetik und Zeit außer Kraft gesetzt wurden — zur Bequemlichkeit derer, die das eine oder das andere verkaufen.

Definiert man „Rendite“ und „Risiko“ auf vernünftige Weise, dann gilt:

(1) Über einen langen Ansparzeitraum konvergiert die Rendite eines systematischen Sparplans in einem breit gestreuten Aktienfonds gegen die Wertschöpfung der zugrunde liegenden Unternehmen, und

(2) die Wertschöpfung ist ökonomisch begrenzt — nach oben durch den Wettbewerb, nach unten durch das Gewinnstreben der Unternehmen —, sodass die langfristige Rendite eines solchen Sparplans in einem Korridor liegt, der sich mit zunehmender Haltedauer verengt, auch wenn kurz- und mittelfristige Renditen weit streuen.

Diese Aussagen gewinnen mit jedem Jahr der Ansparphase an Kraft. Sie stützen sich auf die Zerlegung der Gesamtrendite, die Arithmetik von Durchschnitt, eine funktionierende Marktwirtschaft und eine Portfoliokonstruktion, die das Portfolio laufend auf die aktuell lebensfähigen Unternehmen der Volkswirtschaft ausrichtet — Gewinner behalten, Verlierer ersetzen. Mehr ist nicht erforderlich.

Natürlich bedarf es einiger Begriffsbestimmungen.

Ein breit gestreuter Aktienfonds hält Wertpapiere über eine Vielzahl von Regionen und Sektoren, sodass die Fondsrenditen vor Kosten näherungsweise der aggregierten Wertschöpfung der zugrunde liegenden Unternehmen entsprechen. Ein Sparplan ist die systematische Einzahlung eines festen Betrags in festen Intervallen in einen solchen Fonds über einen längeren Ansparzeitraum.

Über jeden beliebigen Zeitraum lässt sich die Gesamtrendite einer diversifizierten Aktienanlage in drei Komponenten zerlegen: Dividenden je Aktie, Gewinnwachstum je Aktie und die Veränderung des Bewertungsniveaus. Die ersten beiden bilden zusammen die Wertschöpfung. Die dritte spiegelt Veränderungen im Preisverhalten der Anleger wider. Die Zerlegung folgt Bogle (1991) sowie Bernstein und Arnott (2003).

Man betrachte eine Sparerin, die dreißig Jahre lang jeden Monat einen festen Betrag einahlt — 360 Käufe zu 360 verschiedenen Preisen. Manche Käufe erfolgen in teuren Märkten, manche in günstigen. Über dreißig Jahre gleichen sich die teuren und die günstigen Monate weitgehend aus, und was die Sparerin effektiv bezahlt, liegt nahe an der durchschnittlichen Bewertung des Marktes. Dasselbe gilt für die Dividenden, die ihre Einzahlungen erwerben: Teure Monate sichern niedrige Dividendenrenditen, günstige Monate hohe — und wieder bleibt der Durchschnitt.

Eines mittelt sich nicht heraus: die Bewertung des Marktes am Ende, wenn das angesparte Kapital ein letztes Mal bepreist wird. Doch je länger der Plan läuft, desto kleiner wird dieser Effekt — Bewertungen bewegen sich innerhalb von Grenzen, während die Wertschöpfung ohne Grenze kumuliert. Zudem ist die Sparerin der Schlussbewertung nicht schutzlos ausgeliefert.

Eine Altersvorsorgesparerin benötigt ihr Kapital nicht vollständig am Morgen ihres fünfundsechzigsten Geburtstags; sie benötigt ein monatliches Einkommen für die Jahre danach. Man nehme also an, sie spart zehn Jahre lang monatlich an und entnimmt anschließend zehn Jahre lang monatlich, wobei der Entnahmebetrag einmal jährlich so neu berechnet wird, dass das Kapital für die gesamte Periode reicht. Seit 1970 gab es 440 Gelegenheiten, diese zwanzigjährige Struktur zu durchlaufen. Auf Basis der Daten des MSCI World Net Total Return Index in US-Dollar zahlte die schlechteste von ihnen — Beginn im Juli 1997, Ansparen durch Dotcom-Boom und -Crash, Entnahme durch die Finanzkrise — das 1,6-Fache des eingezahlten Geldes aus. Die mediane Struktur zahlte das 2,4-Fache der Einzahlungen aus, die beste das 5,0-Fache. Keine einzige der 440 zahlte weniger aus, als eingezahlt wurde. Selbst die dreizehn Startzeitpunkte, deren reines Ansparergebnis nach zehn Jahren negativ war, zahlten unter Einbeziehung der Entnahmephase zwischen dem 1,6- und dem 1,8-Fachen der Einzahlungen aus. Der Grund ist Symmetrie: Ein Auszahlplan ersetzt den einen Verkaufszeitpunkt durch 120, sodass die Bewertung beim Ausstieg genauso gemittelt wird wie die Bewertungen beim Einstieg. Wer gemittelt einahlt und gemittelt entnimmt, ersetzt die Endbewertung durch eine Durchschnittsbewertung.

Damit ist Aussage 1 gestützt. Verwendet wurden dabei nur die Zerlegung der Rendite und die Arithmetik von Durchschnitten — die Mittelung angewandt auf den Ausstieg ebenso wie auf den Einstieg. Gewiss, wir haben das Offensichtliche breitgetreten; doch die Allgegenwart von Aussagen wie den eingangs zitierten legt nahe, dass diese Mühe nicht vergebens ist.

Zur Stützung von Aussage 2 berufen wir uns auf zwei strukturelle Eigenschaften von Marktwirtschaften.

Die erste ist der Wettbewerb. Wo Unternehmen frei um Kunden, Kapital und Talente konkurrieren, ziehen ungewöhnlich hohe Gewinne Rivalen an, und die Rivalen konkurrieren diese Gewinne wieder herunter. Deshalb kann kein diversifiziertes Portfolio eine Generation lang mit 25% pro Jahr wachsen: Die Unternehmen selbst können solche Renditen nicht dauerhaft erwirtschaften, weil der Wettbewerb es nicht zulässt. Eine Zeit lang können Anleger mehr verdienen als die Unternehmen — wenn die Preise schneller steigen als die Gewinne, wie in den Vereinigten Staaten nach 2009. Doch was steigende Preise geben, nehmen fallende Preise zurück. Über eine volle Generation kann der Anleger nicht wesentlich mehr verdienen als die Unternehmen, die er besitzt.

Die zweite ist das Gewinnstreben. Unternehmen existieren, um für ihre Eigentümer Gewinn zu erwirtschaften; in einer Marktwirtschaft verschenken sie ihre Produkte und Dienstleistungen nicht. Das Streben allein garantiert Anstrengung, nicht Erfolg — manche Branchen haben sich ein Jahrhundert lang bemüht und wenig angehäuft. Der Boden entsteht aus der Verbindung des Gewinnstrebens mit der Bauweise des Portfolios: Unternehmen, die Gewinne erwirtschaften, wachsen im Gewicht; Unternehmen, die scheitern, schrumpfen und scheiden schließlich aus, ersetzt durch Unternehmen, die es können. Das Portfolio stößt fortlaufend das Scheitern ab und sammelt den Erfolg. Der Boden, den dies schafft, ist nicht großzügig — die Geschichte kennt lange Strecken magerer Renditen —, aber er hält, wo immer die Marktwirtschaft selbst überlebt.

Der Korridor lässt sich messen. Die oben angeführten Vielfachen für den MSCI World Net Total Return Index entsprechen einer kapitalgewichteten Rendite zwischen 4,4% und 15,9% pro Jahr, mit einer medianen Jahresrendite von 8,8%. (Alle Angaben in US-Dollar, vor Inflation und Kosten.)

Breite Streuung ist für das Argument wesentlich — mit einem Vorbehalt, den die ehrliche Fassung tragen muss. Erwartungen und Wirklichkeit können für einzelne Regionen oder Branchen weit auseinanderlaufen, und die daraus entstehenden Bewertungs-extreme können Jahrzehnte brauchen, bis die zugrunde liegende Wertschöpfung sie korrigiert hat. Japans Aktienmarkt zwischen 1990 und 2010 bleibt das Paradebeispiel: ein Bewertungsgipfel so weit über der fundamentalen Leistung der japanischen Unternehmen, dass selbst zwei Jahrzehnte japanischer Unternehmensgewinne die Lücke nicht vollständig schlossen. Ein Portfolio über viele Regionen und Branchen ist vor solchen langwierigen Abweichungen geschützt, weil Korrekturen in einem Segment typischerweise abgeschlossen sind, während andere weiter Wert schaffen — allerdings nur, solange kein einzelner Markt das Portfolio bei extremer Bewertung dominiert.

Genug (niedere) Mathematik. Wenden wir uns den praktischen Fragen zu.

Warum kursieren Aussagen über 25% Rendite und über den „zu riskanten“ Markt weiterhin, wenn Arithmetik und institutionelle Logik in eine andere Richtung weisen? Drei Gründe stechen hervor.

Erstens haben beide Extreme willige Zuhörer und profitable Geschäftsmodelle. Am oberen Ende verkaufen Versprechen außergewöhnlicher Renditen Handelsplattformen, Abonnementdienste und konzentrierte, aktiv verwaltete Produkte. Am unteren Ende verkaufen Warnungen vor übermäßigem Risiko Versicherungen, strukturierte Produkte und „sichere“ Alternativen, deren Kosten oft versteckt und deren langfristige Renditen unterdurchschnittlich sind. Der Korridor in der Mitte ist verkäuferisch uninteressant, weil der Kunde nichts Besonderes kaufen muss — nur ein vernünftig bepreistes, diversifiziertes Aktienportfolio über die Zeit halten.

Zweitens ist die Zeit-Transformation des Risikos zutiefst kontraintuitiv — und ein Teil der akademischen Literatur steht auf Seiten des Skeptikers. Wären Renditen unabhängige Ziehungen, würde Zeit allein das Risiko nicht verringern: Die Wahrscheinlichkeit eines Fehlbetrags sinkt mit dem Horizont, aber seine mögliche Höhe wächst, und die Kosten einer Absicherung dagegen steigen (Samuelson 1963; Bodie 1995). Die Transformation ist gleichwohl real, aus einem anderen Grund: Aktienrenditen sind keine unabhängigen Ziehungen. Die Preise operativer Unternehmen sind durch Fundamentaldaten verankert, und

Bewertungen kehren zu ihnen zurück, sodass die Varianz langfristiger Renditen deutlich langsamer wächst, als es Unabhängigkeit vorhersagen würde (Poterba und Summers 1988; Campbell und Viceira 2002 führen den formalen Nachweis, dass Aktien für den langfristigen Anleger genau aus diesem Grund sicherer sind). Auf ein Jahr dominieren die Preisschwankungen. Auf dreißig dominiert die Rate der Wertschöpfung. Der Sparplan verstärkt den Effekt, weil die Einzahlungen über die gesamte Bandbreite der Marktbedingungen hinweg kaufen. Ein Auszahlplan stützt diese Logik zusätzlich. Weder die Medienberichterstattung noch die meiste berufliche Ausbildung bereitet den Anleger darauf vor, dies zu sehen.

Drittens ist der Korridor selbst in der täglichen Beobachtung unsichtbar. Tagespreise werden stündlich gemeldet; Quartalsgewinne erhalten kurze Aufmerksamkeit; die aggregierte Rate der Wertschöpfung eines diversifizierten Portfolios über Jahrzehnte ist keine Kennzahl, die irgendjemand berichtet. Was das langfristige Ergebnis des systematischen Sparers bestimmt, liegt gewissermaßen verborgen hinter dem Lärm der Kennzahlen, die berichtet werden.

Um es zu wiederholen: Richtig gemessen konvergiert die realisierte Rendite eines langfristigen Sparplans in einem breit gestreuten Aktienfonds gegen die Wertschöpfung der zugrunde liegenden Unternehmen, und in einer funktionierenden Marktwirtschaft liegt diese Wertschöpfung innerhalb eines ökonomisch begrenzten Korridors. Analysen, die diesem Prinzip zu widersprechen scheinen, messen in der Regel über Horizonte, die zu kurz sind, als dass der Mechanismus seine Arbeit hätte tun können — oder sie verwechseln das Rauschen der Preisbewegungen mit dem Signal darunter.

Dies ist kein Rat zur Sorglosigkeit. Einzelne Sparer schneiden besser oder schlechter ab als der Median, je nach Allokationsentscheidungen, Fondsauswahl und Disziplin in Phasen der Marktangst. Aber der wichtigste Treiber ihrer realisierten langfristigen Rendite ist weder die Bewertung, zu der sie begonnen haben, noch der Manager, den sie gewählt haben, noch das Timing einzelner Einzahlungen. Es ist die Wertschöpfung der Unternehmen, deren Eigentümer sie werden, über die Zeit, die sie sie halten — und der Korridor, in den diese Wertschöpfung ökonomisch gezwungen ist zu fallen.

Die entscheidende Frage für den systematischen Langfristparer lautet nicht „welche Aktien?“ und nicht „wann einsteigen?“. Sie lautet „wie lange?“. Bei ausreichender Haltedauer verengt sich die Bandbreite der möglichen Ergebnisse — nicht plötzlich, sondern stetig, in einem Tempo, das die oben beschriebene Mechanik vorgibt — und sie tut es in eine Richtung, die von wirtschaftlicher Aktivität bestimmt wird, nicht von Marktstimmung. Zeit ist das wertvollste Kapital des systematischen Sparers — nicht weil sie höhere Renditen erzeugt, sondern verlässlichere.

Literatur

Sharpe, William F. "The Arithmetic of Active Management." *Financial Analysts Journal*, vol. 47, no. 1, 1991, pp. 7-9.

Bogle, John C. "Investing in the 1990s: Occam's Razor Revisited." *Journal of Portfolio Management*, vol. 17, no. 3, 1991.

Bernstein, William J., and Robert D. Arnott. "Earnings Growth: The Two Percent Dilution." *Financial Analysts Journal*, vol. 59, no. 5, 2003.

Samuelson, Paul A. "Risk and Uncertainty: A Fallacy of Large Numbers." *Scientia*, vol. 98, 1963.

Bodie, Zvi. "On the Risk of Stocks in the Long Run." *Financial Analysts Journal*, vol. 51, no. 3, 1995.

Poterba, James M., and Lawrence H. Summers. "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications." *Journal of Financial Economics*, vol. 22, 1988.

Campbell, John Y., and Luis M. Viceira. *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*. Oxford University Press, 2002.

MSCI World Index, Net Total Return, USD, monatliche Beobachtungen Dezember 1969 – Juli 2026.