

Die absurde Dämonisierung von ETFs

Von Dr. Gerd Kommer

Seit etwa 2015 ist in den Medien immer häufiger zu lesen, der Marktanteil von Indexfonds und ETFs sei »inzwischen gefährlich hoch« oder könne, wenn er weiterwachse, zu einem »systemischen Risiko« führen. Diese Kritik kommt beispielhaft in den nachfolgenden Zitaten zum Ausdruck:

»Der stille Weg in die Knechtschaft: Warum passives Investieren schlimmer ist als Marxismus« (Titel eines Research-Memos zu Indexfonds der amerikanischen Stock Broker-Firma Sanford Bernstein im August 2016).

»Indexing ist eine massive Bedrohung für die Stabilität des Finanzsystems« (Saker Nusseibeh, Vorstandsvorsitzender der britischen Fondsgesellschaft Hermes Investment Management in der Financial Times vom 26.9.2016).

»ETFs bergen enorme Gefahren und sind in vielen Fällen sogar eine Mogelpackung« (Rainer Laborenz, Geschäftsführer der Azemos Vermögensmanagement GmbH, Offenburg, in einem Artikel auf dem Finanzportal Fondsprofessionell am 28.7.2017).

Bevor ich auf die inhaltliche Seite der Argumente der ETF-Kritiker eingehe, sei vorab ein Gesichtspunkt festgehalten, der für das Verständnis dieser Kritik hilfreich ist: Die ETF-Ablehnung kommt überwiegend von Vertretern der Finanzbranche, die ihr Geschäftsmodell und ihr Gebühreneinkommen durch die wachsende Popularität von ETFs bedroht sehen, – also von Repräsentanten des »aktiven« Investment-Managements mit einem – wenn es um die Beurteilung von ETFs geht – scheunentorgroßen Interessenkonflikt. Seitens der neutralen Institution Wissenschaft existieren kaum neuere Veröffentlichungen, die den kleinen, aber wachsenden Marktanteil von Indexfonds, einschließlich ETFs als ein systemisches oder strukturelles Problem einstufen. Wenn Sie daher wieder irgendwo eine Tirade gegen die angeblichen Struktur- oder Systemrisiken von ETFs lesen, lohnt es, genau hinzuschauen, wer da wettet. [1]

Inhaltlich lassen sich die Anti-ETF-Argumente in zwei Kategorien aufteilen: Kategorie-A-Argumente zielen auf die rechtliche ETF-Struktur ab (in Abgrenzung von den



Hans-Kaspar v. Schönfels
Chefredakteur des Elitebriefs
und des Elite Report

ETF... Diese drei Buchstaben stehen wohl für das preiswerte Patentrezept, wenn es um Vermögensaufbau und -verwaltung mit oder ohne Computer geht. Wer aber gleich in diesen Initialen den rettenden Heilsbringer sieht, investiert riskant. Das derzeit vorgetragene allgemeine Lob nämlich verstellt nicht selten den fachlich-kritischen Blick. Deshalb freuen wir uns, Dr. Gerd Kommer als Autor dieses Themas gewonnen zu haben. Er steht für schonungslose, rationale Analyse, um damit sichere Anlagewege beschreiben zu können. Dabei berücksichtigt er stets den Faktor Stabilität der Geldanlage, ohne ins Schwärmen zu geraten. Wohltuend. Wir sind sicher, dass er in dieser disziplinierten Vorgehensweise dem Wunsch der Kunden Rechnung trägt.

Wer mehr von Dr. Gerd Kommer profitieren möchte, dem sei sein Buch »Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs« empfohlen. >> www.campus.de

Weitere Themen in dieser Ausgabe:

- Seite 7 *Virtuell und volatil | Investieren in Bitcoin bringt einige Risiken mit sich – ein Meinungsbeitrag von Georg Kaaserer*
- Seite 9 *Die Zinswende und ihre Folgen für die Hälfte des deutschen Geldvermögens | Von Wolfgang Schweißgut*
- Seite 10 *»Der deutsche Mittelstand verfügt über eine besondere Qualität« | Ein Interview mit Felix Gode*

ANZEIGE



PROJECT ART
THE SOCIAL
ARTS MARKET™

www.projectart.com

wirtschaftlichen Risiken der Asset-Klasse, die ein ETF abbildet). Diese rechtliche Struktur ist – ganz unspektakulär – eine Variante der generell hochregulierten so genannten UCITS-Investmentfonds, allgemeinsprachlich »Publikumsfonds«. Kategorie B bezieht sich auf so genannte »systemische« Risiken, die die Verbreitung von Indexing (passivem Investieren) verursachen soll. Spezifisch ist damit die von Indexfonds und ETFs ausgehende Verdrängung anderer Formen in Aktien und Anleihen zu investieren gemeint. Daneben ist auch die »übergroße« Marktmacht der drei größten ETF-Anbieter sowie die möglichen Auswirkungen im Falle ihres Zusammenbruchs für die Kapitalmärkte zum Gegenstand von Kritik.

Kategorie-A-Argumente (Risiken aus der ETF-Struktur) kamen erstmalig um 2010 kurz nach dem Höhepunkt der großen Finanzkrise auf. Seitdem ist diese Diskussion im Sande verlaufen. Keines der damals beschriebenen angeblichen oder wenigstens theoretischen Strukturrisiken aus »synthetischen« ETFs (Swap-ETFs), inversen ETFs (Leerverkauf-ETFs), Leverage-ETFs (gehebelte ETFs) oder aus Wertpapierleihe hat sich in einer relevanten Weise materialisiert. Die Anteile der genannten drei ETF-Sonderformen am gesamten ETF-Marktvolumen sind ohnehin niedrig und sinkend (Swap-ETFs) [2] oder vernachlässigbar (inverse ETFs, Leverage-ETFs). Wertpapierleihe darf jeder aktive Publikumsfonds betreiben, nicht nur ETFs. Warum Wertpapierleihe dennoch immer nur im Zusammenhang mit ETFs als Risiko thematisiert wird, dürfte auf clevere Public Relations der aktiven Asset-Management-Branche zurückzuführen sein (siehe Eingangszitate).

Auf ETF-Strukturbezogene Argumente gehe ich hier aus Platzgründen nicht ein und verweise dazu auf Kommer, 2012, S. 337 ff. Lediglich ein ETF-Strukturrisiko will ich hier kurz diskutieren: ETFs in »exotischen« Asset-Klassen sind oft liquider als die in diesen ETFs enthaltenen Assets. Das gilt z. B. für manche Hochzinsanleihenindizes, wenn gleich kaum für normale Aktien-ETFs. »Liquider« heißt, der ETF wird häufiger getradet und hat engere (günstigere) Geld-Brief-Spannen als der Durchschnitt der jeweiligen ETF-Assets selbst. In einer Börsenkrise mit dann naturgemäß reduzierter oder austrocknender Liquidität kann dieser Sachverhalt in der Tat vorübergehend zu einer extremen Ausweitung der Geld-Brief-Spannen von ETFs führen, Divergenzen zwischen ihrem Kurs und dem errechneten Net Asset Value bis hin zu ihrer kompletten Ausset-

zung vom Handel. Ja und? Zum einen wird das in einer solchen Situation für die besagten exotischen »Underlyings« außerhalb der ETFs in ähnlicher Weise gelten und – noch wichtiger – dieses Phänomen betrifft auch konventionelle, aktive Investmentfonds, Immobilienfonds (die notorisch dafür sind), sogar Geldmarktfonds und letztlich die gesamte Verbriefungsindustrie (»Asset Backed Securities«) einschließlich deutscher Pfandbriefe. Der gigantische immobilienbezogene ABS-Markt (»CLOs« und »CDOs«) ging in der Krise 2008/2009 aus diesem Grund durch ein Nahtoderlebnis, von dem er sich bis zum heutigen Tage nicht völlig erholt hat. [3] Mit anderen Worten: Hier wird ETFs etwas vorgeworfen, was für mehr oder weniger alle kollektiven Investmentvehikel gilt, und etwas, das vermutlich eine unvermeidliche Begleiterscheinung von Börsenkrisen ist.

Dr. Gerd Kommer,
Geschäftsführer,
Gerd Kommer Invest GmbH
www.gerd-kommer-invest.de



Auf alle Fälle ist festzuhalten, dass seit der Markteinführung des ersten ETFs vor 24 Jahren in den USA meines Wissens kein Privatanleger weltweit aus der rechtlichen Konstruktion von ETFs heraus einen Schaden erlitten hat. Das schließt auch die o. g. Sonderformen von ETFs ein. Hingegen haben Privatanleger in offenen Immobilienfonds, geschlossenen Fonds (Immobilien, erneuerbare Energien, Medien, Schiffe etc.) und von Banken emittierten Zertifikaten unzählige Male schwere Verluste erlitten, die aus der rechtlichen Struktur dieser Produkte resultierten, nicht nur aus der wirtschaftlichen Downside des zugrundeliegenden Investments.

Die ETF-Struktur hat sich insbesondere in zwei extrem scharfen »Stresstests« bewährt – dem Dotcom-Crash (2000 bis 2002) und der großen Finanzkrise ab 2008.

Im Übrigen begehen ETF-Kritiker oft den grundsätzlichen Irrtum, ETFs als »neuartige« oder »einzigartige« Investmentvehikel zu betrachten. Wie oben angedeutet, ist der größte Teil der ETF-Struktur identisch mit derjenigen normaler, streng regulierter UCITS-Investmentfonds oder

dem US-Äquivalent RIC-Fonds, deren rechtliches Grundgerüst über einen Zeitraum von 80 Jahren entwickelt und getestet wurde. ETFs in ihrer heutigen Form existieren seit 1993, also seit 24 Jahren. Aufgrund der Erfahrungen in den zwei großen Markt- und Börsenkrisen der vergangenen 17 Jahre wurde die ETF-Struktur in mehreren Details noch weiter verbessert, denn nichts Menschliches auf der Welt ist perfekt oder wird es je sein. Das gilt für jedes Finanzprodukt.

Kommen wir zu den interessanteren Kategorie-B-Argumenten. Sie postulieren eine Gefahr aus dem wachsenden Marktanteil von ETFs. Die Argumente der Kritiker lauten so: Aufgrund des seit einigen Jahren steigenden Marktanteils von ETFs – der Marktanteil wird von ETF-Kritikern für 2016/2017 oft mit 20 % oder 25 % beziffert – werde die volkswirtschaftliche Kapitalallokationsfunktion der Finanzmärkte geschwächt (siehe die Zitate am Anfang dieses Artikels). Ein Indexinvestment sei definitionsgemäß »blind«, denn der Investor versuche nicht, die guten Unternehmen durch Allokation von Kapital (Kauf) zu belohnen und die schlechten Unternehmen durch Entzug von Kapital (Verkauf) zu bestrafen.

Zu allererst muss man festhalten, dass der globale Marktanteil von passivem Investieren (ob mit traditionellen Indexfonds oder ETFs) nicht bei 20 % oder 25 % liegt, sondern bei wahrscheinlich unter einem Prozent – und das gut 40 Jahre, nachdem der erste Indexfonds aufgelegt wurde. Warum die ETF-Kritiker bei Ihrer Marktanteilsschätzung so drastisch danebenliegen (genauer gesagt, danebenliegen wollen), habe ich in Kommer 2016 dargelegt (siehe Literatur am Ende dieses Textes).

Doch nicht nur die Marktanteilsschätzung der ETF-Kritiker ist inkorrekt, auch die inhaltliche Logik ihrer Argu-

mente überzeugt nicht. Zunächst einmal gilt es festzustellen, dass Fondsmanager und andere aktive Anleger kollektiv nur wenig Einfluss auf die Allokation von Eigen- und Fremdkapital in einer Volkswirtschaft ausüben. Wenig jedenfalls im Vergleich zu der Gruppe, die tatsächlich die Hände am Steuer der Kapitalallokation hat, nämlich die Käufer von Produkten und Dienstleistungen, also Konsumenten und Einkäufer in Unternehmen (wir alle). Jede Kaufentscheidung eines Konsumenten für ein Produkt – ob das ein Smartphone, eine Flugreise oder ein Haarschnitt ist – führt dem Produkthanbieter Kapital, d. h. Geld in Form von Umsatz, zu. Und jeder solche Kauf »bestraft« in gewisser Weise die Produkthanbieter, die der Käufer mit seiner Kaufentscheidung übergangen hat. Im Unterschied dazu führt ein Fondsmanager, der eine Aktie von einem anderen Anleger erwirbt oder der eine Aktie an einen anderen veräußert, dem betreffenden Unternehmen keinen einzigen Cent Kapital zu. Null. Niente. Das Unternehmen weiß noch nicht einmal, wer an diesem Trade beteiligt war, und noch weniger, welche Motivation hinter dem Trade steckte. Das jährliche Volumen von Aktien- und Anleihenneuemissionen, bei denen (aktive) Anleger einschließlich Fondsmanager einem Unternehmen tatsächlich ein bisschen Kapital injizieren, ist winzig im Vergleich zur Kapitalzuführung aus Güterumsätzen.

Apple wurde während der vergangenen 25 Jahre das nach Marktkapitalisierung größte Unternehmen der Welt, weil Millionen von Konsumenten und Einkäufern in Firmen über viele Jahre hinweg seine hochmargigen Produkte gekauft haben. Fondsmanager haben zu diesem grandiosen Aufstieg so gut wie nichts beigetragen. Sie traden die Apple-Aktie zwar jeden Tag hektisch untereinander hin und her, das hat aber keine nennenswerte Liquiditäts- oder Gewinnwirkung für den Technologiekonzern. Nokia,



**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



einst der unbestrittene globale Marktführer bei Handys, ist nicht deshalb im wirtschaftlichen Nirwana verschwunden, weil Fondsmanager irgendwann herausfanden, dass Nokia-Handys nichts taugten, sondern weil sich private Haushalte und Unternehmen ab 2008 jedes Jahr immer häufiger gegen Nokia-Handys entschieden.

Wenn Anleger einen vernachlässigbaren Einfluss auf die volkswirtschaftliche Kapitalallokation haben, dann fällt natürlich auch das Argument in sich zusammen, demzufolge Indexfonds deswegen kritikwürdig seien, weil sie nicht aktiv zur Kapitalallokation beitragen. Das tun aktiv gemanagte Fonds ebenso wenig.

Überdies hält ein Fondsmanager, der ein Wertpapier verkauft, dieses für hoch- oder überbewertet, während für den von ihm kaufenden Fondsmanager das Gegenteil gilt. Wäre das nicht so, gäbe es keinen Trade. Nicht nur führt dieses Hin-und-Her-Traden zwischen zwei aktiven Anlegern dem betreffenden Unternehmen kein Kapital zu, es findet darüber hinaus auch noch zwischen zwei Angehörigen der Aktivanlegergemeinde statt, die eine entgegengesetzte Bewertungsmeinung haben. Wenn Fondsmanager krampfhaft versuchen, ihren »wichtigen Beitrag« zur volkswirtschaftlichen Kapitalallokation herauszustellen, und ich mir gleichzeitig diesen Sachverhalt vergegenwärtige, kann ich einen gewissen Lachreiz nicht unterdrücken. Noch skurriler hierbei ist, dass Fondsmanager, wie die empirische Finanzmarktforschung seit rund 50 Jahren tausende Male gezeigt hat, per saldo mehr renditeschädliche als renditeförderliche Entscheidungen treffen, z. B. weil sie mal wieder auf eine Verlierer-Aktie gewettet oder eine fatale Timing-Entscheidung getroffen haben. Wie kann sowas die volkswirtschaftliche Kapitalallokation fördern?

Wenn von den Großstaten der volkswirtschaftlichen Kapitalallokation von Fondsmanagern bzw. aktiven Anlegern im Allgemeinen die Rede ist, sollte auch nicht übersehen werden, dass der Sektor der nicht börsennotierten Unternehmen global vermutlich größer ist als der börsennotierte Sektor, der – kaum überraschend – in den Medien viel weniger prominent ist. (Zu den nicht börsennotierten Firmen gehören auch staatliche Unternehmen und Behörden.) Bei dieser Kapitalallokationsveranstaltung fehlen die Damen und Herren Fondsmanager sowieso.

Wie also jemand ernsthaft behaupten kann, dass aktive Investoren und darunter speziell Fondsmanager einen nennenswerten Einfluss auf die Kapitalallokation in einer Volkswirtschaft haben, ist mir ein Rätsel.

Ein anderes von ETF-Gegnern im Zusammenhang mit dem Kapitalallokationsgesichtspunkt vorgebrachtes Argument besteht in der These, ETF-Anleger oder Indexfondsanleger allgemein seien »Trittbrettfahrer« der aktiven Anleger. Letztere würden durch ihr mühevolltes und teures Wertpapier-Research zum Nutzen der ganzen Volkswirtschaft herausfinden, welche Wertpapiere zu kaufen (sprich, welche Unternehmen zu belohnen) seien und welche durch Nichtkauf abgestraft werden müssten. Hingegen würden Indexfondsanleger lediglich als Free Rider oder Parasiten an den Früchten dieses Bewertungs- und Preisentdeckungsprozesses kostenlos partizipieren, aber nichts selbst dazu beitragen. Es sei überdies logisch, dass sich nicht alle Marktteilnehmer so wie Indexanleger verhalten könnten, ohne die Kapitalmärkte ihrer Grundfunktion zu berauben.

Auch diese Argumente hinken schlimmer als der einbeinige Pirat. Weiter oben haben wir bereits gesehen, dass Fondsmanager und andere aktive Anleger – anders als Konsumenten – von vorneherein wenig zur volkswirtschaftlichen Kapitalallokation beitragen. Auch Legionen von Unternehmens- und Marktanalysen ändern das nicht. Wertpapier-Research und die daraus resultierenden Trading-Entscheidungen aktiver Investoren führen der realen Wirtschaft nun einmal weder Kapital zu, noch entziehen sie es ihr. Gewiss, steigende oder fallende Wertpapierkurse wirken als Signal für Marktteilnehmer, aber ihre kapitalallokative Bedeutung ist im Vergleich zu den Cash-Flow-Effekten in der Realwirtschaft marginal.

Ferner trifft das Trittbrettfahrerargument auch auf Tausende andere Märkte zu, wo offenbar niemand ein Problem mit ihm hat. Illustrieren wir das am Gebrauchtwagenmarkt. Der Autor dieses Artikels ist 54 Jahre alt, hat seit Erwerb seines Führerscheins vor 36 Jahren neun Automobile gekauft und acht wiederverkauft oder auf ihrer letzten Fahrt zum Schrotthändler begleitet. Alle neun gekauften Automobile waren Gebrauchtwagen, da er neue Automobile für ein tendenziell schlechtes Geschäft hält. Niemand bezweifelt, dass der Gebrauchtwagenmarkt nur existieren kann, weil es einen Neuwagenmarkt gibt. Sind

Gebrauchtwagenkäufer deswegen Trittbrettfahrer der moralisch oder wirtschaftlich wertvolleren Neuwagenkäufer? Die Absurdität dieser Logik ist mit Händen zu greifen. Für den Gebrauchtwagenmarkt und sein Verhältnis zum Neuwagenmarkt gilt genau dasselbe wie für die beiden Gegenpole aktives versus passives Investieren. Erstens kann man sie gar nicht sauber trennen, da zwischen ihnen eine breite Grauzone existiert. [4] Zweitens, wenn das eine Marktsegment stärker wächst als das andere, dann kommt ein Feedback-Loop in Gange, der ein dynamisches Gleichgewicht produziert. In der Biologie nennt man das kybernetischen Regelkreis. Sollte es in den Kapitalmärkten 2050 tatsächlich einmal einen Passiv-Marktanteil von mehr als drei Vierteln geben – was der Altersvorsorge von hunderten Millionen Menschen zu wünschen wäre – dann würde auf dem Weg dorthin allmählich und ganz automatisch aktives Investieren wieder attraktiver werden. Bis dahin ist passives Investieren aus rationaler Sicht die überlegene Alternative und solange lohnt es für Anleger, damit fortzufahren. Aber auch in dieser neuen Welt würde weiterhin die »Arithmetik des aktiven Investierens« gelten (Sharpe 1991), und die garantiert mit mathematischer Notwendigkeit, dass die Gruppe der passiven Anleger kollektiv eine bessere Rendite erzielt als die Gruppe der aktiven Anleger.

Das philosophische Totschlagargument »wenn sich alle so und so verhalten, würde so und so nicht mehr funktionieren« ist ein uralter Rhetoriktrick, den linke und rechte Sozialingenieure schon immer gerne angewendet haben.

Sein Erkenntniswert tendiert gegen null. Wenn alle 82 Millionen Deutsche ab morgen ausschließlich bei Aldi einkaufen, dann käme es in den dortigen Geschäften zu Lieferengpässen, Massenpaniken und mehrere hunderttausend Beschäftigte bei der Konkurrenz verlören binnen Wochen ihren Arbeitsplatz, was nicht einmal Angela Merkel verhindern könnte. Oh je! Wenn alle 17 Millionen Holländer im nächsten Winter im Vorarlberg Skifahren wollten, ginge auf deutschen Autobahnen drei Monate lange gar nichts mehr und die Pisten in Lech-Zürs müssten aus Sicherheits- und Naturschutzgründen für alle gesperrt werden. Wenn künftig alle deutschen Frauen nur noch rothaarige Männer mit grünen Augen attraktiv fänden, dann würde die Geburtenrate in diesem Land von 1,3 auf 0,01 sinken und Deutschland hätte sich tatsächlich abgeschafft. Es ließe sich eine unendliche Kette weiterer absurder Beispiele formulieren. Fakt ist: Im menschlichen Dasein sind viele, vielleicht die meisten Aktivitäten und Verhaltensweisen nur deshalb möglich, weil eben nicht alle Exemplare der Spezies Homo Sapiens Sapiens sie gleichzeitig praktizieren – eine triviale Feststellung. Und ja, sie gilt auch für passives Investieren.

Eine Variante der Kategorie-B-Argumente behauptet, die drei größten ETF-Anbieter (BlackRock, Vanguard und State Street) hätten gemeinsam zu viel Marktmacht und/oder ihr möglicher Konkurs stelle ein systemisches Risiko für die globale Finanzarchitektur dar. Beide Behauptungen stehen auf staksigen Beinchen. Das Marktmacht-Argument bezieht sich auf die angeblich gemeinsame oder

Wir retten ehrenamtlich – Helfen Sie uns helfen!

Kontoverbindung
Volksbank in Schaumburg
IBAN: DE22 2559 1413 7309 0000 00
BIC: GENODEF1BCK

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

DLRG | Wasserrettung

»gleichgerichtete« Aktionärskontrolle, die die drei Konkurrenten auf einzelne börsennotierte Gesellschaften ausüben, wenn man ihre Beteiligungsquoten zusammenrechnet (gepoolt oft bis zu 10 % und in seltenen Fällen bis 25 % und mehr). [5] Dieses Argument erscheint regelrecht bizarr. Zum einen führen die drei Wettbewerber seit Jahren einen erbitterten, für uns alle jedoch erfreulichen Preiskrieg, der zu immer niedrigeren Kosten von Indexfonds (inkl. ETFs) geführt hat. Zum anderen könnte man genauso gut die Beteiligungsquoten anderer willkürlicher Aggregate von Aktionären an börsennotierten Unternehmen aufaddieren und eine Gefahr aus dieser Summe konstruieren, z. B. alle Aktionäre, die älter als 60 Jahre sind, alle Aktionäre aus einer bestimmten Branche, alle Großaktionäre oder alle deutschen Aktionäre.

Kurioserweise wurde BlackRock, Vanguard und Co bis vor einiger Zeit von Indexfondskritikern vorgeworfen, ihre Stimmrechte auf den jährlichen Aktionärsversammlungen nicht auszuüben, weil sie ja »passive« Asset Manager seien und daher kein Interesse am Einzelschicksal der Aktien in ihren Indexfonds hätten. Zum einen ist diese Nichtausübung unbelegter Nonsense und zum anderen mutet der Widerspruch zum neuerdings erhobenen Marktargument besonders drollig an.

Das Zusammenbruchargument (Systemrisiko) läuft deswegen ins Leere, weil es Asset Manager (Fondsgesellschaften) mit Banken verwechselt, also den fundamentalen rechtlich-ökonomischen Unterschied zwischen Großbanken, die in der Tat Systemrisiken darstellen können, und Asset Managern durcheinanderbringt. Asset Manager können strukturell kein Systemrisiko – jedenfalls, wie es hier gemeint ist – repräsentieren. BlackRock würde selbst durch einen 80 %-igen Börsen-Crash wie 1929 vermutlich nicht in Gefahr geraten, weil diese Verluste nicht BlackRock-Geld (die BlackRock-Bilanz), sondern Kundengelder betreffen. BlackRock verwahrt diese Kundengelder nur und vereinnahmt daraus eine Verwaltungsgebühr. BlackRock würde im Börsen-Crash-Fall lediglich weniger verdienen. [6] Außerdem nimmt das Unternehmen, im Unterschied zu Banken, keine Kundeneinlagen und vergibt (wie Asset Manager im Allgemeinen) keine Kredite, die in einer Krise ausfallen könnten oder die ein krisengeschüttelter Kreditgeber nicht mehr verlängern könnte. Ein Aufbrechen von BlackRock in zehn Baby-BlackRocks würde ein Systemrisiko eliminieren, das es gar nicht gibt.

Fazit:

Der globale Marktanteil passiven Investierens liegt heute wohl unter einem Prozent; man muss ihn nur richtig messen oder messen wollen. Die Vertreter des aktiven Asset Management-Lagers betrachten sich als die Heroen der Kapitalmärkte, die mit ihrem Know-how und unermüdlichem Einsatz täglich neu die optimale Kapitalallokation in der Volkswirtschaft für das Gemeinwohl sicherstellen – eine aberwitzige Selbstüberschätzung. Die moralinsäuerliche Trittbrettfahrerlogik der ETF-Kritiker ist ein ebenso armseliges Argument, dito der »es-können-niemals-alle-passiv-investieren«-Unsinn. Insgesamt sollte die Schwachbrüstigkeit der hier diskutierten ETF-Kritik nicht wundern: Schließlich wird sie fast ausnahmslos von Personen vorgebracht, denen es nicht um die Sache geht, sondern darum, zu verhindern, dass das weltweit noch immer kleine Pflänzlein Passives Investieren den üppigen Gebührenkuchen der Finanzbranche in Zukunft etwas schrumpfen lassen könnte. □

Anmerkungen:

[1] Einen Überblick der eher unaufgeregten Forschung hierzu findet sich bei Lopez u. a. 2016.

[2] Im amerikanischen ETF-Markt, der deutlich größer ist als der europäische, sind Swap-ETFs praktisch nicht existent, weil sie dort nicht für den Vertrieb an Privatanleger zugelassen sind.

[3] Der Hollywood Film »The Big Short« thematisiert dieses Desaster auf unterhaltsame Weise.

[4] Auf ETFs bezogen: Ein Anleger, der Market Timing oder Sector Picking mit ETFs praktiziert, ist ein aktiver Anleger, auch wenn er dafür ein passives Produkt nutzt. Extreme Formen davon sind Day Trading und High Frequency Trading (computergestütztes Trading in Sekundenbruchteilintervallen). Letzteres wird von spezialisierten Hedge-Fonds mit Einzelwertpapieren, aber besonders gerne mit ETFs praktiziert. Wer diese hyperaktive Spekulation mit »passiv« Investieren in einen Topf schmeißt, dem geht es nicht um die Sache, sondern um seine Agenda.

[5] Fondsgesellschaften üben bei UCITS-Fonds (auch Indexfonds) nach deutschem und internationalem Recht die Stimmrechte aus Aktien treuhänderisch für die eigentlichen Aktienglieder (die Anleger) aus.

[6] Dementsprechend überstanden die drei ETF-Anbieter sowohl die Dotcom-Krise als auch die große Finanzkrise nicht nur ohne ernsthafte Schwierigkeiten, sondern wuchsen in und nach den beiden Krisen stärker als der Rest der Branche, weil traditionelle, aktive Asset Manager in beiden Fällen einmal mehr ihr Versprechen gebrochen hatten, Kunden vor einem starken Markteinbruch zu schützen

Literaturhinweise:

Kommer, Gerd (2012): »Herleitung und Umsetzung eines passiven Investment-Ansatzes für Privatanleger in Deutschland. Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher Basis«; Campus; 2012.

Kommer, Gerd (2016): »Wie stark ist das 'Passiv-Lager' wirklich?«; In: Der Neue Finanzberater; Heft Juli 2016; www.gerd-kommer-invest.de/wp-content/uploads/2016-07-Wie-stark-ist-das-Passiv-Lager-wirklich.pdf

Lopez, Claude / Markwardt, Donald / Savard, Keith (2016): »The Asset Management Industry and Systemic Risk: Is There a Connection?«; June 2016; Internet-Fundstelle: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2801358; Zugriff 24.7.2017.

Sharpe, William (1991): »The Arithmetic of Active Management«; In: Financial Analysts Journal; Vol. 47; No. 1; January/February 1991.

Virtuell und volatil

*Investieren in Bitcoin bringt einige Risiken mit sich –
ein Meinungsbeitrag von Georg Kaaserer*

Wer wäre nicht gern der nächste Kristoffer Koch? Im Jahr 2009 investierte der junge Norweger 27 US-Dollar in eine damals noch unbekannte virtuelle Währung namens Bitcoin und vergaß dies dann erst einmal. Vier Jahre später entdeckte Koch, dass seine 5.000 Bitcoins plötzlich ganze 900.000 US-Dollar wert waren. Heute könnten die gleichen Bitcoins in unfassbare 22 Millionen US-Dollar getauscht werden.

Es fällt schwer, ein Investment mit einer so unglaublichen historischen Rendite zu ignorieren, aber das Investieren in boomende Kryptowährungen bringt auch viele Risiken mit sich.

Ohne jedwede Garantie von Regierungen und Zentralbanken – und auch vor dem Hintergrund, dass die »Währung« nicht in physischer Form vorliegt – kann man Bitcoin nicht wirklich mit konventionellen Währungen vergleichen. Da das Angebot fixiert ist und auch keine Verbindung zu einem zugrunde liegenden Vermögenswert besteht, ist auch die Einordnung als »Ware« oder »Rohstoff« zweifelhaft.

Carl-Ludwig Thiele, Vorstandsmitglied der Deutschen Bundesbank, beschrieb Bitcoin als ein »hochspekulatives Finanzinstrument«. In der Tat erscheint es viel einfacher zu erklären, was Bitcoin nicht ist als zu bestimmen, was es ist.

Wir versuchen es dennoch: In relativ einfachen Worten ist Bitcoin ein digitales Peer-to-Peer Zahlungssystem, bei dem jede Transaktion in ein öffentliches, dezentrales Register aufgezeichnet wird, bekannt als »Blockchain«. Diejenigen, welche die Transaktionen in der Blockchain verfolgen und validieren, werden als »Schürfer« (engl.: »miner«) bezeichnet und werden für ihre Arbeiten in Bitcoin bezahlt. Als Nebenwirkung des »mining« Prozesses werden neue Bitcoins generiert. (Im Moment sind rund 16,5 Millionen Bitcoins im Umlauf. Das Marktpotenzial ist auf 21 Millionen Einheiten gedeckelt.)

Die Blockchain selbst dient als eine dezentrale Aufzeichnung der Bewegungen der virtuellen Währung. Alle Trans-

aktionen werden unabänderlich gespeichert, einschließlich der beteiligten kryptografischen Adressen und Transaktionssummen.

In der Theorie kann jeder sehen, welche kryptografische Adresse welche Menge an Bitcoins hält. In der Praxis jedoch schützen sich Besitzer der Bitcoins, indem sie sich mehrere automatisch generierte Adressen anlegen. In der Tat ist es möglich, seine Identität auf diese Art zu verschleiern und Bitcoins unter verdeckter Identität für illegale Aktivitäten und Käufe zu nutzen. Besonders in den Anfangszeiten der virtuellen Währung war diese Eigenschaft sehr beliebt, da sie als de facto Währung des sogenannten »Darknet« galt, wo unter anderem der Handel von Drogen und anderen illegalen Waren oder Dienstleistungen organisiert wird.



Bitcoins, oder präziser die Zugänge zu diesen, werden in einer digitalen Brieftasche (engl. »wallet«) gespeichert, welche sich auf einem lokalen Computer oder online über Webseiten wie coinbase.com einrichten lässt. Durch deren Verknüpfung zum Bankkonto, PayPal-Konto oder der Kreditkarte hinterlassen Bitcoin-Benutzer dennoch digitale Spuren.

Weniger anonym als Bargeld sind Bezahlungen mit Bitcoin ein recht einfacher Weg, um schnell und ohne Schranken sehr große Summen zu bezahlen. Darüber hinaus können Bitcoins nach heutigem Wissensstand nicht gefälscht werden. In der Vergangenheit haben sich vor allem die digitalen Brieftaschen als Einfallstor für Hacker erwiesen.

Nicht reguliert und durch niemanden garantiert, gehört der gesamte Bitcoin Vorrat einer Gemeinde von meist anonymen Nutzern und trägt genau den Wert, den der Markt durch Angebot und Nachfrage ermittelt: Knapp unter 4.500 US-Dollar pro Münze Mitte August oder 0,005 US-Dollar damals im Jahr 2009, als der junge Norweger sich ein paar tausend Bitcoins in sein Wallet legte. >>

Außer in einer Handvoll Ländern, darunter Bolivien, Bangladesch, Ecuador und Kirgisistan, ist die Verwendung von Bitcoin von Privatpersonen nicht ausdrücklich verboten. Obwohl die europäische Bankaufsichtsbehörde den Banken geraten hat, nicht mit virtuellen Währungen zu handeln, bis eine Regulierungsregelung vorliegt, existiert derzeit kein spezifisches Gesetz in Europa.

In China wurde im Vergleich dazu Banken und anderen Finanzinstituten verboten, mit den Kryptowährungen zu handeln. Dennoch haben private chinesische Investoren ein besonderes Interesse an Bitcoin gezeigt, um die staatlich festgelegten Kapitalkontrollen zu umgehen. Heute finden in diesem Land trotzdem ein Großteil der weltweiten Bitcoin-Transaktionen statt.

Japan, wo vor kurzem sogar Bitcoin-Geldautomaten eingeführt wurden, bleibt das einzige Land, das offiziell Bitcoin als gesetzliches Zahlungsmittel anerkannt hat. Auch dort können aber nur wenige Produkte oder Dienstleistungen mit der virtuellen Währung gekauft werden.

Nur ein Bruchteil der Online-Händler weltweit akzeptiert derzeit Bitcoin, sowohl im herkömmlichen Handel als auch im e-Commerce. Das ändert sich langsam aber sicher, angeführt von Firmen wie Microsoft und Dell, die jetzt Bitcoin als Zahlungsoption für eine begrenzte Anzahl von digitalen Inhalten und Produkten akzeptieren.

Auch wenn es zunehmend Mainstream wird, ist das Hauptsächliche, was Menschen mit Bitcoin »kaufen«, in der Tat nur virtuelles Bargeld. Und dies ist nachvollziehbar, da sich dessen Kurs (in USD) seit Jahresbeginn verzehnfacht hat.

Mittlerweile sind mehrere hundert andere digitale Währungen in Umlauf, darunter auch Ethereum, die Mitte Juni eine Marktkapitalisierung von rund 30 Milliarden Dollar hatte, fast schon so groß wie der »Marktführer« Bitcoin.

Für die Zukunft stellt sich die Frage: Werden solche »initial coin offerings« (oder ICOs) zum Alltag auf dem zunehmend virtuellen globalen Markt? Oder dominieren bald eine oder vielleicht zwei Kryptowährungen weltweit e-Commerce?

Anfang August wurde Bitcoin in zwei Währungen aufgespalten: Bitcoin und Bitcoin Cash. Anfängliche Befürchtungen – die Aufspaltung würde einen Wertverlust nach sich ziehen – bekamen auch vorübergehende Nahrung: Die Währung sackte zwischenzeitlich auf um die 2.000 USD ab. Umso eindrucksvoller waren dann jedoch die Erholung und der anschließende weitere Aufstieg.

Tatsächlich ist das Potenzial der zugrunde liegenden Technologie beträchtlich. Ebenso ist jedoch festzuhalten, dass Bitcoin außerordentlich volatil bleibt: innerhalb eines Tages im Mai 2017 um zwölf Prozent gestiegen und dann im Laufe desselben Tages um fast 30 Prozent gefallen. Die virtuelle Währung ist nicht nur kompliziert, sie ist auch für fast jeden Investor einfach zu riskant.

Georg Kaaserer ist Finanzanalyst bei Merck Finck Privatbankiers AG. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen und Ansichten sind diejenigen des Autors zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Artikels und können sich ändern. Dieser Artikel ist zudem allgemeiner Natur und stellt keine Rechts-, Wirtschafts-, Steuer- oder Anlageberatung dar. □



Get the strictly limited fluctibook with 144 wicked pages simulating content of photography, illustration, german poetry and other strange things you might like! Grab your copy now! Available for only 29,80 Euro
Order here: order@fluctibus.com | www.fluctibus.com

Die Zinswende und ihre Folgen für die Hälfte des deutschen Geldvermögens

Allen Orts hört man, dass sich der Wind an der Zinsfront langsam dreht. Das historische Experiment einer Geldschwemme in unvorstellbaren Dimensionen scheint auf ihr vorläufiges Ende zuzusteuern. Die Notenbanken FED und EZB bereiten sich offensichtlich auf eine Anpassung der »geldpolitischen Parameter« vor.

In rund 25 Monaten endet die Amtszeit von Mario Dragi. Nach einem Holländer, einem Franzosen und einem Italiener als Notenbankpräsident wird nun der Präsident der Deutschen Bundesbank Jens Weidmann als potentieller Nachfolger des amtierenden EZB-Präsidenten gehandelt. Weidmann hat nie einen Hehl daraus gemacht, dass er gegen die aktuelle ultralockere Geldpolitik ist.

Wie schnell die Zeit der negativen (realen) Zinsen vorbeigeht und damit die harte Zeit für Sparer, ist offen. Weit-sichtige Anleger sollten sich trotzdem jetzt damit auseinandersetzen, was es den heißen würde, wenn die Zinsen wieder steigen. Rund fünfzig Prozent des deutschen Geldvermögens sind in Sparkonten, Festgeldern und Anleihen gebunkert. Daher konzentriert sich die folgende Analyse auf die mögliche Auswirkung für diese Anlagen.

Als Basis für die Analyse gehen wir vereinfachend von einem Zinsanstieg in Höhe von 0,50 % p. a. aus. Jedes Jahr gleich, quer über alle Laufzeitsegmente hinweg. Beim unterstellten Szenario hätten wir also erst 2025 wieder Zinsen, wie wir sie wohl als normal empfinden, nämlich 3,00 % bis 5,00 %.

Wir wollen uns sechs verschiedene Anleger vorstellen. Anleger A investiert in einjährige Laufzeiten am Anleihen-

markt, Anleger F in sechsjährige Anleihen. Die Anleger B bis G wählen die Laufzeiten dazwischen. Nach Fälligkeit investieren sie jeweils wieder in dieselbe Laufzeit.

Die unten stehende Tabelle zeigt, welche Ergebnisse die Anleger in jedem einzelnen Jahr – vor Spesen und Steuern – erzielen würden.

Die angegebenen prozentuellen Veränderungen würden die Anleger sozusagen am Depotauszug als absolute Wertveränderung sehen. Lesebeispiel (grau markiert): Angenommen, ein Anleger kauft eine 3-jährige Anleihe (Zero-bond). Nach Ablauf kauft er wieder einen 3-jährigen Zero-bond. Schaut er ein Jahr später – also nach vier Jahren – nach, wie sich die Anlage entwickelt hat, so würde er feststellen, dass er im vierten Jahr 0,25 % gewonnen hat.



Betrachtet man die Ergebnisse der sechs Anleger, so ist das Resümee offensichtlich.

1. Auch wenn es auf Grund der aktuell negativen Zinsen am kurzen Laufzeitende schwer fällt, Anleger kommen durch die ersten Jahre des Zinsanstiegs am besten mit sehr kurzen Laufzeiten durch.
2. Die Anleger müssen in den ersten vier bis fünf Jahren reale Vermögensverluste hinnehmen. Können also die Kaufkraft des angelegten Kapitals nach Spesen, Steuern und Inflation nicht erhalten. □

Entwicklung nach:	1 Jahr	2 Jahren	3 Jahren	4 Jahren	5 Jahren	6 Jahren
Anleger A (Laufzeit 1 Jahr)	-0,72%	-0,22%	0,28%	0,78%	1,28%	1,78%
Anleger B (Laufzeit 2 Jahre)	-1,07%	-1,30%	0,07%	0,70%	0,93%	2,72%
Anleger C (Laufzeit 3 Jahre)	-1,25%	-1,89%	-1,57%	0,25%	1,28%	2,98%
Anleger D (Laufzeit 4 Jahre)	-1,33%	-2,08%	-2,16%	-1,41%	0,67%	1,92%
Anleger E (Laufzeit 5 Jahre)	-1,44%	-2,28%	-2,53%	-2,11%	-0,85%	1,07%
Anleger F (Laufzeit 6 Jahre)	-1,81%	-2,90%	-3,39%	-3,34%	-1,78%	0,00%

»Der deutsche Mittelstand verfügt über eine besondere Qualität«

Vor drei Jahren ging der Finanzanalyst Felix Gode mit dem Alpha Star Aktienfonds an den Start und erwirtschaftete seitdem für seine Anleger 70 Prozent Gewinn. Jetzt will er es noch mal wissen: mit einem Dividendenfonds, der gezielt auf Aktien aus dem deutschen Mittelstand setzt. Wir wollen mehr wissen. Das Interview von Manfred Gburek beleuchtet den Hintergrund.

Herr Gode, es gibt allein in Deutschland schon Hunderte von Dividendenfonds, und nun wollen Sie im September mit einem weiteren kommen. Ist das nicht zu optimistisch?

Felix Gode: Nein, überhaupt nicht. Bedenken Sie: Von den Hunderten Dividendenfonds ist nur rund die Hälfte ausschüttend, zahlt also in regelmäßigen Abständen Gelder an Anleger aus. Berücksichtigt man die Möglichkeit, für Anleger aus Dividenden ein passives Einkommen zu erzielen, also die interessanteste Eigenschaft eines Dividendenfonds, bleiben rund 100 ausschüttende Dividendenfonds übrig. Nebenbei: Über 90 Prozent der Dividendenfonds sind international ausgerichtet und konzentrieren sich auf die USA, auf Asien und Europa, nur eine Handvoll ausschließlich auf Deutschland. Das liegt daran, dass die meisten von diesen Fonds sehr hohe Volumina haben und deshalb auf ein breites Anlagespektrum angewiesen sind. Ein Dividendenfonds mit Spezialisierung auf den deutschen Mittelstand ist mir nicht bekannt.

Was für Vorteile soll ein solcher Fonds denn bieten?

Felix Gode: Wir haben es in Deutschland mit etwa 700 für uns infrage kommenden Unternehmen zu tun, die ich dem mittelständischen Bereich zuordne. Berücksichtigt man gewisse grundlegende Qualitätsfilter, wie eine angemessene Eigenkapitalquote oder positive Ergebnisse, schränkt sich die Auswahl der Unternehmen schnell auf die Hälfte ein. Dann kommt noch ein weiterer Aspekt hinzu: Rund 90 Prozent der Fonds schütten in einem jährlichen oder maximal halbjährlichen Turnus Gelder an die Anleger aus, nur sehr wenige Fonds in einem quartalsweisen Rhythmus. Fügt man beide Punkte zusammen, also Konzentration auf den deutschen Mittelstand und quartalsweise Ausschüttungen, kommt man zu dem Schluss, dass es kein vergleichbares Produkt am deutschen Fondsmarkt

gibt, und das, obwohl hierzulande sehr starke Unternehmen zu finden sind, die äußerst attraktive Dividenden zahlen.

Was soll dabei für die Anleger herauspringen?

Felix Gode: Wir planen eine durchschnittliche quartalsweise Ausschüttung von mindestens 1 Prozent, also von mindestens 4 Prozent im Jahr. Das ist ein realistischer Wert. Denn wenn man sich die 50 Unternehmen des deutschen Mittelstands mit den höchsten Dividenden anschaut, ist festzustellen, dass die durchschnittliche Dividendenrendite in diesem Jahr bei 4,8 Prozent lag. Das ist ein guter Wert, der sich in ähnlicher Größenordnung auch während der vergangenen zehn Jahre ergeben hat. Nach Abgeltungssteuer und Soli entspricht das einem Nettoertrag von rund 3,5 Prozent.

Ist das nicht zu hoch gegriffen, wenn man bedenkt, dass Aktienkurse und Dividenden seit 2009 im Trend gestiegen sind und dieser Trend kippen kann?

Felix Gode: Bei den genannten Zahlen handelt es sich gewiss um Durchschnittsgrößen, die nicht jedes Jahr in konstanter Höhe erzielt werden können. Dividenden lassen sich nicht garantieren. Aber gerade im deutschen Mittelstand gibt es eine Vielzahl an Unternehmen, die sich über Jahre und Jahrzehnte hinweg durch äußerst stabile Geschäftsmodelle ausgezeichnet haben und auch in schwierigen Jahren wie zum Beispiel 2008 die Dividenden nicht gekürzt haben. Solche Unternehmen im Portfolio zu haben, ist daher immens wichtig, falls es an den Börsen wieder mal turbulenter wird.

Welche Zielgruppen wollen Sie ansprechen?

Felix Gode: Alle Anleger, die langfristig orientiert sind und über die Zeit hinweg kontinuierliche Ausschüttungen erhalten möchten. Das sind vor allem private Anleger, die aus ihrem bestehenden Vermögen ein passives Einkommen generieren wollen. Infrage kommen sicherlich auch Vermögensverwaltungen und Family Offices. Durch die Positionierung im deutschen Mittelstand können und wollen wir den Fonds nicht in sehr hohe Volumengrößen wachsen lassen. Vielmehr sehen wir eine Größenordnung von etwa 50 Millionen Euro als Zielgröße. Die Strategie im kleinen Aktiensegment ist eine absolute Spezialität, die nicht auf Größe abzielt, sondern auf Qualität, und über die verfügt der deutsche Mittelstand mehr als genug. >>

Sind Sie allein zeitlich überhaupt in der Lage, Dutzende oder sogar Hunderte von Aktien mit hoher Dividendenrendite ständig zu verfolgen und die richtigen auszuwählen?

Felix Gode: Lassen Sie mich diese Frage aus ganz persönlicher Sicht beantworten. Ich beschäftige mich seit nunmehr über 15 Jahren ausschließlich mit Aktien des

deutschen Mittelstands. Mithilfe von Qualitätsfiltern lässt sich die zu beobachtende Grundgesamtheit der infrage kommenden Aktien im Dividendenbereich auf etwa 100 beschränken. Rund 25 bis 40 der aus meiner Sicht besten Dividendenaktien sollen dann den Weg ins Portfolio finden. □



Von der Kapitalanlagekonzeption bis zur Erfolgsmessung ...

Anleitung für eine sachgerechte und systematische Wertpapieranalyse

Die systematische und sachgerechte Wertpapieranalyse hat für Anleger eine hohe Bedeutung. Vor diesem Hintergrund und mit Blick auf die Praxis stellt das Buch eine umfassende Kapitalanlagekonzeption vor. Es zeigt u. a. wie Wertpapierportfolios gezielt zusammengestellt, Risiken beurteilt und schließlich wie Anlageerfolge gemessen werden können. Die 11. Auflage wurde umfassend aktualisiert und um aktuelle Themen wie die Aus-

wirkungen der Niedrigzinspolitik und den Handel mit Commodities, der an Beliebtheit stark zugenommen hat, erweitert. Dabei werden neben den theoretischen und institutionellen Grundlagen auch die entsprechenden Produkte und Märkte erläutert.

Steiner /Bruns/Stöckl

Wertpapiermanagement

Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung

11., überarb. Auflage 2017. 690 S. Geb. 49,95 Euro

Handelsblatt-Fachbuch | ISBN 978-3-7910-3476-8

Bequem online bestellen:

www.kaufhaus.handelsblatt.com



Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum zeigt sich von ihrer besten Seite, denn sie hat in den vergangenen 12 Monaten ihre Wettbewerbschancen ausgebaut und entsprechend genutzt. 15 Milliarden neue Kundengelder sprechen für sich. Alle Ergebnisse und andere Informationen finden Sie im neuen Elite Report:

»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2017«.

Preis: 39,80 Euro, Handelsblatt-Abonnenten zahlen 29,80 Euro, inklusive Mehrwertsteuer und Porto innerhalb Deutschlands; Auslandspporto wird extra berechnet.

**Bestellungen per E-Mail: bestellung@elitereport.de
www.elitereport.de**

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.