

## BÖRSENRADAR

# Vorsicht, wenn die Party am schönsten ist

Wer den Absprung an den Finanzmärkten nicht rechtzeitig schafft, muss mit einem ausgewachsenen Kater rechnen

CHRISTOF LEISINGER

Mit den Finanzmärkten ist es wie mit einer guten Party: Erst dauert es eine Weile, bis alle Gäste eingetrudelt sind und man sich kennt. Dann stellt sich langsam die gute Stimmung ein. In der aufkommenden Euphorie vergeht die Zeit meist so unglaublich schnell, dass man überrascht ist, wenn sich die Ersten schon wieder verabschieden. Oft ist das nahe am Höhepunkt des Events der Fall – und von da an geht es meist nur noch abwärts. Wer den Absprung nicht rechtzeitig geschafft hat, muss am nächsten Tag unter Umständen mit einem ausgewachsenen Kater fertigwerden.

## Wie lange spielt die Musik?

Auch mit Blick auf die jüngsten Kurskapiolen an den Börsen und Kapitalmärkten verstärkt sich der Eindruck, dass der Zenit der mittelfristigen Aufwärtsbewegung erreicht oder überschritten sein könnte. Viele wollen zwar noch nicht so richtig glauben, dass die Musik möglicherweise bald zum vorerst letzten Tanz aufspielen wird, dabei haben sich die Lage und die Stimmung in jüngerer Vergangenheit im Vergleich mit den letzten Jahren doch ziemlich verändert.

Tatsächlich ist das monetäre Umfeld in den vergangenen Monaten weniger generös geworden. Die amerikanische Notenbank fühlt sich gezwungen, den Leitzins im Trend immer weiter nach oben zu schrauben und die Bilanz zu verkürzen. Die Straffung scheint notwendig zu sein, weil die Regierung des Landes unter der Führung von Präsident Donald Trump die ohnehin schon heiss laufende Wirtschaft mit einer für die Umstände viel zu aggressiven Fiskalpolitik und protektionistischen Tendenzen noch zusätzlich anheizt. Mit Blick auf ein erwartetes Wirtschaftswachstum von etwa 3% im laufenden Jahr sowie deutlich anziehende Löhne und Produzentenpreise scheinen die realen Zinsen und Renditen noch klar zu tief zu sein.

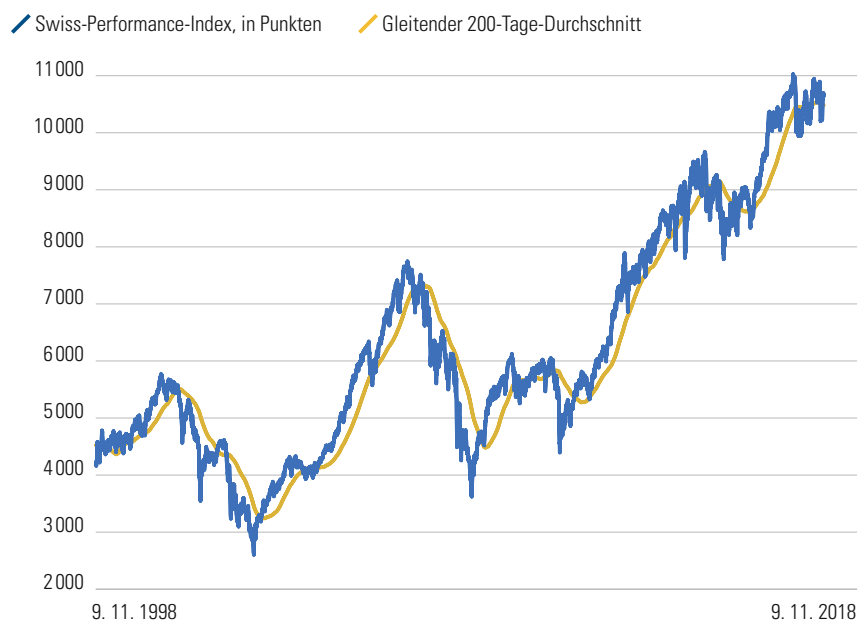
In Europa dagegen ist die Europäische Zentralbank (EZB) zur Gefange-

nen ihrer eigenen expansiven Strategie geworden. Die Regierungen des Kontinents haben die Stunde des billigen Geldes dazu genutzt, ihre verwöhnten Wähler bei Laune zu halten, statt die Wirtschaftsstrukturen auf schwierigere Zeiten vorzubereiten. Am deutlichsten wird das am Beispiel Italiens, wo Populisten an die Macht gekommen sind, indem sie ihren Wählern wider besseres Wissen das Blaue vom Himmel versprochen haben. Die Versprechen sind strukturpolitisch nicht nur kontraproduktiv, sondern sie lassen sich unter den gegebenen Rahmenbedingungen einfach nicht finanzieren – es sei denn, die EZB verwandelt sich in eine «italienische Zentralbank» und beginnt, die Geldschleuse noch weiter zu öffnen, statt den Fuss endlich vom monetären Gaspedal zu nehmen.

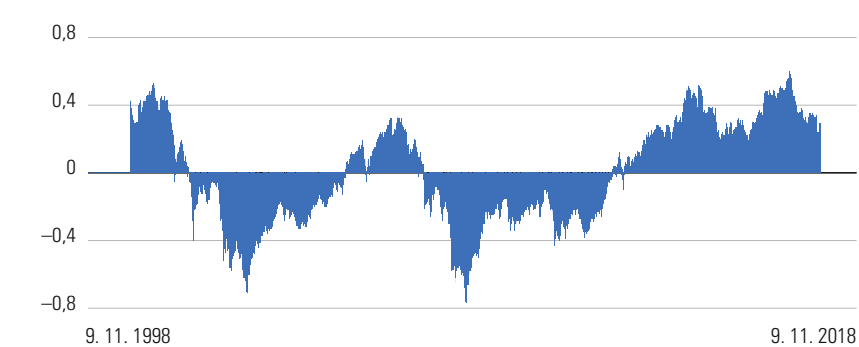
Solche Phänomene verunsichern zusammen mit erkennbaren konjunkturellen Brems Spuren in China die Wirtschaft. Während die Optimisten unter den Anlegern und Investmentstrategen noch von der Fortsetzung des Wachstums der vergangenen Jahre und einer soliden Gewinnentwicklung auf hohem Niveau bei den Unternehmen ausgehen, haben andere die Party schon verlassen. Das zeigt sich zum Beispiel daran, dass die sogenannten FAANG-Aktien, also die Papiere von Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google, inzwischen unter Druck geraten sind, nachdem sie den amerikanischen Markt lange Zeit beflügelten. Noch deutlicher haben die Aktien vieler zyklischer sowie kleinerer und mittelgrosser Firmen nachgegeben, deren Kurse sich in den vergangenen Jahren überdurchschnittlich gut entwickelten. Das ist meist dann der Fall, wenn sich bei Anlegern Zweifel an der Robustheit der konjunkturellen Entwicklung einschleichen.

Das Aufkommen einer gewissen Skepsis sollte nicht überraschen. Immerhin haben jüngst Firmen wie Thyssen-Krupp, Daimler, Schaeffler, Kuka und Continental vor einer enttäuschenden Gewinnentwicklung gewarnt. In der Schweiz haben dies zum Beispiel Comet, Meier Tobler, Dottikon, Autoneum oder

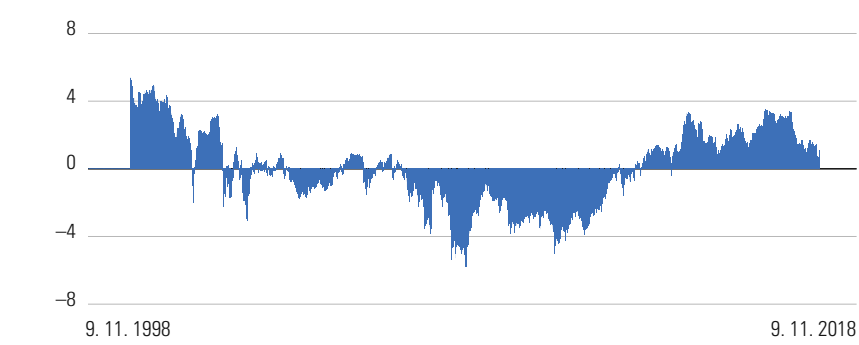
## Anspruchsvoll bewertet auf hohem Niveau



## Abweichung vom durchschnittlichen Verhältnis von Kurs zu Umsatz



## Abweichung vom durchschnittlichen Verhältnis von Kurs zu Gewinn je Aktie



QUELLE: FACTSET

NZZ-Infografik/cke.

auch Geberit getan. Die Geberit-Aktien haben auf Sicht eines Monats mehr als 13% ihres Wertes verloren und sind damit deutlich aus dem mittelfristigen Aufwärtstrend ausgeschert – das ist normalerweise kein gutes Zeichen. Die Papiere von Dottikon notieren inzwischen rund 40% unter ihrem vor eineinhalb Jahren erreichten Kurshoch. Jene von Comet, Autoneum und Meier Tobler haben ähnlich stark oder sogar noch deutlicher nachgegeben.

Dagegen scheint die operative Robustheit grösserer, solider Unternehmen gefragt zu sein. Immerhin liegen die Aktien von Nestlé fast auf Rekordniveau. Tatsächlich scheinen die Investoren also mit einer defensiveren Ausrichtung ihrer Portfolios auf das von unterschiedlichen Frühindikatoren angedeutete Nachlassen der Wachstumsdynamik, auf die abnehmende Investitionsbereitschaft und nicht zuletzt auf die handels- und geopolitischen Scharmützel sowie auf die populistischen Strömungen in verschiedenen Staaten zu reagieren.

## Eine optische Täuschung

Die Berichterstattung über die Gewinnentwicklung der Firmen im dritten Quartal lässt immer öfter die Frage aufkommen, ob der Höhepunkt beim Gewinnwachstum der Unternehmen überschritten sein könnte – und das scheint durchaus möglich zu sein. Letztlich spiegelt die operative Entwicklung der Firmen nur die veränderten realen Rahmenbedingungen wider: steigende Löhne, grössere Friktionen im Weltmarkt und zunehmende politische Unsicherheiten. In der europäischen Automobilindustrie kommt der Produktionsausfall aufgrund neuer Abgasprüfverfahren als zeitweilige Belastung hinzu. Das steht im Gegensatz zu den sehr hohen Erwartungen der Vergangenheit. Werden diese enttäuscht, kann es sehr leicht zu deutlichen Kursverlusten an den Börsen kommen. Die Bewertungskennzahlen können optisch täuschen, bis die Analytiker ihre Gewinnprognosen an die Realität angepasst haben.

## INVESTIEREN MIT BITCOIN UND CO.

# Sind Kryptowährungen reale Sachen oder ein flüchtiges Gut?

Die Frage, ob ein Bitcoin ein Eigentum begründet, ist im Fall eines Konkurses von Börsen- und Wallet-Betreibern entscheidend

WERNER GRUNDLEHNER

Rechtsexperten sind sich nicht einig, ob Kryptowährungen Sachen oder ein flüchtiges Gut sind – das ist auch für Investoren entscheidend. Beim Konkurs eines Wallet-Betreibers ist die Frage, ob ein Bitcoin Eigentum begründet oder nicht, relevant. Würden die digitalen Währungen als nicht aussonderbares flüchtiges Gut betrachtet, wäre eine rechtliche Herausforderung kaum möglich. Bitcoin und Co. fielen in die Konkursmasse.

Die Möglichkeit, dingliche Rechte, im Speziellen Eigentumsrechte an Krypto-Assets, zu begründen, setzt voraus, dass Kryptowährungen als Sachen im Sinne des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (ZGB) qualifiziert bzw. wie solche behandelt werden können. Die zurzeit vorherrschende Meinung zum Schweizer Recht verneint die Sachqualität von Kryptowährungen. Doch gibt es Rechts-Experten, die diese Sachqualität, speziell jene von Bitcoin, bejahen. Der Bereich ist noch ziemlich neu, deshalb gibt es weder eine einheitliche Praxis noch eine herrschende Lehre.

Gemäss dem Anwalt Jean-Marc Schaller lässt sich an Kryptowährungen kein Eigentum begründen: «Nicht nur fehlt es an der gesetzlich zwingend vorgeschriebenen Körperlichkeit, sondern auch daran, dass sich diese Währungen anders als etwa Bargeld nicht unmittel-

bar tatsächlich beherrschen lassen.» Kryptowährungen seien nur innerhalb des jeweiligen Blockchain-Systems transferierbar. Dafür benötigt man ausserdem die Mithilfe anderer, meist Gebühren verlangender Netzwerkteilnehmer. Eine Beherrschung sei nur indirekt via Private oder Public Key möglich. Geht dieser Code verloren, sind auch die Kryptowährungen weg. Auch der Tausch in Franken oder Dollar sei nur möglich, wenn die Tauschbörse nicht offline sei.

## Keine «gedruckte Freiheit»

Ganz anders sieht es beim Bargeld aus, das auch als «gedruckte Freiheit» gilt: Bargeld könne problemlos tatsächlich und unmittelbar beherrscht werden, mit der Folge einer Begründung von Besitz und Eigentum, sagt Schaller. Konkret könne Bargeld, abgesehen von allfälligen Ausfuhrrestriktionen, an beliebigen Orten gelagert, überallhin mitgenommen, transferiert und alsdann gebührenfrei und zudem ohne Datenspur als Zahlungsmittel eingesetzt werden. Eine Analogie zwischen Bargeld und Kryptowährungen herzustellen, sei daher unzutreffend.

Die Gleichstellung von Kryptowährungen mit Sachen würde ausserdem, so Schaller, die Nutzer in falscher Sicherheit wiegen. Namentlich könne die Kryptowährung im Falle eines Konkurses, etwa eines Wallet-Providers, momentan nicht rechtssicher erhältlich gemacht

werden. Nach seiner Auffassung unterliegen daher Anbieter, Verwender und Hinterleger von Kryptowährungen einer entsprechenden zivilrechtlichen Aufklärungspflicht.

Für das Sachenrecht gilt jedoch das ausdrückliche Bekenntnis des Gesetzgebers zur Unvollständigkeit und Lückenhaftigkeit («Mut zur Lücke»). Wichtige Hilfsmittel der Gesetzesauslegung sind die Prinzipien des Sachenrechts, die sich durch Abstraktion aus Rechtsnormen ableiten lassen.

«Die Diskussion ist kontrovers, und eine Regelung der Eigentumsfrage würde gewisse Prozesse vereinfachen», erklärt der Anwalt Andreas Glarner von der Kanzlei MME, die sich im Krypto-

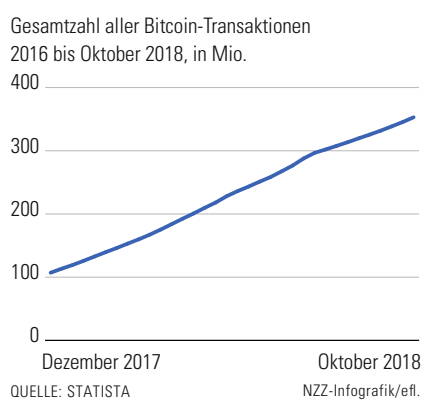
und im Blockchain-Segment einen Namen gemacht hat. Deshalb erstaunt es nicht, dass der Anwalt überzeugt ist, dass es einen eigentumsähnlichen Status für die Krypto-Assets gebe. Wie bei Sachen bestehe eine direkte Kontrolle über diese digitalen Güter und damit ein faktischer digitaler Besitz der Krypto-Assets. Diese seien zwar unkörperlich, aber trotzdem beherrschbar und rivalisierend. In diesem Sinn könne man auch die Wegleitung und die Praxis der Finanzmarktaufsicht zu Wallet-Anbietern verstehen. Die Finma verfügt aber nicht über regulatorische Kompetenz im Zivilrecht.

«Die Beherrschbarkeit ist ein abstrakter Begriff und setzt nicht die ständige Verfügungsmacht über eine Sache voraus», führt Glarner weiter aus. «Sie können auch ein Velo besitzen, ohne dass Sie ständig darauf sitzen», ergänzt er. Die Institute von Besitz und Eigentum gründeten auf einem archaischen Verständnis von Vermögensallokation: Wer etwas physisch bei sich hat, dem gehört es. Gerade in der sich rasch entwickelnden Sharing-Economy sei das nicht mehr so einfach.

## Dateneigentum ungeklärt

Die Frage zum Eigentum an digitalen Daten, die es mittlerweile in verschiedensten Ausprägungen gebe, sei ein drängendes Problem, das noch der Lösung bedürfe. Nur weil man sich beim

## Kurs sinkt, Transaktionen nehmen zu



QUELLE: STATISTA

NZZ-Infografik/efl.