

GERD KOMMER
INVEST GMBH

Dr. Gerd Kommer

**Das Konzept der Sachwertanlage:
Irrungen und Wirrungen**

KAPITAL-GIPFEL
München, 22. März 2019

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Buchveröffentlichungen von Dr. Gerd Kommer



2019



2018 (5. Aufl.)



2017



2016 (2. Aufl.)

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Inhalt

- (1) Die Abgrenzung zwischen Sachwertanlagen und Nicht-Sachwertanlagen
- (2) Die sechs behaupteten Vorteile von SWAs gegenüber Nicht-SWAs und warum sie auf dünnen Beinchen stehen
- (3) Appendix

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Sachwertanlagen und Nicht-Sachwertanlagen bilden gemeinsam das investierbare Universum

Sachwertanlagen (SWAs) ("Real Assets")	Nicht-Sachwertanlagen (Nicht-SWAs) ("Paper Assets", "Financial Assets", "Geldanlagen")
▪ Immobilien, Infrastruktur ▪ Flugzeuge, Schiffe, Container etc. ▪ Aktien, nicht-börsennotierte Unternehmensbeteiligungen (*) ▪ Gold und andere Edelmetalle ▪ Rohstoffe ▪ Kunst und andere Sammlerobjekte	▪ Physisches Bargeld ▪ Bankguthaben ▪ Anleihen (Staatsanleihen, Unternehmensanleihen), Kreditforderungen ▪ Derivate (z. B. Optionen und Termingeschäfte) ▪ Kapitalbildende Lebens- und Rentenversicherungen

(*) Aktien und nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen sind nach angelsächsischem Sprachgebrauch keine Real Assets. Warum hier ein Unterschied zum deutschsprachigen Raum existiert, ist unklar. Allerdings überrascht diese merkwürdige Abweichung angesichts der allgemeinen Inkonsistenz dieses Konzepts nicht.

Die sechs behaupteten Vorteile von SWA gegenüber Nicht-SWA

Sachwertanlagen ...

- (1) bieten besseren Schutz vor Inflation und "staatlicher Geldwertmanipulation" im Rahmen des "Papiergeldsystems" ("Fiat Money")
- (2) bieten besseren Schutz vor staatlicher Enteignung
- (3) bieten mehr Sicherheit bei einem "Zusammenbruch des Systems", z. B. einer schweren, chaotischen Krise der Euro-Zone oder einem Staatskonkurs
- (4) erlauben die Abwälzung von Steuererhöhungen oder steigenden Kosten auf Abnehmer/Verbraucher
- (5) weisen geringeres Wertschwankungsrisiko/höhere Wertstabilität auf
- (6) haben höhere Langfristrenditen als Nicht-SWAs

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Unterscheidung SWA vs. Nicht-SWA – eine Fallstudie: Siemens-Anleihen vs. Siemens-Aktien (1/2)

Die Siemens-Bilanz

Aktiva		Passiva	
▪ Immobilien ▪ Maschinen ▪ Software ▪ Patente ▪ Materialvorräte ▪ Forderungen an Kunden ▪ Cash		Fremdkapital: Siemens- Anleihen (Nicht-SWA)	
		Eigenkapital: Siemens- Aktien (SWA)	
Bilanzsumme	100	Bilanzsumme	100

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Unterscheidung SWA vs. Nicht-SWA – eine Fallstudie: Siemens-Aktie vs. Siemens-Anleihe (2/2)

Kriterium	Siemens-Aktien (SWA)	Siemens-Anleihen (Nicht-SWA)	Anmerkung
Eigentums- erwerb (*)	durch Kaufvertrag/Computerhandel (elektronischer Datenbankeintrag)	durch Kaufvertrag/Computerhandel (elektronischer Datenbankeintrag)	Datenbankeinträge → kein Unterschied
Eigentums- nachweis	verschiedene Datenbankeinträge	verschiedene Datenbankeinträge	Keine physischen Urkunden → kein Unterschied
Eigentums- schutz	Grundgesetz (Art. 14), allgemeiner Rechtsstaatlichkeitslevel BRD	Grundgesetz (Art. 14), allgemeiner Rechtsstaatlichkeitslevel BRD	→ kein Unterschied
Cash-Flow- Quelle	Siemens-Cash-Flow (nachrangig zu Anleihen)	Siemens-Cash-Flow (vorrangig zu Aktien)	→ kein grds. Unterschied, jedoch wirtschaftlicher Vorteil für Anleihe
Risiko	Siemens-Bonitätsrisiko ("Credit Risk") + makroökonomische Risiken	Siemens-Bonitätsrisiko ("Credit Risk") + makroökonomische Risiken	→ kein grds. Unterschied, jedoch wirtschaftlicher Vorteil für Anleihe
Wert/Preis	Vom Markt geschätzte künftige Divi- denden (discounted dividend stream)	Vom Markt geschätzter künftiger Kapital- dienst (discounted debt service stream)	→ kein grds. Unterschied, jedoch gün- stigerer Abzinsungssatz für Anleihe

(*) "Eigentumserwerb" nach römischem Recht formal durch "Kauf + Übertragung". Hier geht es jedoch um das ökonomische Konzept des Eigentümererwerbs.

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Die behaupteten Vorteile von SWAs ggüb. Nicht-SWAs

Pseudo-Argument 1: SWAs bieten besseren Schutz vor Inflation und "staatlicher Geldwertmanipulation" im Rahmen des "Papiergeldsystems" (Fiat Money) (1/2)

- ❑ Inflationsschutz im Sinne hoher kurzfristiger Korrelation mit Inflation: Diese ist am höchsten bei Geldmarktanlagen (Nicht-SWAs), dagegen niedrig bei Aktien und Immobilien (SWAs)
- ❑ *Erwartete* Inflation ist bei allen Assets eingepreist. Schutz vor *unerwarteter* (nicht eingepreister) Inflation ist bei Geldmarktanlagen und inflationsgeschützten Anleihen am höchsten
- ❑ Inflationsschutz im Sinne einer langfr. positiven Realrendite (Bewahrung der Kaufkraft) bieten *alle* Asset-Klassen (Aktien, Anleihen, Immobilien, Rohstoffe, Edelmetalle) (*)

(*) Die Kaufkraft erodierenden hohen Kosten vieler "verpackter" Asset-Klassen (Kapitallebensversicherungen, geschlossene Fonds, aktiv gemanagter Fonds) sind ein anderes Thema...

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Die behaupteten Vorteile von SWAs ggüb. Nicht-SWAs

Pseudo-Argument 1: SWAs bieten besseren Schutz vor Inflation und "staatlicher Geldwertmanipulation" im Rahmen des "Papiergeldsystems" (Fiat Money) (2/2)

Hochinflationsphase 1970 bis 1979 – 10 Jahre

	Sachwertanlagen	Nicht-Sachwertanlagen	
	MSCI World Standard	DE-mittelfr. Staatsanl.	DE-Geldmarkt
Nominale Rendite p.a.	-0,8%	7,1%	6,8%
Reale Rendite p.a.	-5,5%	2,0%	1,7%

(Die durchschnittliche Inflationsrate der Länder USA, Japan, GB und DE über diese 10-Jahres-Zeitraum betrug 8,7% p.a., der Wert für Deutschland allein betrug 5,0% p.a.)

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Die behaupteten Vorteile von SWAs ggüb. Nicht-SWAs

Pseudo-Argument 2: SWAs bieten besseren Schutz vor staatlicher Enteignung (1/3)

- ❑ Geschichte des 20. Jahrhunderts liefert keine Evidenz dafür, dass SWAs besser vor willkürlicher staatlicher Enteignung schützen – weder in DE noch in anderen Ländern
- ❑ Politische und rechtliche Sachlogik sowie gesunder Menschenverstand lassen ebenfalls keinen grds. SWA-Vorteil erkennen (*siehe auch Folie 8 und 12*)
- ❑ Die Asset-Klasse mit dem vermutlich höchsten Enteignungsrisiko sind Direktanlagen in Immobilien (also SWAs), da besonders "auffällig", da potentielle "Neidobjekte", da nicht ins Ausland transferierbar und ohne Möglichkeit zu internationaler Diversifikation
- ❑ Grundgesetz Art. 15 ist eine verfassungsrechtliche Öffnungsklausel insbesondere zur Enteignung von Immobilien, nicht jedoch zur Enteignung von Nicht-SWAs

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Die behaupteten Vorteile von SWAs ggüb. Nicht-SWAs

Pseudo-Argument 2: SWAs bieten besseren Schutz vor staatlicher Enteignung (2/3)

Artikel 14, Grundgesetz Bundesrepublik Deutschland

- (1) Das Eigentum und das Erbrecht werden gewährleistet. Inhalt und Schranken werden durch die Gesetze bestimmt.*
- (2) Eigentum verpflichtet. Sein Gebrauch soll zugleich dem Wohle der Allgemeinheit dienen.*
- (3) Eine Enteignung ist nur zum Wohle der Allgemeinheit zulässig. Sie darf nur durch Gesetz oder auf Grund eines Gesetzes erfolgen, das Art und Ausmaß der Entschädigung regelt. Die Entschädigung ist unter gerechter Abwägung der Interessen der Allgemeinheit und der Beteiligten zu bestimmen. Wegen der Höhe der Entschädigung steht im Streitfalle der Rechtsweg vor den ordentlichen Gerichten offen.*

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Die behaupteten Vorteile von SWAs ggüb. Nicht-SWAs

Pseudo-Argument 2: SWAs bieten besseren Schutz vor staatlicher Enteignung (3/3)

Artikel 15, Grundgesetz Bundesrepublik Deutschland

Grund und Boden, Naturschätze und Produktionsmittel können zum Zwecke der Vergesellschaftung durch ein Gesetz, das Art und Ausmaß der Entschädigung regelt, in Gemeineigentum oder in andere Formen der Gemeinwirtschaft überführt werden. Für die Entschädigung gilt Artikel 14 Abs. 3 Satz 3 und 4 entsprechend.

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Die behaupteten Vorteile von SWAs ggüb. Nicht-SWAs

Pseudo-Argument 3: SWAs bieten mehr Sicherheit bei einem Zusammenbruch des "Systems" (chaotischer Zerfall der Euro-Zone, Staatskonkurs etc.)

- ☐ Kapitalmarkt erwartet in der absehbaren Zukunft ganz klar keine solche Krise (siehe z. B. Verzinsung Staatsanleihen, CDS Spreads, Country Ratings)
- ☐ Sofern sie dennoch käme, ist nicht erkennbar, warum SWAs hier einen grds. Vorteil vor Nicht-SWAs haben sollten
- ☐ Nicht die Abgrenzung *SWA* vs. *Nicht-SWA* ist entscheidend, sondern in Assets zu investieren, die außerhalb des Krisenlandes/der Krisenregion angesiedelt sind
- ☐ Insbesondere der dt. Immobilienmarkt (SWA) würde in einer solchen Krise vermutl. stark leiden
- ☐ In einer schweren Staats- und Systemkrise ist in allen westlichen Gesellschaftssystemen zu erwarten, dass Politik die "Lasten" gleichmäßig verteilt und keine "Krisengewinnler" toleriert

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Die behaupteten Vorteile von SWAs ggüb. Nicht-SWAs

Pseudo-Argument 4: Bei SWAs können Steuererhöhungen oder erhöhte Kosten letztlich an Abnehmer/Verbraucher weitergegeben werden

- ❑ Wunschdenken, das mit ökonomischer Logik leicht zu widerlegen ist:
 - Wenn es Siemens gelingt, erhöhte Kosten oder Steuern ganz oder teilweise auf seine Kunden abzuwälzen (d.h., einen Gewinnrückgang zu verhindern), dann profitieren davon die Besitzer von Siemens-Anleihen (Nicht-SWAs) im gleichen Maße wie die Besitzer von Siemens-Aktien (SWAs)
 - Gelingt Siemens die Abwälzung nicht, ist der negative Effekt für die Anleihengläubiger geringer (!) als für die Aktionäre

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Die behaupteten Vorteile von SWAs ggüb. Nicht-SWAs

Pseudo-Argument 5: SWAs sind wert- und renditestabiler als Nicht-SWAs

- ❑ Wunschdenken, das im Widerspruch steht zur empirischen Realität der vergangenen 120 Jahre
 - Die SWAs Gold, Rohstoffe, Immobilien und Aktien weisen kurz, mittel- und langfristig deutlich höhere Wertschwankungen/Drawdown-Risk auf als die Nicht-SWAs Bankguthaben, Unternehmensanleihen und Staatsanleihen
 - Maximaler Drawdown (MDD) 1970 bis 2018 (49 Jahre) – nominal in DM/Euro

Sachwertanlagen			Nicht-Sachwertanlagen	
Gold	Aktien-DE	Hauspreise-DE	Staatsanleihen-DE	Geldmarkt-DE
−63% (07-1999)	−68% (03/2003)	n. v. (*)	−7% (05/1981)	−1% (06-1993)

(Aktien-DE = MSCI Germany Standard; **Hauspreise-DE** = Generell sind aus Immobilienindizes abgeleitete Risikokennzahlen wie der MDD für Hauspreisindizes verfälschend und prinzipiell nicht vergleichbar mit den MDDs anderer Asset-Klassen. Daher wird die Zahl hier nicht gezeigt; Staatsanleihen-DE = RexP-Index; Geldmarkt-DE = "risikofreie" Rendite in DM bzw. Euro in Deutschland)

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Die behaupteten Vorteile von SWAs ggüb. Nicht-SWAs

Pseudo-Argument 6: SWAs haben höhere Langfristrenditen als Nicht-SWAs

Reale Renditen der wichtigsten Asset-Klassen von 1900 bis 2017 (118 Jahre)

Asset-Klasse	Aktien global	Wohn-Immos global	Lfr. Staatsanl. global	Geldmarkt	Gold	Rohstoffe
SWA/Nicht-SWA	SWA (*)	SWA	Nicht-SWA	Nicht-SWA	SWA	SWA
Reale Rendite p.a.	5,2%	2,4%	2,0%	0,8%	0,6%	0,2%

► Vor Kosten und Steuern. ► Alle Renditen in USD, ausgenommen Wohnimmobilien (lokale Währung). ► Datenquellen: Aktien und Anleihen für 23 Länder, Geldmarkt nur USA (One Month Treasury Bills): Dimson, Marsh, Staunton 2018; Wohnimmobilien: Gesamtrenditen (nicht nur Preissteigerungen) 11 Länder, Dimson, Marsh, Staunton 2018, ergänzt nach Kommer/Schweizer 2018 (ohne Fremdfinanzierungseffekte); Gold: World Gold Council; Rohstoffe: David S. Jacks. Rohstoffe umfassen 5 Hauptrohstoffgruppen Energie, Edelmetalle, Basismetalle, Mineralien u. Agrar-rohstoffe. ► (*) In den angelsächsischen Ländern werden Aktien nicht als Sachwertanlage betrachtet.

- ☐ Renditeunterschiede inkonsistent mit SWA-Theorie; zwei SWAs haben die niedrigsten Renditen; Asset-Klasse Aktien uneindeutig, da als Nicht-SWA im angelsächsischen Raum betrachtet
- ☐ Renditeunterschiede resultieren aus unterschiedlichem Risiko, nicht SWA vs. Nicht-SWA-Unterscheidung

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Fazit

- ❑ Konzept der SWA ist eine nutzlose oder irreführende *Fata Morgana*
- ❑ Die "SWA-Theorie" lässt sich weder sachlogisch, noch historisch, noch statistisch-empirisch, noch rechtlich herleiten
- ❑ Die Wissenschaft hat die "SWA-Theorie" nie wirklich beachtet
- ❑ Finanzbranche und Finanzmedien propagieren die SWA-Pseudotheorie, weil sie ihnen nützt
- ➔ **Rationale Anleger ignorieren die SWA-Theorie und reduzieren so ihre Fehlerquote**

Appendix

Das Konzept der Sachwertanlage: Irrungen und Wirrungen

Literaturhinweise

- ❑ Dimson, Elroy / Marsh, Paul / Staunton, Mike (2018): "Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018"; Long Version; Credit Suisse Research Institute; 251 pages.
- ❑ Kommer, Gerd / Schweizer, Jonas (2018a): "Das Risiko von Direktinvestments in Immobilien besser verstehen"; Blog-Beitrag; August 2018; Internet-Fundstelle: <https://www.gerd-kommer-invest.de/das-risiko-von-direktinvestments-in-immobilien-besser-verstehen/>
- ❑ Kommer, Gerd / Schweizer, Jonas (2018b): "Die Rendite von Direktinvestments in Wohnimmobilien besser verstehen"; Blog-Beitrag; Okt. 2018; Internet-Fundstelle: <https://www.gerd-kommer-invest.de/die-rendite-von-direktinvestments-in-wohnmobilien-besser-verstehen/>
- ❑ Kerscher, Martin / Kommer, Gerd (2019): "Das Konzept der "Sachwertanlage": Fakten und Fantasien"; Blog-Beitrag; April 2019 (*wird Anfang April 2019 auf der Website www.gerd-kommer-invest.de veröffentlicht werden*)

Zur Person von Gerd Kommer

Dr. Gerd Kommer, LL.M.

München, Tel. 089-9200 8411
g.kommer@gerd-kommer-invest.de

Geschäftsführer der *Gerd Kommer Invest GmbH*, München. Das Anfang 2017 gegründete Unternehmen ist Vermögensverwalter und Honorarberater. Mandanten sind vermögende Privatkunden, Stiftungen und kleine bis mittlere Unternehmen. Kommer leitete bis Ende 2016 die Niederlassung London und den Geschäftsbereich *Infrastructure & Asset Finance* eines deutschen Asset Management-Unternehmens. Er war insgesamt 24 Jahre im Firmenkundenkreditgeschäft und institutionellen Asset Management verschiedener Banken und Asset Manager in Deutschland, Südafrika und Großbritannien tätig.

Studium: BWL, Steuerrecht, Germanistik, Politikwissenschaft in Deutschland, USA und Liechtenstein (M.A., MBA, Dr. rer. pol., LL.M.).

www.gerd-kommer-invest.de



Haftungsbegrenzung

Die hier vorgestellten Berechnungsergebnisse basieren auf historischen Daten und der hier dargestellten spezifischen Methodik. **Es besteht keinerlei Garantie dafür, dass sich die zugrundeliegenden Variablen in Zukunft auch nur in ähnlicher Weise entwickeln werden.**

Generell dienen alle Informationen, Zahlen und Aussagen in diesem Dokument lediglich illustrativen und didaktischen Zwecken. Sie sind nicht durchgängig Darstellung von Tatsachen und sie sind ausdrücklich kein Angebot.

Inwieweit die Informationen in diesem Dokument korrekt sind, können wir nicht mit Gewissheit sagen, wenngleich wir uns bemüht haben, Fehler zu vermeiden.

Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Mandanten und potenzielle Mandanten der Gerd Kommer Invest GmbH.

Investieren in Bankguthaben, Wertpapiere, Investmentfonds, Immobilien und Rohstoffe bringt hohe Verlustrisiken mit sich, bis hin zum Risiko des Totalverlusts. Es ist möglich, dass die Investmenttechniken, die in diesem Dokument genannt werden, zu beträchtlichen Verlusten führen. Historische Renditen bieten keine Gewähr für ähnliche Renditen in der Zukunft.

Nutzungsrechte

Dieses Dokument als ganzes und der Inhalt dieses Dokumentes ist das alleinige geistige Eigentum der Gerd Kommer Invest GmbH. **Die kommerzielle Verwertung wie auch jede Weitergabe oder Verbreitung dieses Dokumentes oder der in ihm enthaltenen Informationen ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher, einzelfallbezogener Genehmigung der Gerd Kommer Invest GmbH gestattet.**