

Der Surrealismus hat das Kunstmuseum verlassen

Von Christian Fegg

Der Vertreter dieser Richtung schlechthin, Franz Kafka, wusste: Wege entstehen dadurch, dass man sie geht. Die Geschichte dieses Virus ist noch nicht zu Ende erzählt. Die Reaktionen der Finanzmärkte auf das Coronavirus sind aus historischer Sicht bemerkenswert. Die Inflationserwartung in fünf Jahren für fünf Jahre ist auf ein Rekordniveau unter 1 % gefallen. Die Zinsen in den USA und Deutschland erreichten teilweise Rekordtiefstände. Die Aktienmärkte weisen teilweise Schwankungsbreiten auf, die so nur in sehr wenigen Momenten in der Finanzgeschichte verzeichnet worden sind. Bundeswirtschaftsminister Altmaier schließt die vorübergehende Beteiligung des Staates an strategisch wichtigen Unternehmen nicht aus.

Was ist passiert?

Viele Industrienationen sind wegen des Coronavirus auf eine Art Notstandsbetrieb umgestellt worden. In vielen Fällen wurde der Katastrophenfall ausgerufen. Damit einhergehend wird die Staatsverschuldung in vielen Staaten stark ansteigen. Die Steuereinnahmen werden fallen, die Ausgaben durch staatliche Unterstützungspakete steigen. Steigende Verschuldungszahlen wirken tendenziell belastend auf das künftige Wirtschaftswachstum. Die Arbeitslosenzahlen dürften ansteigen.

Wo liegen kurzfristig die Chancen?

Im Kampf gegen die Folgen der Coronavirus-Pandemie senkte die US-Notenbank den Leitzins auf fast null und schnürt in Abstimmung mit Währungshütern weltweit ein Krisenabwehr-Paket. Sie kappte den geldpolitischen Schlüsselsatz außer der Reihe zum zweiten Mal binnen zwei Wochen zur Stützung der Wirtschaft und der Finanzmärkte. Die neue Spanne liegt bei null bis 0,25 Prozent – einen vollen Prozentpunkt niedriger als bisher. Sie wird zudem zur Stützung der Wirtschaft in den kommenden Wochen mindestens 700 Milliarden Dollar in die Hand nehmen. US-Notenbankchef Jerome Powell sprach von einer herausfordernden Situation. Dennoch seien negative Zinsen für die USA kein Thema, betonte Powell. Die Notenbank habe noch genügend geldpolitischen Spielraum und Instrumente, um der Krise zu begegnen. Die Fed will nun 500 Milliarden für Staatsanleihen aufwenden und zusätzlich für 200 Milliarden Dollar Hypothekenpapiere kaufen. Mit ähnli-

Wir wünschen Ihnen und Ihren Familien trotz aller momentanen Herausforderungen eine schöne Osterzeit und viel Gesundheit!

Übrigens erscheint
unsere Sonderpublikation
»ELITE REPORT extra«
an folgenden Terminen:

Als Beilage im Handelsblatt:
Donnerstag, den 30. April 2020 (Wochenendausgabe)

Als Beihefter in der Wirtschaftswoche:
Freitag, den 8. Mai 2020

Als Beilage in der F.A.S. Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung:
Sonntag, den 10. Mai 2020

»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

Bestellung unter: bestellung@elitereport.de

chen Kaufprogrammen in großem Stil hatte die US-Notenbank bereits im vorigen Jahrzehnt die Rezession nach der Weltfinanzkrise erfolgreich bekämpft. Die massiven Geldspritzen der Notenbank weltweit haben das Potenzial, die Aktienmärkte kurzfristig nach oben zu ziehen.

Ein Heilmittel gegen das Virus oder eine funktionierende Impfung könnten dem Virus kurzfristig den Schrecken nehmen und damit die Märkte schnell nach oben treiben.

Christian Fegg,
Vorstand, Schoellerbank Invest AG

christian.fegg@schoellerbank.at
www.schoellerbank.at



Wo liegt das Risiko?

Der Markt kann derzeit nur Spekulationen über den weiteren Verlauf der Pandemie anstellen. Ein Worst Case Szenario ist, wenn Metropolen wie Paris, Tokio, New York, Los Angeles etc. abgesperrt werden würden. Falls kein wirksames Heilmittel oder eine Impfung gefunden wird, besteht zudem das Risiko einer zweiten Epidemie im nächsten Jahr. So war die zweite Welle der Spanischen Grippe im Winter 1918 wesentlich tödlicher als die erste Welle zu Beginn des Jahres. Es besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass der Tiefpunkt des Marktes mit dem Hochpunkt der Pandemie korreliert. Wann das sein wird, hängt entscheidend von der Impfstoff- und Heilmittelentwicklung ab.

Wie sieht das Chancen-Risiko-Verhältnis langfristig aus? Natürlich gibt es aus der Vergangenheit viele Erfahrungen mit Krisensituationen, die die heutige Pandemie-Herausforderung in den Schatten stellen. Wie haben sich die

Märkte in den dunkelsten Stunden der Weltgeschichte verhalten? Wie war das Marktverhalten vor dem Höhepunkt dieser Krisen? Befragt man mehrere Personen nach der schwärzesten Stunde der Menschheit, dann wird häufig die Machtergreifung Hitlers 1933 genannt. Tatsächlich forderte der Holocaust und der Zweite Weltkrieg so viel Leid, wie es wohl noch nie zuvor verzeichnet worden war. Wie reagierten also die Märkte? In unheilvoller Vorahnung ist der Dow Jones Index damals von 1929 (380 Punkte) bis 1932 (auf 41 Punkte) in sich um 89% zusammengebrochen. Der größte Absturz der Geschichte. Im Sommer 1932, als Mussolini und Stalin bereits an der Macht waren und sich in Spanien die Franco-Diktatur (ab 1936) schon in ihren Grundzügen abzeichnet, war klar, dass die Machtergreifung Hitlers nur eine Frage der Zeit war. Tatsächlich übernahm Hitler dann auch im Januar 1933 die Macht. US-Ökonomen haben 1932 bereits auf die Situation in Europa hingewiesen. Man sprach damals schon von einer großen Kriegsgefahr in Europa. Die Stimmung der Anleger lag auf einem Tiefpunkt. Es kam sogar noch viel schlimmer als befürchtet: Holocaust, Zweiter Weltkrieg, Hungersnöte in Europa. Aber, das große Aber, der Markt tendierte von dem Tiefstkurs 1932 aus bis 1937 um 370% fester! Das war der stärkste Anstieg in einer so kurzen Zeit in der Geschichte.

Die Lehre daraus – und aus vielen anderen weniger dramatischen Beispielen – ist, dass man Krisensituationen, so schlimm die Situation auch aussehen mag, zu strategischen Käufen nutzen sollte. Die Wahrscheinlichkeit, den tiefsten Punkt zu erwischen, tendiert allerdings gegen null. Retrospektiv betrachtet war das aber auch in keiner großen Krise ein wichtiger Punkt.

Wir sehen derzeit eine neutrale Aktienpositionierung als die beste Antwort auf die augenblicklichen Herausforderungen. □



**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

ANZEIGE



**Der Corona-Crash:
Was tun?**

Von Felix Großmann und Dr. Gerd Kommer

In diesem Beitrag betrachten wir den aktuellen »Corona-Crash« in den globalen Aktienmärkten aus einem möglichst rationalen und wissenschaftlich orientierten Blickwinkel. Der Text richtet sich an Privatanleger die sich fragen, wie sie auf die starken Kursverluste seit Beginn des Crashes am 20. Februar reagieren sollen. Unter anderem vergleichen wir den jetzigen Börsenabsturz mit den sechs größten globalen Aktienmarkteinbrüchen der letzten 120 Jahre.

Am 20. Februar 2020, setzte an den weltweiten Aktienmärkten der Corona-Crash ein, wie wir ihn vorläufig nennen, da sich noch kein allgemein üblicher Name für diesen Börseneinbruch etabliert hat. Der globale Aktienmarkt, gemessen am MSCI ACWI IMI-Index, dem breitesten aller Aktienindizes, erlitt vom 20. Februar bis zum 23. März einen Kursverlust von 34%, der DAX einen von 37%. Per 8. April erholte sich der ACWI IMI wieder auf minus 21% (DAX minus 25%).

In diesem Beitrag versuchen wir, diesen schweren und schnellen Einbruch vor dem Hintergrund historischer Daten und sachlogischer Argumente zu bewerten und in ein größeres Bild einzuordnen. Unser Ziel besteht darin, zu einer sinnvollen, handlungsorientierten Interpretation dieser Entwicklung durch unsere Leser beizutragen. Wir erläutern hierzu sieben separate Sachverhalte und Argumente, die alle um die Grundfrage kreisen »Was tun im Corona-Crash?«

Dieser Beitrag ist länger, als es unsere Beiträge üblicherweise sind. Angesichts der hohen Bedeutung des Themas hielten wir es beim Schreiben für gerechtfertigt, unsere reguläre Längenbegrenzung zu überschreiten.

(1) Aktien waren, sind und bleiben die rentabelste Asset-Klasse

Auch der Corona-Crash ändert nichts an der alten Feststellung, dass Aktien auf lange Sicht und auch in Zukunft gerichtet die renditeträchtigste Asset-Klasse sind. Asset-Klassen (dt. Anlageklassen, Vermögensformen) sind sachlogisch sinnvolle Gruppierungen von Vermögensanlagen wie z. B. Aktien, Anleihen, Geldmarktanlagen (bargeldartige Anlagen), Immobilien, Edelmetalle, Rohstoffe und Sammlerobjekte. Diese Haupt-Asset-Klassen lassen sich vielfältig in Sub-Asset-Klassen untergliedern. Die spezifische Aufteilung eines diversifizierten Portfolios in Asset-Klassen (»Asset-Allokation«) hat einen sehr hohen Einfluss auf seine Rendite-Risiko-Eigenschaften. Tabelle 1 stellt in diesem Zusammenhang die historischen Renditen von Aktien denjenigen der bedeutendsten anderen Haupt-Asset-Klassen gegenüber. Bei der Interpretation der Zahlen in Tabelle 1 sollte man sein Augenmerk auf die relativen Unterschiede zwischen den einzelnen Asset-Klassen legen. In dieser Perspektive waren Aktien doppelt so rentabel wie Immobilien und sechseinhalbmal so rentabel wie verzinsliche Bankguthaben. Der relative Vorsprung von Aktien gegenüber Wohnimmobilien und zinstragenden Investments dürfte in den nächsten Jahren eher noch höher sein, da die Asset-Klasse »Aktien-Global« heute günstig bewertet ist, während Anleihen und Wohnimmobilien (jedenfalls Wohnimmobilien im DACH-Raum) heute besonders teuer sind. (Nota Bene: Ein niedriges Zinsniveau ist gleichbedeutend mit einer hohen Bewertung von Anleihen.)

»Verpackte« Finanzprodukte oder »aktive« Anlagestrategien wie kapitalbildende Lebensversicherungen, Zertifikate, P2P-Kredite, Beteiligungen an geschlossenen Fonds, Hedge-Fonds oder Private Equity-Fonds liefern aufgrund der bei ihnen anfallenden hohen offenen und versteckten Kosten und aus anderen Gründen statistisch niedrigere Renditen

Tabelle 1: Reale (inflationsbereinigte) Renditen der wichtigsten Asset-Klassen von 1900 bis 2019 (120 Jahre) – in USD, vor Kosten und Steuern

	Aktien global	Wohnimmobilien global	Lfr. Staatsanleihen global	Kfr. Staatsanleihen USA (»Sparbuchrendite«)	Gold	Rohstoffe
Rendite	5,2 % p.a.	2,5 % p.a.	2,0 % p.a.	0,8 % p.a.	0,8 % p.a.	0,3 % p.a.

► Quelle: Dimson/Marsh/Staunton, BIS Basel, David S. Jacks. ► Wohnimmobilien: Gesamtrenditen aus Preissteigerungen und Nettomieteträgen. Zu den Details siehe Kommer/Schweizer 2018. Diese Gesamtrendite (nicht nur Preissteigerungen) ist ein bevölkerungsgewichteter Durchschnitt der nationalen Renditen von 12 Ländern in lokaler Währung und ohne Fremdfinanzierungseffekte. ► Rohstoffe repräsentieren die fünf Hauptrohstoff-gruppen Energie, Edelmetalle, Basismetalle, Mineralien und Agrarrohstoffe. Siehe hierzu auch die Ausführungen zu Rohstoff-Futures.

als die zugrunde liegenden Asset-Klassen, in die sie investieren, während die Risiken dieser Finanzprodukte naturgemäß mindestens gleich hoch sind wie die der betreffenden Asset-Klassen, auch wenn die tägliche oder monatliche Volatilität bei den verpackten Produkten mangels Börsennotierung nicht beobachtbar ist.

Aktien waren nicht nur in den letzten 120 Jahren die ertragreichste Asset-Klasse, wie aus Tabelle 1 hervorgeht, sie waren es auch in dem Jahrzehnt unmittelbar vor Einsetzen des Corona-Crashes. Dieses Jahrzehnt (2010 bis 2019) war für einen Buy-and-Hold-Anleger mit einem global diversifizierten Aktienportfolio eine weit überdurchschnittlich gewinnbringende Zeitspanne. Der Weltaktienmarkt lieferte in den besagten zehn Jahren außerordentlich hohe Renditen, nämlich real 10,7% p.a. (kumulativ 177%). Er übertraf damit den DAX (6,8% p.a.), Gold (4,6% p.a.), deutsche Wohnimmobilien (4,4% p.a.) und Bankguthaben (negative 1,1% p.a.) (alle Renditen inflationsbereinigt, in Euro, vor Kosten, vor Steuern). Diese 4,4% p.a. deutsche Wohnimmobilien repräsentieren nur die inflationsbereinigte »Preisrendite« (Wertsteigerungsrendite). Dazu ist eine geschätzte Nettomietrendite (Bruttomietrendite abzüglich Instandhaltung und Versicherung) von ca. 2,5 bis 3,0 Prozentpunkten jährlich zu addieren und zugleich rund 12 Prozentpunkte einmalige Kauf- und Verkaufskosten (inklusive Grunderwerbsteuer) zu subtrahieren (also rund ein Prozent pro Jahr). Verlässliche, präzise Nettomietrenditedaten sind für den Wohnimmobilienmarkt generell nicht verfügbar. Der Kredithebeleffekt aus einer Fremdfinanzierung wurde hier nicht berücksichtigt.

(2) Market Timing schadet – auch im Crash

Die Renditen von Aktien sind kurz- und mittelfristig nicht zuverlässig prognostizierbar. Sie folgen einem so genannten »Random Walk« (Zufallslauf). Dieser Sachverhalt ist in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung völlig unumstritten (eine Zusammenfassung des Forschungsstandes dazu bieten Jacobs/Weber 2016). Der Hauptgrund für diese Nichtprognostizierbarkeit ist die hohe Informationseffizienz der Kapitalmärkte, insbesondere des Aktienmarktes. Ein informationseffizienter Markt ist einer, in dem alle öffentlich verfügbaren Informationen über ein Wertpapier sehr schnell, man könnte auch sagen »rasend schnell«, in den Preisen der Wertpapiere abgebildet sind (eingepreist sind). Diese Eigenschaft macht Kapitalmärkte unter allen

Märkten einzigartig. Weil Aktienrenditen kurz- und mittelfristig nicht prognostizierbar sind, ist es generell und auch in einer Crash-Situation nicht nur sinnlos, sondern im Durchschnitt renditeschädlich, auf der Basis von Prognosen zu kaufen und zu verkaufen. Dass die etablierte Finanzbranche und die Medien ihrem Publikum traditionell etwas ganz anderes suggerieren, resultiert primär aus deren Interessenkonflikten und den weit höheren Margen, die Finanzdienstleister durch die Vermarktung dieses Irrtums erzielen. Auch unser eigenes Bauchgefühl, unsere Emotionen und der gesunde Menschenverstand leiten uns in die schädliche Richtung anlass- und augenblicksbezogen zu traden. Der gesunde Menschenverstand und unsere Instinkte führen uns übrigens in zahlreichen wirtschaftswissenschaftlichen Fragen in die Irre (Watts 2011).

Die Schädlichkeit von aktivem Investieren bei Aktien und speziell Market Timing (Rein-Raus im Zeitablauf), einschließlich »Crash-Market-Timing«, wurde in empirischen Studien von an Universitäten angestellten Wirtschaftswissenschaftlern in den vergangenen rund 50 Jahren buchstäblich zu Tode untersucht. In einem Satz zusammengefasst: Es existiert keinerlei überzeugende Evidenz dafür, dass solche Timing-Strategien bei Berücksichtigung von Risiko, Kosten und Steuern attraktivere Langfristrenditen produzieren als diszipliniertes Buy-and-Hold. Das Gegenteil ist der Fall. In den Investment-Büchern von Kommer werden die Ergebnisse vieler dieser Studien zusammengefasst. Wir selbst haben im März 2019 eine bestimmte, intuitiv plausible Timing-Strategie zu »Crash-Timing« getestet. Auch hier zeigte sich die statistische Unterlegenheit gegenüber Buy-and-Hold.

Der Nutzen von »Downside-Hedging« – dem bewussten Versuch, die Volatilität (Schwankungsintensität) eines Portfolios »nach unten« mit Derivaten (z. B. Put-Optionen) oder Stopp-Loss-Orders zu begrenzen, wurde ebenfalls schon vielfach geprüft. Eine Stopp-Loss-Order löst eine automatische Verkaufs-Order aus, sobald eine Kursmarke nach unten unterschritten wird. Dieser Strategietypus, der in der jetzigen Zeit verlockend erscheinen mag, unterliegt Buy-and-Hold gleichermaßen. Eine Zusammenfassung wissenschaftlicher Studien, in denen dieser Sachverhalt untersucht wurde, findet sich in Kommer, 2018, S. 148 ff.

Im Übrigen wird bei genauerer Überlegung schnell klar, dass fast alle aktiven Anleger – Privatanleger und Profi-An-

leger – bewusst oder unbewusst Downside-Hedging in einer ihrer vielen Variationen praktizieren. Insofern sind die Mehrzahl der nicht mehr zählbaren allgemeinen Studien aus der Wissenschaft, die die Unterlegenheit von aktivem Investieren in den vergangenen rund 50 Jahren gezeigt haben, zugleich auch eine Widerlegung des Nutzens von Downside-Hedging.

Wen diese theoretischen und statistischen Argumente aus der Wissenschaft nicht überzeugen, der mag vielleicht die simple Betrachtung des Aktienkurses von Berkshire Hathaway, dem Unternehmen von Warren Buffett, instruktiv finden. Seit dem 20. Februar 2020 hat Berkshire einen nur moderat geringeren Kursrückgang erlitten als der US-Gesamtmarkt (29% versus 35% – in USD nominal). Auch in der großen Finanzkrise ab 2008 sackte Berkshire fast genauso tief ab wie der allgemeine US-Aktienmarkt (45% versus 50%). Berkshires Langfristrendite in den letzten rund 10 Jahren lag gleichfalls nahe an der des allgemeinen US-Marktes. Wenn selbst »der größte lebende Finanzinvestor« einen Crash offenbar nicht umschiffen kann,

dann darf man wohl fragen, warum irgend jemand glauben sollte, dass das für andere Aktienanleger anders als aus Glück möglich sein soll.

(3) Aus der Geschichte lernen

Um die Implikationen des Corona-Crashes angemessen zu verstehen, lohnt auch ein Blick in die Historie der Börsenkrisen. Tabelle 2 fasst daher einige Schlüsselzahlen zu den sechs größten Aktienmarktseinbrüchen in den letzten 120 Jahren zusammen. Tabelle 2 illustriert, dass schwere Aktienmarktseinbrüche in den vergangenen 100+ Jahren in den USA (bis 1970) und weltweit (ab 1970) letztlich gar nicht so selten waren – es gab sechs von ihnen, einschließlich einen während einer dramatischen Pandemie. Hätte man das Filterkriterium etwas »weicher« gewählt (z. B. minus 30% statt minus 45% Einbruch), dann wären es mehr als sechs Börsenkrisen gewesen. Die Daten zeigen an, dass die Erholung nach dem Tiefpunkt auch bei diesen brutalen Bärenmärkten zwar nicht in kurzen, aber doch jedes Mal in überschaubaren Zeiträumen erfolgte. >>

Tabelle 2: Ausgewählte Kennzahlen zu den sechs Einbrüchen des globalen Aktienmarktes im Zeitraum 1900 bis 2019 mit einem maximalen kumulativen Verlust (maximaler Drawdown) von real 45% oder mehr

	Crash 1. Weltkrieg/ Spanische Grippe [A]	Great Depression-Crash ab 1929	Crash 2. Weltkrieg	Ölkrisen-Crash ab 1973	Dot.com-Crash ab 2000	Große Finanzkrise ab 2008	Ø aus allen 6 Crashes
Datum des Beginns	Nov-1916	Aug-1929	Feb-1937	Mar-1973	Apr-2000	Nov-2007	---
Datum des Tiefpunkts	Aug-1920	Jun-1932	Apr-1942	Dez-1974	Sep-2002	Feb-2009	---
Dauer bis zum Tiefpunkt	3,8 Jahre	2,8 Jahre	5,2 Jahre	1,8 Jahre	2,4 Jahre	1,2 Jahre	2,9 Jahre
Maxim. umulativer Verlust	-45%	-79%	-47%	-47%	-49%	-55%	-54%
Kumul. Rendite 24 Monate ab Tiefpunkt	62%	149%	61%	38%	45%	91%	74%
Kumul. Rendite 60 Monate ab Tiefpunkt	131%	309%	85%	42%	130%	134%	138%

► Zugrundeliegende Daten: USA-Aktienmarkt in USD, inflationsbereinigt von 1900 bis 1969 (S&P Composite-Index 1900 bis 1926, CRSP1-10-Index 1927 bis 1969), da vor 1970 keine Renditen auf Monatsbasis für den Weltaktienmarkt verfügbar sind. 1970 bis 1987 MSCI World Standard Index, 1988 bis 1995 MSCI ACWI Standard Index, 1996 MSCI ACWI IMI Index. ► [A] Spanische Grippe: Von Januar 1918 bis Dezember 1920 grassierte die in der neueren Geschichte global wohl verheerendste Pandemie. Schätzungen zufolge infizierte sich rund ein Viertel der Weltbevölkerung. Schätzungen der Anzahl der Todesopfer bewegen sich zwischen 17 Millionen und 100 Million (englische Wikipedia).

Die bisher wohl umfassendste historisch-statistische Studie zu Aktien-Crashes wurde von den amerikanischen und chinesischen Ökonomen Goetzmann und Kim 2018 veröffentlicht (Goetzmann/Kim 2018). Die Studie umfasst empirische Daten zu Börsenabstürzen in nationalen Aktienmärkten aus vier Jahrhunderten. Die Ergebnisse der beiden Forscher bestätigen die Schlussfolgerungen aus den in Tabelle 2 analysierten sechs Fällen.

Generell existiert aus heutiger Sicht kein überzeugender Grund für die Annahme, dass die Erholung im Corona-Crash ab dem Tiefpunkt grundlegend von dem allgemeinen Muster in Tabelle 2 abweichen wird, also wesentlich länger dauern wird als im Schnitt dieser sechs Crashes – auch wenn das in diesem Moment unserer Intuition widerspricht. Von dem berühmten Fonds-Manager John Templeton ist das Statement überliefert »The four most dangerous words in investing are, 'this time it's different'«. Für uns ist das eines der weisesten Börsen-Bonmots überhaupt. Was die handlungsbezogenen Implikationen aus dem Corona-Crash angeht, sind diese aus eben gerade nicht fundamental anders als diejenigen aus früheren Crashes, die in Tabelle 2 zusammengefasst werden.

(4) Auch andere Asset-Klassen sind nicht immun gegen Corona

Zu glauben, dass nur die Renditen von Aktien aber nicht die anderer risikobehafteter Asset-Klassen mit grundsätzlich attraktivem Renditepotenzial (weil Rendite und Risiko einander notwendig bedingen) von der Corona-Krise beeinträchtigt werden, wäre oder ist ausgesprochen naiv. Mit »anderen Asset-Klassen« meinen wir in erster Linie Immobilien (Wohnen, Gewerbe), nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen, Hochzinsanleihen, unbebaute Grundstücke, Sammlerobjekte und natürlich alle »verpackten« Finanzprodukte, die auf diesen Asset-Klassen aufsetzen – letztlich fast alles, ausgenommen kurzfristige Anleihen höchster Bonität. Bei den allermeisten nicht börsennotierten Asset-Klassen werden die Corona-bedingten negativen Renditen und Wertminderungen im Zeitablauf ebenfalls sichtbar werden, jedenfalls für jene Eigentümer/Investoren, die »nachsehen«. Auf den Sonderfall Bankguthaben gehen wir nachfolgend in Argument 5 ein.

Ein plausibler vorauslaufender Indikator für das, was im deutschen Wohnimmobiliensektor in der kurz- und mit-

telfristigen Zukunft passieren wird, sind die Aktienkurse der beiden größten Wohnungsvermieter in Deutschland (Vonovia SE, Deutsche Wohnen SE). Die Kurse der zwei Aktien sind vom 20. Februar bis 23. März um 23% und 24% gefallen. Per 8. April haben sie sich wieder etwas erholt.

Wie wir in einem 2018 publizierten Blog-Beitrag gezeigt haben, existiert kein grundsätzlicher ökonomischer Unterschied zwischen dem Risiko von Immobilien, wenn sie von börsennotierten Gesellschaften gehalten werden und dem Risiko von Immobilien-Direktanlagen. Am Aktienkurs von börsennotierten Immobiliengesellschaften kann man insbesondere ablesen, wie der Effekt der Corona-Krise auf das Eigenkapital des Investors in der Immobilie (im Unterschied zum Effekt auf den bloßen Objektwert) wirkt. Wenn – wie es zu erwarten ist – die deutschsprachigen Länder und der Rest Europas in den nächsten Monaten durch eine scharfe Rezession gehen, also die Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern deutlich sinken sowie Arbeitslosigkeit und Unternehmenskonkurse steigen werden, werden Mietausfälle drastisch zunehmen. Im Ergebnis werde die Bewertungen oder Preise von Immobilien wahrscheinlich fallen – umso mehr, als sich Wohnimmobilien in den Großstädten der DACH-Länder heute tendenziell auf »Blasenlevel« bewegen.

Zu Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen: Warum sollten die allgemeinen ökonomischen Gesetze bei nicht börsennotierten Firmen anders wirken als bei börsennotierten, sprich Aktien? Dass man bei Aktien die Wertschwankungen in Realzeit jeden Tag beobachten kann, bei nicht-börsennotierten Firmen jedoch nicht, wird nur ein Narr als echten, statt scheinbaren Risikounterschied betrachten. Die zugrundeliegende Realität ist für börsennotierte und nicht börsennotierte Unternehmen selbstverständlich die gleiche und diese Realität wird spätestens im Falle eines Verkaufes einer solchen Unternehmensbeteiligung sichtbar werden.

(5) Aus Aktien jetzt raus und in Bankguthaben rein – macht das Sinn?

Diejenigen Aktienanleger, die jetzt ihre Aktien aus Sorge veräußern, um danach den Erlös auf einem Bankkonto zu belassen, tauschen »Risiko A« (das Risiko weiterer Kursverluste bei Aktien) gegen das vielleicht größere »Risiko B« aus, sprich die Möglichkeit, einen beträchtlichen Teil des

Erlöses zu verlieren, sollte die betreffende Bank in die Insolvenz schlittern. Lediglich wenn der besagte Cash-Betrag auf dem Bankkonto die staatliche Einlagensicherungsgrenze (100.000 Euro pro Kunde-Bank-Kombination in der EU, in der Schweiz existiert keine bundesstaatliche Einlagensicherung) unterschreitet, besteht dieses Risiko nicht.

Zwar kann niemand verlässlich vorhersagen, wann die nächste Bankenkrise kommt, aber dass sich irgendwann wieder eine ereignen wird, steht außer Frage. Einzelne Banken können überdies auch außerhalb einer systemischen Bankenkrise aus selbstverschuldeten Fehlern in die Pleite geraten. Wir haben zum Thema Bankenrisiko 2019 einen Blog-Beitrag verfasst, der diese Risiken und ihre Ursachen genauer darstellt. Grundsätzlich gilt: Bankguthaben oberhalb der staatlichen Einlagensicherung sind sowohl renditemäßig als auch risikomäßig unsinnige Investments, ausgenommen das Geld wird nur für wenige Wochen auf dem Konto zwischengeparkt. Diese Erkenntnis gilt heute und sie galt vor 10 oder 20 oder 50 Jahren. In neuerer Zeit scheint ein wachsender Teil der Privatanlegergemeinschaft diesen eigentlich banalen Sachverhalt zu realisieren.

(6) Sind Aktien im Moment eine Kaufgelegenheit?

Wenn man sich fragt »wie soll ich auf diesen Crash kurzfristig reagieren?« könnte die Gegenüberstellung zweier verschiedener Privatanleger instruktiv sein, die zwei unterschiedliche Ausgangssituationen repräsentieren: Privatanleger Sven besitzt bereits seit längerer Zeit ein global diversifiziertes Aktienportfolio und blickt am 23. März in großer Sorge auf die aktuell drastischen Buchverluste (-34%) in seinem Depot, die seit dem 20. Februar aufgelaufen sind.

Anlegerin Charlotte spielte schon seit Jahren mit dem Gedanken einer solchen Aktienanlage, hat diesen Schritt aber aus unterschiedlichen Gründen immer wieder aufgeschoben. Ihr liquides Vermögen ist deshalb noch komplett in Cash angelegt. Charlotte freut sich in diesem Moment über ihr langjähriges Zögern, über das sie sich in der Vergangenheit oft geärgert hatte. Sven und Charlotte sind beide 45 Jahre alt und verfügen über ein gleich hohes Gesamtvermögen. Auch ihre Nettoeinkommen sind identisch. Nach dem aktuellen Aktieneinbruch sieht Charlotte den Aktienmarkt als attraktive Kaufgelegenheit und hat es nun sogar erstmalig seit Jahren eilig, den Teil ihres liquiden Vermögens, den sie schon seit langer Zeit für die Asset-Klasse

Aktien vorgesehen hatte, bald zu investieren. Sie möchte investiert sein, ehe der »Schlussverkauf« wieder endet. Dabei akzeptiert sie – nüchtern wie Charlotte ist – die prinzipielle Möglichkeit, dass der Aktienmarkt unmittelbar nach ihrem Investment noch billiger werden könnte, bevor er nachhaltig nach oben dreht.

Anders als Charlotte ist Sven frustriert, sogar deprimiert. Er überlegt sich, ob er seine Aktien jetzt abstoßen sollte, um seinen Verlust wenigstens auf minus 34% zu begrenzen. Er erinnert sich an die Redensart »lieber ein Schrecken mit Ende als ein Schrecken ohne Ende«. Wer von den beiden handelt rationaler und klüger? Aus dem Blickwinkel der Wirtschaftswissenschaft ist die Antwort einfach: Charlotte. Sie weiß und akzeptiert, dass Aktienkurse kurz- und mittelfristig nicht prognostizierbar sind – auch in diesem Moment nicht, dass Aktien jetzt eher günstig bewertet sind und somit in die Zukunft gerichtet eine merklich höhere »erwartete Rendite« besitzen als noch am 20. Februar. Svens Verluste seit Beginn des Corona-Crashes sind – im Ökonomen-Jargon – »Sunk Costs« und spielen deswegen rein rational betrachtet für in die Zukunft gerichtete Entscheidungen keine Rolle. Hier die Definition aus Wikipedia: »Versunkene Kosten (englisch sunk cost; oft auch als irreversible Kosten oder salopp als EDA- oder Eh-da-Kosten bezeichnet) Kosten, die bereits entstanden sind und nicht (beispielsweise durch Verkauf) rückgängig gemacht werden können.« Schwer zu verstehen und zu verdauen, aber es ist so. Auch für Sven ist die erwartete Rendite von Aktien an diesem Punkt höher als vor einem Monat und säße er nicht auf einem dicken Buchverlust, würde er – das geht ihm oft durch den Kopf – das jetzige Kursniveau, so wie Charlotte, als attraktives Einstiegsniveau empfinden. Aus rein sachlogischer und rationaler Perspektive sollten jedoch beide, Charlotte und Sven, identisch denken und handeln und zwar so wie Charlotte. Bauchgefühl, gesunder Menschenverstand und Emotionen helfen Sven hier eben gerade nicht weiter, sofern er rational nutzenmaximierend als Homo Oeconomicus agieren möchte.

Übrigens ist auf der Basis der hier präsentierten Informationen zu Sven und Charlotte keineswegs eindeutig, dass Charlotte per saldo besser investiert hat. Wenn Sven sein fragliches Aktieninvestment (MSCI ACWI IMI Index) vor Oktober 2016 (also vor etwa dreieinviertel Jahren) getätigt hätte, dann stünde er per 23. März 2020 trotz seines beschriebenen Verlustes, immer noch genauso gut oder sogar

besser da als Charlotte, die mit ihrem Bankguthaben in den letzten Jahren naturgemäß eine nominale Null-Rendite (real eine negative Rendite) erzielte.

(7) Wie Risikomanagement wirklich geht

Immer dann, wenn im Aktienmarkt starke Abschwünge geschehen, gerät eine alte, essenzielle Einsicht aus der Finanzökonomie vollends aus dem Blickfeld von Privatanlegern, die von vielen leider bereits während »normaler« Zeiten kaum beachtet wird: Risikomanagement bei Kapitalmarktanlagen geschieht nicht über »Rein-Raus« entlang eines einfältigen Crash-on-Crash-Off-Spektrums, sondern über die langfristige Festlegung einer für den spezifischen Haushalt passenden »Level-1-Asset-Allokation«. Sie ist die Aufteilung des Portfolios in einen risikobehafteten Portfolioteil, der für die Renditeerzeugung des Gesamtportfolios zuständig ist, und einen risikoarmen Portfolioteil, der für die Stabilität (Sicherheit) des Gesamtportfolios sorgt. Diese simple Zweiteilung muss individuell so austariert sein, dass auch ein 50%-Crash im Aktienmarkt den betreffenden Haushalt mit hoher Wahrscheinlichkeit weder mental-emotional noch aus Liquiditätsgründen zum Verkauf zwingt. Ein 20/80-ETF-Portfolio (risikobehaftet/risikoarm), das nach diesem eigentlich einfachen wissenschaftlichen Prinzip konstruiert wurde, würde aktuell nur insgesamt

um ungefähr 7% eingeknickt sein. 80% des Portfolios würden gar keine Verluste zeigen. Im Gegenzug für diese vergleichsweise hohe Sicherheit muss der Portfoliobesitzer natürlich auch eine geringere Langfristrendite in Kauf nehmen: »No pain, no gain«, wie die Angelsachsen sagen. In einem Satz: Durch die Beimischung einer »risikofreien« Anlage (Anleihen hoher Bonität, kurzer Restlaufzeit und ohne Wechselkursrisiko) kann man den maximalen Draw-down der in einem Aktien-Crash höchstwahrscheinlich nicht überschritten wird, beinahe beliebig abmildern.

Ein anderer fundamentaler Grundsatz in Portfoliostrukturierung und Risikomanagement besteht in der Berücksichtigung aller Vermögenswerte des Haushaltes und zwar immer und bei jeder Investitionsentscheidung, auch bei Verkäufen. Tabelle 3 enthält dazu ein veranschaulichendes Beispiel für einen Privathaushalt aus zwei erwachsenen Personen im Alter von 40 Jahren, beide berufstätig mit der Absicht bis 67 zu arbeiten und mit einem etwas überdurchschnittlichen Vermögen und Einkommen. Die Quintessenz aus Tabelle 3: Wenn wir annehmen, dass Andreas und Marina in einem 50%-Aktien-Crash soeben einen 50%-Buchverlust auf ihr ETF-Aktien-Portfolio erlitten haben, dann ist ihr Gesamtvermögen dennoch nur um etwa 1,5% geschrumpft, sofern man die beiden größten Assets des Haushaltes – das Humankapital – berücksichtigt und nur

Tabelle 3: Beispielhafte Vermögensbilanz eines Privathaushaltes

	Gegenwartswert bzw. Marktwert	Anteil in % mit Human-kapital	Anteil in % ohne Human-kapital
Humankapital Andreas [A]	800.000 Euro	32 %	---
Humankapital Marina [A]	1.200.000 Euro	48 %	---
Eigenheim	280.000 Euro		
Kredit zum Eigenheim	-120.000 Euro		
Eigenheim netto	160.000 Euro	6 %	32 %
Ansprüche an die GRV [B]	190.000 Euro	8 %	38 %
Rückkaufswert KLV [C]	40.000 Euro	2 %	8 %
Bankguthaben	25.000 Euro	1 %	5 %
ETF-Portfolio: 100% Aktien	85.000 Euro	3 %	17 %
Nettovermögen mit HK	2.500.000 Euro	100 %	---
Nettovermögen ohne HK	500.000 Euro	---	100 %

► Prozentsätze kaufmännisch gerundet (daher Addition nicht notwendigerweise auf genau 100 %). ► [A] Humankapital ist der Gegenwartswert (Barwert) der noch nicht bezogenen Nettoeinkommen eines Arbeitnehmers bis zur geplanten Beendigung der Berufstätigkeit. ► [B] GRV = Gesetzliche Rentenversicherung. Die gezeigte Zahl entspricht dem Gegenwartswert der erwarteten Rente bei Erreichen der mittleren Lebenserwartung. ► [C] KLV = kapitalbildende Lebensversicherung.

ca. 8,5%, wenn man ohne Humankapital rechnet. Auch wenn man ergänzend und realistisch annimmt, dass das Eigenheim und das Humankapital durch den Corona-Crash Werteinbußen erleiden, ändert das an der grundsätzlichen Einsicht nichts: Da bei den allermeisten Haushalten in Deutschland Aktien nur einen kleinen oder relativ kleinen Teil am Gesamtvermögen ausmachen, ist der negative Crash-Effekt auf das Gesamtvermögen weniger bedeutsam als es ein isolierter, in gewisser Weise irreführender Blick auf das Bankdepot alleine suggeriert.

Zum Schluss sei uns noch eine Anmerkung gestattet, die nicht direkt mit »Crash-Verarbeitungs-Wissen« zu tun hat, sondern sich auf einen allgemein-volkswirtschaftlichen Aspekt der Corona-Krise bezieht. Einige der »Untergangspropheten«, mit denen Deutschland besonders reichlich gesegnet ist – Mark Friedrich/Matthias Weik und Markus Krall – ziehen seit Beginn des Corona-Crashes mit der hanebüchernen These durchs Land, der Einbruch an den Aktienmärkten sei von der Corona-Pandemie »nur angestoßen«, aber nicht wirklich von ihr verursacht worden. Die tatsächlichen Ursachen hätten schon vorher bestanden (»Nullzinsen«, »Überschuldung«, »Zombieunternehmen« etc.). Stichhaltige Belege für diese »Theorie« jenseits von seit Jahren in ihren Büchern und Vorträgen wiederholten Worthülsen, Schlagworten, selektiv ausgewählten Daten und »Geschichten« werden nicht geliefert, jedenfalls nichts, was an Universitäten beschäftigte Volkswirte ernstnehmen würden.

Schlussendlich wird man nie mit exakter Sicherheit sagen können, auch nicht ein paar Jahre nach Ende der Krise, welcher spezifische Faktor einen Börsen-Crash bewirkt hat, aber dass Corona in diesem Fall der Hauptfaktor ist, das bezweifelt kein seriöser akademischer Wirtschaftswissenschaftler. Wenn man sich den gigantischen realwirtschaftlichen Schaden vergegenwärtigt, den Corona in diesem Augenblick vor unser aller Augen weltweit anrichtet oder möglicherweise anrichtet, erscheint es haarsträubend, hier nicht die Hauptursache zu sehen. Es sei dabei klargestellt, dass sich gerade der globale Aktienmarkt Anfang 2020 nahe an seinem »fairen« (normalen) Bewertungsniveau bewegte, also keineswegs in einer Blase war und die Verschuldungsquote der westlichen Industriestaaten seit 2009 bis Ende 2019 nicht gestiegen ist (Gesamtverschuldung aus Staat, Unternehmen und privaten Haushalten relativ zum Bruttoinlandsprodukt).

Rekapitulieren wir die Hauptaussagen dieses Beitrags:

- Aktien waren, sind und bleiben die rentabelste Asset-Klasse.
- Market Timing schadet wahrscheinlich – auch im Crash.
- Aus der Geschichte können wir lernen, dass dieser noch junge Crash in seinen für Anleger relevanten Hauptaspekten vermutlich nicht einzigartig ist. Die Kurse eines global diversifizierten Aktienportfolios werden den Vor-Crash-Stand vom 20. Februar 2020 irgendwann wieder erreichen und danach überschreiten. Davon wird primär derjenige profitieren, der nicht vorher verkauft hat.
- Auch Immobilien und nicht-börsennotierte Unternehmensbeteiligungen sind nicht immun gegen Corona.
- »Aus Aktien raus und in Bankguthaben rein« baut neues, andersartiges Risiko auf (Bankausfallsrisiko), wenn der Verkaufserlös die staatliche Einlagensicherung übersteigt und länger als ein paar Wochen auf dem Bankkonto verbleibt.
- Aktien sind jetzt »billig«. Die in die Zukunft gerichtete erwartete Rendite der Asset-Klasse Aktien ist jetzt deutlich höher als vor rund einem Monat.
- Risikomanagement geht nicht über »Raus-Rein« – weder im Crash, noch in normalen Zeiten – sondern über eine für den Anlegerhaushalt passende Asset-Allokation aus den Portfoliokomponenten risikobehaftet versus risikoarm. □

Literatur:

Goetzmann, William/Kim, Dasol (2018): »Negative bubbles: What happens after a crash?« In: *European Financial Management*; 2018; Vol. 24; No. 2; pages 171-191

Jacobs, Heiko/Weber, Martin (2016): »Random Walk plus Drift – Was Aktienkurse wirklich sind«; (2016); Universität Mannheim; *Behavioral Finance Band 28*; Internet-Fundstelle: <https://www.behavioral-finance.de/bfb-band-28>

Kommer, Gerd/Schweizer, Jonas (2018): »Die Rendite von Investments in Immobilien«, Oktober 2018; Internet-Fundstelle: <https://www.gerd-kommer-invest.de/die-rendite-von-direktinvestments-in-wohnmobilien-besser-verstehen/>

Watts, Duncan (2011): »Everything Is Obvious: Once You Know the Answer«; *Crown Business*; 2011; 352 Seiten

Die vorhergehenden
Beiträge finden Sie unter:

www.gerd-kommer-invest.de/blog

Behavioral Finance und der Wert eines Unternehmens am Beispiel eines Brillenherstellers in der Corona-Krise

Dirk Eberhardinger

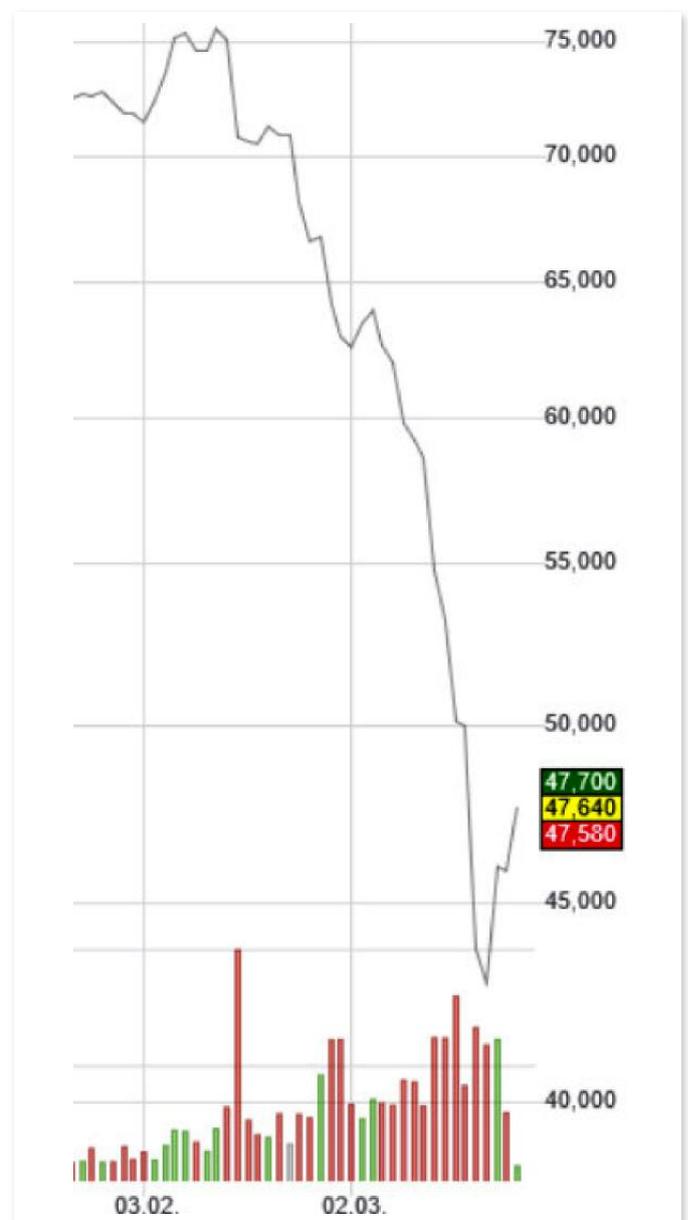
Die Behavioral Finance ist ein Teilgebiet der Wirtschaftswissenschaften, die sich mit der Psychologie der Anleger beschäftigt. Sie zeigt auf, dass der typische Anleger eben nicht der Homo oeconomicus ist, also derjenige, der seine Entscheidungen effizient und rational trifft. Vielmehr trifft eine erhebliche Anzahl an Marktteilnehmern ihre Entscheidungen sehr emotional. Beispielsweise sehen in Haussephasen etliche Investoren alles mit der rosaroten Brille, sind euphorisch und ihr Enthusiasmus ist nicht mehr einzubremsen. In Baissephasen hingegen ist es dann genau umgekehrt. Dieselben Marktteilnehmer, die vier Wochen zuvor noch grenzenlos optimistisch waren, sind jetzt depressiv und verstehen die Welt nicht mehr. Unternehmen, die kurz zuvor noch ins Unendliche steigen sollten, sind jetzt auf einmal völlig wertlos und werden abgestoßen – egal zu welchem Preis.

Allein der gesunde Menschenverstand sollte eigentlich ausreichen, um zu erkennen, dass die Wahrheit – wie wohl so oft – in der Mitte liegen dürfte. In guten Zeiten ist eben nicht alles so herausragend, wie man denkt, in Krisenzeiten ist es aber auch nicht so katastrophal, wie man meinen könnte. Es kommt also immer wieder zu Übertreibungen, nach oben wie nach unten. Wichtig wäre es jetzt, sich von diesen Übertreibungen und Emotionen nicht leiten zu lassen. Sonst geht es Ihnen wie dem typischen Anleger:



Damit kommen wir zu dem wesentlichen Punkt bei einer Aktieninvestition, nämlich das Verhältnis zwischen dem Preis und dem Wert eines Unternehmens. Dabei ist der

Preis eines Unternehmens gar nicht das Entscheidende, sondern vielmehr der Wert einer Firma, und genau darin liegt die Krux. Anstatt sich mit dem wahren Wert (sogenannter innerer Wert) der Firma zu beschäftigen, schauen viele Anleger täglich auf den Preis an der Börse. Wer aber den Wert einer Firma nicht kennt, muss natürlich nervös werden, wenn der Preis fällt. Als Folge werden emotionale Entscheidungen getroffen, die mit Fakten nicht viel zu tun haben. Ganz konkret möchte ich das an einem Beispiel eines großen deutschen Brillenherstellers zeigen. Anleger bekommen dieses Familienunternehmen gerade rund 40 Prozent günstiger als vor einigen Wochen:



Wie aus der Grafik zu erkennen ist, erfolgte der Kursrückgang fast wie ein Stein, den man fallen lässt. >>

Dabei sehen die wesentlichen Kennzahlen des Unternehmens sehr solide aus:

- keine Schulden
- Nettocash in der Bilanz
- Free-Cashflow-Rendite > 5 Prozent
- Dividendenrendite > 4 Prozent

Der innere Wert eines Unternehmens bestimmt sich aus allen auf den heutigen Tag abdiskontierten, zukünftigen Cashflows, die das Unternehmen an seine Eigentümer (die Aktionäre) ausschütten kann. Dabei wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen grundsätzlich für immer existiert. Der Brillenhersteller wird dieses Jahr mit Sicherheit weniger Brillen verkaufen. Dadurch sinkt der Cashflow für dieses Jahr und in Folge auch der innere Wert der Firma. Allerdings beeinflusst ein Jahr den Wert nur geringfügig. Für den Anleger stellt sich jetzt also die Frage, ob dieser herbe Rückschlag von Dauer sein wird oder ob in Zukunft keine Brillen oder zumindest sehr viel weniger verkauft werden als bisher. Hierzu eine aktuelle Studie von der Allensbacher Untersuchung (siehe Grafik unten links).

Hinzu kommt, dass das Unternehmen seit 25 Jahren eine Dividende ausschüttet, die im Laufe der Jahre auch regelmäßig erhöht worden ist (siehe Grafik unten rechts).

Werden nun alle vorgenannten Aspekte berücksichtigt, scheint mir der akute Kursrückgang an der Börse von 40 Prozent übertrieben und somit bieten sich in diesen Zeiten für langfristige Investoren mit Blick für das Wesentliche hervorragende Einstiegsmöglichkeiten.

Fazit:

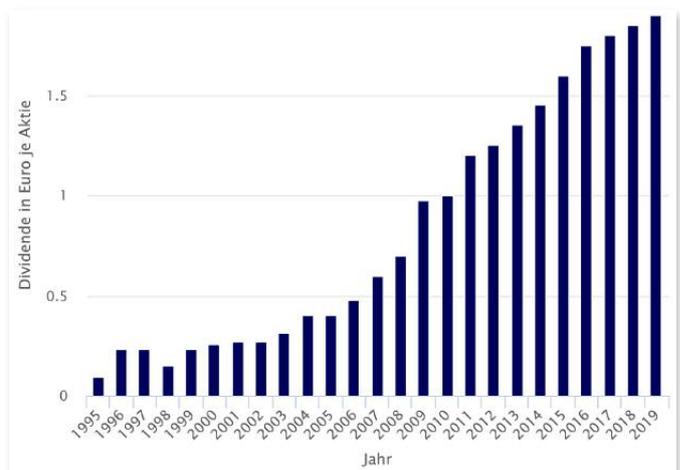
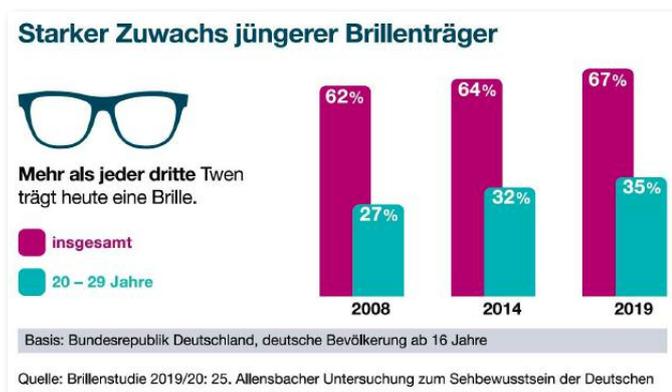
Natürlich sind alle Krisen für Anleger nervenaufreibend und es ist auch klar, dass der momentane Anblick des Depotauszuges die Stimmung nicht unbedingt aufhellt. Aber alle Anleger sind gerade in diesen schwierigen Zeiten gut beraten, keine emotionalen Entscheidungen zu treffen. Denken Sie langfristig, verfolgen Sie eine klare Strategie und lassen Sie sich durch Extremereignisse – die es übrigens schon immer gegeben hat (schwarzer Montag 1987 minus 22 Prozent Dow Jones, Zusammenbruch Neuer Markt 2003, Lehmann-Pleite 2008, 9/11 2001 etc.) – nicht verrückt machen. Das Leben und der Konsum gehen anschließend wieder weiter – das war schon immer so.



*Dirk Eberhardinger,
Senior Portfolio Manager,
GLOGGER & PARTNER
Vermögensverwaltung
www.vermogensverwaltung-europa.com*

Abschließen möchte ich deshalb mit einem Zitat aus den Aktionärsbriefen von Warren Buffett, dem wohl erfolgreichsten Value-Investor aller Zeiten: »Long ago, Ben Graham taught me that price ist what you pay; value is what you get. Whether were talking about socks or stocks, I like buying quality merchandise when it is marked down«.

In diesem Sinne schalten Sie Ihren Verstand ein, vermeiden Sie Dummheiten und nutzen Sie die Möglichkeiten, die Ihnen der Markt bietet – insbesondere in Krisenzeiten. □



Ein Alptraum: Einstieg in Staats- und Ausstieg aus Marktwirtschaft

Von Robert Halver

In der Corona-Krise muss Vater Staat ran. Große Wohlfahrtsverluste mit höchsten sozialen Kosten muss er unbedingt verhindern. Daher ist seine einmischende Politik mit hoher Neuverschuldung und Beteiligung an systemrelevanten Unternehmen zum Schutz vor feindlicher Übernahme gerechtfertigt. Doch wird die aktuelle Krisenlage kein Dauerzustand sein. Die deutsche Konjunktur wird sich wieder erholen. Und dann wird es spannend: Ist der Staat gekommen, um zu bleiben oder geht er wieder?

Nach Jahrzehnten des Schattendaseins scheint Corona dem »starken Staat« ein Rückfahrticket ins Licht ausgestellt zu haben. Die Staatsgläubigen waren ja schon immer der Meinung, dass der Staat am besten mit Geld umgehen könne. Denn der Staat stelle das Gemeinwohl in den Mittelpunkt, während vor allem Unternehmen nur an ihren Eigennutz dächten. Der Staat sei ein gutmütiges Kontrollorgan, das seinen unmündigen Schutzbefohlenen Verantwortung abnimmt. Und daher solle er auch das Recht haben, wegzunehmen und umzuverteilen. Diese Freiheit dürfe er sich nehmen.

Für gewisse Zeit-»Genossen« ist es doch nur fair, dass staatlich gerettete Unternehmen Gegenleistungen zu erbringen haben. Neben einer erhöhten Steuer- und Sozialabgabenlast dürfe man sie auch zum Zweck der allgemeinen Wohlfahrt regulieren.

Warum Staatswirtschaft immer wieder ausprobieren, obwohl sie immer wieder versagt hat?

Ein wirksames Instrument hierfür sind staatliche Beteiligungen. Als im letzten Jahr die Jusos die Vergesellschaftung von z. B. BMW diskutierten, war der allgemeine Aufschrei noch riesengroß. Doch jetzt, mit der Angst einflößenden Epidemie, scheint staatliches Aktionärstum bei Wählern durchaus in Mode zu kommen. Wenn das mal keine Einladung zum ordnungspolitischen Tabubruch ist. Vater Staat könnte leichtes Unternehmensspiel haben: Er kann klar machen, was bisher »falsch« war, aber zukünftig »richtig« sein wird. Im Zweifelsfall wird die EU kaum einschreiten. Systemrelevante Länder wie Frankreich oder Italien haben

der Staatswirtschaft ohnehin nie wirklich ablehnend gegenübergestanden. Und wenn Deutschland bei hemmungsloser Verschuldung der EU-Staaten aus Solidarität alle Augen und auch noch die Hühneraugen zudrückt, dürfte die Sache abgemacht sein.

Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de



Was wäre also, wenn sich der Staat nachhaltig, auch nach Wirtschaftswiedererholung z. B. an der Lufthansa oder an Reisekonzernen beteiligen würde? Oder was wäre, wenn Bayern oder Baden-Württemberg sich ein Beispiel an Niedersachsen als VW-Aktionär nähmen und sich an BMW oder Daimler beteiligten? Überhaupt gibt es unzählige systemrelevante Unternehmen auch aus der zweiten Reihe oder aus dem Mittelstand mit seiner hochattraktiven Industriegüterkultur und einzigartigen Patenten, die man vor chinesischen Staatskonzernen und blutrünstigen Hedgefonds retten muss.

Sitzen Politiker gut dotiert – auch in Staatswirtschaften ist sich jeder selbst der Nächste – in Aufsichtsräten oder Kontrollgremien und werden Unternehmen mit staatlicher Liebe fest umarmt, haben die eigentlichen Manager und Geschäftsführer wenig Bewegungsfreiheit für marktwirtschaftliche Entscheidungen. Denn Staatswirtschaft richtet sich nicht an Marktbedingungen oder dem Wettbewerb aus, sondern eher an den Bedürfnissen von z. B. Gewerkschaften. Politiker können gar kein Interesse an Werkschließungen haben. Bis zur nächsten Wahl wollen sie erhalten, bewahren, behüten und Arbeitsplätze kurzfristig retten. Mit diesen Fehlallokationen werden übrigens auch Zombie-Unternehmen künstlich am Leben gehalten. Hier sei an den Wirtschaftswissenschaftler Schumpeter erinnert: Jeder ökonomische Fortschritt baut auf dem Prozess der schöpferischen bzw. kreativen Zerstörung auf.

Hat die Staatswirtschaft erst einmal Blut geleckt, wird die politische Lenkung ungeahnte Dimensionen erreichen. Politisch und moralisch einwandfreie Gutmenschen fordern bereits, dass nach Staatsbeteiligung an der Lufthansa

der Flugverkehr begrenzt wird. Rechnet man diese höheren staatlichen Weihen auf die gesamte Volkswirtschaft hoch, nehmen Produktivität, Innovation, Wettbewerbsfähigkeit und schließlich Wirtschaftswachstum und Wohlfahrt im gesamten Land ab.

Den gesunden (wirtschaftlichen) Menschenverstand nach Corona zügig wieder einschalten

Ich bin zwar überzeugt, dass die Parteien der Mitte keine Planwirtschaft mit VEBs (Volkseigene Betriebe) anstreben. Doch scheinen selbst einige in der Ludwig Erhard-Partei zu meinen, dass ein bisschen Staatswirtschaft nicht schaden kann. Es gibt ohne Zweifel Bereiche, wo Staatswirtschaft ausdrücklich erwünscht ist. Vater Staat hat unbedingt für die Befriedigung von Grundbedürfnissen zu sorgen: Essen, Trinken, Wohnen und natürlich ein Gesundheitssystem, das nicht kaputtgespart werden darf. Der aktuelle Kampf um Atemschutzmasken und medizinische Ausrüstung zeigt dramatisch, dass hier dringend gegengelenkt werden muss.

Doch sollte es dem Staat grundsätzlich um wirtschaftliche Zukunftsförderung gehen. Er hat Sorge zu tragen für Infrastruktur, Digitalisierung und Klimaschutz ohne ideologische Bretter vor dem Kopf, sondern wie man damit als Geschäftsmodell Geld verdienen und neue Arbeitsplätze schaf-

fen kann. Auch die Wasserstoffmobilität als Nachfolger der E-Mobilität darf man nicht der asiatischen Konkurrenz überlassen. Der Staat hat also die Rolle des Schiedsrichters auf dem Wirtschaftsfeld, nicht des dominierenden oder gar foulenden Mitspielers.

Der Staat soll aufblühen, wenn es ernst wird, aber ansonsten verduften und die Menschen machen lassen. Staatswirtschaft kann es nicht besser. Daher darf sie nur ein kurzes Gastspiel sein, keine Dauervorstellung. Hat sich der Staat erst einmal in der Wirtschaft breitgemacht, hat man größte Mühe, ihn wieder loszuwerden. Warum sollte ein Löwe seine erjagte Beute wieder abgeben?

Seine zwischenzeitlichen Engagements als Unternehmensaktionär darf sich Vater Staat nach der Krise über Wiederverkauf gerne mit dickem (Börsen-)Gewinn bezahlen lassen. Tatsächlich, nur wegen seiner marktwirtschaftlichen Ordnung kann sich Deutschland die üppigen Rettungspakete leisten. Andere Länder, die Staatswirtschaft betreiben, sind geradezu blass vor Neid.

Kommen wir also nach der Krise schnell wieder zu unserem deutschen Erfolgsmodell der Sozialen Marktwirtschaft zurück. Bringen wir Staatswirtschaft dorthin, wo sie hingehört: Auf den Misthaufen der Geschichte! □

ANZEIGE

Wir retten ehrenamtlich – Helfen Sie uns helfen!

Kontoverbindung
Volksbank in Schaumburg
IBAN: DE82 2559 1413 7309 0000 00
BIC: GENODEF1BCK

Auch online können Sie spenden:
www.dlrg.de/spenden



DLRG | Wasserrettung

When a Man Loves a Woman – und es gibt dann ein Kind

Von Jürgen E. Leske

Wer so naiv war zu glauben, die Gleichstellung ehelicher und unehelicher Kinder sei längst ausdiskutiert, der irrt gewaltig. Der Bundesfinanzhof (BFH) meinte in einem jetzt veröffentlichten Urteil, hier subtil unterscheiden zu müssen, und zwar dann, wenn es um Erbschaft oder Schenkung geht.



Jürgen E. Leske | www.raleske.de

Eine verheiratete Frau hatte sich im Jahr 1987 einen Seitensprung erlaubt mit der Folge, dass sie eine Tochter gebar. Der Vater hatte nie das Sorgerecht für das Kind bekommen. Der Ehemann der Frau wurde der rechtliche Vater. Und nun geschah es, dass der leibliche Vater seiner Tochter 30.000 Euro schenkte. Eine solche Schenkung muss versteuert werden. Man beantragte beim Finanzamt die Anwendung der günstigen Steuerklasse I. Das lehnte das Finanzamt ab und sagte, diese Steuerklasse I finde nur im Verhältnis der Tochter zu ihrem rechtlichen Vater Anwendung. Nach § 15 Abs. 1 des Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetzes sei die Steuerklasse I nur auf rechtliche Kinder anzuwenden. Danach würde eine Schenkung von 30.000 Euro mit 7% versteuert werden. Das Finanzamt wollte aber die (ungünstigste) Steuerklasse III

anwenden, und dafür sind 30% an Steuern zu zahlen. Ein erheblicher Unterschied. Nach Steuerklasse I würden 2100 Euro Schenkungsteuer fällig, nach der Steuerklasse III aber 9000 Euro, macht einen Unterschied von schlanken 6900 Euro.

Der biologische Vater ging also vor Gericht. Das Finanzgericht gab ihm tatsächlich recht mit dem Argument, es gebe keinen Grund, die einschlägige Bestimmung des Erbschaftsteuergesetzes nach der zivilrechtlichen Regelung eng auszulegen und nur den Erwerb von rechtl. Vater zu privilegieren. Das wiederum wollte sich das Finanzamt nicht gefallen lassen und ging in Revision zum Bundesfinanzhof, der sich der Meinung des Finanzamts tatsächlich anschloss: Für die Steuerklasseneinteilung im Erbschaftsteuergesetz seien die bürgerlich-rechtlichen Vorschriften nach dem § 1589 des Bürgerlichen Gesetzbuches zur Abstammung und Verwandtschaft maßgebend. Dort würde unterschieden zwischen dem rechtlichen Vater und dem biologischen Vater, weshalb die rechtliche und die biologische Vaterschaft auseinanderfallen können.

Begründung: Nur der rechtliche Vater hat Pflichten gegenüber dem Kind, etwa Unterhalt zu zahlen, auch sei ein Kind nur seinem rechtlichen, nicht seinem biologischen Vater gegenüber erb- und pflichtteilsberechtigt. Dies sei eine Wertung des Gesetzgebers, die zu respektieren sei. Könnte ein Kind zugleich von seinem rechtlichen und seinem biologischen Vater nach der Steuerklasse I erwerben, sei das eine Besserstellung gegenüber Kindern, die nur »einen einzigen« Vater hätten und nur von diesem steuergünstig erwerben könnten – so der BFH-Senat.

BFH-Urteil vom 5.12.2019, Aktenzeichen II R 5/17



ANZEIGE



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

Ohne Timing geht es nicht

Von Manfred Gburek

Unter Börsianern wird viel darüber diskutiert, ob und wie die Eskalation des Syrienkriegs den Goldpreis beeinflusst. Des Weiteren, ob Gold ein Kriegsmetall ist. Beide Fragen sind leicht zu beantworten: Der Stellvertreterkrieg in Syrien (der Westen unter Führung der USA kontra Russland und dessen Verbündete) wirkt sich lediglich mittelbar und zeitlich begrenzt auf den Goldpreis aus. Das ist historisch zu begründen. Zur zweiten Frage hat vor allem der Edelmetallexperte Martin Siegel in verschiedenen Vorträgen die passende Antwort gefunden: Aus der Geschichte des Goldes über Jahrhunderte geht eindeutig hervor, dass es kein Kriegsmetall ist. Aktuell spielen andere Einflussfaktoren, etwa die Entwicklung der Realzinsen ins Minus oder die fehlgeleitete Geld- und Fiskalpolitik, entscheidende Rollen. Man beachte dazu nur die jeweiligen Reaktionen des Goldpreises auf die Bekanntgabe der amerikanischen Inflationsrate.



Wie viel Gold und Silber kaufen? Die Erfahrung lehrt uns: Die Konzentration auf eine einzige Anlageklasse kann anlagestrategisch negativ wirken, wenn diese Anlageklasse nicht so will, wie man es gern hätte. Die Erfahrung lehrt uns aber auch: Die Konzentration kann sich umgekehrt im wahrsten Sinn des Wortes als goldrichtig erweisen. Und das bedeutet: Nach fast sieben Jahren mit überwiegend enttäuschender Entwicklung nicht den Kopf in den Sand stecken, sondern sich zumindest die folgenden drei Fragen stellen: Sprechen bewährte Kennzahlen zur Bewertung der Edelmetalle bereits für den Beginn der nächsten Gold- und Silberhaushalte? (Kennzahlen wie beispielsweise das Verhältnis Gold-/Silberpreis und Dow Jones/Goldpreis) Ist die positive Reaktion der beiden Edelmetallpreise auf negative Realzinsen fällig? Spricht der gewaltige globale Schuldenberg für die Wiederentdeckung des Goldes als Versicherung gegen den Verfall der Währungen?

Bekanntlich ist das richtige Timing oft die entscheidende Komponente einer ausgewogenen und obendrein erfolgreichen Anlagestrategie. Es umfasst zum einen den richtigen Zeitpunkt des Kaufs und des Verkaufs, zum anderen die Entscheidung, ob man beim Kaufen bzw. Zukaufen kleckern oder klotzen soll. Erfahrungsgemäß entscheiden sich die meisten Anleger fürs Kleckern. Das hat unter anderem einen psychologischen Grund: Man blickt auf die Charts und wird mit langjährigen Trends konfrontiert. Die erste – in diesem Fall falsche – Reaktion: Noch kein oder nur ein bisschen Geld einsetzen, mit den Preisen könnte es ja weiter abwärts gehen.

Aber gehört denn wirklich Mut zum Kauf auf niedrigem Preisniveau? Objektiv betrachtet, natürlich nicht. Im Gegenteil, aktuell gehört Mut eher zum Kauf überbewerteter Aktien aus Dax, Dow Jones & Co. Anleger, die jetzt solche Aktien kaufen, sind sich dessen allerdings nur selten bewusst. Und wieder kommt die Psychologie ins Spiel: Die subjektive Wahrnehmung von Charts, die Vergangenes zeigen, schaltet instinktiv das Risiko aus, weil die Charts so schön die positive Entwicklung der Vergangenheit wiedergeben. Die Quintessenz: Zurzeit spricht fast alles für massive Gold- und Silberkäufe.

Die beiden Edelmetalle haben ebenso wie die gängigen Aktien aus den genannten Indizes eine Funktion, die über Timing-Aspekte hinausgeht: Sie können der Altersversorgung dienen. Das hat sich zwar noch nicht besonders weit herumgesprochen, dürfte aber gerade in den kommenden Jahren enorm an Bedeutung gewinnen. Dafür spricht, dass die weiteren Komponenten einer ausgewogenen Altersversorgung (Aktien, Immobilien, Anleihen bzw. Geld auf dem Konto) nur ganz magere Renditen abwerfen und real, also nach Abzug der Inflationsrate, sogar Verluste bringen können.

Die Anbieter traditioneller Altersversorgungs-Produkte, wie private Kapital- und Rentenversicherungen, Fondspolice und Riesterrenten, neigen dazu, erst sich selbst zu bedienen, bis nach langjähriger Wartezeit auch für ihre Kunden etwas Zählbares herauspringt. Da ich mich längst im sogenannten Rentenalter befinde, möchte ich Sie aufgrund entsprechender Erfahrungen noch auf einen weiteren Aspekt hinweisen, der gerade für die persönliche Altersversorgung wichtig ist: Im Alter unter 20 bis zu 30 oder 35 Jahren – vorausgesetzt, Sie haben noch keine

Familie zu versorgen – sollten Sie sich je nach Börsenentwicklung mal auf Edelmetalle, mal auf Aktien, mal auf Tagesgeld oder Anleihen und je nach finanzieller Lage auch mal auf Immobilien konzentrieren, das alles antizyklisch. Seien Sie dabei mutig und spekulativ, aber beachten Sie stets das Timing – auch auf die Gefahr hin, Fehler zu machen, die Sie ja später bei hoffentlich hoher Lebenserwartung ausweiten können. So sammeln Sie Erfahrungen, die Ihnen im höheren Alter von großem Nutzen sein werden. Ab 50 bis 60 Jahren – vorausgesetzt, Sie haben genug fürs Alter vorgesorgt – dürfen Sie sogar wieder spekulieren. Dann aber bitte nur noch mit begrenztem Einsatz.

Erfahrungen einschließlich der Fehler im jungen Alter sollten auf der Anlagepraxis beruhen. Das heißt: Je nach Lage der Dinge bestimmte Anlagen kaufen oder verkaufen und

sich nicht bloß theoretisch Gedanken machen oder nur Charts verfolgen. Mögen vor allem die ersten Erfahrungen noch so enttäuschend ausfallen, im Endeffekt tragen sie dazu bei, dass man schließlich unterm Strich erfolgreich sein wird. Und noch eines: Egal, ob Sie mit Ihren Engagements erfolgreich waren oder nicht, verfolgen Sie ihre weitere Entwicklung auch nach dem Ausstieg. Auf diese Weise erhalten Sie ein Gespür für Trends, von denen Sie später viel profitieren können. □

Kapitel 20 aus dem Buch:
»Reich werden ist keine Schande!.«
Von Manfred Gburek

Kindle Edition: www.amazon.de | ePUB: www.epubli.de

Fiktiven Schadenersatz im Kaufrecht?

Wie das mit der fiktiven Schadensregulierung bei einem Autounfall ist, das weiß jeder, auch wenn er keinen Führerschein hat: Der Geschädigte rechnet mit der gegnerischen Versicherung den Schaden an seinem Auto so ab, als habe er es repariert. Er lässt ein Gutachten über den Schaden machen, lässt sich den so errechneten Schaden in Geld auszahlen. Repariert wird aber nicht oder nur das Nötigste oder der Geschädigte repariert in Heimarbeit. Das kann leicht verdientes Geld sein.

Gibt es so etwas auch, wenn man etwas kauft und an der Sache ein Schaden festgestellt wird?

Der Fall: Bei den Verkaufsverhandlungen für eine Wohnung war zur Sprache gekommen, dass die Schlafzimmerwand früher einmal feucht war. Also hat man im Kaufvertrag vereinbart, dass der Verkäufer eine Sanierung bezahlen muss, sollte bis zu einem bestimmten Datum wieder Feuchtigkeit auftreten. Es kam wie vorausgeahnt: Die Feuchtigkeit kam hoch, der Käufer wollte den Verkäufer in die Pflicht nehmen. Der jedoch argumentierte: Nur wenn der Käufer den Schaden auch tatsächlich reparieren lässt und dies nachweist,

wollte der Verkäufer für den Schaden aufkommen. Sollte heißen: Einen fiktiven Schadenersatz soll es nicht geben. Er berief sich dabei auf die neuere Rechtsprechung des VI. Zivilsenats am Bundesgerichtshof (BGH). Der aber ist spezialisiert auf Werkvertragsrecht. Der Fall war zu dieser Zeit beim Oberlandesgericht Düsseldorf. Dieses verurteilte unseren Verkäufer zur Zahlung von rund 8000 Euro (und weiteren Kosten). Das Argument der Richter: Werkvertragsrecht ist in diesem Fall, wo es um Kaufrecht geht, nicht anwendbar. Sie halten eine Abrechnung nach Kostenvoranschlag für möglich, ohne dass der Schaden beseitigt wird (also eine fiktive Schadensregulierung wie beim Pkw-Unfall).

Und jetzt ist der Fall beim V. Zivilsenat des Bundesgerichtshofs. Der hatte sich erinnert, dass der VII. Zivilsenat im Werkvertragsrecht keine fiktive Schadensbemessung mehr geben soll. Der V. Senat wollte nun von den Kollegen nebenan wissen, ob sie immer noch auf ihrer Rechtsauffassung bestehen. Offensichtlich strebt man beim Bundesgerichtshof an, die Rechtsprechung zu vereinheitlichen. Die Richter des V. Senats scheinen nichts von der Abschaffung des fiktiven Schadenersatzes zu halten. Das Ergebnis wird spannend sein. Wir werden berichten.

Jürgen E. Leske | www.raleske.de

ANZEIGE

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 distanzieren 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.