

**GERD
KOMMER
CAPITAL**

Investmentphilosophie von Gerd Kommer Capital

Investmentphilosophie von Gerd Kommer Capital

Dieses Dokument fasst die Kernelemente der Investmentphilosophie von *Gerd Kommer Capital* (GKC) zusammen. Das Buch "Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs" (Campus Verlag, 5. Auflage, März 2018) von Dr. Gerd Kommer beschreibt diese Kernelemente noch umfassender und leitet sie aus der wissenschaftlichen Forschung und historischen Daten her.

Stand: 15.03.2022

Inhaltsverzeichnis

1	Grundannahmen, auf denen der Investmentansatz von GKC beruht	3
1.1	Der Marktwirtschaft Risikokapital zur Verfügung stellen	3
1.2	"Informationseffizienz" der Kapitalmärkte	4
1.3	Aktives Investieren produziert unattraktive Renditen	4
1.4	Passives Investieren ist die überlegene Alternative	5
2	Investmentprinzipien, die uns besonders wichtig sind	6
2.1	Das Ernten von Risikoprämien	6
2.2	Prognosefreiheit	7
2.3	Irrelevanz jüngerer und kurzfristiger historischer Renditen	8
2.4	Aktien sind die rentabelste aller Asset-Klassen	9
2.5	Kostenminimierung	9
2.6	Globale Diversifikation	9
2.7	Langfristperspektive	10
2.8	Buy-and-Hold	10
2.9	Rebalancing	11
2.10	"Unterlassen" versus "aktives Tun"	12
2.11	Freiheit von Interessenkonflikten	13
3	Warum bei GKC <i>Faktorprämien</i> in den Portfolios übergewichtet werden	13
4	Warum bei GKC nicht in Gold und Rohstoffe investiert wird	15
5	Warum bei GKC nicht in Bitcoin und andere Kryptowährungen investiert wird	16
6	Werden Immobilien im GKC-Portfolio berücksichtigt?	17
7	Was bei GKC in einer Aktienmarktkrise oder einem Crash getan wird	18
8	Wie bei GKC mit hoch bewerteten (teuren) Märkten umgegangen wird	20
9	Wo Sie noch genauer nachlesen können, wie bei GKC investiert wird	21

1 Grundannahmen, auf denen der Investmentansatz von GKC beruht

1.1 Der Marktwirtschaft Risikokapital zur Verfügung stellen

Die Marktwirtschaft in ihrer heutigen Form entstand in Europa und Nordamerika Ende des 18. Jahrhunderts mit dem Beginn der Industriellen Revolution und dem Ende des religiös motivierten "Feudalismus" und Monarchismus. Gesellschaftspolitisch war dabei die Französische Revolution 1789 ein bedeutsamer Meilenstein.

Dank der Dynamik der Marktwirtschaft hat sich das ökonomische Los der Menschheit in den letzten rund 250 Jahren dramatisch verbessert, wie die nachfolgend genannten globalen Indikatoren für Wohlstand und Lebensqualität zeigen sollen. (In den rund 1.800 Jahren von Christi Geburt bis zur Entstehung der modernen Marktwirtschaft Mitte/Ende des 18. Jahrhunderts wuchs die globale Wirtschaftsleistung pro Kopf fast überhaupt nicht.)

- Das globale Bruttoinlandsprodukt pro Kopf stieg inflationsbereinigt von 1870 bis 2016 um 1.050 Prozent, was mehr als einer Verzehnfachung entspricht.
- Der Anteil der Weltbevölkerung, der in extremer Armut lebt, sank von 91% im Jahr 1820 auf 10% in 2016 (gemäß Armutsdefinition der UNO).
- Die Lebenserwartung eines durchschnittlichen Weltbürgers im Jahr 1820 betrug 29 Jahre gegenüber 72 Jahren in 2017.
- Der Anteil der Kinder, die in den ersten fünf Lebensjahren sterben, sank global von 42% im Jahr 1800 auf 4% in 2017.
- Der Anteil der Weltbevölkerung, der nicht lesen und schreiben kann, sank von 88% im Jahr 1800 auf 14% im Jahr 2015.¹

Aus unserer Sicht existiert kein soziales Organisationssystem, das mehr Wohlstand und Lebensqualität schafft als die Marktwirtschaft.

Wir sind davon überzeugt, dass die Weltwirtschaft in der langfristigen Zukunft ähnlich weiterwachsen wird, wie das in den vergangenen rund 200 Jahren der Fall war.

Wir alle partizipieren als Arbeitnehmer, Ruheständler, Verbraucher und generell als Bürger an dieser Wertschöpfung.

¹ Die genannten Daten stammen von der Website www.ourworldindata.org des deutschen Wirtschaftswissenschaftlers Max Roser an der Oxford University. Die dramatische Besserung der Verhältnisse der Menschheit in den vergangenen 200 Jahren wird auch umfassend belegt in den folgenden Büchern: Steven Pinker: "Aufklärung jetzt: Für Vernunft, Wissenschaft, Humanismus und Fortschritt. Eine Verteidigung", S. Fischer-Verlag, 800 Seiten, 2018; Hans Rosling: "Factfulness: Wie wir lernen, die Welt so zu sehen, wie sie wirklich ist", Ullstein; 304 Seiten, 2018; Andrew McAfee: "More from Less. The surprising story of how we learned to prosper using fewer resources – and what happens next", Simon & Schuster, 219 Seiten, 2019; Martin Schröder: "Warum es uns noch nie so gut ging und wir trotzdem ständig von Krisen reden", Benevento, 228 Seiten, 2019; Johan Norberg: "Fortschritt: Ein Motivationsbuch für Weltverbesserer", Finanzbuchverlag, 270 Seiten, 2020.

Anleger, die der Weltwirtschaft, also Unternehmen oder Staaten Risikokapital bereitstellen – zum Beispiel durch den Kauf von Aktien, Anleihen oder Immobilien – profitieren zusätzlich als Kapitalgeber und Investoren vom erstaunlich stabilen globalen Wirtschaftswachstum. In den über 75 Jahren seit dem Zweiten Weltkrieg bis 2022 gab es nur zwei Jahre (2009 und 2020), in denen das globale Wirtschaftswachstum nicht positiv war.

1.2 "Informationseffizienz" der Kapitalmärkte

Im Einklang mit der herrschenden Meinung in der wissenschaftlichen Finanzökonomie glauben wir, dass die organisierten Kapitalmärkte Wertpapiere korrekt bepreisen. "Korrekt" heißt in diesem Zusammenhang, dass der aktuelle Preis eines Wertpapiers die beste Schätzung seines fundamentalen (intrinsischen) Werts darstellt. Weil alle öffentlich verfügbaren Informationen zu jedem gegebenen Zeitpunkt sehr wahrscheinlich bereits in den Preisen (Kursen) börsennotierter Wertpapiere enthalten ("eingepreist") sind, kann man mit diesen Informationen, insbesondere nach Berücksichtigung von Risiko, Kosten und Steuern, keine zuverlässige Mehrrendite erzielen.² Genau das zeigen die empirischen (historischen) Daten, die in den vergangenen rund 60 Jahren in vielen hunderten, wenn nicht gar tausenden akademischer Studien ausgewertet wurden.

Der amerikanische Ökonom Eugene Fama erhielt 2013 den Wirtschaftsnobelpreis, unter anderem für seine bahnbrechenden Forschungen zur so genannten *Efficient-Market Hypothesis*, die Ursache und Wirkung der oben beschriebenen Informationseffizienz der Finanzmärkte beschreibt.

1.3 Aktives Investieren produziert unattraktive Renditen

Aktives Investieren ist "das, was alle machen", also der Versuch, durch gezieltes Timing oder bewusste Auswahl von und Konzentration auf bestimmte Wertpapiere eine besonders attraktive Rendite-Risiko-Kombination zu erzielen. "Besonders attraktiv" soll heißen, eine Rendite-Risiko-Kombination zu erzielen, die über der einer aus wissenschaftlicher Sicht angemessenen Vergleichsgröße (Benchmark) liegt. Rund 99% aller liquiden Vermögensanlagen von Privatanlegern stellen eine Form aktiven Investierens dar.

Aktives Investieren ist entweder (a) "Asset Picking" (bei Aktien heißt das "Stock Picking"), also die gezielte Auswahl einzelner vermeintlich "attraktiver" Anlagen; (b) Market Timing, also das "Rein und Raus" im Zeitablauf in Bezug auf ganze "Asset-Klassen",³ um vermeintlich

² Die Nutzung nicht öffentlich verfügbarer Informationen für Investitionszwecke ("Insider-Informationen") ist in Deutschland und in den meisten anderen Ländern strafbar.

³ Asset-Klassen sind sachlogisch sinnvoll definierte Kategorien von Anlageklassen (Asset = Vermögenswert) wie z. B. Aktien, Anleihen, Geldmarktanlagen (bargeldartige Anlagen), Immobilien, Rohstoffe und Sammlerobjekte. Diese Haupt-Asset-Klassen lassen sich vielfältig in Sub-Asset-Klassen untergliedern.

günstige Marktphasen auszunutzen und ungünstige zu umschiffen; oder (c) eine Mischung aus Asset Picking und Market Timing.

Die wissenschaftliche Finanzökonomie hat in den vergangenen Jahrzehnten wohl in tausenden Untersuchungen nachgewiesen, dass:

- der durchschnittliche Anleger (egal ob Profi oder Amateur) mit aktivem Investieren eine korrekt gewählte Benchmark bei Berücksichtigung von Risiko, Kosten und Steuern unterperformt (nicht erreicht bzw. übertrifft).
- je länger das betrachtete Zeitfenster, desto mehr aktiv gemanagte Portfolios rentieren schlechter als ihre korrekt gewählte Benchmark.
- die kleine Gruppe von Anlegern, die in einem bestimmten Zeitfenster – seien es die letzten zwölf Monate, das Kalenderjahr 2018 oder die zehn Jahre von 2006 bis 2015 – besser abschneidet als der korrekt gewählte Vergleichsmaßstab, in ihrer Zusammensetzung von Zeitfenster zu Zeitfenster wechselt und im Vorhinein nicht zuverlässig prognostizierbar ist. Es gibt also keine "Performance-Kontinuität", auf die sich ein Anleger ex ante (im Voraus) verlassen könnte.

Warum ist das so? Die Hauptursache ist die erwähnte Informationseffizienz in den Finanzmärkten. Sie unterscheiden sich hierin von allen anderen Märkten wie z. B. dem Markt für Gebrauchtwagen, dem für Flugreisen oder dem für Immobilien. Das macht Kapitalmärkte insofern einzigartig unter allen Märkten als dass man Regeln und Tendenzen, die auf anderen Märkten gelten, häufig nicht auf sie übertragen kann.

Erfreulicherweise muss man sich mit der unattraktiven Rendite-Risiko-Kombination von aktivem Investieren nicht abfinden, da eine überlegene Alternative existiert.

1.4 Passives Investieren ist die überlegene Alternative

"Passives Investieren" ist die bessere Alternative zu traditionellem aktivem Investieren und trotzdem immer noch eine Minderheitenveranstaltung, deren Marktanteil seit einigen Jahren allerdings schneller wächst als der aller anderen Formen aktiven Investierens. Die drei größten Fondsgesellschaften der Welt (BlackRock, Vanguard und State Street) offerieren vorwiegend "passive" Produkte (traditionelle Indexfonds und ETFs, also börsengehandelte Indexfonds). Der größte Investmentfonds (Publikumsfonds) der Welt ist ein Indexfonds – der Vanguard Total Stock Market Index Fund. Auch der größte Fonds der Welt, der bekannte "norwegische Öl-Fonds oder Staatsfonds"⁴ vertraut für den größeren Teils seiner Kapitalmarktanlagen auf die Grundsätze passiven Investierens.

Passives Investieren ist frei von den oben beschriebenen Nachteilen konventionellen, aktiven Investierens. Deswegen produziert es im Durchschnitt bessere Ergebnisse. Auf lange Sicht besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass ein passiver Anleger bei Rendite und

⁴ Der offizielle Name des Fonds lautet "Government Pension Fund Global", siehe www.nbim.no.

Endvermögen in den Top 20% oder Top 10% seiner korrekt gewählten Vergleichsgruppe landet.

Passives Investieren ist prognosefreies, nicht-spekulatives Investieren in ganze Asset-Klassen wie z. B. den Weltaktienmarkt auf Buy-and-Hold-Basis (kaufen und halten). Es wird kein kostenträchtiger und mehrheitlich renditeschädlicher Versuch unternommen, "den Markt zu schlagen". Die Kosten passiven Investierens sind weit niedriger als diejenigen aktiven Investierens.

Zumeist führt passives Investieren auf Buy-and-Hold-Basis nicht nur zu einer besseren Rendite, sondern auch zu weniger Risiko, zu mehr Transparenz, zu einer niedrigeren effektiven Steuerbelastung⁵ und zu insgesamt mehr Seelenfrieden beim Anleger.

Die Bezeichnung "passiv" ist allerdings insofern missverständlich als sie suggeriert, dass ein passiver Anleger "nichts tut". Das stimmt so nicht. Passive Anleger oder ihre Berater treffen anfänglich und fortlaufend ebenfalls viele aktive Entscheidungen, wenngleich nur solche, die statistisch einen Mehrwert erwarten lassen. Ein großer Teil des hektischen und teuren Aktionismus bei konventionellem Anlegen hat in wissenschaftlicher Perspektive einen negativen ökonomischen Erwartungswert. Die Finanzbranche praktiziert diesen Aktionismus nicht deshalb, weil es klare wissenschaftliche Belege für seinen Nutzen gibt, sondern, weil er sich besser vermarkten lässt als rationales "passives" Buy-and-Hold-Investieren. Da sich jedoch die letztlich falsche Bezeichnung "passives Investieren" schon vor vielen Jahren eingebürgert hat, wird auch diese bei GKC zur Abgrenzung von unwissenschaftlichem aktivem Investieren benutzt.

2 Investmentprinzipien, die uns besonders wichtig sind

2.1 Das Ernten von Risikoprämien

Renditen sind in erster Linie die Kompensation für das Tragen von erwartetem Risiko (Risiko in der Vorausschau). Wer kein Risiko trägt, kann keine Rendite erwarten. Wer nur geringes Risiko tragen will, kann nur eine geringe Rendite erwarten. Rendite ist somit ganz einfach "Schmerzensgeld". Das gilt über alle Marktphasen hinweg: gute, neutrale und schlechte.

Bei GKC glauben wir nicht, dass es systematisch (zuverlässig) möglich ist, Segmente des Finanzmarktes zu identifizieren oder Anlagestrategien zu praktizieren, die in dieser Hinsicht einen "Free Lunch" (ein "Gratismittagessen"), also Rendite ohne oder mit nur wenig Risiko bieten. Das ist das "No-Free-Lunch-Prinzip", dem wir hohe Bedeutung zumessen.⁶ Die einzige Ausnahme hiervon ist intelligente, im Einklang mit der Wissenschaft stehende Diversifikation, auf die weiter unten in Abschnitt 2.6 eingegangen wird.

⁵ Das trifft in den meisten Steuersystemen zu und auch für einen Anleger, der unter der deutschen Kapitalertragsteuer (Abgeltungsteuer) endbesteuert wird.

⁶ Mit Free Lunch ist ein Vorteil gemeint, der nicht gleichzeitig mit einem Nachteil einhergeht, ein Vorteil also der kein Kompromiss aus Upside und Downside ist.

Eine der wichtigsten Erkenntnisse der Kapitalmarktforschung in den vergangenen fünf Jahrzehnten ist die Aufteilung von Risiken in "gute" und "schlechte Risiken". Gute Risiken sind solche, für die der Kapitalmarkt ex ante eine Kompensation (Belohnung) zahlt. Schlechte Risiken sind solche, deren Tragen der Kapitalmarkt ex ante nicht belohnt. Bei GKC werden bewusst gute, also "bezahlte" Risiken in die Portfolios (Depots) der Kunden geholt und sichergestellt, dass schlechte, nicht bezahlte Risiken draußen bleiben. Im nächsten Abschnitt 2.2 werden die wichtigsten Risikotypen genannt, die in die Kategorie der schlechten Risiken fallen.

Viele Finanzberater und Vermögensverwalter kehren die Komplexität des Risikobegriffs in ihrer Kommunikation mit Kunden unter den Tisch, weil die Beschäftigung mit Risiko und die Transparenz über unvermeidlich einzugehendes Risiko vielen Privatanlegern unbehaglich und kompliziert erscheinen. Wir tun das nicht. Nachfolgend einige Risikoaspekte, die in unseren Investmentansatz eingehen:

- Risiko kann mit verschiedenen Methoden und Kennzahlen gemessen werden, die zu teilweise sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen. Diese Unterschiede zu sehen, ist wichtig.
- Die Risikotoleranz und -tragfähigkeit von Anlegern ändert sich über ihren Lebenszyklus hinweg. Selbst kurzfristig schwankt die Risikotoleranz von Anlegern. Bei den meisten Anlegern ist sie in positiven oder neutralen Marktphasen höher als in schlechten.
- Investmentrisiko muss primär auf der Ebene des Gesamtvermögens eines Anlegerhaushaltes gemessen werden. Risikomessung auf der Ebene eines Einzelinvestments kann irreführend sein und ist es überwiegend auch.

Bei GKC wollen wir mithin in einem disziplinierten, langfristig angelegten Prozess Marktrisikoprämien "ernten". Das geht naturgemäß nur, wenn und solange man auch tatsächlich "Exposure" (Exponiertheit, Ausgesetztsein) zu diesen Marktrisikoprämien wie z. B. der "Aktienmarktpremie" (Equity-Prämie) hat, also "im Markt" ist.

Bei GKC wollen wir gerade keine Mehrrendite⁷ relativ zum "Markt" (der betreffenden Asset-Klasse) erzielen, weil wir diesen Versuch statistisch und auf lange Sicht als kontraproduktiv einschätzen.

2.2 Prognosefreiheit

Konventionelles aktives Investieren von Privatanlegern, ob in Eigenregie oder mit Unterstützung eines Beraters, basiert auf zwei Annahmen: (a) Es gibt jemanden, der in der Lage ist, systematisch (dauerhaft und wiederholt) profitable Finanzprognosen zu erstellen und (b) es gelingt einem Anleger, diese Person oder Institution zu identifizieren bzw. ein Privatanleger glaubt, er selbst sei zur Erstellung solcher Prognosen in der Lage.

⁷ Im Branchenjargon wird Mehrrendite auch "Outperformance" oder "Alpha" genannt.

Wir bei GKC halten beiden Annahmen (a) und (b) für wenig überzeugend und ihre Befolgung langfristig für renditeschädlich. Weil das so ist, wird bei GKC ein vollständig prognosefreier Investmentansatz praktiziert.

Prognosen sind Wetten. Die folgenden Wetten werden bei GKC mit dem Geld der Kunden niemals eingegangen:

- Wetten (Spekulieren) auf einzelne Aktien oder Unternehmensanleihen;
- Wetten auf einzelne Länder (auch nicht auf Deutschland);
- Wetten auf einzelne Branchen;
- Wetten auf einzelne Fondsmanager oder "Gurus";
- Wetten auf die Geldpolitik von Zentralbanken;
- Wetten auf einzelne Zeitabschnitte (Market Timing im Sinne von "Rein-Raus").

Diese Wetten repräsentieren "schlechte Risiken" (siehe voriger Abschnitt), die mangels erwarteter Kompensation (erwarteter Rendite) nicht eingegangen werden sollten. Bei GKC wird lediglich auf die gesamte Weltwirtschaft gewettet und darauf, dass die Marktwirtschaft auch in der langfristigen Zukunft – so wie seit Beginn der Industriellen Revolution vor über 200 Jahren – auf globalem Niveau weiterhin Wirtschaftswachstum, Wohlstand und Fortschritt produzieren wird.

2.3 Irrelevanz jüngerer und kurzfristiger historischer Renditen

Renditen einzelner Wertpapiere, einzelner aktiv gemanagter Fonds oder einzelner aktiver Anlagestrategien aus den vergangenen sechs Monaten bis 20 Jahren haben aus zahlreichen Gründen, die in der Wissenschaft gut dokumentiert sind, keine verlässliche Bedeutung für die Zukunft. Das ist einer der vielen Gründe, warum Investments in Einzelwertpapiere und generell aktive Strategien abzulehnen sind.

Auf der Ebene ganzer Asset-Klassen (bei GKC bilden die verwendeten ETFs stets eine wohldefinierte Asset-Klasse ab) sind historische Renditen in der jüngeren Vergangenheit (vereinfacht gesagt, in den letzten fünf Jahren) für die Formulierung einer Anlagestrategie und für in die Zukunft gerichtete Anlageentscheidungen ebenfalls fast immer unmaßgeblich, denn diese Kurzfristrenditen haben generell keine oder ganz wenig Aussagekraft.

Selbstverständlich sind diese jüngsten Renditen "interessant" und werden von uns und den Anlegern laufend beobachtet, doch sagen sie über die nächsten sechs Monate oder drei Jahre aus der Sicht der Wissenschaft wenig bis nichts aus. Mehr noch: Wer aus den Renditen über kurze Zeiträume wesentliche Entscheidungen ableitet, der kann sich damit wirtschaftlich beträchtlichen Schaden zufügen.

Weil das so ist, führt der Versuch, allein aus der Rendite eines Asset-Klassen-Portfolios über Zeiträume von weniger als fünf oder zehn Jahren verlässliche Schlussfolgerungen für die Richtigkeit oder Falschheit der Anlagestrategie abzuleiten, regelmäßig in die Irre.

2.4 Aktien sind die rentabelste aller Asset-Klassen

Aus historischen Daten über die letzten 120 Jahre und aus der reinen Sachlogik ist bekannt, dass Aktien die ertragreichste aller Asset-Klassen sind. Sie sind ertragreicher als Immobilien, als Unternehmensanleihen, als Staatsanleihen, als Gold, als Rohstoffe und als Sammlerobjekte wie zum Beispiel Kunst oder Oldtimer-Autos.

2.5 Kostenminimierung

Die Nebenkosten des Investierens wirken sich langfristig beträchtlich auf den Vermögensendwert eines Anlegers aus. Das Ziel von GKC ist es, diese Kosten, wo möglich, zu minimieren. Die zwangsläufig höheren Kosten aktiven Investierens sind einer der Gründe, warum GKC diese Form des Investierens ablehnt.

2.6 Globale Diversifikation

Diversifikation ist der einzige "Free Lunch" (Gratismittagessen) beim Investieren und wird daher bei GKC intensiv und systematisch genutzt. Diversifikation ist das Gegenteil von Konzentration. Konzentration kommt in den bei GKC rigoros abgelehnten Wetten bei aktivem Investieren zum Ausdruck, die oben in Abschnitt 2.2 aufgezählt wurden. Diversifikation senkt das Risiko eines Portfolios, ohne dabei dessen Ertragserwartung zu reduzieren (daher die Bezeichnung Free Lunch). Diversifikation in den Portfolios von GKC geschieht sowohl innerhalb von Asset-Klassen als auch über verschiedene Asset-Klassen hinweg.

Im risikobehafteten Teil des Portfolios ist die regionale Aufteilung bei GKC (geographische Gewichtung) folgendermaßen vorgenommen:

Region	Gewicht ⁸
Nordamerika (entwickelte Märkte)	31%
Europa (entwickelte Märkte)	31%
Asien-Pazifik (entwickelte Märkte)	8%
Schwellenländer, global	30%
Gesamt	100%

Diese Allokation ist ein pragmatischer Kompromiss zwischen einer Gewichtung, die sich auf der Basis der Marktkapitalisierung⁹ der einzelnen Regionen ergäbe und einer Gewichtung auf Basis der relativen Anteile am globalen Bruttoinlandsprodukt (der Weltwirtschaftsleistung).

⁸ Gerundete Werte (Stand Anfang 2022); die tatsächliche geographische Gewichtung kann davon abweichen.

⁹ Die Marktkapitalisierung (auch Börsenwert genannt) eines Unternehmens oder eines Marktes (Branche, Land, Region) ist der Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der umlaufenden Aktien, also der Marktwert des Eigenkapitals der betreffenden Unternehmen.

Würde man im GKC-Portfolio eine traditionellere Gewichtung allein auf der Basis der Marktkapitalisierung zugrunde legen, betrüge das Gewicht Nordamerikas rund 60% und das Gewicht der Schwellenländer (einschließlich China) rund 11% (Stand Anfang 2022). Bei diesen beiden Regionen sowie für Europa weicht die GKC-Gewichtung also recht deutlich von der Gewichtung nach Marktkapitalisierung ab. Bei den Gewichten für Asien-Pazifik-entwickelte Märkte (Japan, Australien, Neuseeland, Hongkong, Singapur) bestehen kleinere Abweichungen.

Der Hauptgrund für die bei GKC gewählte "fundamentale" Gewichtungsmethode liegt darin, dass bei GKC, erstens, ein Klumpenrisiko "USA" reduziert werden soll und, zweitens, in Frage gestellt wird, dass der "historische Zufall" des höheren Anteils börsennotierter Unternehmen an allen Unternehmen in den USA relativ zu anderen Regionen die Gewichtung der Region in einem Kapitalmarktportfolio beeinflussen sollte.

Auf sehr lange Sicht hat eine BIP-Gewichtung in der Vergangenheit gegenüber einer Marktkapitalisierungsgewichtung eine leichte Outperformance produziert.

Im risikoarmen Portfolioteil des GKC-Portfolios besteht derzeit keine vorgegebene regionale Gewichtung.

2.7 Langfristperspektive

Investieren mit dem Ziel des Aufbaus, der Bewahrung oder der langfristigen Nutzung (d. h. dem teilweisen oder ganzen Verbrauch) von Vermögen, entweder zu Altersvorsorgezwecken oder zur Weitergabe an Erben ist ein Marathon. Bei einem solchen Langstreckenlauf ist es aus Ex-ante-Sicht nahezu irrelevant, was genau auf den ersten 1.000 Metern oder bei Kilometer 20 geschieht.

Kunden von GKC sollten sich ganz klar bewusst darüber sein, dass das Ziel von GKC nicht darin besteht, kurzfristig – z. B. über sechs Monate oder wenige Jahre – möglichst hohe Renditen zu erzielen oder auch nur jedes Kalenderjahr eine positive Rendite zu erzielen. Wir glauben, dass solche Kurzfristziele kontraproduktiv sind und streben deshalb an, auf sehr lange Frist (> 10 Jahre) eine attraktive Rendite-Risiko-Kombination zu erreichen.

2.8 Buy-and-Hold

Die Anlagestrategie bei GKC fußt auf einem radikalen Buy-and-Hold-Prinzip (kaufen und halten). Weder werden besonders gute Renditen in der jüngeren Vergangenheit in einer Asset-Klasse zum Anlass genommen, um diese Asset-Klasse "nachzukaufen" oder in sie umzuschichten, noch werden bei GKC umgekehrt schlechte Renditen oder Verluste zum Anlass von Verkaufsentscheidungen genommen.

Warum Buy-and-Hold? Die Antwort ist einfach: Buy-and-Hold (BAH) führt statistisch zu höheren Endvermögenswerten als seine Alternative – kurz- oder mittelfristiges Handeln (Traden) von Einzelwerten (Asset Picking) oder Asset-Klassen (Market Timing).

Die Gründe für die statistische Überlegenheit von BAH sind: (a) Aktives Investieren funktioniert generell schlecht (siehe Abschnitt 1.3 weiter oben); (b) BAH hat die niedrigstmöglichen Kosten; und führt (c) auf lange Sicht zu steuerlichen Vorteilen aus dem so genannten Barwerteffekt durch die in die Zukunft verschobene ("nachgelagerte") Besteuerung von Kursgewinnen.¹⁰

Wer den "Markt" mit seinen Investments replizieren will, wie dies bei GKC getan wird, sollte ein BAH-Anleger sein, denn der Markt selbst ist ein Buy-and-Hold-Konzept.

Buy-and-Hold heißt nicht, dass im Portfolio im Zeitablauf keine Veränderungen stattfinden können. Es heißt lediglich, dass diese Veränderungen nicht ausgelöst werden von der Einschätzung der jüngeren Vergangenheit oder von zwangsläufig unsicheren Zukunftsprognosen. Eine wichtige Veränderung, die regelmäßig und regelbasiert bei GKC vorgenommen wird, ist sogenanntes Rebalancing (siehe folgender Abschnitt).

2.9 Rebalancing

Unter Rebalancing versteht man im Kontext von passivem Investieren die regelbasierte, periodische Wiederherstellung der ursprünglichen, bewusst gewählten Portfoliostruktur, nachdem sich diese durch unterschiedliche Renditeentwicklung der einzelnen Portfoliokomponenten verschoben hat – eine Situation, die über längere Zeiträume hinweg zwangsläufig eintritt und völlig normal ist.

Da risikoreiche Asset-Klassen (z. B. Aktien) langfristig höhere Renditen aufweisen als risikoarme Asset-Klassen (z. B. Anleihen), werden bei einem Verzicht auf Rebalancing die risikoreichen Portfolioteile im Zeitablauf ein steigendes Gewicht im Portfolio einnehmen. Dadurch wird das Gesamtportfolio risikoreicher. Aus rationaler Sicht ist das nicht gewünscht, denn es steht ja im Widerspruch zur ursprünglichen Asset-Allokations-Entscheidung des Anlegers.¹¹ Der Anleger wählt eine bestimmte Asset-Allokation, weil er (bis zu einer möglichen Revidierung oder Anpassung dieser Entscheidung) eine bestimmte Rendite-Risiko-Kombination wollte. Diese Rendite-Risiko-Kombination hat sich nun jedoch aufgrund von Marktentwicklungen verändert. Rebalancing korrigiert diese Veränderung.

Rebalancing dient in erster Linie dem Risikomanagement, also der Bewahrung des ursprünglich gewählten Risiko-Levels. Erfreulicherweise kann Rebalancing innerhalb von Asset-Klassen mit ähnlichem Renditepotenzial jedoch auch einen leicht renditesteigernden Effekt haben.

Rebalancing widerspricht nicht dem Buy-and-Hold-Prinzip (siehe voriger Abschnitt 2.8).

¹⁰ Im deutschen Steuersystem bezieht sich diese Aussage zur Kapitalertragsteuer auf die Ebene des Privatanlegers (siehe auch Gerd Kommer, *Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs*, 5. Auflage, 2018, S. 235 ff.).

¹¹ Asset-Allokation ist die systematische Aufteilung eines Investmentportfolios in verschiedene Asset-Klassen.

Auch für die GKC-Portfolios wird regelmäßig ein Rebalancing vorgenommen, und zwar immer genau dann, wenn die aktuelle Allokation hinreichend weit von der Zielallokation entfernt ist. Dabei wird jeden Tag der Abstand zwischen der aktuellen Allokation und der Zielallokation ermittelt.

Das Rebalancing einzelner Kundenportfolios erfolgt auf der Basis von Schwellenwerten. Als Schwellenwert wird bei GKC, vereinfacht ausgedrückt, die Gesamtabweichung der aktuellen Gewichtungen aller Wertpapierpositionen zu ihren Zielgewichtungen genutzt. Das bedeutet, dass bei einer hinreichend großen Abweichung zwischen den aktuellen Gewichtungen der Wertpapierpositionen und ihren Zielgewichtungen automatisch ein Rebalancing ausgelöst wird, das das Portfolio in seine Ziel-Allokation zurückführt. Die Abweichung zwischen den aktuellen Gewichtungen der einzelnen Wertpapierpositionen und ihren Zielgewichtungen wird börsentäglich geprüft. Dadurch kann bei GKC, wann immer nötig, eine Angleichung des Portfolios hin zu seiner Ziel-Allokation vorgenommen werden, wodurch das Portfoliorisiko kontrolliert wird.

Darüber hinaus werden alle Transaktionen (Einzahlungen in das Depot und Entnahmen aus dem Depot) immer unter Rebalancing-Gesichtspunkten vorgenommen, d. h. bei einer Nachinvestition entspricht die Gewichtung der einzelnen Produkte in ein bestehendes Depot nicht dem Verhältnis der Ziel-Asset-Allokation, sondern wird so angepasst, dass das Depot nach der Transaktion *insgesamt* wieder näher an seiner Ziel-Asset-Allokation liegt.

Um das anhand eines einfachen Beispiels zu illustrieren: Angenommen, in einem Depot mit einem Wert von 10.000€ befinden zwei ETFs im Verhältnis 67%/33%, die festgelegte Asset-Allokation beträgt aber 50%/50%. Wenn jetzt z. B. 5.000€ nachinvestiert werden, fließen eben nicht jeweils 2.500€ in beide ETFs, sondern 800€ in den ersten ETF und 4.200€ in den zweiten ETF. Im Ergebnis ist damit die 50/50-Ziel-Asset-Allokation wiederhergestellt.

Man nennt diese Art von Rebalancing auch "Cash-Flow-basiertes Rebalancing".

2.10 "Unterlassen" versus "aktives Tun"

Viele Anleger denken bewusst oder unterbewusst, erfolgreiches Investieren sei primär eine Frage davon, spezifische "aktive" Entscheidungen richtig zu treffen oder – noch allgemeiner formuliert – "bestimmte Dinge richtig zu tun". Diese Auffassung ist nur halb richtig.

Erfolgreiches Investieren ist sowohl das Ergebnis von (a) vorteilhaften aktiven Handlungen als auch (b) dem "Unterlassen schädlicher, nachteiliger Handlungen". In Bezug auf Vermögensbildung ist es sogar sehr wahrscheinlich, dass (b) auf lange Sicht einen größeren Einfluss auf das Endvermögen eines Anlegers hat als (a). Dementsprechend ist bewusstes "Nichtstun" oft die überlegene Handlungsmaxime – Nichtstun, beispielsweise in Bezug auf den Kauf überstrukturierter Produkte¹² und Nichtstun, wenn die Märkte stark schwanken.

¹² Drei verbreitete Beispiele dafür sind kapitalbildende Lebensversicherungen, so genannte Geschlossene Fonds (Immobilien, Container, Schiffe, Flugzeuge, erneuerbare Energien, Filme usw.) und Zertifikate.

2.11 Freiheit von Interessenkonflikten

Interessenkonflikte sind die Pest der Finanzbranche. Letzten Endes hat kein anderer Faktor in den vergangenen 40 Jahren mehr Schäden in deutschen Privatanlegerportfolios angerichtet als die Anwesenheit von Interessenkonflikten bei den verschiedenen "traditionellen" Parteien, die den Anlageerfolg von Privatanlegern beeinflussen: Bei Banken, Finanzberatern, Vermögensverwaltern, Produktherstellern (Fondsgesellschaften, Lebensversicherungsgesellschaften, Zertifikate-Emittenten, Immobilienmaklern) und den Medien.

Die Investmentberichterstattung der Medien ist leider auch enorm interessenkonfliktbehaftet. Über 90% davon kann man wohl als schädliche "Investmentpornographie" bezeichnen (Kommer, *Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs*, 5. Aufl., 2018, S. 46 ff.). Um Auflagen und Klickraten zu maximieren, legen Medien den Fokus in ihrer Finanzberichterstattung auf Sensationen, "Geschichten", Übertreibungen, extreme Ausnahmen und auf "Spannung". Das alles hat mit seriöser, fachlich korrekter, sich an der Wissenschaft orientierenden Berichterstattung, die ein rationaler Privatanleger für Vermögensbildung und Altersvorsorge eigentlich bräuchte, wenig zu tun. Außerdem können es sich die meisten Finanzmedien nicht leisten, die etablierte Finanzbranche in ihrer Berichterstattung zu sehr zu verprellen, weil diese Finanzbranche die Hauptquelle von Werbeeinnahmen der Medien ist.

3 Warum bei GKC *Faktorprämien* in den Portfolios übergewichtet werden

"Faktorprämie" ist der wissenschaftliche Terminus für ein statistisch identifizierbares Merkmal einer Asset-Klasse, das Rendite und Risiko von Wertpapieren in dieser Asset-Klasse systematisch mitbestimmt. Anders formuliert: Faktorprämien sind die aus wissenschaftlicher Sicht zentralen Treiber von Risiko und Rendite von Wertpapieren in einer Asset-Klasse. Andere Treiber (Wertpapiermerkmale und Daten, die keine Faktorprämien sind) haben nach den Kosten ihrer Ausnutzung und unter Berücksichtigung von Risiko entweder keinen vorteilhaften oder keinen systematischen Einfluss auf Risiko sowie Rendite und sind daher verlässlich nutzbar.

Bei GKC werden im Aktienbereich der Kundenportfolios die aus der Sicht von GKC in der Wissenschaft am überzeugendsten belegten Faktorprämien, also diejenigen Prämien, für die der wissenschaftliche Konsens am stärksten ist, genutzt. Diese Nutzung geschieht durch Übergewichtung der entsprechenden Marktsegmente in einem Portfolio. "Übergewichten" heißt, diesem Asset-Klassen-Segment ein höheres Gewicht im Portfolio zu geben als es im Markt gemessen an der Marktkapitalisierung¹³ aufweist. Bei Aktien lauten diese Faktorprämien:

¹³ Die Marktkapitalisierung eines börsennotierten Unternehmens entspricht dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der sich im Umlauf befindlichen Aktien. Die Marktkapitalisierung repräsentiert zugleich den aktuellen Marktwert des Eigenkapitals

- **"Small Size"**: Die Aktien kleiner Firmen haben eine höhere statistische Renditeerwartung als die Aktien großer Firmen, jeweils gemessen an der Marktkapitalisierung.
- **"Value"**: Aktien, deren Kurs (Preis) relativ zu bestimmten betriebswirtschaftlichen Kennzahlen (z. B. Gewinn, Cash-Flow oder Buchwert des Eigenkapitals) niedrig ist, besitzen eine höhere statistische Renditeerwartung als ansonsten gleiche Aktien, bei denen das nicht der Fall ist. Mit anderen Worten, "billige" Aktien (Value- oder Substanzwertaktien) haben eine höhere statistische Renditeerwartung als "teure" Aktien (Growth-Aktien/Wachstumsaktien).
- **"Quality"**: Aktien mit überdurchschnittlich hoher Eigenkapitalrentabilität, Betriebsgewinnmarge und/oder niedrigem Verschuldungsgrad besitzen eine höhere statistische Renditeerwartung als ansonsten gleiche Aktien, bei denen das nicht der Fall ist.
- **"Momentum"**: Aktien mit überdurchschnittlich hoher Rendite in den letzten vier Wochen bis neun Monaten besitzen für kurze Zeit danach eine höhere statistische Renditeerwartung als Aktien, die in diesem Zeitraum schlecht rentiert haben.
- **"Minimum Volatility"**: Aktien mit niedriger Volatilität gemessen an der Standardabweichung ihrer Renditen in der Vergangenheit besitzen eine höhere statistische Renditeerwartung als Aktien mit hoher Volatilität.
- **"Political Risk"**: Schwellenländeraktien, die besonders viel "politischem Risiko" ausgesetzt sind, besitzen eine höhere statistische Renditeerwartung als Industrieländeraktien.¹⁴

Diese Faktorprämien wurden von der Wissenschaft in den vergangenen vier Jahrzehnten identifiziert und dokumentiert. Faktorprämien sind keine Ausnahme vom "No-Free-Lunch-Prinzip" (siehe Abschnitte 1.2 und 2.1); sie stellen vorwiegend eine Kompensation für zusätzliches Risiko dar (z.B. erhöhte Volatilität oder andere Arten erhöhten Risikos). Faktorprämien sind ihrerseits volatil, d.h. sie zeigen sich nicht permanent (nicht jedes Jahr), sondern können sich auch über lange Zeiträume von einem "Bonus" in einen "Malus" verwandeln. Wären Faktorprämien kontinuierlich (also garantiert), wären sie längst "wegarbitriert" und böten damit keine Möglichkeit mehr für anstrebenswerte Zusatzrenditen.

Factor Investing führt zwangsläufig dazu, dass sich das betreffende Portfolio im Zeitablauf nicht parallel zu einem "marktneutralen" Portfolio ohne Faktorprämien entwickelt.¹⁵ Mit

des Unternehmens. Andere Bezeichnungen für Marktkapitalisierung sind Börsenwert oder Börsenkapitalisierung.

¹⁴ Ähnliches gilt für Schwellenländer-Staatsanleihen in Hartwährung (USD) im Vergleich zu äquivalenten Anleihen aus Industrieländern. Im risikobehafteten Teil der GKC-Portfolios sind auch Schwellenländeranleihen enthalten.

¹⁵ In der Fachliteratur wird die Bezeichnung "marktneutral" anders verwendet als in diesem Whitepaper.

anderen Worten: Es kann zwischen diesen beiden Varianten von passivem Investieren zu deutlichen Abweichungen bei Rendite und Risiko kommen.

Man kann trefflich darüber streiten, ob Factor Investing noch "passives" Investieren ist. Wir halten die Bezeichnung "passives Investieren" insofern für falsch und unglücklich, weil wirklich "passives" Investieren sowieso unmöglich ist (siehe auch Abschnitt 1.4). Factor Investing ist allerdings "aktiver" als klassisches marktneutrales passives Investieren.

Weitere Informationen zu Factor Investing finden Sie in Gerd Kommer, *Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs*, 5. Aufl., 2018, Abschnitt 5.11 und in diesen beiden Blog-Beiträgen:

"Factor Investing – die Basics": <https://www.gerd-kommer-invest.de/factor-investing-die-basics/>

"The Pains of Factor Investing": <https://www.gerd-kommer-invest.de/pains-of-factor-investing/>

4 Warum bei GKC nicht in Gold und Rohstoffe investiert wird

Seit sich der Goldpreis vollständig frei am Markt bilden kann und nicht mehr von Zentralbankpolitik und Eigentumsbeschränkungen bestimmt wird (seit etwa 1975), repräsentierte Gold eine enttäuschende Rendite-Risiko-Kombination: Mehr Risiko als Aktien und zugleich weniger Rendite.¹⁶ Weil Gold weder einen nennenswerten gewerblichen Nutzen hat noch einen laufenden Ertrag produziert wie das Aktien, zinstragende Anlagen oder Immobilien tun, kann sein "fundamentaler" (intrinsischer) Wert grundsätzlich nicht bestimmt werden. Gold ist deshalb inhärent ein spekulatives Investment. Seine vielfach behauptete "Stabilitätsankerfunktion in Krisenzeiten" war historisch aus unserer Sicht zu unzuverlässig. Insgesamt glauben wir, dass Gold die risikobereinigte Ertragserwartung eines Portfolios eher verschlechtert.

Der folgende Blog-Beitrag von Gerd Kommer Invest geht detaillierter auf Gold aus Renditesicht ein: <https://www.gerd-kommer-invest.de/gold-als-investment/>

Mit Ausnahme von Edelmetallen können Privatanleger grundsätzlich nicht direkt in Rohstoffe investieren, sondern nur indirekt in so genannte Rohstoff-Termingeschäfte (Commodity Futures). Der Grund dafür sind Lagerkosten, die jede denkbare positive Bruttorendite von Direktanlagen in Rohstoffen "auffressen" würden. Commodity Futures (die auch in Gestalt von ETFs existieren) haben jedoch im Zuge einer ab etwa dem Jahr 2002 stark gestiegenen Popularität dieser Anlageform ihre bis dahin vorhandene interessante risikobereinigte Renditeerwartung eingebüßt. Die Hintergründe und Details dieser Entwicklung werden in Gerd Kommer, *Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs*, 5. Aufl., 2018, Abschnitt 5.7 erläutert.

¹⁶ Von 1850 bis 1974 (125 Jahre) lag die inflationsbereinigte Rendite von Gold sogar vor Kosten nur minimal über Null und war in jahrzehntelangen Teilzeiträumen negativ.

Kunden von GKC, die glauben, dass Investments in Gold oder Rohstoffe (genauer Rohstoff-Futures) eine sinnvolle Beimischung in ihrem Gesamtvermögen wären, sind eingeladen, solche Investments in Eigenregie außerhalb ihres GKC-Portfolios vorzunehmen. Als grobe Faustregel glauben wir, dass ein solches Investment (Gold und Rohstoffe zusammengenommen) 10% des risikobehafteten Teils eines Gesamtportfolios nicht überschreiten sollte.

5 Warum bei GKC nicht in Bitcoin und andere Kryptowährungen investiert wird

Insgesamt bestehen aus GKC-Sicht für Kryptowährungen im Allgemeinen und für Bitcoin im Besonderen noch zu viele Risiken, Nachteile und Fragezeichen, als dass bei GKC ein solches Investment berücksichtigt würde. Nachfolgend werden in aller Kürze die wichtigsten Aspekte in diesem Zusammenhang genannt:

(a) Da Kryptowährungen noch recht neu sind, existieren keine langfristigen Renditedatenreihen, aus denen für die Zukunft hinreichend verlässliche Schlussfolgerungen in Bezug auf den Rendite-Risiko-Charakter dieser Anlageform abgeleitet werden können. Als hinreichend lang wären rund 25 Jahre aufwärts anzusehen. Die vorhandenen Zeitreihen betragen jedoch lediglich rund zwölf Jahre für Bitcoin und weniger für andere Kryptowährungen. Das Argument der geringen Aussagekraft der vorhandenen, da sehr kurzen, Datenreihen wird auch durch die hohen Kryptorenditen in den letzten Jahren nicht relativiert. Eine hohe oder sogar extrem hohe historische Rendite über kurze Zeit – auch dann, wenn diese Zeit die jüngere Vergangenheit ist – ist für sich genommen kein ausreichend überzeugender Grund, in ein Asset oder eine Asset-Klasse zu investieren. Die hohe Rendite von Bitcoin seit seiner Erfindung 2009 wäre im Übrigen deutlich niedriger, wenn man sie auf Basis der besonders aussagekräftigen Methode des *internen Zinsfußes* berechnen würde, statt auf der üblichen Basis der geometrischen Durchschnittsrendite, auch compound annual growth rate ("CAGR") genannt. (Auf die finanzmathematischen Details wird aus Platzgründen an dieser Stelle nicht eingegangen.)

(b) Die Volatilität (die Wertschwankung) von Kryptowährungen ist in der Regel deutlich höher als die eines breit diversifizierten Aktienportfolios, das ja seinerseits schon sehr volatil ist.

(c) Die Forschungslage zu Kryptowährungen ist bisher noch unübersichtlich und vorläufig. Ein wirklicher Konsens unter Wissenschaftlern existiert nicht.

(d) Das politische Risiko (in Form der Einflussnahme von Regierungen auf die Zulässigkeit der Nutzung von Kryptowährungen) ist aus unserer Sicht derzeit außerordentlich hoch. Es lässt sich nicht ausschließen, dass Regierungen die Nutzung von Bitcoin oder anderen Kryptowährungen im regulären Zahlungsverkehr verbieten werden, sobald diese Nutzung bestimmte Größenordnungen überschreitet (derzeit bewegt sich die Nutzung von Kryptowährungen global gesehen noch auf vernachlässigbarem Niveau). Solche Verbote in einzelnen westlichen Ländern oder großen Schwellenländern könnten zu starken Kursverlusten führen. Dass Bitcoin – die in Bezug auf die Marktkapitalisierung bei weitem bedeutendste Kryptowährung – jemals in nennenswerten Umfang im Zahlungsverkehr eingesetzt werden wird, erscheint allerdings allein schon aus technischen Gründen unwahrscheinlich.

(e) Falls eine andere Kryptowährung dennoch einmal zu einem normalen, allgemein gebräuchlichen Zahlungsmittel im allgemeinen Zahlungsverkehr werden würde, hätte sie danach überdies – wie alle normalen Währungen – keine nennenswerte positive Realrendite mehr (die inflationsbereinigte langfristige Renditeerwartung einer Währung liegt im Durchschnitt bei null).

(f) Es besteht leider wenig Zweifel daran, dass Kryptowährungen intensiv von kriminellen Organisationen für illegale Zwecke (Geldwäsche und Zahlungen in Verbrechenskonstellationen wie Drogen- oder Waffenhandel) eingesetzt werden.

(g) Zumindest bei Direktinvestments in Kryptowährungen besteht das statistisch relevante Risiko, direkt oder indirekt Opfer eines Hacks zu werden, also eines Diebstahls von Kryptoguthaben. Auch das Risiko des unabsichtlichen Verlusts der relevanten sogenannten "Private Keys", den ein Bitcoin-Eigentümer braucht, um seine Coins zu verwalten und zu nutzen, ist statistisch offenbar beträchtlich. Es wird geschätzt, dass zwischen 20% und 30% aller globalen Bitcoin-Bestände in der Vergangenheit auf diese Weise unwiderruflich verloren gingen.

(h) Es bestehen ökologische Bedenken gegen die Nutzung von Bitcoin, da seine Herstellung und sein Betrieb mit exorbitantem Energieverbrauch einhergehen.

(i) Eine Reihe von im Internet verbreiteten Pro-Bitcoin- bzw. Pro-Kryptowährungs-Argumenten im Allgemeinen halten rational-ökonomischen oder rechtlichen Prüfungen nicht stand, darunter beispielhaft die folgenden: Dass der Preis von Bitcoin deswegen weiter steigen müsse, weil Bitcoin nicht beliebig vermehrbar sei; dass der Preis von Bitcoin nicht dauerhaft unter seine Produktionskosten fallen könne; dass der sogenannte "Stock-to-Flow-Zusammenhang" zu einem weiter steigenden Preisniveau beitrage; dass Bitcoin nicht von Staaten oder Notenbanken kontrolliert werden könne; und dass Kryptowährungen nicht vom Staat beschlagnahmt werden könnten.

Fazit: Aufgrund der vielen weiter oben genannten und aus heutiger Sicht nicht hinreichend klar beurteilbaren Unsicherheiten und offenen Fragen, werden in den GKC-Portfolios keine Kryptowährungen berücksichtigt. Wer dennoch in Kryptowährungen investieren möchten, kann dies selbstverständlich in Eigenregie tun, sollte dabei unserer Meinung nach allerdings darauf achten, dass das Krypto-Engagement 5% bis 10% des risikobehafteten Portfolioteils nicht übersteigt und damit zu einem Klumpenrisiko wird.

6 Werden Immobilien im GKC-Portfolio berücksichtigt?

Die Immobilienbranche ist ein normaler Teil des Weltaktienmarktes, genauso wie z. B. Chemie, Informationstechnologie, Gesundheit, Maschinenbau, Transport, Finanzen, Medien, Versorger und so weiter. Man denke beispielsweise an das größte deutsche Immobilienunternehmen, die börsennotierte Vonovia SE mit Sitz in Düsseldorf. Dem Unternehmen gehören rund 400.000 vermietete Wohnungen im ganzen Bundesgebiet.

Weltweit macht die Immobilienbranche ungefähr fünf Prozent des gesamten Aktienmarktes aus. Da Immobilienaktien die begrüßenswerte Eigenschaft besitzen, dass Sie eine niedrige

Korrelation zum restlichen Aktienmarkt aufweisen, übergewichten wir diese leicht im risikobehafteten Teil der GKC-Portfolios.

7 Was bei GKC in einer Aktienmarktkrise oder einem Crash getan wird

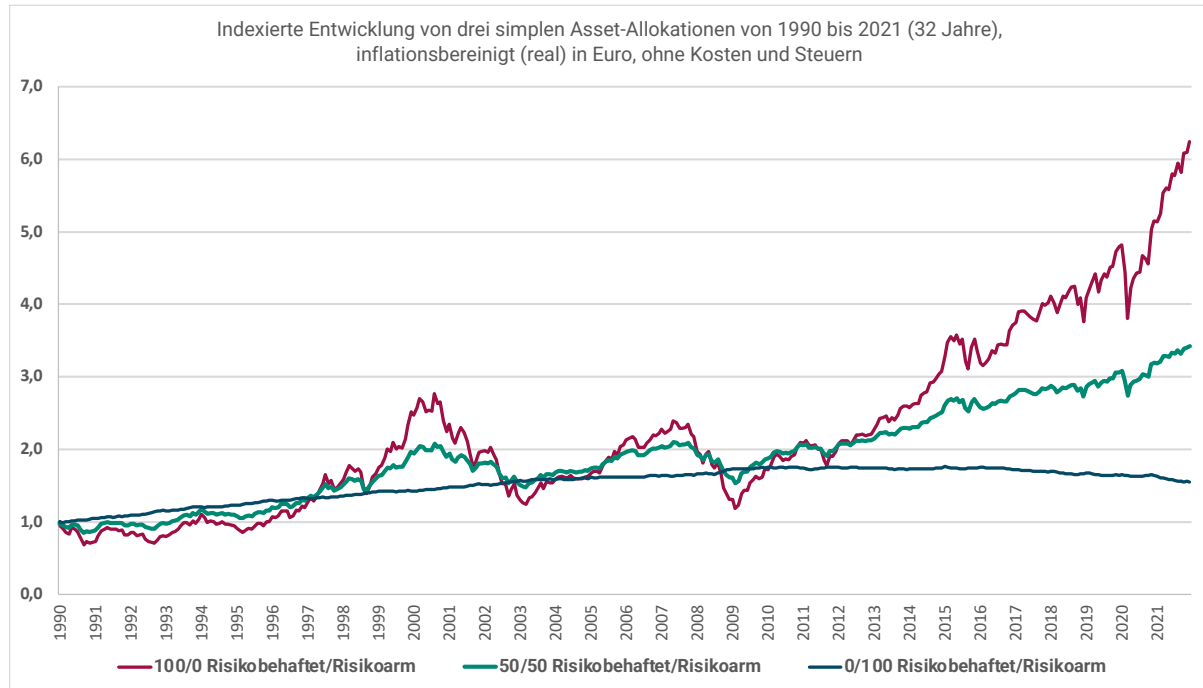
In einem Crash wird bei GKC ganz einfach nichts getan, d. h. bei GKC werden weder Verkäufe in den Portfolios der Kunden initiiert, noch werden aus taktischen Gründen Umschichtungen vorgenommen. Investoren, die wegen eines starken Kursrückgangs ihre Asset-Allokation dahingehend verändern, dass sie Aktien oder andere risikoträchtige Wertpapiere verkaufen, machen damit klar, dass sie zuvor ihre Risikotragfähigkeit falsch eingeschätzt haben.

Wissenschaftliche Studien, die zeigen, dass diese Art von Market Timing nicht funktioniert und langfristig renditeschädlich ist, sind Legion. Nichts anderes ist es, in einem vermeintlichen Abschwung risikobehaftete Papiere zu verkaufen. Deswegen werden wir unseren Kunden in einem Abschwung, egal wie tief er ist, allein wegen des Abschwungs keine Verkaufsempfehlungen geben und werden keine Umschichtungen in unseren Kundenportfolios vornehmen.

Im Rahmen des generellen Rebalancing-Prozesses werden bei GKC mechanisch die im Zug eines Aktienmarkteinbruchs preisgünstiger gewordenen Aktien zu den jeweiligen im Vorhinein festgelegten Rebalancing-Zeitpunkten nachgekauft (siehe Abschnitt 2.9 "Rebalancing").

In den vergangenen 120 Jahren gab es unzählige globale und nationale Börsen- und Finanzmarktkrisen in allen Asset-Klassen (Aktien, Anleihen, Bankguthaben, Immobilien, Rohstoffe, Edelmetalle und Kunst), von denen mehrere schwerer als oder genauso schwer waren wie die Finanzkrise ab 2008 oder die Corona-Krise ab Anfang 2020. Nach jeder dieser Krisen erholten sich die Märkte wieder – letzten Endes deshalb, weil die Weltwirtschaft weiterwuchs.

Die nachfolgende Grafik zeigt das starke Auf und Ab des globalen Aktienmarktes sowie einer 50/50-Asset-Allokation und eines Investments aus 100% risikoarmen Anlagen während der vergangenen 32 Jahre. Nach zwei starken Aktienmarkteinbrüchen von kumulativ jeweils mehr als 40% (2002 und 2009) erholte sich der Aktienmarkt jeweils wieder und gelangte später zu neuen "Allzeit-Hochs". Dasselbe gilt für den globalen Aktienmarkt in den Jahrzehnten davor (nicht in der Grafik gezeigt).



► **Wichtige Anmerkung:** Bitte beachten Sie, dass historische Renditen keinen verlässlichen Rückschluss über die Entwicklung in der Zukunft zulassen. Diese Grafik dient rein didaktischen Zwecken und ist keine Investmentempfehlung.

GKC hält die globale Diversifikation innerhalb von Asset-Klassen und Diversifikation über Asset-Klassen hinweg sowie eine wohlüberlegte, ausreichend konservative Asset-Allokation für das sinnvollste Mittel, die unangenehmen Begleiterscheinungen einer Aktienmarktkrise abzumildern.

Zu bedenken ist auch, dass Finanzmarktkrisen oder Börsenabstürze – wie auch immer diese definiert werden¹⁷ – in Echtzeit nicht zuverlässig erkennbar sind, auch wenn uns die Medien, zahlreiche "ewige" Untergangspropheten und unser gesunder Menschenverstand das Gegenteil weismachen wollen.

Generell gilt: Je weiter eine Asset-Klasse (im Unterschied zu Einzelwertpapieren) abwertet, desto höher ist ihre in die Zukunft gerichtete erwartete Rendite. Wenn man sich überhaupt an Kursbewegungen in den letzten 12 Monaten oder 24 Monaten orientieren will (was wir generell für keine gute Idee halten), dann sind negative Renditen in der jüngeren Vergangenheit eher ein Grund sofort zu investieren als abzuwarten. Hier gilt eine Analogie: Wenn ein Konsum- oder Investitionsgut jüngst deutlich billiger geworden ist, ist das ja ebenfalls tendenziell ein Grund, mehr davon nachzufragen und nicht weniger.

Weitere Argumente dafür, im Crash nichts zu tun, in Gerd Kommer, *Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs*, 5. Aufl., 2018, S. 375 ff.

¹⁷ Eine allgemeingültige, spezifische Definition existiert weder für "Crash" noch für "Börsenkrise" oder die Synonyme dieser Bezeichnungen.

8 Wie bei GKC mit hoch bewerteten (teuren) Märkten umgegangen wird

Genauso unwahrscheinlich wie es aus Sicht von GKC ist, mit "Market Crash Timing" eine disziplinierte, wissenschaftlich orientierte Buy-and-Hold-Strategie systematisch bzw. auf lange Sicht zu schlagen, so unwahrscheinlich ist es aus Sicht von GKC, "bewertungsgetriebenes" Market Timing systematisch und erfolgreich zu praktizieren. Der Versuch führt dazu, dass der Anleger kumulativ zu lange an der "Seitenlinie" steht, statt auf dem "Spielfeld". Das Ergebnis sind enttäuschende Langfristrenditen. Ein englisches Investment-Bonmot sagt es schön anschaulich: "Time in the market is more important than timing the market."

Market Timing auf der Basis von Bewertungskennzahlen¹⁸ wurde in den vergangenen 50 Jahren denkbar umfassend wissenschaftlich untersucht. Aus Sicht von GKC ist der Forschungskonsens, dass keine überzeugende Evidenz für sein Funktionieren existiert. Das heißt, dass die Anwendung solcher Investmenttechniken mehrheitlich Renditeschäden gegenüber einem Buy-and-Hold-Ansatz erzeugt und die Minderheit der nicht renditeschädlichen Fälle vermutlich das Ergebnis von Glück ist.

Wenn bewertungsgetriebenes Market Timing nicht funktioniert, dann beantwortet sich auch die 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 und aktuell in 2022 von Anlegern und den Medien immer wieder gestellte Frage: "Ist jetzt der richtige Zeitpunkt einzusteigen?" Ja, der ist es. Die beste Zeit einzusteigen ist – in die Zukunft gerichtet – stets "jetzt". Jetzt heißt dann, wenn dem Anleger Liquidität zufließt, die er nicht verkonsumieren möchte.

Auf die wichtige Frage des "richtigen" Einstiegszeitpunktes geht auch ein Blog-Beitrag von Gerd Kommer Invest vom Juli 2020 noch detaillierter ein: <https://www.gerd-kommer-invest.de/einmalanlage-vs-phaseninvestment/>

Rationale Investmententscheidungen sollten in Bezug auf die Einbeziehung und Gewichtung von Asset-Klassen in ein Anlegerportfolio primär auf die *relativen* Verhältnisse bei Rendite, Risiko und Liquidität abstellen und erst in zweiter Linie auf die absoluten Höhen dieser drei Schlüsselmerkmale. Dabei sollten *alle* Asset-Klassen gleichzeitig und parallel miteinander verglichen werden, so wie jede rationale Entscheidung sämtliche relevanten Alternativen gegeneinander abwägt und nicht nur – sinnlos – einzelne Alternativen in Isolation betrachtet.

Heute – Anfang 2022 – ist die Asset-Klasse Wohnimmobilien in den meisten Großstädten in Deutschland, Österreich und der Schweiz überdurchschnittlich hoch bewertet, also "teuer" und damit sind in die Zukunft gerichtete Ertragserwartungen für diese Asset-Klasse unterdurchschnittlich.

Zinstragende Anlagen höchster Qualität und Sicherheit (kurzfristige Staatsanleihen und Unternehmensanleihen höchster Bonität, ohne Wechselkursrisiko) sind zwar sehr wertstabil, liefern heute aber nach Inflation leicht negative Renditen. (Wenn die Zinsen niedrig sind,

¹⁸ Für den Aktienmarkt sind einige der bekanntesten Bewertungskennzahlen das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) oder das so genannte Shiller-CAPE-Ratio, auch Shiller-PE-Ratio genannt.

spricht man ökonomisch von einem "teuren" bzw. hoch bewerteten Anleihenmarkt. Das Bewertungsniveau von Anleihen ist umgekehrt proportional zur Höhe des Zinsniveaus.)

Bankguthaben sind grundsätzlich – wie in den letzten Jahren allmählich mehr Privathaushalte erkennen – kein sinnvolles Langfristinvestment. Bankeinlagen sind zwar "99,9% der Zeit" schwankungsfrei, repräsentieren jedoch für Beträge oberhalb der staatlichen Einlagensicherung von 100.000 Euro pro Kunde-Bank-Kombination (in der EU) für Anlageperioden von mehr als ein paar Monaten ein inakzeptables Ausfallsrisiko.

Detaillierter wird auf das Ausfallsrisiko von Bankguthaben in einem Blog-Beitrag von Gerd Kommer Invest vom August 2019 eingegangen: <https://www.gerd-kommer-invest.de/risiko-von-bankguthaben/>

Zum Bewertungsniveau von Gold ist eine zuverlässige Aussage strukturell unmöglich. Zum Bewertungsniveau von Rohstoffen ist eine solche Aussage hochgradig unsicher.

Von den drei für unsere Kunden wichtigsten Asset-Klassen (a) Aktien (globaler Aktienmarkt), (b) High-Quality-Anleihen und (c) Immobilien in den DACH-Ländern sind lediglich Aktien heute, Anfang 2022, nicht "teuer".

9 Wo Sie noch genauer nachlesen können, wie bei GKC investiert wird

Alle Aussagen in diesem Dokument werden wesentlich umfassender und detaillierter in den Investmentbüchern von Dr. Gerd Kommer hergeleitet und beschrieben.

Souverän investieren für Einsteiger. Wie Sie mit ETFs ein Vermögen bilden, Campus Verlag 2019, 230 Seiten.

Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs. Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen, Campus Verlag, 2018 (5. Auflage); 415 Seiten – Das Buch gewann 2016 den Deutschen Finanzbuchpreis, der von der Deutschen Börse AG und der Citibank gestiftet wird.

Souverän investieren vor und im Ruhestand. Mit ETFs Ihren Lebensstandard und Ihre Vermögensziele sichern, Campus Verlag 2020, 330 Seiten.

Souverän Vermögen schützen: Wie sich Vermögende gegen Risiken absichern – ein praktischer Asset-Protection-Ratgeber, Campus Verlag 2021, 407 Seiten.

Rechtliche Hinweise und Nutzungsrechte

1. Dieses Dokument als Ganzes und der Inhalt dieses Dokumentes ist das alleinige geistige Eigentum der Gerd Kommer Capital GmbH. Die kommerzielle Verwertung dieses Dokuments oder Teile davon durch Dritte ist in keiner Form gestattet.

2. Gerd Kommer Capital (GKC) ist eine Marke, unter der die Scalable Capital Vermögensverwaltung GmbH eine Finanzportfolioverwaltung anbietet und von der Gerd

Kommer Capital GmbH bei der Verwaltung der Portfolios beraten wird. Depotbank ist die Baader Bank AG.

3. GKC erbringt keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung; sofern dieses Whitepaper Informationen zu Kapitalmärkten, Finanzinstrumenten und/oder anderen für die Geldanlage relevanten Themen beinhaltet, soll dies lediglich die angebotene Vermögensverwaltung erläutern.

Dieses Whitepaper ist weder als Anlageempfehlung noch als Angebot zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren und/oder sonstigen Finanzinstrumenten zu verstehen. GKC übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und/oder Aktualität der in diesem Whitepaper enthaltenen Informationen.

3. Die Kapitalanlage ist mit Risiken verbunden. Der Wert einer Kapitalanlage kann fallen oder steigen. Es kann zu Verlusten des eingesetzten Kapitals kommen. Bitte beachten Sie unsere Risikohinweise (<https://www.gerd-kommer-capital.de/regulatorisches/#risikohinweise>).