

Braunschweig, 01. Januar 2019

Sehr geehrter Geschäftspartner,

mit dem Jahreswechsel 2018 endete zugleich auch das zehnte Jahr der BRW-Geschichte - schon allein deswegen werden wir es in guter Erinnerung behalten. Doch diese positive Sicht auf das vergangene Jahr wird vermutlich nicht jeder „Börsianer“ mit uns teilen. Zu stark hat der gleichzeitige Preisrückgang an den globalen Aktien- und Rentenmärkten die Nerven der meisten Marktteilnehmer belastet. Verständlich! Mindern doch solche Preisrückgänge die Höhe des eigenen Vermögens - und wer kann hieran schon ernsthaft ein Interesse haben? Doch zeigt unser Verhalten im Alltag, dass diese Sichtweise allein zu kurz greift. Denn egal ob es der tägliche Kauf von Lebensmitteln, die geplante Urlaubsreise oder das nächste Auto ist - die einzige Person, die sich über steigende Preise dieser Waren/Dienstleistungen freuen kann, ist der Verkäufer.

Während wir fallenden Preisen im Alltag folglich in den weitaus meisten Fällen mit positiven Gefühlen begegnen, ist gleiches bei Vermögenspreisen offenbar nicht der Fall. Demnach müssten wir alle, die wir uns über steigende Vermögenspreise freuen und fallenden Preisen mit schlechten Gefühlen begegnen, an der Börse die Position des Verkäufers einnehmen, oder?

#### Wer bin ich?

In seinem 1997er Brief an die Aktionäre, stellte Warren Buffett seinen Lesern die folgenden Quizfragen: *„Wenn Sie planen, Ihr ganzes Leben lang Hamburger zu essen und kein Rinderzüchter sind, sollten Sie sich dann höhere oder niedrigere Preise für Rindfleisch wünschen? Ebenso, wenn Sie von Zeit zu Zeit ein Auto kaufen werden, aber kein Automobilhersteller sind, sollten Sie höhere oder niedrigere Autopreise bevorzugen? Diese Fragen beantworten sich natürlich von selbst.*

*Aber jetzt zur Abschlussfrage: Wenn Sie erwarten, in den nächsten fünf Jahren Nettosparer zu sein, sollten Sie dann in diesem Zeitraum auf höhere oder niedrigere Preise am Aktienmarkt hoffen? Viele Investoren verstehen das falsch. Obwohl sie für viele Jahre Nettokäufer von Aktien sein werden, sind sie begeistert, wenn die Aktienkurse steigen und deprimiert, wenn sie fallen. Tatsächlich freuen sie sich, weil die Preise für die „Hamburger“, die sie bald kaufen werden, gestiegen sind. Diese Reaktion macht keinen Sinn. Nur diejenigen, die in naher Zukunft Nettoverkäufer von Aktien sein werden, sollten sich über einen Anstieg der Aktien freuen<sup>1</sup>.*

Bekanntlich sieht die Realität anders aus. Obwohl die meisten der von uns betreuten Kunden auch in den kommenden Jahren Nettosparer sein werden, werden Berichte, in denen wir höhere Preise ausweisen, wohlwollend zur Kenntnis genommen, solche mit geringeren Preisen hingegen als negativ abgetan. In Kenntnis des vorstehenden Hamburger-Beispiels und einer alltäglichen Gefühlswelt, welche hierzu im deutlichen Widerspruch steht, stellt sich somit die Frage nach dem Warum.

Wir glauben, die Antwort in zwei „kleinen“ Wörtern entdeckt zu haben, die nur auf den ersten Blick Gleiches vermuten lassen, tatsächlich jedoch für gänzlich andere Sachverhalte stehen.

#### Preis und Wert

*„Heutzutage kennen die Leute von allem den Preis und nicht den Wert.“ (Oscar Wilde)*

Gut zwei Monate ist es her, da wir als Referenten zum Thema Bitcoin auftreten durften. Fragen waren ausdrücklich erwünscht und so kam es, dass eine Dame aus dem Publikum nach einiger Zeit ihren (leichten) Unmut äußerte und darum bat, doch bitte bald den „fairen Wert“ eines Bitcoins genannt zu bekommen.

Wohlgermerkt: In den Minuten zuvor wurde dieses Thema bereits mehrfach und aus unterschiedlicher Perspektive (Preis- und Wertseite) diskutiert, den Transfer bei einem solch „unfassbaren“ Thema wie Bitcoin herzustellen, fiel jedoch nicht jedem leicht.

---

<sup>1</sup> Quelle: Berkshire Hathaway Inc. 1997 Chairman's Letter

Hilfreich bei der Zerschlagung des „Gordischen Knotens“ erwies sich indes die Antwort auf die folgende Frage: „Was ist der faire Wert Ihrer selbstgenutzten Immobilie?“. Erwartungsgemäß nannte die Dame einen EUR-Betrag verbunden mit dem Hinweis, dass ihr der genaue Preis ihres Objektes nicht bekannt sei und sie hierfür einen Makler zu Rate ziehen müsse. In gleicher Weise hätte vermutlich auch ein Großteil der übrigen Anwesenden geantwortet. Doch so plausibel uns die Antwort auf die gestellte Frage auch erscheinen mag, verkennt sie doch den elementaren Unterschied zwischen den beiden Worten „Wert und Preis“.

### Der Wert von selbstgenutzten Objekten

Denn während sich die Frage nach dem Preis eines Gegenstandes über die Nennung eines Betrages in einer beliebigen Recheneinheit beantworten lässt, hängt sein Wert von anderen „Dingen“ ab. Wärme spenden, Geborgenheit und Schutz vor äußeren Einflüssen geben sind Eigenschaften, die eine Immobilie für den Menschen wertvoll machen.

Allgemein gesprochen bestimmen folglich die Möglichkeit der Nutzung sowie die Bedeutung für unser all-tägliches Leben den Wert einer Ware/Dienstleistung bzw. eines Gegenstandes.

Soweit, so klar. Doch was, wenn man das Objekt gar nicht selbst nutzen kann / will?

### Der Wert von fremdgenutzten Objekten

Auch solche Objekte können für den Inhaber wertvoll sein. Allerdings bedingt dies eine Art der Kompensation für den eigenen Nutzungsverzicht, welche vom Eigentümer als gleichwertig und somit bedeutend für das alltägliche Leben angesehen wird. Solche Kompensationsgeschäfte erfolgten früher in Form des Austauschs von realen Waren und Dienstleistungen; heute drücken wir Ihren „Wert“ indirekt mit Hilfe von Beträgen und Recheneinheiten sowie dem Ziel aus, die heutige Kaufkraft möglichst passgenau in die Zukunft zu verlagern. Eine solche kaufkrafterhaltende Zahlungsreihe könnte z. B. aus den folgenden Beträgen bestehen:

Jahr	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Einnahme p. a.	5.800 €	6.200 €	6.600 €	7.000 €	7.600 €	8.100 €
Jahr	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Einnahme p. a.	8.600 €	9.200 €	9.900 €	10.500 €	11.300 €	12.000 €
Jahr	2015	2016	2017	2018	Summe 2003-2018	
Einnahme p. a.	12.900 €	13.800 €	14.700 €	15.700 €	160.000 €	

15 Jahre, jährliche Erhöhungen der Einnahmen um fast sieben Prozent und in der Summe Gesamtleistungen, ausgedrückt in Euro, in Höhe von EUR 160.000: Eine solche Zahlungsreihe ist wertvoll, denn sie stellt für den Empfänger dieser (Geld-) Leistungen eine scheinbar sichere Möglichkeit dar, Kaufkraft in einem bestimmten Umfang in die Zukunft zu verlagern.

### Der Preis von fremdgenutzten Objekten

Angenommen, der Eigentümer des Objekts, das in der Vergangenheit für die oben genannten Einnahmen gut war, ist bereit, sich von diesem Vermögensgegenstand zu trennen und bietet es auf dem Markt zum Verkauf an. Unter der Annahme, dass die zukünftige Entwicklung jener der Vergangenheit entspricht, würde sich in etwa folgendes Bild ergeben:

Jahr	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Einnahme p. a.	16.800 €	17.900 €	19.200 €	20.500 €	21.900 €	23.400 €
Jahr	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Einnahme p. a.	25.000 €	26.700 €	28.600 €	30.600 €	32.600 €	34.900 €
Jahr	2031	2032	2033	2034	Summe 2019-2034	
Einnahme p. a.	37.300 €	39.800 €	42.600 €	45.400 €	463.000 €	

Welchen Preis wären Sie bereit, für diesen Strom an sicheren Einnahmen zu bezahlen?

Würden Sie Ihrer Antwort die derzeit herrschenden Verhältnisse auf den Immobilienmärkten größerer deutscher Städte zugrunde legen, so würde Ihr Gebot vermutlich bei dem 20 bis 25-fachen der zu erwartenden Jahreseinnahmen liegen.

Damit nicht genug erweitern wir das vorstehende Beispiel noch um einige, mehr oder weniger realistisch erscheinende Annahmen. Angenommen:

1. Die oben genannten Zahlungen wären nur ein Teil Ihrer Einnahmen.
2. Ein weiterer Teil in mindestens gleicher Höhe würde Ihnen ebenfalls zugerechnet werden. Anders als der erste Teil würden diese Einnahmen jedoch nicht jährlich an Sie ausbezahlt, sondern stattdessen auf einem Sparsbuch gutgeschrieben werden, auf welchem Ihr Guthaben für die kommenden 15 Jahre mit 3% verzinst werden würde.
3. Zwar können und dürfen Sie jederzeit über den zweiten Teil Ihrer Einnahmen nebst Zinsen verfügen, allerdings ist die Höhe der Auszahlung vor Ablauf von zehn Jahren unsicher und erst nach Ablauf von 15 Jahren garantiert.

Vermutlich würden diese ergänzenden Annahmen Ihre Bereitschaft zur Abgabe eines höheren Gebotes positiv beeinflussen, denn die zu erwartenden Gesamteinnahmen liegen nunmehr bei mehr als einer Million Euro. Vielleicht würden Sie die unter Punkt drei gemachten Einschränkungen davon abhalten, Ihr Preisgebot zu verdoppeln - einer Erhöhung um 50% auf das 30-bis 35-fache einer Jahreseinnahme würden Sie jedoch vermutlich zustimmen.

Wie würden Sie reagieren, wenn man Ihnen dieses Gesamtpaket zum 22-fachen der 2019er-Einnahmen bzw. zum 12-fachen der durchschnittlichen Jahreseinnahmen anbieten würde? Mit Skepsis? Wie wäre es, wenn Ihnen das gleiche Paket ein Jahr später zum 18-fachen der 2019er-Einnahmen bzw. zum 10-fachen der durchschnittlichen Jahreseinnahmen anbieten würde? Staunen, Zögern, Unglaube? Doch, dieses Angebot ist real - willkommen am Aktienmarkt des Jahres 2018.

### Der Aktienmarkt des Jahres 2018

Tatsächlich wurden die obigen Zahlen von uns nicht zufällig gewählt. Sie sind real und geben das Bild für Aktionäre der BMW AG in den Jahren 2003 bis 2018 wirklichkeitsgetreu wieder. Lediglich an zwei Stellen hielten wir es für angemessen, „leichte“ Veränderungen vorzunehmen: denn ansonsten hätte das Beispiel für die meisten Leser noch unglaubwürdiger geklungen:

1. Zum einen haben wir die Höhe der laufenden Einnahmen (= Dividendenzahlungen) geglättet mit der Folge, dass in den Jahren 2009 und 2010 zu hohe Beträge ausgewiesen worden sind. Um diesen Malus auszugleichen, haben wir die jährliche durchschnittliche Steigerungsrate deutlich reduziert, so dass die Gesamtsumme der Dividendenzahlungen (EUR 160.000) um mehr als EUR 100.000 unterhalb der tatsächlichen Zahlungen (EUR 270.000) liegt. Folglich betrug die tatsächliche jährliche Steigerungsrate auch nicht sieben, sondern rund 14%!
2. Der angenommene Guthabenzins für den zweiten Einnahmenteil entspricht ebenfalls nicht der Realität. Doch in einer Welt der Nullzinsen hielten wir es für angemessen, den tatsächlichen Zinssatz von 6% auf 3% zu reduzieren.

Der oben genannte Zahlungsstrom der Jahre 2003 bis 2018 war somit für Aktionäre der BMW AG mehr als real. Jener der Jahre 2019 ff. muss seine Validität zwar vorerst noch beweisen, angesichts äußerst konservativer Annahmen (die Realität der vergangenen 15 Jahre wurde für die zukünftige Planrechnung um 50% reduziert) kann sein Eintreffen jedoch als wahrscheinlich gelten.

Dieser angenommene Zahlungsstrom wurde Investoren Ende 2017 noch zum 22-fachen der für das Jahr 2019 erwarteten und zum 12-fachen der durchschnittlichen Dividendenhöhe angeboten, was angesichts der Bewertungsvielfachen auf dem Immobilienmarkt bereits als „Schnäppchen“ gelten kann. Besser noch, verlangten Verkäufer dieses unverändert wertvollen Zahlungsstroms Ende 2018 nur noch Faktoren, welche -relativ zur 2019er Dividendenhöhe -in etwa bei dem 18-fachen bzw. weniger als dem 10-fachen der durchschnittlichen Dividendenhöhe gelegen haben. Hierin einen Nachteil für jene Menschen zu erkennen, welche in den kommenden Jahren in der Tendenz als Nettokäufer auftreten werden, vermögen wir nicht.

### Fazit

„Der Preis ist, was Sie bezahlen; der Wert ist, was Sie bekommen“. Dieses Zitat aus dem Munde von Warren Buffett fasst das Geschriebene gut zusammen. Entwicklungen wie jene des letzten Jahres, welche auf breiter Front zu Preisrückgängen in teils zweistelliger prozentualer Höhe führten, sollten demnach eigentlich all jene erfreuen, welche in der Lage sind, Preis von Wert zu unterscheiden und zudem absehbar als Nettokäufer am Markt auftreten werden.

Doch die Realität ist bekanntlich eine andere. Noch immer führen Preisrückgänge von wertvollen Anlagegütern auch bei „Anlageprofis“ zu negativen Gefühlsausbrüchen; Preisanstiege hingegen werden weithin bejubelt. Solche falschen Gefühle verhindern Anlageerfolg mehr als das sie ihn begünstigen. In der Hoffnung, hiermit einen Beitrag zum allgemeinen Wohlbefinden zu leisten, möchten wir empfehlen, den Blickwinkel zu verändern. Allen „Zittrigen“ sei das folgende Beispiel zudem zur regelmäßigen Lektüre empfohlen:

Stellen Sie sich bitte vor, Sie sind Eigentümer eines Mehrfamilienhauses (Aktienportefeuilles), welches von 40 erstklassigen Mietern (Aktien von BMW, SAP, APPLE etc.) bewohnt wird. Diese zahlen ihre Miete (Dividende) regelmäßig und akzeptieren auch jährliche Mietsteigerungen (Dividendensteigerung) in der Größenordnung zwischen 5 bis 10% ohne zu murren. Um auch künftig bei Ihnen wohnen zu dürfen, bilden Ihre Mieter zudem Reserven (einbehaltene Gewinne). Anders als üblich, werden diese Reserven jedoch im Endeffekt nicht den Mietern, sondern Ihnen, als Vermieter, zugerechnet und an Sie ausbezahlt. Einzige Voraussetzung, um in den vollen Genuss dieser Reserven zu kommen, ist es, Geduld zu haben und zuzusehen, wie das „achte Weltwunder“ (der Zinseszins) über die Jahre (Anlagehorizont) seine Wirkung entfaltet. Diese Geduld haben Sie, genügen Ihnen doch die jährlichen Einnahmen (Dividenden) zur Bestreitung Ihres Lebensunterhalts. Als hilfreich hierfür erweist sich der Fakt, dass Sie für Ihr Mehrfamilienhaus keinerlei Rücklagen mit Blick auf künftige Instandhaltungen bilden müssen, denn auch das ist schließlich Aufgabe Ihrer Mieter. Lediglich ein gewisses Risiko von Mietausfällen bleibt, angesichts der Bonität ihrer Mieter sowie deren Anzahl ist dieses Risiko in der Summe jedoch zu vernachlässigen.

In unregelmäßigen Abständen kommt es zudem vor, dass Sie einem Ihrer Mieter kündigen (Verkauf der jeweiligen Aktie) und den Platz frei machen für einen neuen Mieter (Kauf einer anderen Aktie). Diese Entscheidung treffen Sie jedoch niemals aus einer Laune heraus, sondern immer auf Basis rationaler Überlegungen (Preis-/Wertvergleich). Oberstes Ziel Ihrer Entscheidung ist zudem nicht „die schnelle Mark“, sondern die dauerhafte Erhaltung Ihrer Kaufkraft. Letztgenanntes macht Sie auch immun gegenüber den Angeboten anderer Marktteilnehmer, die jeden Tag aufs Neue versuchen, Ihnen Ihr Mehrfamilienhaus (Aktienportefeuille) zu den unterschiedlichsten Preisen - ermittelt nach Lust und Laune- abzukaufen. Anders als die meisten anderen Marktteilnehmer wissen Sie jedoch um den Wert Ihrer Immobilie. Folglich wären Sie auch nur in absoluten Ausnahmefällen dazu bereit, Teile Ihres Mehrfamilienhauses zu verkaufen (Preisblasen wie Anfang 2000). Umgedreht erlaubt Ihnen jedoch Ihr sparsamer Lebenswandel in Verbindung mit der Höhe und guten Planbarkeit Ihrer Mieteinnahmen, in Zeiten der allgemeinen Depression (Anfang 2009) den Kauf weiterer Mehrfamilienhäuser.

So gesehen, stellten die Preisrückgänge des Jahres 2018 eine gute Gelegenheit dar, um die Qualität der eigenen „Immobilie“ weiter zu verbessern. Im Interesse unserer Kunden haben wir hiervon, insbesondere in den letzten Wochen und Monaten, rege Gebrauch gemacht.

*Herzliche Grüße*



Thomas Ritterbusch



Bastian Bosse

 BRW Finanz AG

Wilhelmitorwall 31 | 38118 Braunschweig | Telefon +49 531 24339 0 | Fax +49 531 24339 99 | [info@brw-ag.de](mailto:info@brw-ag.de) | [www.brw-ag.de](http://www.brw-ag.de)  
Vorsitzender des Aufsichtsrates: Dr. Wolf-Michael Schmid | Vorstand: Kerstin Borchardt und Thomas Ritterbusch  
Sitz der Gesellschaft: Braunschweig | Amtsgericht: Braunschweig HRB 201358 | Steuer-Nr. 14/213/40000 | Ust-ID Nr. DE261599305

Diese Veröffentlichung wurde von der BRW Finanz AG erstellt. Sie dient ausschließlich der Information unserer Kunden und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe von Kauf-, Verkaufs-, oder Zeichnungsaufträgen dar. Soweit nicht ausdrücklich Kauf-, Verkaufs- oder Halteempfehlungen ausgesprochen werden, stellen die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Wertpapieren und sonstigen Titeln keine Anlageempfehlung dar. Der/die Analyst/-in, der/die diesen Beitrag erstellt hat/haben, bestätigt/bestätigen, dass die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen exakt die persönliche Meinung des/der Analysten/-in zu dem /den betreffenden Wertpapier/-en und Emittenten widerspiegeln und dass kein Teil seiner/ihrer Vergütung in direktem oder indirektem Zusammenhang mit bestimmten in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten stand oder stehen wird. Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein mit der Folge, dass der Anleger möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurückerhält. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder Ertrag einer Anlage auswirken. Bei Illiquidität des Wertpapiermarktes (bzw. einzelner Titel) kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort erwerben oder veräußern lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Die individuellen Anlageziele, die Finanzlage oder die besonderen Bedürfnisse einzelner Empfänger wurden nicht berücksichtigt. Die vergangene Entwicklung ist nicht notwendigerweise maßgeblich für die künftige Entwicklung. Die BRW Finanz AG wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt. Die Vervielfältigung und Weitergabe ist nicht erlaubt. Kein Teil darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise.