

Stichwort Asset Protection: Wie kann man Privatvermögen dauerhaft vor dem Zugriff schützen?

Von Anja und Prof. Dr. Dr. Olaf Gierhake

Inflation und Steuern reduzieren über die Zeit bestehende Vermögenswerte. Aber auch unternehmerische Tätigkeiten, Finanzierungen, Scheidungen, Erbfälle und andere künftige Sachverhalte können zu einem Haftungszugriff künftiger Gläubiger wie etwa Geschäftspartnern, Banken, dem Finanzamt, Exgatten oder pflichtteilsberechtigten Kindern führen.

Um vorhandenes Betriebs- und Privatvermögen vor einem möglichen späteren Haftungsszenario zu schützen, sind rechtzeitig angemessene Vorsorgemaßnahmen zu treffen. Solche Maßnahmen zum Vermögensschutz werden nach internationaler Usance auch als »Asset Protection« bezeichnet. Asset Protection ist kein eigenes Rechtsgebiet, sondern eine interdisziplinäre Gestaltung, die das Zusammenwirken von Spezialisten, darunter Vertrauenspersonen der zu schützenden Person, aber auch von Rechtsanwälten und Steuerberatern der an der Schutzmaßnahme beteiligten Jurisdiktionen erfordert.

Im angloamerikanischen Rechtsraum sind Schadensersatzklagen ein scharfes Schwert, bei dem auch das Privatvermögen des Schädigers in das Haftungssubstrat einbezogen wird. Deswegen ist es dort schon seit vielen Jahren üblich, das private Vermögen gegen Risiken abzusichern, die aus der beruflichen Tätigkeit sowie aus drohenden Schadensersatzklagen erwachsen. Mittlerweile entwickelt sich Asset Protection aber auch in Deutschland, Österreich und der Schweiz zu einem immer wichtiger werdenden Schutzinstrument.

Status quo

Wozu wird im deutschsprachigen Raum überhaupt Vermögensschutz benötigt? Vorhandenes Vermögen natürlicher Personen ist aus einer Vielzahl von Gründen heute stärker gefährdet als früher. Gefahren reichen von finanziell unachtsamen Familienmitgliedern, Partnerschaftsproblemen wie Scheidungen bis hin zu wirtschaftlichen Schwierigkeiten, die aus unternehmerischen Tätigkeiten erwachsen. Auch Insolvenzrisiken sind gestiegen, und die juristischen Rahmenbedingungen zur Verfolgung derjenigen, die dafür »verantwortlich zu sein haben«, verschärfen sich. Die Ge-

Am 26. November 2019 erscheint
der neue Elite Report
»Die Elite der Vermögensverwalter im
deutschsprachigen Raum 2020«



Stückpreis: 39,80 Euro (inklusive Porto, Verpackung und Mehrwertsteuer, Auslandsporto wird extra berechnet)
Handelsblatt-Abonnenten erhalten 10 Euro Rabatt

Vorbestellung bitte an: bestellung@elitereport.de



*Dipl.-Kffr. Anja Gierhake, LL.M., Steuerberaterin,
und Professor Dr. iur. Dr. rer. pol. Olaf Gierhake, LL.M. mult.,
Wirtschaftsjurist, beide sind Vorstände mehrerer Familienstiftungen*

fahr, als Geschäftsführer, Gesellschafter einer Personengesellschaft oder auch als Aufsichtsratsmitglied mit seinem persönlichen Vermögen haften zu müssen, ist enorm gewachsen.

Besonders gefährlich wird es, wenn Rechtsstreitigkeiten international geführt werden und der Gerichtsstand etwa in Amerika oder auch in London ist. Dort geht es zumeist um wesentlich höhere Schadensersatzsummen als in Deutschland. Anwaltshonorare können legal an den Erfolg eines Rechtsstreits gekoppelt werden; Rechtsanwälte sind entsprechend an hohen Schadensersatzsummen interessiert. Güterstandsangleiche nach Ehescheidungen im gesetzlichen Güterstand führen nach deutschem Recht dazu, dass dem scheidenden Ehegatten die Hälfte des während der Ehe erwirtschafteten Vermögens als Abfindung in Bar zusteht. Bei Unternehmensbeteiligungen können hier erhebliche Beträge zur Disposition stehen.

Betroffen von den Risiken können prinzipiell alle vermögenden Privatpersonen sein. Geld weckt – im Zweifel – stets und überall Begehrlichkeiten, besonders in Krisensituationen aller Art.

Ziel

Die Bereitstellung eines effektiven Schutzes für das gesamte vorhandene Vermögen vor Verlust oder Minderung stellt deswegen das Ziel der Stunde dar. Hierfür ist eine auf den jeweiligen Vermögensbestand zugeschnittene Vermögensstrukturierung erforderlich, um idealerweise die Errichtung einer wirksamen »FireWall« für Asset-Protection-Zwecke mit steuerlichen und wirtschaftlichen Vorteilen zu verknüpfen. Hierbei sollten möglichst alle rechtlich zur Verfügung stehenden Rahmenbedingungen ausgeschöpft werden, gegebenenfalls auch durch Wahl anzuwendender Auslandsrechtsordnungen und ausländischer Vermögensstandorte. Um eine wirksame Asset Protection »für alle Fälle« zu erzielen, bietet es sich an, vorhandene Vermögenswerte zumin-

dest in einem Umfang zu schützen, der im Ernstfall ausreichend, den gewohnten Lebensstandard über einen längeren Zeitraum, idealerweise lebenslang und möglichst »pfändungssicher« zu gewährleisten. Als Größenordnung für eine solche Mindest-Erstvermögensausstattung hat sich eine Größenordnung von etwa dem 30-fachen der jährlichen konsumtiven Privatausgaben bewährt. Benötigt eine Unternehmerfamilie also z. B. 100.000 Euro für den jährlichen Unterhalt, so wäre eine Schutzmaßnahme im Umfang von 3 Mio. Euro als ausreichend zu betrachten. Entscheidend ist allerdings, frühzeitig mit der Planung des Vermögensschutzes zu beginnen und nicht erst dann, wenn sich bislang abstrakte Risiken konkret manifestieren. Wird die Vermögensschutzstruktur erst spät errichtet, droht eine Anfechtung der Vermögensübertragung. Werden Asset-Protection-Maßnahmen begonnen, wenn konkrete Schäden für das Privatvermögen absehbar sind, droht bei vorsätzlicher Gläubigerbenachteiligung sogar eine Strafbarkeit.

Vermögensschutzmaßnahmen müssen also zum richtigen Zeitpunkt und auf legale Weise eingeleitet werden, damit das Privatvermögen im Ernstfall tatsächlich wirksam vor einem Haftungs- oder Gläubigerzugriff oder auch innerfamiliären Haftungsszenarien abgeschirmt wird. Nur so lässt sich die wirtschaftliche Existenz einer Person beziehungsweise der gesamten Familie nachhaltig absichern.

Für rechtzeitig vollzogene Asset-Protection-Maßnahmen spricht auch, dass Privatvermögen nicht nur eine private, sondern auch eine volkswirtschaftliche Komponente hat. »Geschützte« Vermögenswerte können stabiler, nachhaltiger und mit einer längerfristigen Perspektive, etwa in mittelständische Unternehmen, investiert werden, da sie nur in geringerem Umfang oder sogar gar keinen Haftungsrisiken auf der Ebene ihrer Eigentümer ausgesetzt sind. Dies wiederum wirkt sich positiv auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung eines Staats aus und trägt zum Wohle von Un-

ternehmen und Institutionen bei. Im Bereich von unternehmerischen Haftungsrisiken sind bis zu drei verschiedene Wirkprinzipien des Vermögensschutzes zu unterscheiden.

Wirkprinzip 1:

Geeignete Rechtsformwahl im In- und Ausland

Ein erstes Wirkprinzip besteht darin, durch eine geeignete Rechtsform zu verhindern, dass Risiken, die sich auf Gesellschafts- oder Unternehmensebene manifestieren, auf das Privatvermögen der Gesellschafter »durchschlagen«. In vielen Fällen werden in diesem Bereich Asset-Protection-Strategien empfohlen, bei denen Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHs, englische LTDs), Aktiengesellschaften, Kommanditanteile von Kommanditgesellschaften (KGs, US-amerikanische LPs) sowie bestimmte ausländische Trusts verwendet werden sollen, um persönliche Haftungsszenarien, die aus einer geschäftlichen Sphäre entstammen, zu entschärfen. Derartige Haftungsbeschränkungen sind empfehlenswert, jedoch in der Regel nicht ausreichend. Vorschläge, die lediglich auf der Gründung von haftungsbeschränkenden Gesellschaften im In- oder Ausland gründen, führen in der Regel nur zu einem unzureichenden Schutz. Die Abschirmwirkung reicht deswegen nicht aus, weil auf das Privatvermögen eines Geschäftsführers durchaus haftend Zugriff werden kann, wenn ihm ein Fehler in der Geschäftsführung nachgewiesen werden kann. Und zwar sowohl seitens der Unternehmensgläubiger, also von Geschäftspartnern, als auch seitens der Gesellschaft selbst (etwa im Falle einer Insolvenz durch den Insolvenzverwalter). Dies gilt sogar dann, wenn der Geschäftsführer gar keine Anteile am Unternehmen hält, dem er vorsteht. Gleiches gilt für Organe einer Aktiengesellschaft wie Vorstands- oder sogar Aufsichtsratsmitglieder. Auch sog. »Directors & Officers Versicherungen« können hier keine vollumfängliche Schutzwirkung entfalten, denn eine Reihe von Risiken sind gar nicht versicherbar. Und tritt tatsächlich einmal ein Schaden auf, sind Versicherungsunternehmen erfahrungsgemäß sehr geschult darin, eigene vertragliche Leistungsverpflichtungen möglichst kritisch zu prüfen und abzuwehren. Unvollständig ist die Abschirmwirkung natürlich auch dann, wenn – was sehr häufig zu beobachten ist – Geschäftsführer gegenüber finanzierenden Banken für Geschäftskredite mit Privatbürgschaften haften.

Auch Auslandsgesellschaften bieten keinen sicheren Schutz, denn bei der Gründung von Auslandsgesellschaften wird kein potentiell Haftungssubstrat an Dritte abgege-

ben, sondern nur in »Auslandsvermögen« umgewandelt. Die Hoffnung der Schutzsuchenden besteht darin, dass ein solches Auslandsvermögen im Ernstfall eine besondere Schutzwirkung entfalten soll, weil inländische Gerichte dorthin vermeintlich nicht vollstrecken können. Diese Grundidee ist aus mindestens zwei Gründen heute nicht mehr tragfähig. Erstens bestehen mittlerweile recht flächendeckende internationale Vollstreckungsabkommen, zu denen z. B. in Europa das sogenannte »Lugano-Abkommen« oder internationale Amts- und Rechtshilfeklauseln in modernen steuerrechtlichen Doppelbesteuerungsabkommen zählen. Diese machen den Schutzwall »Ausland« inzwischen so löchrig wie den sprichwörtlichen Schweizer Käse. Zweitens müssen Schuldner im Ernstfall mit den Vollstreckungsbehörden aktiv zusammenarbeiten, wenn sie sich nicht (dann zusätzlich) strafbar machen wollen. Die Verheimlichung von Auslandsvermögen oder die Verweigerung der Zurverfügungstellung von vorhandenem Auslandsvermögen ist sicher keine aktive Zusammenarbeit mit Vollstreckungsbehörden und kann und wird durchaus durch Gerichte schmerzhaft sanktioniert.

Gegen Trusts und vielfach auch Gesellschaftskonstruktionen außerhalb Europas sprechen heute verschiedene gewichtige steuerrechtliche Gründe. Es existieren in Deutschland und den meisten anderen europäischen Ländern umfassende, meist steuerrechtlich begründete, Antimissbrauchsbestimmungen gegen diese in Kontinentaleuropa z. T. faktisch unbekanntes Rechtskonstrukte. In Deutschland ist dies z. B. das Außensteuergesetz. Diese Bestimmungen führen in der Regel dazu, dass wirtschaftliche Sachverhalte, die auf Ebene der außereuropäischen Gesellschaft oder des außereuropäischen Trusts verwirklicht werden, dem innerländischen/ländischen Gesellschafter oder Begünstigten per Rechtsfiktion hinzugerechnet werden und dessen Ergebnisse im Wohnsitzland zu versteuern sind. Tut der Gesellschafter oder Begünstigte dies nicht, macht er sich dem Straftatbestand der Steuerhinterziehung schuldig. Unter dem Titel der Steuerhinterziehung schließlich kann heute so ziemlich jedes »Versteck« in der Welt effizient geknackt werden, weil nahezu alle Doppelbesteuerungsabkommen in der Welt inzwischen Amts- und Vollstreckungshilfevereinbarungen enthalten und auch der grenzüberschreitende Informationsaustausch weltweit – sogar mit mehreren parallel existierenden Regimen (Common Report Standard der OECD und FATCA der US-Amerikaner) – organisiert ist. >>

Wirkprinzip 2:**Freiwillige Einschränkung eigener Eigentumsrechte**

Das zweite Wirkprinzip besteht darin, dass die betreffende Person die eigene Zugriffsmöglichkeit auf bereits vorhandenes Vermögen einschränkt. Auf diese Weise kann das auf Ebene eines Gesellschafters oder auch einer natürlichen Person vorhandene Haftungssubstrat für Dritte »nicht verwertbar« gemacht werden. Denkbar sind hier beispielsweise Konten oder privat platzierte Versicherungsverträge, bei denen alle Kontoinhaber bzw. Versicherungsnehmer einem Mittelbezug zustimmen müssen, damit eine Auszahlung stattfindet. Gelangt nun einer der Kontoinhaber oder einer der Versicherungsnehmer in eine Haftungssituation, kann man diesen zwar gerichtlich zur Kooperation zwingen, die jeweils zweite zur Auszahlung erforderliche Person (etwa einen Ehegatten oder Vertrauten) jedoch regelmäßig nicht. Denkbar sind hier auch geeignet ausgestaltete vermögensverwaltende Personengesellschaften, bei denen derjenige Gesellschafter, der Haftungsrisiken ausgesetzt ist, auf das Gesellschaftsvermögen keinen Zugriff hat und dessen Anteile im Falle einer Haftungssituation nicht gepfändet werden können. Die Anwendung dieses Wirkprinzips kann durchaus sinnvoll sein, allerdings begibt man sich hierbei stets in Abhängigkeit von anderen natürlichen Personen, was nicht in allen Ausgangssituationen gewünscht ist.

Wirkprinzip 3:**Unwiderrufliche Übertragung von Eigentum**

Nach diesem Wirkprinzip werden Vermögenswerte hinsichtlich des Eigentums vom ursprünglichen Inhaber losgelöst und damit einer Haftungszugriffsmöglichkeit »im Ernstfall« gänzlich entzogen. Bei diesem Grundmodell werden die Vermögenswerte von anderen Rechtsträgern »im Umfeld« des ursprünglichen Inhabers gehalten, sodass eine zumindest mittelbare Einflussnahme- und ggf. auch Nutzungsmöglichkeit des ursprünglichen Eigentümers bestehen bleibt.

Nach diesem Wirkprinzip funktionieren zunächst die – durchaus recht beliebten – Vermögensübertragungen auf Familienangehörige, wie z. B. Ehegatten oder Kinder. Da solche Verfügungen jedoch, wenn sie in Bezug auf ein Asset-Protection-Szenario Bestand haben sollten, unwiderruflich sein müssen, gelten diese Verfügungen auch dann, wenn eine Ehe später geschieden wird oder man sich von den Kindern entfremdet. Ehegatten und Kinder können zudem auch intellektuell oder von ihrer Persönlichkeit her

mit der mit der Eigentümerrolle verbundenen Verantwortung in Bezug auf substanzielle oder qualitativ anspruchsvolle Vermögenswerte überfordert sein. Zudem sind unentgeltliche Vermögensverfügungen zu Angehörigen z. B. in Deutschland noch mindestens vier Jahre nach der Übertragung seitens der potentiellen Gläubiger anfechtbar. In vielen Fällen sind derartig lange Anfechtungsfristen kontraproduktiv in Bezug auf eine möglichst zügig zu erlangende Asset Protection. Da es sich bei Vermögensverfügungen auf Angehörige regelmäßig um reine Inlandssachverhalte handelt, sind die Möglichkeiten einer – für Asset-Protection-Zwecke häufig günstigen – Rechtswahl zugunsten eines ausländischen Rechts in der Regel nicht gegeben.

Auch Vermögensübertragungen auf Stiftungen folgen diesem Wirkprinzip. Zum Zeitpunkt des Stiftungsgeschäftes oder auch der späteren Nachwidmungen trennt sich der Stifter von seinem Eigentum und erbringt ein »Vermögensopfer« zu Gunsten der von ihm selbst errichteten Stiftung. Die Vermögenswerte scheiden zu diesem Zeitpunkt aus seinem Vermögensbereich aus und gehen in das Vermögen der Stiftung über. Diese das Vermögens- und Haftungssubstrat verringernde »Entreicherung« hat Folgen für alle diejenigen, die bereits finanzielle Ansprüche gegenüber dem Stifter haben oder in der Zukunft möglicherweise noch haben werden. Ansprüche können dabei sowohl der unternehmerischen Sphäre des Stifters entspringen (»unternehmerische Haftungsrisiken«) oder aber auch in der privaten Familiensphäre (»familienrechtliche Ansprüche«) begründet liegen.

Stiftungen haben gegenüber Angehörigen als potentielle Vermögensempfänger allerdings eine Reihe von Vorteilen: Sie sind durch ihre Satzung dem Stiftungszweck, etwa der Versorgung der Stiftungsfamilie und dem Erhalt des gewidmeten Vermögens, verpflichtet. Das Stiftungsmanagement und die seitens der Stiftung zu verfolgenden Regeln können seitens des Stifters verbindlich bestimmt werden.

Im Falle von Auslandsstiftungen, etwa aus Liechtenstein, kommen zu diesen – auch für inländische Familienstiftungen geltenden – Vorteilen noch weitere hinzu: So kann etwa zur Stiftungserrichtung und -ausstattung wirksam liechtensteinisches Recht vereinbart werden, was unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit bietet, die anwendbaren Anfechtungsfristen von vier Jahren (Deutschland) oder zwei Jahren (Österreich, Schweiz) wirksam auf ein Jahr zu ver-

kürzen. Liechtensteinische Stiftungen haben auch steuerrechtlich inzwischen gegenüber allen inländischen Stiftungen in der Regel so hohe Vorteile, dass sich der höhere Managementaufwand einer Auslandsstiftung in der Regel sehr gut rechnet. Auch hat der Vermögensstandort Liechtenstein gegenüber Deutschland eine Reihe von Vorteilen: keine Staatsverschuldung, Schweizer Franken als Währung, wirtschafts- und unternehmerfreundliches Rechtssystem oder die hohe Rechtssicherheit durch ein leistungsfähiges Stiftungsrecht mit über 90 Jahren lokaler Rechtssprechungsschicht.

Fazit

Vermögensschutzmaßnahmen »funktionieren« insgesamt dann und nur dann, wenn alle Beteiligten, einschließlich potentieller Gläubiger, Gerichte und Staatsanwaltschaften, uneingeschränkt Kenntnis von allen ggf. grenzüberschreitenden Ausgestaltungsdetails haben und die Gläubiger und Behörden trotz dieser Kenntnis und trotz aktiver Kooperation des Schuldners nicht in der Lage sind, auf die geschützten Werte zuzugreifen.

Auch Stiftungen aus Liechtenstein haben aufgrund der Steuerkandale der Vergangenheit zum Teil noch den Duktus, in erster Linie der Steuervermeidung zu dienen oder in irgendeiner Weise »illegal« sein. Das trifft jedoch nicht zu. Liechtenstein kooperiert seit mittlerweile zehn Jahren steuerrechtlich eng mit Deutschland und seit einigen Jahren auch mit der Schweiz. Liechtenstein profitiert als EWR-Mitgliedsland zudem von allen steuerrechtlichen Privilegien, die innereuropäisch politisch gewollt und rechtlich fest kodifiziert sind. Eine liechtensteinische Stiftung hat rechtlich in vielfacher Hinsicht eine hohe Ähnlichkeit mit deutschen oder schweizerischen Stiftungen, was die zivilrechtliche

und steuerrechtliche Sicherheit für alle Beteiligten im Umgang mit Asset-Protection-Maßnahmen fördert. Eine richtig ausgestaltete liechtensteinische Stiftung wird im Einklang mit deutschen steuerrechtlichen Vorschriften und in Kenntnis des deutschen Finanzamtes errichtet und kann trotz und gerade deswegen eine wirksame Schutzwirkung entfalten.

Fast alle rechtzeitig geplanten und umgesetzten Asset-Protection-Strategien dienen in der Regel tatsächlich dem Schutz des Vermögens und sind auch wirtschaftlich vorteilhaft, weil sich auch Einsparungen mit diesen erzielen lassen, die die laufenden Kosten des Vermögensschutzes, z. B. durch Stiftungsmanagement, Buchhaltung und Steuerreporting, bei Weitem aufwiegen können. Dies gilt besonders, wenn man bedenkt, welche potenziellen Verluste beispielsweise bei Immobilienvermögen oder Firmenanteilen im Haftungs- oder Ernstfall drohen. Eine liechtensteinische Stiftung eignet sich damit hervorragend als Instrument für einen derartigen Vermögensschutz. Denn sofern man bei der Gestaltung einige wichtige Voraussetzungen beachtet, ist das Stiftungsvermögen grundsätzlich vor dem Zugriff von Gläubigern des Stifters geschützt.

Erforderlich ist allerdings, die Weichen möglichst frühzeitig zu stellen – nicht erst wenn es »gewittert und donnert«. Der beste Weg, Vermögen zu schützen, ist also, sich bereits Gedanken zu machen, bevor eine wirtschaftliche Schieflage eingetreten ist, die Insolvenz droht oder das Engagement in einen privat zu verbürgenden Kredit oder in ein besonders riskantes Geschäft oder Investment ansteht. Richtig vorbereitet und umgesetzt, genießt man dann einen zeitlich unbefristeten Schutz, auch zu Gunsten der Familienangehörigen der nächsten Generation. □



Bethel

Briefmarken können helfen ...

Bitte schicken Sie uns Ihre Briefmarken.
Sie schaffen damit sinnvolle Arbeit
für behinderte Menschen.

Briefmarkenstelle Bethel · Quellenhofweg 25 · 33617 Bielefeld
www.briefmarken-fuer-bethel.de

Klimawandel und Finanzmärkte

Von Christian Fegg

Auf den ersten Blick hängen die beiden in der Überschrift genannten Themenbereiche nicht sehr eng zusammen. Insbesondere US-Analysten haben in ihren Modellen das Thema Klimawandel noch so gut wie gar nicht berücksichtigt. Die US-Presseberichterstattung ist zu dem Thema einseitig. Das mag auch daran liegen, dass die US-Presselandschaft oligopolhafte Züge aufweist. In den USA ist die Energieindustrie ein gewichtiger Industriezweig. Das Land hat Saudi Arabien als größtes Rohölförderland der Welt durch die Fracking-Technologie abgelöst. Dadurch ist auch in der Gesamtbevölkerung das Thema Klimawandel weit unten auf der Themenskala angesiedelt. Das gilt besonders für konservative Kreise. Laut einer Studie von Hamilton et al. (2015) [1] sind in konservativen US-Kreisen nur 34 % der Meinung, dass die Wissenschaft beim Thema Klimawandel richtig liegt. Allerdings erreichen in diesen Kreisen auch Themen der Biologie wie die Evolution, bei denen es in der Wissenschaft ebenfalls keine grundsätzlichen Zweifel gibt, nur Zustimmungswerte von 32 %.

US-Ratingagenturen

Ein Beispiel von vielen anderen ist, dass die großen US-Ratingagenturen für eine Finanzierung eines großen Kongresszentrums in Miami keine Fragen nach den Folgewirkungen des Klimawandels für diese Stadt gestellt haben. Dort ist es jetzt schon so, dass viele Einwohner darüber schimpfen, dass sie nicht mehr vernünftig in die Arbeit fahren können, weil ständig irgendwelche Straßen aus der Kanalisation (steigender Meeresspiegel) überflutet werden. Jene Immobilien, die tiefer als 120 cm oberhalb der Hochwasser-Meeresspiegellinie liegen und nicht speziell geschützt sind, könnten in den nächsten Jahrzehnten (nicht Jahrhunderten) im Wert gegen null tendieren. Megastädte wie New York wird man wohl mit hohem Aufwand für die nächsten Jahrzehnte schützen. Für alle anderen Bewohner, die nur sehr knapp über dem Meeresspiegel wohnen, hat der steigende Meeresspiegel dagegen Konsequenzen. Für die Eigentümer und natürlich für jene Investoren, die das oft über 25 Jahre und länger finanziert haben, könnte dies in einem finanziellen Fiasko enden. Das dürfte ein gewichtiges Marktthema werden. An den Küsten leben rund 1,9 Milliarden Menschen. Heute leben 250 Millionen Küstenbewohner weniger als einen Meter über der Hochwasserlinie. Im Schnitt erlebt ein

Mensch, der in einer der zehn größten Hafenstädte lebt, jedes Jahr schwere Überflutungen. Die Zahl könnte sich in den nächsten 50 Jahren verdreifachen (Hanson et al., 2011) [1].

Die gute Nachricht ist, dass die Gesellschaft jetzt noch reagieren kann. Die Hochrechnungen zeigen, dass wir die Sache jetzt noch in der Hand haben. Allerdings dürfte sich das Tor in den nächsten Jahren schließen, falls jetzt nicht sehr entschlossene, sicherlich auch schmerzhaftes Einschnitte vorgenommen werden.

Am Rentenmarkt sind für langlaufende Anleihen zwar Prämien für die Inflationsentwicklung enthalten, aber nicht für die Klimaentwicklung. Bitte beachten Sie, dass die Verschuldung der Gesellschaft – gemeint ist ein Aggregat aus der Staatsverschuldung, der Unternehmensschulden, privater Haushalte sowie der Finanzindustrie – derzeit in der Eurozone bei ca. 450 % der Wirtschaftsleistung liegt (in den USA bei etwa 350 %, in Japan bei ca. 600 %). Diese Schuldlast dürfte trotz der Zinslasten aufgrund der demografischen Entwicklung, aber auch aufgrund des Klimawandels zunehmen. Die Kosten des Transformationsprozesses werden tendenziell unterschätzt. Die Weltgesellschaft muss bis 2040, spätestens bis 2050 ihre Treibhausgasemissionen nicht nur reduzieren, sondern auf null reduziert haben. Zumindest wenn man mit hoher Wahrscheinlichkeit verhindern will, dass Kippunkte im Klimasystem ausgelöst werden. Würden diese ausgelöst, wäre dies ein Großexperiment für die Menschheit mit unbekanntem Folgen. Davon raten Forscher bei einer Population, die langfristig gegen 10 Milliarden tendiert, dringend ab.

Dieser Umstellungsprozess wird der Gesellschaft viel abverlangt. Er ist aber notwendig. Reduziert die Gesellschaft tatsächlich die Treibhausgasemissionen in den nächsten 20 bis 30 Jahren auf null, wird das enorme Investitionen verschlingen, folglich die Kosten für die Gesellschaft dramatisch erhöhen. Die Kosten werden aber umweltbedingt noch viel stärker steigen, wenn man das nicht tut. Die Kostensituation und die damit einhergehende Verschuldungssituation sind wesentliche Inputfaktoren für die Märkte. Insofern dürften von diesem Thema erhebliche Notwendigkeiten für Marktanpassungen ausgehen. □

[1] Quelle: Lawrence C. Hamilton, University of New Hampshire
<https://scholars.unh.edu/carsey/252/>

[2] Climatic Change:

<https://link.springer.com/content/pdf/10.1007%2Fs10584-010-9977-4.pdf>

Sind Vermietungsimmobilien attraktive Vermögensanlagen?

Von Alexander Weis und Gerd Kommer

Viele Privathaushalte in Deutschland sehen es als nahezu selbstverständlich an, dass Vermietungsimmobilien für sie selbst, also für so genannte »Kleinvermieter« (Jargon des Statistischen Bundesamts) eine rendite- und risikomäßig attraktive Investmentkategorie seien. Wir hinterfragen diese Binsenweisheit und kommen zu einer abweichenden Schlussfolgerung. Auffällig in diesem Zusammenhang ist, dass weder Wissenschaft noch Immobilienbranche belastbares Zahlenmaterial zu den historischen Eigenkapitalrenditen privater Immobilienanleger publizieren.

Knapp 60% der gut 24 Millionen vermieteten Wohnungen in Deutschland gehören Privatpersonen oder »Kleinvermietern«, wie das Statistische Bundesamt jene Vermieter nennt, die das Wohnimmobilienvermietungsgeschäft nur in bescheidenem Stil betreiben – durch die nicht hauptberufliche Vermietung von nur einer oder wenigen Wohneinheiten. Die anderen etwa zehn Millionen Mietwohnungen stehen im Eigentum professionell-gewerblicher Anbieter, darunter des größten, der Vonovia SE mit Sitz in Düsseldorf. Die Vonovia ist ein börsennotiertes Immobilienunternehmen, Mitglied des DAX-Index und bewirtschaftet rund 500.000 Mietwohnungen, die ihr überwiegend selbst gehören. Angesichts des hohen Anteils privater Vermieter in Deutschland könnte man annehmen, dass die Vermietung von Wohnimmobilien durch Private, also Kleinvermieter ein lukratives Geschäft sei. An die vier Millionen privater Immobilieninvestoren können schließlich nicht irren. Oder vielleicht doch?

Niemand wird bezweifeln, dass der Zweck einer vermieteten Immobilie aus der Sicht des Vermieters darin besteht, eine zufriedenstellende Rendite zu erwirtschaften, die in einem vernünftigen Verhältnis zum Risiko des Investments steht. Allerdings bestehen Zweifel daran, ob private Kleinvermieter diese zufriedenstellende Rendite im Durchschnitt tatsächlich erzielen. Die seit Einsetzen der Wohnimmobilieneuphorie in Deutschland ab etwa 2013 nicht mehr zählbaren Ratgeberbücher zum Thema »reich werden mit Immobilien« ändern an dieser Einschätzung nichts. Besonders auffällig ist bei Ratgeberbüchern und Internet-Seiten zum Vermietungsgeschäft für Privathaushal-

te die völlige Abwesenheit ernstzunehmender Daten zu historischen Renditen und Risiken. Viele von diesen Veröffentlichungen fallen in die Kategorie »Investmentpornographie« wie beispielsweise »Reicher als die Geissens: Mit null Euro Startkapital in fünf Jahren zum Immobilien-Millionär«, »Das Einmaleins der Immobilien-Investition: Warum Immobilien so phänomenal lukrativ sind« oder »In 180 Tagen zum Immobilienprofi«. Solche Ich-mache-Sie-reich-Botschaften und -Bücher ergießen sich immer dann flutartig auf den Anlegermarkt, nachdem eine bestimmte Asset-Klasse ein paar überdurchschnittlich gute Jahre in Folge erlebt hat. Anfang der 90er-Jahre waren es steuerlich getriebene »Bauherrenmodelle« in den neuen Bundesländern, Ende der 90er-Jahre Technologie- und Internetaktien, von 2008 bis 2012 war es Gold und heute sind es (wieder) Wohnimmobilien. Konsumiert werden diese Get-rich-quick-Publikationen und die zugrundeliegenden Investitionen überwiegend nachdem der größte Teil des Booms bereits vorüber ist und ein Einstieg auf teurerem und damit auch risikoreicherem und ertragsärmerem Niveau stattfindet. Für die Späteinsteiger materialisierte sich dieses Risiko böse in den erstgenannten drei Beispielen ab Mitte der 90er Jahre (Bauherrenmodelle), ab Anfang 2000 (Technologieaktien) und ab Anfang 2013 (Gold).

Zurück zu vermieteten Wohnimmobilien: Bei Wohnungen und Einfamilienhäusern gibt es zwar immer mal wieder ein tatsächlich einzigartiges und daher außerhalb des Wettbewerbs stehendes Objekt. Die allermeisten Immobilien konkurrieren jedoch gegen viele dutzende, hunderte, manchmal auch tausende andere Objekte und werden dementsprechend auf einem wettbewerbsintensiven Markt gehandelt. Wirtschaftsstudenten lernen im Grundstudium: Der Preis eines Gutes in einem funktionierenden Markt tendiert in Richtung des Preises des Kostenführers, also dem günstigsten Preis auf dem Markt. Alle teureren Anbieter müssen dem günstigsten Anbieter preislich nach unten folgen, andernfalls wird ihr Gut nicht oder nicht vollständig abgenommen – das ist auch auf dem Wohnungsmarkt nicht anders. Der Kostenführer diktiert den Marktpreis und auf dem Mietwohnungsmarkt sind das die gewerblichen Vermieter – nicht die privaten. Warum? Ganz einfach, die gewerblichen Vermieter besitzen aufgrund des gegenüber dem privaten Kleinvermieter viel größeren Volumens ihrer Immobilienkäufe und ihrer Immobilienbewirtschaftung enorme Kostenvorteile. Gewerbliche Immobilieninvestoren besitzen nicht nur große Kos-

tenvorteile, sondern auch Kompetenzvorteile vor Kleinvermietern. Da ein Kompetenzvorsprung schwerer zu messen ist, gehen wir in diesem Beitrag nicht weiter auf ihn ein. Seine Berücksichtigung würde die hier vertretene argumentative Linie jedoch noch verstärken. Daher sind sie es, die tendenziell den Marktpreis (die Miethöhe) bestimmen, an der sich alle zu orientieren haben. Da Märkte sich kontinuierlich verändern und von keinem kleinen Marktteilnehmer beeinflussen lassen, können die privaten Vermieter in diesem Hase-Igel-Rennen nur mithalten, wenn sie sich im Vergleich zu gewerblichen Vermietern mit einer niedrigeren Rendite zufriedengeben.

Bei allen nachfolgend genannten Einflussfaktoren, die die Anschaffungskosten und laufenden Kosten von Vermietungsimmobilien betreffen, haben gewerbliche Großvermieter beträchtliche wirtschaftliche Vorteile gegenüber Kleinvermietern. In Einzelnen betrifft das:

- Kaufpreis/Baupreis
- Maklergebühren
- Instandhaltung
- Versicherung
- Zinssatz (im Falle von Fremdfinanzierung)
- Rechtsberatung (falls es Probleme gibt)
- Steuern [1]

Im Buch »Kaufen oder mieten«, Abschnitt »Wie sinnvoll sind Vermietungsimmobilien für private Haushalte« von Kommer wird im Detail begründet, warum und in welcher Höhe diese Kostenvorteile von Großvermietern gegenüber Kleinvermietern bestehen. Sie dürften sowohl bei Anschaffungsaufwendungen als auch bei den laufenden Ausgaben durchschnittlich rund 30 % betragen. Das ändern auch naive Vorstellungen von Eigenleistungen, »selber verwalten« und regelmäßig überschätzten Steuervorteilen nicht. (Zu einem gegebenen Zeitpunkt bereits bekannte Steuervorteile oder -nachteile sind in einem funktionierenden Markt bereits eingepreist und haben für Investitionen

[1] Bei der laufenden Besteuerung besitzen gewerbliche Immobilieninvestoren im Allgemeinen deutliche Vorteile gegenüber Kleinvermietern (siehe Gerd Kommer, 2016, Seite 194 ff.). Wie sieht es steuerlich bei Veräußerungsgewinnen aus? Zwar zahlen natürliche Personen, die eine vermietete Immobilie im Privatvermögen halten (anders als gewerbliche Vermieter), keine Steuer auf Veräußerungsgewinne, sofern die Immobilie mindestens zehn Jahre gehalten wurde, doch wird dieser Vorteil gegenüber gewerblichen Vermietern oft überschätzt. Letztere können die Steuerbelastung durch clevere rechtliche Gestaltung ganz vermeiden oder sehr lange hinausschieben und daher effektiv ebenfalls stark reduzieren. Überdies halten viele große Immobilienvermieter die Immobilien jahrzehntelang oder quasi für immer, sodass auch bei ihnen jahrzehntelang keine Steuern auf Wertsteigerungen anfallen.

nach der Einführung der steuerlichen Regelungen gegenüber relevanten Investitionsalternativen keinen Nettorenditeeffekt mehr.)

Eine abgedroschen klingende, aber wahre Kaufmannsregel lautet: »Im Einkauf liegt der Gewinn«. Was Finanzinvestitionen wie Aktien, Immobilien und Anleihen anbelangt, gilt das noch viel mehr als bei Konsum- oder Produktionsgütern. Derjenige, der deutlich teurer beschafft und teurer betreibt als die kosteneffizientesten Konkurrenten, wird weniger oder gar nichts verdienen. Das gilt auf lange Sicht gesehen für die Mehrheit der privaten Vermieter. Wenn dem so ist, würde man annehmen, dass Kleinvermieter im Laufe der Jahre weitgehend vom Markt verschwinden. Das ist aber, wie wir eingangs gesehen haben, weder in Deutschland noch in anderen Ländern der Fall. Dieses Phänomen dürfte auch damit zusammenhängen, dass private Vermieter nur selten ein aussagefähiges Rechnungswesen für ihr Vermietungsgeschäft haben. Ohne ein solches Rechnungswesen werden sie nie erfahren, wie schlecht sich ihr Eigenkapital langfristig tatsächlich verzinst. Im Ergebnis verbleiben sie jahrzehntelang in diesem Gewerbe, ganz nach dem Motto: »Hauptsache, die eingemommene Miete deckt im Wesentlichen die laufenden Aufwendungen und ich muss nicht jedes Jahr Cash zuschießen. Die wirkliche Musik spielt ohnehin bei der Wertsteigerung.«

Doch selbst wenn ein privater Vermieter erkennt, dass die Wirtschaftlichkeit seines Vermietungsobjekts und das eingegangene Eigenkapitalrisiko nicht seinen ursprünglichen oder überhaupt marktüblichen Zielvorstellungen entspricht, wird er in vielen Fällen Jahrzehnte an seiner Immobilie festhalten, denn er lebt von zwei Hoffnungen: Erstens, dass er die Immobilie – an der er zwar »derzeit«, gemessen an dem darin investierten Eigenkapital – nichts oder wenig verdient, »in den nächsten Jahren« aufgrund von Wertsteigerungen mit Gewinn veräußern kann. Zweitens, dass der »Steuervorteil« seine in den meisten Jahren defizitäre Zahlungsbilanz schon irgendwie, irgendwann heilen wird. In diesem Kontext geht ein von der Immobilien- und der Bankbranche seit anno Tobak propagiertes Argument für den kreditfinanzierten Kauf von Vermietungsobjekten durch Privathaushalte so: »Nehmen Sie einen Kredit in Höhe von X auf; Ihr Mieter wird faktisch Ihren Kredit für Sie abbezahlen und am Ende haben Sie ein schuldenfreies Objekt, das überdies mehr wert sein wird als heute.« Eine einfältigere Logik pro Immobilienkauf

lässt sich kaum formulieren (Camanho/Fernandes 2018). An diesem verstaubten Argument stimmt so gut wie gar nichts, denn: (a) Das in die Finanzierung eingebrachte Eigenkapital – also üblicherweise 15 % bis 50 % des Kaufpreises – wird von vornherein nicht vom Mieter »abbezahlt«, weil Eigenkapital eben gerade kein Kredit ist. (b) Hätte der Investor dieses Eigenkapital für 25 bis 30 Jahre (die typische Kreditlaufzeit im Kleinvermietergeschäft) in ein diversifiziertes Aktien-Anleihenportfolio investiert, hätte er damit beträchtliche Erträge erwirtschaftet, die der am Ende abbezahlten Immobilie gegenüberstehen. (c) Der Vermieter und Kreditnehmer zahlt 25 bis 30 Jahre lang Zinsen, also Kapitalmiete an die Bank und Instandhaltungskosten an Dritte (Handwerker, Baumärkte). (d) Bei Kauf und Verkauf der Immobilie muss der Investor zusammengenommen zwischen 8 % und 14 % des Immobilienzeitwertes für Transaktionskosten aufwenden. All den Ausgaben für Zinsen, Instandhaltungskosten, Versicherung, Grunderwerbsteuer, Grundsteuer und andere Transaktionskosten steht definitionsgemäß kein wertschaffender Effekt gegenüber. Insgesamt können sich diese Aufwendungen über 25 bis 30 Jahre auf eine Summe addieren, die dem ursprünglichen Kreditbetrag gleichkommt oder ihn sogar weit übersteigt. Es ist dann so, als ob der Kredit zweimal getilgt werden muss. Alles in allem ist das Argument vom Kredit, den der Mieter für den Eigentümer abbezahlt, Wunschdenken, das auch durch endlose Wiederholung nicht richtiger oder realistischer wird. Weil das so ist, kommt in der gewerblichen Immobilienfinanzierung großer Investoren niemand auf die Idee, dieses Zottelbartargument zu verwenden.

Dass eine Immobilie, zumal eine kreditfinanzierte, mit beträchtlichem Finanzrisiko verknüpft ist (z. B. Baufertigstellungsrisiko, Instandhaltungsrisiko, Mietausfallswagnis, allgemeines Marktrisiko, Klumpenrisiko, Prozessrisiko, politisches Risiko und Illiquidität), wird ebenfalls gerne unter den Tisch gekehrt. Und dass dieses Risiko insgesamt vermutlich so hoch wie oder höher als das eines global diversifizierten Aktienportfolios ist, haben wir in unserem Blog-Beitrag »Das Risiko von Investments in Immobilien« gezeigt. Dass sich Wertschwankungen des Eigenkapitals in einer Immobilie nicht täglich im Internet beobachten, wie das bei Wertpapieren der Fall ist, ändert nichts an der Existenz dieser Wertschwankungen.

Was sagt die Wissenschaft zur Frage der Rendite von vermieteten Immobilien? Ähnlich wie bei Untersuchungen zu

den historischen Gesamtrenditen selbstgenutzter Wohnimmobilien sind seriöse akademische Berechnungen zu historischen Renditen von Vermietungsobjekten von Kleinvermietern Mangelware (für Renditen selbst genutzter Immobilien siehe unser Blog-Beitrag »Die Rendite von Investments in Immobilien«). Eine der seltenen Ausnahmen ist eine Studie des DIW (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung) aus 2014 (Bach u. a. 2014). Nach dieser Untersuchung für den Zeitraum von 2002 bis 2012 erzielten private Immobilienvermieter/-anleger eine durchschnittliche Nettorendite nach Steuern inklusive Inflation von 1,5 % bis 2,0 % p. a. Zieht man von dieser nominalen Rendite die Inflationsrate in diesem Zeitraum von 1,7 % p. a. ab, resultiert eine reale Rendite von -0,2 % bis +0,3 %. Das ließe sich mit einem Portfolio aus einem globalen Aktien- und einem gut diversifizierten Anleihen-ETF leicht übertreffen und dabei noch mit weniger Risiko und viel weniger Arbeit.

Natürlich waren die durchschnittlichen Renditen von Anfang 2009 bis heute (die Phase des aktuellen Immobilienbooms in den deutschsprachigen Ländern) vermutlich weit höher. Wer indes glaubt, dass sich diese zehn fetten Jahre so in die Zukunft fortsetzen werden, fällt auf einen der ältesten Investmentdenkfehler herein, den sogenannten Recency Bias. Auch wird in diesem Zusammenhang gerne übersehen, dass die Rendite des Weltaktienmarkts über denselben Zeitraum ebenfalls außerordentlich hoch war, nämlich inflationsbereinigt 11,0 % p. a. (nominal 12,4 % p. a.) über die zehn Jahre von 2009 bis 2018 (MSCI World Standard in Euro). Selbst im Vergleich zu Immobilien viel risikoärmere deutsche Staatsanleihen (RexP) rentierten in dieser Dekade ordentlich mit real 1,8 % p. a. (nominal 3,1 % p. a.).

Die Immobilienbranche selbst publiziert fast nichts zu langfristigen historischen Renditen von privaten Vermietern, obwohl das ein Leichtes für sie wäre. Eine Ausnahme von dieser auffälligen Stille war eine Studie in Großbritannien, die von der Beratungsgesellschaft Wriglesworth im Auftrag des Immobilienunternehmens Paragon 2014 zu historischen Buy-to-let-Renditen (Vermietungsimmobilienrenditen) publiziert wurde. Die Untersuchung deckt die 18 Jahre von 1996 bis 2013 ab (Paragon/Wriglesworth 2014). Wer ein kreatives Beispiel dafür sucht, wie die Immobilienbranche historische Eigenkapitalrenditen über einen 18-Jahreszeitraum von spektakulären 16,3 % p. a. (real 13,4 % p. a.) nach Kosten und Steuern errechnet, wird hier fündig werden. »Zufälligerweise« genau im Jahr 1996 (der Start-

zeitpunkt des Untersuchungszeitraums) begann die Erholung des britischen Wohnimmobilienmarkts nach einem brutalen Crash von 1989 bis 1995 (kumulativer Preiseinbruch Ende 1995 real über 37%). Dabei muss man sich vergegenwärtigen, dass in kaum einem europäischen Immobilienmarkt die Verfügbarkeit historischer Daten so gut ist wie in Großbritannien und die dortigen Daten weit länger zurückreichen als bis 1996. Wer gezielt den tiefsten Bewertungszeitpunkt eines Marktes in den vorhergehenden 30 Jahren für den Beginn einer Betrachtungsperiode sucht, wird in jeder Asset-Klasse fantastische Renditen finden, egal ob das Tulpenzwiebeln, Immobilien, Aktien, Schwellenländeranleihen, Gold oder Hosenknöpfe sind.

Abgesehen von den statistisch wohl eher moderaten Langfristrenditen von Vermietungsimmobilien bei Kleinvermietern, existieren im Vergleich zu einer simplen international oder global diversifizierten Kapitalmarktanlage, z. B. ETFs auf Buy-and-Hold-Basis, für private Kleinvermieter noch eine Reihe anderer Nachteile und Risiken, die sich gar nicht oder nur schwer quantifizieren lassen. Zu ihnen gehört Klumpenrisiko (zu hoher Vermögensanteil in einem einzelnen Asset oder einer einzelnen Asset-Klasse), ein eher unzuverlässiger Netto-Cash-Flow (das kann z. B. für Rentnerhaushalte zu einem ernsten Problem werden, die auf den regelmäßigen Geldfluss aus einer einzelnen Vermietungsimmobilie angewiesen sind) und die weiter o. g. Risikotypen (Sebastian u. a. 2012).

Vielleicht führen die jüngsten politischen Diskussionen um Enteignungen von Vermietungsimmobilien, Verschärfung der Mietpreisbremse, das erste »Mietendeckelgesetz« (Berlin), hohe Bewertungsniveaus in den großen Städten und das Faktum, dass inländische Vermietungsimmobilien im (wie auch immer unwahrscheinlichen) Falle einer deutschen Staatskrise oder eines chaotischen Zerfalls der Eurozone zu den risikoreichsten Investments überhaupt gehören dürften, irgendwann einmal zu einer realistischeren Wahrnehmung dieser Risikotypen.

Freilich zählen diese Nachteile und Fragezeichen für all jene Vermieter nicht, die den Immobilien-Boom der letzten rund zehn Jahre als normal, statt als positiven Ausreißer betrachten, die glauben, sie könnten auch in teuren und schwierigen Marktphasen die Rosinen herauspicken und viele Hundert Kaufkonkurrenten würden dabei fügsam zusehen, die annehmen, dass die gegenwärtig sehr niedrigen

Zinsen die hohen Kaufpreise und andere Risiken quasiautomatisch ausgleichen, dass die Realität den Kredithebeleffekt in ihrer Excel-Datei brav nachvollziehen werde, dass Immobilien »passives Einkommen« erzeugten, also Einkommen ohne Arbeit, Stress und Risiko und dass Investitionen in »Sachwerte« ganz besonders wertstabil seien. Diese Vermieter sind einfach unerschütterliche Immobilienidealist, auch wenn sie im Stillen über immer unsinnigere staatliche Auflagen und Steuern, unverschämte Mieter, monatelange Lücken zwischen zwei Mietverhältnissen, inkompetente Handwerker und "wieder einmal" ein Zuschussjahr klagen.

Wer als Privathaushalt ein Vermietungsobjekt hingegen nicht als Hobby und Passion, sondern rein rational als Vermögensanlage und pragmatische Altersvorsorge betrachtet, der wird in vielen Fällen zum Schluss gelangen, dass eine Wohnimmobilie zwar als Eigenheim taugt, aber eben weniger oft als attraktives Investitions- oder Altersvorsorgeobjekt.

Fazit: Über die nachhaltigen Eigenkapitalrenditen privater Kleinvermieter ist sehr wenig bekannt. Faktenorientierten Investoren ist das Anlass zu Skepsis und Vorsicht. Für private Haushalte, die nur ein bis drei Objekte vermieten können, lohnt es ex ante in der Mehrzahl der Fälle vermutlich nicht, eine Wohnimmobilie zu erwerben und als Vermieter tätig zu werden. Private Vermieter haben gegenüber gewerblichen Vermietern gravierende kostenmäßige und steuerliche Nachteile, die es ihnen schwer machen, eine akzeptable Rendite auf ihr eingesetztes Eigenkapital zu erzielen. Daneben existieren noch eine Reihe weiterer, kaum quantifizierbarer Nachteile, die ein Vermietungsobjekt für einen privaten Vermieter mit sich bringt. Daher sollte ein normaler Haushalt, der bereits ein Eigenheim besitzt, sein weiteres Vermögen aus Risikogründen nicht in eine zweite oder dritte Wohnimmobilie in der gleichen nationalen Jurisdiktion investieren. □

Die vorhergehenden Beiträge finden Sie auf der Seite der Gerd Kommer Invest GmbH:

www.gerd-kommer-invest.de/blog

Zinswende voraus?

Von Robert Halver

Einerseits will Donald Trump in seinem Präsidentschaftswahlkampf nicht auf das Thema Handelskrieg verzichten. Andererseits jedoch kommt auch der American Eagle nicht ohne Handels-Schmerzen davon. So ist das eben mit der Globalisierung.

Trump First: Auch der US-Präsident ist sich selbst der Nächste Überhaupt, während Staatspräsident Xi so etwas wie der »Heilige Vater aus China« ist, der wie der Papst auf Lebenszeit ernannt ist, muss sich der US-Präsident demnächst den Wählern stellen. Die herben Niederlagen, die seine Republikaner kürzlich bei den Gouverneurswahlen in ihren Hochburgen Virginia und Kentucky einsteckten, zeigen Trump, was ihm am 3. November 2020 blüht, wenn es zu handelsseitigen Reibungsverlusten in der US-Konjunktur und am Aktienmarkt käme. Auch das Amtsenthebungsverfahren, das gegen ihn läuft, ist kein Empfehlungsschreiben für noch einmal vier Jahre im Weißen Haus.

Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de



Dass insofern ein bisschen Handels-Frieden Trump ganz persönlich zugutekäme, spricht dafür, dass es ein bisschen Pax Trump geben wird.

Tatsächlich hellen sich die weltweiten Frühindikatoren allmählich auf. Selbst die ZEW Konjunkturerwartungen sind sprunghaft angestiegen. Das ist bemerkenswert, da die hier befragten Analysten gegenüber den vom ifo Institut direkt befragten Unternehmen immer wieder gerne eine besonders düstere Konjunktüreinschätzung an den Tag legen.

Eine Konjunktur-Schwalbe macht noch keinen Zins-Winter

Geht also die Happy Hour niedrigster Zinsen zu Ende? Kommt es zu einer weltkonjunkturellen Erholung, ist dann der Abwärtstrend von Zinsen und Anleiherenditen nicht nur gestoppt, sondern sogar reif für eine merkliche Gegen-

bewegung? Immerhin hat die Durchschnittsrendite 10-jähriger Staatspapiere aus den USA, Deutschland und Japan bereits leicht nach oben gedreht. Würden die drei großen Notenbanken weltkonjunkturbedingt wirklich die große Zinswende wagen, würde viel Wasser in den bislang so süßen Aktien-Wein gegossen.



Liquiditätsausstattung und Anleiherenditen

Aber immer ruhig mit den jungen Pferden! Selbst wenn die Frühindikatoren als soft facts Besserung signalisieren, werden die Notenbanken den Teufel tun und nicht vor Offenbarung wirklich harter Konjunkturfakten an Umkehrschub denken. Denn was wäre, wenn der gute Donald Trump ein Golfspiel verliert und seiner Enttäuschung darüber mit einem handelskriegerischen Tweet Luft macht? Würde sich die Wirtschaftserholung dann doch nicht einstellen und müsste die internationale Geldpolitik doch wieder freizügiger werden, hätte sie viel an Reputation und damit auch an zukünftiger Handlungsfähigkeit verloren. Bei Aprilwetter-launigen Präsidenten sollte man immer die dicke Jacke und den Regenschirm dabei haben.

Die Geldpolitik hat »Platzangst«

Ohnehin geht es den Notenbanken um viel mehr als nur Konjunkturfragen. Die Fed als Mutter aller Notenbanken ist ein gebranntes Kind der Finanzkrise 2008. Mit ihren Zinsereicherungen hatte sie im Vorfeld einen Immobilienboom ausgelöst und anschließend mit einer Verfünfachung der Leitzinsen seinen Crash verursacht. Damals wurde aus der Immobilien-zügig eine Schuldenkrise, die um ein Haar das Ende des Finanzsystems bedeutet hätte.

Und heute sind die Systemrisiken noch größer. Heute hat die Welt etwa 50 Prozent mehr Schulden als vor der Finanzkrise. Wir sprechen von einer Gesamtverschuldung von ca. 260 Bio. US-Dollar. Die Fallhöhe einer internationalen

Schuldenkrise 2019 ist also deutlich größer als 2008. Dieses Monster, diese größte Anlageblase aller Zeiten, kann nur durch anhaltende künstliche Zinsdrückung der Notenbanken am Platzen gehindert werden.

Vor diesem Hintergrund betreibt auch die EZB mit ihren seit November 2019 revitalisierenden Anleihekäufen in Höhe von monatlich 20 Mrd. Euro systemerhaltende Maßnahmen. Ohnehin muss sie als Schutzpatronin ebenso die (sozial-)politischen Fliehkräfte einer wenig harmonischen Eurozone bändigen. Sie muss den Euro-Laden zusammenhalten. Strategisch vorausschauend hat dieses Ankaufprogramm daher keine zeitliche Befristung. Die EZB kann also auch morgen und übermorgen noch alle Schuldenrisiken in Liquidität ersäufen. Mehr als die gesamte Neuverschuldung der Eurozone ist gedeckt. Das ist unverhohlene Staatsfinanzierung. Politische Stabilität der Eurozone geht grundsätzlich vor Finanzstabilität. Wundern Sie sich jetzt immer noch, warum Christine Lagarde und nicht Jens Weidmann das EZB-Zepter schwingt?

Internationale Zinsanstiege würden die Tragfähigkeit der Schuldenwelt torpedieren und damit auch die Aktienmärkte crashen lassen. Das gäbe der Weltkonjunktur psychologisch den Rest. Die nächste Finanzkrise ist der letzte, der Super-GAU für die Finanzwelt. Game over!

Und wenn dich dein Zins nicht liebt, wie gut, dass es Aktien gibt

So sehr man sich aus Gründen deutscher Stabilitätskultur die Rückkehr zu normalen Zinsen in der Theorie wünscht, praktisch ist es eine Illusion, wenn nicht sogar die Lebenslüge von Notenbanken. Das geldpolitische Breitbandantibiotikum gegen Systemrisiken muss weiter verabreicht werden. Daher wird selbst eine Beruhigung im Handelskrieg keine merkliche Zins- und Renditebeschleunigung lostreten.

Schon aufgrund ihrer Dividendenphantasie bleiben Aktien im Vergleich auf der Überholspur. Nicht zuletzt erlauben niedrige Zinsen höhere Bewertungen am Aktienmarkt. Und ein Teil-Frieden im Zollstreit käme als fundamentales Zuckerstückchen insbesondere für konjunktur- und exportabhängige Aktien noch hinzu.

Insgesamt spricht für eine wirkliche Zinswende wenig, eigentlich nichts. □

Hier geht es zu Halvers Kolumne: www.roberthalver.de

Buchvorstellungen:

Der globale Green New Deal

Von Jeremy Rifkin

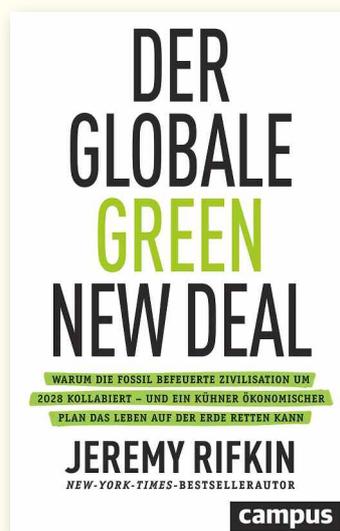
Warum die fossil befeuerte Zivilisation um 2028 kollabiert – und ein kühner ökonomischer Plan das Leben auf der Erde retten kann.

Das neue Buch des Bestsellerautors Jeremy Rifkin. Rund um den Globus kippt angesichts der drohenden Klimakatastrophe die Stimmung, und der Protest der Millennials gegen eine Politik, die ihre Zukunft zerstört, wird immer lauter. Gleichzeitig sitzt die Welt angesichts alternativer Technologien auf einer 100-Billionen-Dollar-Blase aus Investitionen in fossile Brennstoffe. Zukunftsforscher Jeremy Rifkin zeigt, wie aus dieser Konstellation die einmalige Chance auf einen Green New Deal entsteht. Seine Warnung:

Der ökonomische Kollaps unserer Zivilisation steht unmittelbar bevor.

Um 2028 wird die Blase platzen und die Weltökonomie in eine globale Betriebsstörung führen.

Was bedeutet das für uns, wo die Energiewende schon lange auf der Tagesordnung steht? Gelingt ein gemeinsamer radikaler Aufbruch in letzter Minute? Rifkin gibt Antworten.



ISBN 9783593511351

319 Seiten

26,95 Euro

www.campus.de

10. Initiativpreis Werterhalt & Weitergabe

Der »Mister Euro« und ehemalige Bundesfinanzminister Dr. Theo Waigel erhält den 10. Initiativpreis Werterhalt & Weitergabe aus den Händen von Dr. h. c. Charlotte Knobloch. Er ist Mitbegründer des Euro und verkörpert die Stabilität unserer Währung und – nicht zuletzt – der Wirtschaft. Als Namensgeber unserer europäischen Währung initiierte er somit einen wichtigen Werterhalt und machte sich deshalb für die Auszeichnung verdient: Dr. Theo Waigel

»Ich bin stolz darauf, den Initiativpreis »Werterhalt und Weitergabe« zu erhalten, welcher mir während der Jubiläumsfeier zur 10. Verleihung des Proxima Initiativpreises überreicht wird. Es ist mir eine Ehre, den Gedanken des Werterhalts und seiner Weitergabe zu unterstützen und fortzuführen«, sagt Finanzminister a.D. Dr. Theo Waigel. Alle Preisträger verbindet miteinander, dass sie im ständigen Auf und Ab des Wertewandels und Generationentransfers eine Kontinuität bewahren konnten, die sie in turbulenten Zeiten an den Klippen des Wandels vorbeiführte.

»Diese Persönlichkeiten haben eines gemeinsam: Sie haben sich in der Vergangenheit sehr mit dem Generationentransfer auseinandergesetzt und haben diese Aufgabe hervorragend gemeistert, und zwar unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit«, erklärt Professor Dr. Stephan J. Lang, Fachanwalt für Erbrecht und Initiator des Initiativpreises »Werterhalt & Weitergabe«.

Der Preis wurde im feierlichen Rahmen im Schloss Nymphenburg von der Laudatorin Dr. h. c. Charlotte Knobloch

an Dr. Theo Waigel überreicht. Dagmar Kohlmann-Scheerer moderierte den Festakt, welcher musikalisch von Moritz Demer – dem Leiter der Wastl Fanderl Schule – abgerundet wurde.



Preisträger Dr. Theo »Mister Euro« Waigel, ehemaliger Bundesminister für Finanzen im Schloss Nymphenburg; Photo: Re de Belleroche

»In den bewegten Zeiten, in denen wir leben und in denen das gesellschaftliche und politische Koordinatensystem sich mit jedem Tag mehr verschiebt, ist es umso wichtiger, dass wir unser gemeinsames Wertefundament erhalten und pflegen. Dafür haben sich wenige Menschen so nachhaltig, so eindrucksvoll und mit so bedeutsamem persönlichem Einsatz verwendet wie Dr. Theo Waigel. Die Ziele der Initiative Werterhalt und Weitergabe verkörpert er in einzigartiger Weise, und es kann aus meiner Sicht kaum einen würdigeren Preisträger geben als ihn«, so Dr. h. c. Charlotte Knobloch, Präsidentin der israelischen Kultusgemeinde München und Oberbayern sowie Beauftragte für Holocaust-Gedenken des World Jewish Congress. □



**SOS KINDERDÖRFER
WELTWEIT**
HERMANN-GMEINER-STIFTUNG

Hermann-Gmeiner-Stiftung
Ridlerstr. 55 | 80339 München
Telefon 089/179 14-218
E-Mail: hgs@sos-kd.org

www.hermann-gmeiner-stiftung.de



Bargeld-Gegner sind Heuchler

Von Manfred Gburek

Beginnen wir mit den Geschäftsmodellen der Banken und Sparkassen. Die meisten sind extrem überholungsbedürftig. Das ist nicht neu und wird uns noch einige Jahre begleiten. Was uns aktuell besondere Sorgen bereiten sollte: Trotz aller – überwiegend unzureichender – Versuche, das Geschäft anzukurbeln, geht es nur im Schneckentempo weiter. Dazu zwei Beispiele: Die Commerzbank erreichte zuletzt eine Rendite auf das Eigenkapital von gerade mal 0,5 Prozent. Und die Deutsche Bank, einst eine wahre Geldmaschine, vermeldete schon im dritten Jahr hintereinander einen Verlust. Viele deutsche Banken und Sparkassen laufen sogar Gefahr, die nächste Bankenkrise nicht zu überstehen. Daraus folgt: Anleger sollten jetzt die Initiative ergreifen, um ihr Geld in Sicherheit zu bringen.

Bekanntlich sind Einlagen privater Anleger in Europa bis zu 100.000 Euro je Institut gesetzlich geschützt. Doch wie weit reicht dieser Schutz? Könnte er einem Bankrun wie seinerzeit in den südlichen Euroländern widerstehen? Zweifel sind angebracht, zumal Einlagen im Fall des Falles vorübergehend eingefroren werden dürften. Und die freiwillige Einlagensicherung der drei Institutsgruppen (private Banken, Sparkassen, Volks- und Raiffeisenbanken) kann auch keine Wunder vollbringen. Einlagen zu jeweils unter 100.000 Euro (Eheleute 200.000 Euro) auf mehrere Institute zu verteilen, ist demzufolge als eine von mehreren Schutzmaßnahmen empfehlenswert. Sie sollte nur nicht die einzige sein. Hier handelt es sich um ein für Anleger höchst relevantes Detail zur aktuellen Diskussion über die gemeinsame Einlagensicherung aller Euroländer. Clemens Fuest, Chef des ifo-Instituts, hat das sich daraus ergebende Dilemma mal so zusammengefasst: »Ohne gemeinsame Einlagensicherung kann sich bei finanzieller Schieflage eines Eurolandes eine panikartige Kapitalflucht ergeben: Sparer plündern ihre Konten aus Angst, ihre Bank könnte pleite gehen, selbst wenn die ökonomischen Fundamentaldaten das nicht rechtfertigen.« Fuest hat dazu eine böse Ahnung: »Selbst das kategorische Nein zur Einlagensicherung und damit zu einer stärkeren Risikoteilung schützt Deutschland nicht davor, im Notfall für andere zu haften. Das hängt mit der aktuellen Lage der Banken in Europa zusammen. Die Institute halten in großem Umfang heimische Staatsanleihen und sind nur sehr schwach mit Eigenkapital ausgestattet.« >>

Buchvorstellungen:

Die ältesten Familienunternehmen Deutschlands

Von Wolfgang Seidel

Sie sind die Erfinder des Eau de Cologne, der modernen Rotationsdruckmaschine, des Kipplasters, des Teddybärs, des Druckknopfs, der Schuhcreme, ja selbst des modernen



Zoos. Familienunternehmen haben in Deutschland eine jahrhundertalte Tradition und sind Weltmarktführer und Hidden Champions.

Die Gründung der ältesten Familienunternehmen reicht bis ins 16. Jahrhundert zurück. Sie befinden sich seit über 15 Generationen im Besitz der Familie – bis heute. Besonders spannend ist immer die Gründungsphase und es ist interessant zu sehen, unter welchen Umständen alte Familienunternehmen wirtschaften mussten. Wir können uns kaum mehr vorstellen, wie es war, als es nur Pferdekutschen und Ochsenkarren als Transportmittel gab, zahllose unterschiedliche Münzprägungen, viele Zollschranken und noch nicht einmal Dampfkraft – von richtigen Maschinen ganz zu schweigen. Der Autor zeigt auch, was es bedeutet, Familienbetriebe durch Revolutionen, technische Umbrüche, sich dramatisch verändernde Märkte, Geldentwertung, Familienzwiste, politisch widrige Umstände und zerstörerische Weltkriege zu bringen und dennoch erfolgreich in der Familie zu halten. Wolfgang Seidel hat mit den Eigentümerfamilien gesprochen und erzählt Wirtschafts- und Unternehmensgeschichte anhand von konkreten Unternehmensgeschichten.

Eine abwechslungsreiche und lebendige Sammlung von Firmenporträts – und lebendige Beispiele unternehmerischer Verantwortung, Innovation und Nachhaltigkeit und unternehmerischen Weitblicks.

336 Seiten | 24,99 Euro

ISBN: 978-3-95972-246-9

www.m-vg.de

Das Mindeste, wie private Anleger sich mit dem liquiden Teil ihres Vermögens gegen potenzielle Pleitebanken schützen können, ist – wie vorgeschlagen – zunächst die Streuung von Einlagen über mehrere Konten bei verschiedenen Banken und Sparkassen, jeweils begrenzt auf Beträge unter 100.000 Euro. Das hat aus Sicht besonders vermögender Anleger zwar seine Grenzen, weil sie ihr Geld sicher nicht mehr als einem Dutzend an Instituten anvertrauen wollen, ist aber auch für sie grundsätzlich empfehlenswert. Wobei es nicht so sehr darauf ankommt, Zinsen bis zur letzten Stelle hinter dem Komma auszuquetschen, sondern beispielsweise auf die Ausstattung eines Instituts mit Eigenkapital, auf die von ihm nachhaltig erzielte Rendite und auf möglichst geringe Kreditrisiken penibel zu achten.

Eine im Zeichen minimaler oder sogar negativer Zinsen infrage kommende Anlage liquider Mittel ist das Horten von Bargeld. Dazu war das 4. Bargeldsymposium der Bundesbank Mitte Februar 2018 besonders aufschlussreich; deshalb folgen hier die wichtigsten Eindrücke. Vorab seien alle Anleger beruhigt, die ein Bargeldverbot fürchten: Solange in Deutschland, gemessen an der Zahl der Transaktionen, drei Viertel der Zahlungen an der Laden-, Theater- oder Kinokasse in bar erfolgen, ist diese Furcht nicht berechtigt. Auch nicht, wenn man statt der Transaktionszahl den Wert zugrunde legt: Demzufolge sind 2017 nicht weniger als 48 Prozent der Zahlungen bar über den Tresen gegangen. Immerhin: Vor zehn Jahren waren es noch 58 Prozent.

Manchmal scheint sich so etwas wie eine Verschwörung gegen das Bargeld anzubahnen. Dafür gibt es verschiedene Erklärungen, von denen eine besonders plausibel erscheint: Amerikanische, chinesische und sonstige Internetkonzerne, Anbieter von Kreditkarten und nicht zuletzt auch Groß- und Einzelhändler sammeln Daten, was das Zeug hält. Das heißt, sie sind daran interessiert, dass alles digitalisiert wird, damit sie über möglichst viele Daten verfügen. So wollen sie ihre Gewinne maximieren. Bargeld stört sie da nur, weil es die Anonymität der Anwender bewahrt.

Eine weitere plausible Erklärung für den – in diesem Fall von den nationalen Zentralbanken einschließlich der EZB ausgeführten – Kampf gegen das Bargeld ergibt sich daraus, dass Geschäftsbanken ihre Guthaben lieber als Bargeld ohne Zinsabzug in den eigenen Tresoren horten, statt sie mit Negativzinsen der Zentralbanken zu belasten. Im Übrigen liegt schätzungsweise etwas mehr als die Hälfte der ausge-

gebenen Euro-Banknoten außerhalb des Euroraums, und zwar mit dem Ziel der Wertaufbewahrung. Bargeld-Befürworter tragen dazu ein triftiges Argument bei: Seht her, ihr Bargeld-Gegner, das ist doch der beste Beweis für das internationale Vertrauen in den Euro!

Doch die Gegner geben nicht auf. Zum Beispiel wusste Bundesbank-Präsident Jens Weidmann schon mal zu berichten: »So wird derzeit auf europäischer Ebene die Geldwäsche-Richtlinie überarbeitet, mit dem Ziel, dass Betreiber von Wechselstuben und Anbieter elektronischer Geldbörsen ihre Kunden künftig im Rahmen der üblichen Sorgfaltspflichten für Finanzhäuser kontrollieren müssen. Und Bundesbank-Vorstand Carl-Ludwig Thiele plaudert aus der Schule: »Darüber hinaus zieht die Europäische Kommission ein generelles Verbot von Bargeldgeschäften über einem gewissen Betrag in Erwägung. Die Gründe ähneln jenen, die in der Diskussion um den 500-Euro-Schein vorgebracht wurden: Barzahlungsobergrenzen sollen Schwarzarbeit, Steuerhinterziehung und Terrorismusfinanzierung eindämmen. Mir ist aber nicht bekannt, dass es in Ländern mit Barzahlungsobergrenzen weniger Kriminalität als bei uns gäbe.«

Trägt man alle mehr oder weniger verschlungenen Aktivitäten und fadenscheinigen Argumente der Bargeld-Gegner zusammen, liegt diese Schlussfolgerung nahe: Noch mehr Heuchelei geht nicht. Allerdings sollten Anleger sich jederzeit vor Augen führen, dass die gegnerischen Truppen nicht locker lassen werden. Darüber dürften noch Jahre vergehen. Und die im jetzigen Zeitalter der Null- und Negativzinsen – mindestens real, vielfach auch nominal – begehrten, als Bargeld neben dem eigenen Gold- und Silberschatz empfehlenswerten 500-Euro-Scheine wird es auch noch jahrelang geben. Zwar wurde die Ausgabe neuer 500-Euro-Scheine gestoppt, aber die bereits umlaufenden sind als Zahlungswie auch als Wertaufbewahrungsmittel weiter gültig. Und nicht zu vergessen: die ebenfalls beliebten 200- und 100-Euro-Scheine so wie so. □

*Kapitel 16 aus dem Buch:
»Reich werden ist keine Schande!.«
Von Manfred Gburek
Kindle Edition: www.amazon.de | ePUB: www.epubli.de*

Wenn das
Handelsblatt
für Sie
nicht relevant
ist, haben Sie
hoffentlich nichts
mit Geld zu tun.



Ein Angebot der Handelsblatt GmbH, Toulouser Allee 27, 40211 Düsseldorf.

Impressum: Anschrift: Elite Report Redaktion, Niggerstraße 4/II, 81675 München, Telefon:+49 (0) 89 / 470 36 48, redaktion@elitebrief.de
Chefredakteur: Hans-Kaspar v. Schönfels v.i.S.d.P. **Realisation:** Falk v. Schönfels **Steuern und Recht:** Jürgen E. Leske

Rechtliche Hinweise/Disclaimer: Die enthaltenen Informationen in diesem Newsletter dienen allgemeinen Informationszwecken und beziehen sich nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person. Sie stellen keine betriebswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche, rechtliche oder steuerliche Beratung dar. Im konkreten Einzelfall kann der vorliegende Inhalt keine individuelle Beratung durch fachkundige Personen ersetzen. Der Inhalt darf somit keinesfalls als Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Handelsanregungen oder Empfehlungen in diesem Newsletter stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten, auch nicht stillschweigend, dar. Niemand darf aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Für Entscheidungen, die der Verwender auf Grund der vorgenannten Informationen trifft, übernehmen wir keine Verantwortung. Obwohl wir uns bei der Auswahl des Informationsangebotes um größtmögliche Sorg-

falt bemühen, haften wir nicht für ihre Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die in diesem Newsletter angebotenen Informationen, Produkte oder Dienstleistungen ohne gesonderte Ankündigung jederzeit zu verändern, zu ergänzen, zu löschen oder zu aktualisieren. Indirekte sowie direkte Regressansprüche und Gewährleistung wird für jegliche Inhalte kategorisch ausgeschlossen. Leser, die aufgrund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln auf eigene Gefahr, die hier veröffentlichten oder anderweitig damit im Zusammenhang stehenden Informationen begründen keinerlei Haftungsobliegenheit. Ausdrücklich weisen wir auf die im Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft erheblichen Risiken hoher Wertverluste hin. Das Informationsangebot in diesem Newsletter stellt insbesondere kein bindendes Vertragsangebot unsererseits dar. Soweit dies nicht ausdrücklich vermerkt ist, können über diesen Newsletter auch seitens der Leser keine Angebote abgegeben oder Bestellungen getätigt werden. Für alle Hyperlinks und Informationen Dritter

gilt: Die Elite Report Redaktion erklärt ausdrücklich, keinerlei Einfluss auf die Gestaltung und die Inhalte der gelinkten Seiten zu haben. Daher distanziert sich die Elite Report Redaktion von den Inhalten aller verlinkten Seiten und macht sich deren Inhalte ausdrücklich nicht zu Eigen. Diese Erklärung gilt für alle in den Seiten vorhandenen Hyperlinks, ob angezeigt oder verborgen, und für alle Inhalte der Seiten, zu denen diese Hyperlinks führen. Auch für Werbeeinhalte Dritter übernimmt die Elite Report Redaktion keinerlei Haftung. Das Copyright dieses Newsletters liegt bei der Elite Report Redaktion, München. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung dieses Newsletters im Wege des Herunterladens auf dauerhafte Datenträger und/oder des Ausdrucks auf Papier sowie die Weiterverbreitung ist gestattet. Jede andere Nutzung des urheberrechtlich geschützten Materials ist ohne unsere schriftliche Genehmigung untersagt. Für gegebenenfalls bestehende oder künftig entstehende Rechtsverhältnisse ist ausschließlich deutsches Recht anwendbar und sind nur deutsche Gerichte zuständig.