

# FREYMUND CIE.



## Sicherheit im Portfolio – wie? Im Gespräch mit Dr. Gerd Kommer

**Freymund & Cie.:** *Lieber Doktor Kommer, wie Sie wissen, strukturieren wir die Portfolios unserer Mandanten konsequent und diszipliniert nach den Erkenntnissen der wissenschaftlichen Kapitalmarktforschung. In diesem Zusammenhang berücksichtigen wir in der Portfoliostruktur auch kurzfristige Anleihen höchster Bonität als Gegengewicht zur risikoreichen, weltweit diversifizierten Aktienkomponente.*

*Von unseren Mandaten hören wir gelegentlich die Frage, ob vor dem Hintergrund der aktuellen Krise der Staatsfinanzen der Industrieländer kurzfristige Staatsanleihen immer noch eine „risikofreie“ Anlage sind oder ob man sie nicht durch andere Anlageformen ersetzen müsse. Wie stehen Sie zu dieser Überlegung? Hat das Konzept der „risikofreien“ Anlage in der modernen Portfoliotheorie ausgedient?*

**Gerd Kommer (GK):** Nein, aus meiner Sicht nicht. Vielleicht zuerst eine begriffliche Klärung, d.h. zum in der wissenschaftlichen Finanzökonomie seit Jahrzehnten verbreiteten Begriff der so genannten „risikofreien Anlage“ oder des „risikofreien Zinses“. Damit sind kurzfristige Staatsanleihen höchster Bonität von Industrieländern in der „Heimätwährung“ des Anlegers gemeint. Das Attribut „risikofrei“ ist in diesem Zusammenhang unglücklich gewählt. Wirklich „risikofreie“ Anlagen Investments existieren nicht wie sich leicht zeigen ließe. Die Bezeichnung „risikoärmste“ Anlage wäre wohl



besser gewesen aber der Ausdruck „risikofrei“ ist nun einmal etabliert und man wird ihm deswegen oft über den Weg laufen und ihn in der Kommunikation nicht ganz vermeiden können. Gemeint ist aber tatsächlich „risikoärmste“ Anlage – darüber besteht Konsens unter Wissenschaftlern. Zu Ihrer eigentlichen Frage: Hat das Konzept der „risikofreien“, also „risikoärmsten“ Anlage ausgedient? Wenn man systematisch, nicht auf der Basis von Stammtischargumenten, über dieses Thema nachdenkt, wird man zu dem Schluss kommen, dass die soeben genannten kurzfristigen Staatsanleihen höchster Bonität – das sind Anleihen mit bis etwa 24 Monaten Restlaufzeit der obersten beiden Rating-Stufen AAA und AA+ von etwa 25 Stufen – nach wie vor die risikoärmsten, also sichersten Investments sind.

**Freymund & Cie.:** *In der letzten Zeit kursierte in den Medien das „Schreckgespenst der Staatspleiten“ - wie jüngst um das Euroland Griechenland. Wie bewerten Sie das Risiko einer solch drohenden Staatspleite?*

**GK:** Echte und Quasi-Staatspleiten hat es in den letzten 800 Jahren also seit Beginn des Staatenwesens der Neuzeit buchstäblich hundertfach gegeben. Die beiden amerikanischen Wirtschaftsprofessoren Rogoff und Reinhart haben dazu vor vier Jahren ein tolles Buch veröffentlicht, das es auch in Deutsch gibt. Deutschland war in den letzten 100 Jahren zwei oder dreimal plei-

## Freymund & Cie. im Gespräch mit ...

te, je nachdem wie man „pleite“ definiert. Nach dem 1. Weltkrieg, während der Hyperinflation Anfang der 20er Jahre und nach dem 2. Weltkrieg. Wer deutsches Geldvermögen hielt, z.B. Bankguthaben oder deutsche Staatsanleihen verlor alles oder fast alles. Wenn ein Anleger aber damals den Grundsatz beherzigt hätte, Bankanlagen grundsätzlich nicht für sicher zu halten und bei Staatsanleihen nur auf diejenigen mit allerhöchster Bonität zu vertrauen, hätte er in keinem Fall deutsche Bankguthaben oder deutsche Staatsanleihen gehalten und wäre so von diesen Investmentdesastern verschont geblieben oder hätte sie zumindest abgemildert.

Zum Fall Griechenland: Das Land hatte auch in seinen „besten Bonitätszeiten“ von 2007 bis 2009 kein erstklassiges Rating – seine Staatsanleihen fielen nie in die Kategorie „höchste Bonität“ wie hier definiert. Griechenlands historisch bestes Rating war „A+/A1“ bis Oktober 2009, also vier Stufen unter dem Spitzen-Rating von AAA/Aaa. Aber selbst bei Griechenland dauerte es noch mehr als zwei Jahre und mehrfache sukzessive Rating-Herabstufungen bis hinab in die so genannte Sub-Investment-Grade-Zone bevor es 2012 zum griechischen Schulden-schnitt, d.h. de facto Staatskonkurs kam. Bei Unternehmensanleihen kann so etwas innerhalb von drei bis sechs

Monaten passieren, was für sicherheitsbewusste Anleger viel gefährlicher ist. Auch dieser „Langsamkeitsvorteil“ von Staatsanleihen bei Bonitätsverschlechterungen gegenüber Unternehmensanleihen wird oft unterschätzt.

**Freymund & Cie.:** *Können Unternehmensanleihen eines Industrielandes risikoärmer, d.h. sicherer sein als Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit und gleicher Währung?*

**GK:** Unternehmensanleihen sind fast ausnahmslos risikoreicher als die entsprechenden Staatsanleihen, was auch in den generell schlechteren Ratings von Unternehmensanleihen zum Ausdruck kommt. Wer glaubt, ein Unternehmen, ob es nun ExxonMobil, Berkshire Hathaway (Warren Buffets Investmentgesellschaft), Apple, Google, Volkswagen, Toyota, Allianz, Deutsche Bank, BASF, Coca Cola, Nestle, Samsung, Sony, BHP Billiton oder XYZ heißt, könne eine grundsätzlich bessere Bonität haben als der das Unternehmen beheimatende Staat, unterliegt einem möglicherweise teuren Irrtum. Das gilt für Industrieländer ebenso wie für

Schwellenländer. Unternehmen sind wirtschaftlich gesehen – im Vergleich zu Staaten – winzige, fragile, schlecht diversifizierte Gebilde. Zudem sind sie auf „freiwillige“ Kooperation ihrer Kunden angewiesen. Staaten sind beinahe unendlich viel besser diversifiziert und können ihre „Kunden“, die Wirtschaftssubjekte im Staatsgebiet, zur „Kooperation“ zwingen – nichts anderes bedeutet das so genannte Gewaltmonopol des Staates und speziell seine Steuer- und Abgabehoheit. Deswegen kommen auf jeden Staatskonkurs weltweit wohl viele Tausend, vielleicht Hunderttausende Unternehmenskonkurse.

**Freymund & Cie.:** *Sie haben einmal geschrieben, dass Unternehmen den sie beherbergenden Staaten und deren Bonität unter- oder nachgeordnet seien. Was ist damit gemeint?*

**GK:** Unternehmen sind dem nationalen oder regionalen Konjunkturzyklus ausgesetzt, den der Staat mit seiner Geld-, Fiskal- und Strukturpolitik maßgeblich beeinflusst. Die Konsumausgaben der Bürger, die letztlich die Unternehmensgewinne bestimmen, werden aus Nachsteuereinkommen der Bürger bestritten. Der Konsument zahlt also zuerst Steuern und nur das was danach übrig bleibt, kann als Konsum an Unternehmen fließen. Das ist in diesem Zusammenhang

von großer Bedeutung. Darüber hinaus hängen Unternehmen von der Rechtssicherheit ab, die der Staat schafft oder zerstört und vom Bürgerfrieden oder Bürgerkrieg, der dort herrscht. Unternehmen werden vom Staat reguliert oder ökonomisch stranguliert, sie haben keine Wahl als die vom Staat autonom festgelegten ertragsmindernden Steuern und Abgaben zu zahlen und können, vor allem in Krisenzeiten, vom Staat aufgrund regierungsamtlicher oder parlamentarischer Beschlüsse höher besteuert, strafbesteuert, zerschlagen, enteignet oder nationalisiert werden. Alles in allem kann man sagen, dass das Finanzmachtgefälle zwischen Unternehmen und Staat steil zugunsten des Staates verläuft. Dieses Gefälle zwischen Staaten und Unternehmen kommt, wie erwähnt, in den in fast allen Fällen besseren Bonitätsnoten (Ratings) von Staaten gegenüber den in ihnen ansässigen Unternehmen zum Ausdruck. Wer den Rating-Agenturen nicht traut, der braucht sich nur Kreditversicherungskosten (Credit Default Swap Spreads) ansehen, die der freie Markt bestimmt. Die gibt es für die meisten großen Unternehmensanleihen und für alle

**Es geht darum systematisch, nicht auf Basis von Stammtischargumenten, über Anlagethemen nachzudenken.**

Staatsanleihen. CDS Spreads besagen in dieser Hinsicht typischerweise dasselbe wie Ratings. Ratings sind aber für Privatanleger leichter zu verstehen und kostenlos zugänglich.

**Freymund & Cie.:** *Welche Maßnahmen könnte ein Staat, wenn es ihm schlecht geht, ergreifen? Wurden bereits Maßnahmen von Staaten ergriffen? Welche?*

**GK:** Staaten können – wenn sie in akute Finanznot geraten – Geld zur unbegrenzten Ausdehnung ihrer Liquidität drucken, Zwangsanleihen emittieren, Steuern erhöhen und neue Zwangssteuern auf Haushalte und Unternehmen erheben – „Konkursschutzmaßnahmen“, die Staaten helfen und andererseits Unternehmen und ihre Anleihengläubiger wie auch Aktionäre schädigen. Unternehmen steht keines dieser Mittel zur Verfügung.

**Freymund & Cie.:** *Wie bewerten Sie Bankguthaben oder Festgeld als Alternative?*

**GK:** Bankguthaben sind kurzfristige Kredite von Privathaushalten an Unternehmen im Finanzsektor. Solche Anlagen können praktisch nie risikoärmer sein – und sind in der Regel wesentlich risikoreicher – als kurzfristige Staatsanleihen desjenigen Staates, in dem sich das kontoführende Institut befindet. Innerhalb der EU sind 100 Tsd. Euro pro Anleger und Bank von der gesetzlichen Einlagensicherung geschützt, also etwa gleich risikoreich wie entsprechende kurzfristigen Staatsanleihen, da der Staat diese Guthaben ja garantiert, d.h. die schlechtere Bonität der Bank durch seine eigene Bonität ersetzt. Alles was über 100 Tausend Euro pro Anleger bei einer bestimmten Bank hinausgeht, ist risikoreicher als die entsprechenden Staatsanleihen. Die Finanzkrise belegt wohl unzweideutig, dass Bankengläubiger, also Sparer und Käufer von Bankanleihen bei einer international kaum noch überschaubaren Anzahl von „Pleitebanken“ oft nur deswegen kein Geld oder jedenfalls nicht alles verloren, weil der Staat mit seiner weitaus höheren Finanzkraft und besseren Bonität einsprang.

**Freymund & Cie.:** *In den Portfolios unserer Mandanten berücksichtigen wir neben den kurzlaufenden deutschen Staatsanleihen auch Anleihen anderer Staaten oder staatsnahen Institutio-*

*nen mit kurzer Laufzeit und höchster Bonität. Was halten Sie von dieser Modifikation?*

**GK:** Das ist grundsätzlich eine gute Idee. Auch innerhalb der risikofreien, sprich risikoärmsten Anlageklasse lohnt es sich über verschiedene Anleiheschuldner, hier also Industrieländerstaaten, hinweg zu streuen, im Investmentjargon, zu diversifizieren.

**Freymund & Cie.:** *Warum spielt die Heimatwährung eine Rolle?*

**GK:** Wechselkursrisiken bei Anleihen und Bankguthaben (innerhalb der gesetzlichen Einlagensicherung) sollten sicherheitsbewusste Anleger kategorisch vermeiden, da Währungsrisiken in Zeiträumen bis etwa zehn Jahre dramatische Ausmaße annehmen können und sich zudem nicht zuverlässig prognostizieren lassen.

**Freymund & Cie.:** *Stichwort: „Negative Realrendite“ - Einige Anleger führen Unternehmensanleihen als mögliche Alternative zu den Staatsanleihen an. „Bei einer BMW-Anleihe werden mir mehr Zinsen gezahlt, und bei einer deutschen Staatsanleihe mache ich ein Verlustgeschäft!“ Welche Antwort geben Sie diesem Anleger?*

**GK:** Die höhere Rendite der BMW-Anleihe ist ganz einfach eine Kompensation für ihr höheres Risiko.. Vielen Bayern ist vermutlich noch in Erinnerung, dass BMW in den 50er Jahre knapp am Konkurs vorbeischrämte und auch 1999 im Zusammenhang mit Milliardenverlusten aus der Rover-Akquisition einige Zeit mit der Insolvenz „flirtete“. Die Anzahl der großen und kleinen Automobilhersteller, die in Deutschland und weltweit in den letzten 50 Jahren aus finanziellen Gründen von der Bildfläche verschwunden sind, dürfte 30 oder 40 überschreiten. BMW zahlt höhere Zinsen an seine Anleihegläubiger als die Bundesrepublik, weil BMW-Schulden ein deutlich höheres Ausfallrisiko und Wertschwankungsrisiko haben. Die höheren BMW-Zinsen sind kein „Free Lunch“. In erster Linie sollten Anliehen- und Geldmarktanleger darauf achten, mit größtmöglicher Wahrscheinlichkeit ihr Geld zurück zu bekommen und erst in zweiter Linie, welche Rendite es abwirft. Negative Realrenditen bei den risikoärmsten kurzfristigen Staats-

**Die Zusammensetzung und gesamte Entwicklung eines Wertpapierportfolios sind entscheidend – nicht die isolierte Einzelbeurteilung der eingesetzten Bestandteile.**

## **Freymund & Cie. im Gespräch mit ...**

anleihen sind historisch übrigens nicht ungewöhnlich. In den USA – wo uns die besten Daten zur Verfügung stehen – war das in den vergangenen 86 Jahren in 33 Jahren der Fall.

**Freymund & Cie.:** *Lieber Doktor Kommer wie ist Ihr Resümee?*

**GK:** Es gibt in Bezug auf Ausfallrisiko und Wertstabilität über kurze und mittelfristige Zeiträume keine risikoärmeren Anlagen als kurzlaufende Staatsanleihen höchster Bonität in der Währung des Anlegers. Das war vor der Finanzkrise wahr und ist immer noch wahr. Die einzige Modifikation des traditionellen Konzeptes der „risikofreien Anlage“, die sich aus den Lehren der derzeitigen Finanzkrise ergibt, ist, dass man auch innerhalb der Asset-Klasse „kurzfristige Staatsanleihen höchster Bonität in der Heimatwährung des Anlegers“

durch globale Diversifikation eine Risikosenkung erzielen kann. Ein deutscher Anleger könnte also seine „risikofreie“ Anlage auf in Euro denominierte oder in Euro gehedgte kurzfristige Staatsanleihen mehrerer Staaten mit AAA oder AA+ Rating streuen. Ich denke da, neben Deutschland, an Länder wie Österreich, Schweiz, Frankreich, Großbritannien, Niederlande, Norwegen, Schweden, Dänemark, Finnland, Australien, USA und Kanada. Das ist sowohl mit Einzelanleihen als auch mit Anleihen-ETFs (Exchange Traded Funds) einfach möglich. Was allerdings statt zu einer Risikosenkung vermutlich zu einer Risikoerhöhung führt, ist die Ersetzung kurzfristiger deutscher Staatsanleihen durch Bankguthaben im In- und Ausland, durch Unternehmensanleihen, Immobilien, Aktien, Rohstoffe oder Gold.

**Freymund & Cie.:** *Lieber Doktor Kommer herzlichen Dank für das angenehme und anregende Gespräch!*

**Gerd Kommer** studierte Politikwissenschaft sowie Volks- und Betriebswirtschaftslehre in Deutschland und den USA. Er ist im internationalen Firmenkundengeschäft einer Bank in London tätig. Er veröffentlichte mehrere Finanzratgeber, u. a. „Die Buy-and-Hold-Bibel“ (2009), „Kaufen oder mieten?“ (2010) und „Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs“ (2011).

**Freymund & Cie.** ist ein unabhängiger Vermögensmanager und Family Office für Privatpersonen auf Honorarbasis: „Wir unterstützen unsere Mandanten darin, informierte Entscheidungen zu Ihrem Vermögen zu treffen und zu verwirklichen.“

Juan Bayona Garcia und Roman Enders haben die Freymund & Cie. in München gegründet. Sie gehören zu den Pionieren der Honorarberatung in Deutschland. Nach einer mehrjährigen intensiven Zusammenarbeit bei Deutschlands erster Honorarberatungsbank entschlossen sie sich im Frühjahr 2013, die nächste Generation der unabhängigen Honorarberatung zu begründen.

### **Freymund & Cie. GmbH & Co. Vermögensberatung KG**

Maximilianstrasse 2 • 80539 München

Tel: +49 89. 20 500 8515

Fax: +49 89. 20 500 8150

[kontakt@freymund.de](mailto:kontakt@freymund.de)

[www.freymund.de](http://www.freymund.de)

Geschäftsführer:

Juan Bayona Garcia • Roman Enders

Haftungsausschluss: Die Informationen in diesem Dokument sind subjektive, private Meinungsäußerungen von Dr. Gerd Kommer. Sie stehen in keinem Zusammenhang mit seinem Arbeitgeber. Darüber hinaus ist dieses Dokument nicht als Aufforderung, Angebot oder Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzanlagen oder zur Vornahme sonstiger Geldgeschäfte zu verstehen. © Gerd Kommer, London; Freymund & Cie. GmbH & Co. Vermögensberatung KG, München 2013; Portrait Titel by Nectar&Pulse, Tanja Roos. Alle Inhalte dieses Dokuments, insbesondere Texte, Fotografien und Grafiken, sind urheberrechtlich geschützt. Das Urheberrecht liegt, soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, bei Gerd Kommer, London und/oder Freymund & Cie. GmbH & Co. Vermögensberatung KG, München.