



MAKROANALYSE 13/7/2016

Eurobruchstelle Italien

von THOMAS MAYER

- Die Einschätzung gewinnt an Gewicht, dass die EWU langfristig nicht überleben wird. Eine gefährliche Bruchstelle für den Euro liegt in den unüberbrückbaren Gegensätzen zwischen Deutschland und Italien.
- Für Deutschland war und ist die Einhaltung vereinbarter Regeln die grundlegende Bedingung für die Teilnahme an der Währungsunion. Italien ist aber wirtschaftlich und politisch unfähig, sich an die wesentlich von deutschen Vorstellungen geprägten Regeln zu halten.
- Um den Euro zu erhalten, müsste Deutschland auf feste Regeln für die EWU verzichten und bereit sein, die Geldverfassung den jeweiligen Bedürfnissen in Bedrängnis geratener EWU-Mitglieder anzupassen. Alternativ müsste sich Italien „neu erfinden“ und künftig in der Lage sein, erfolgreich in einem regelbestimmten Euroraum wirtschaften zu können. Weder das eine noch das andere ist wahrscheinlich.

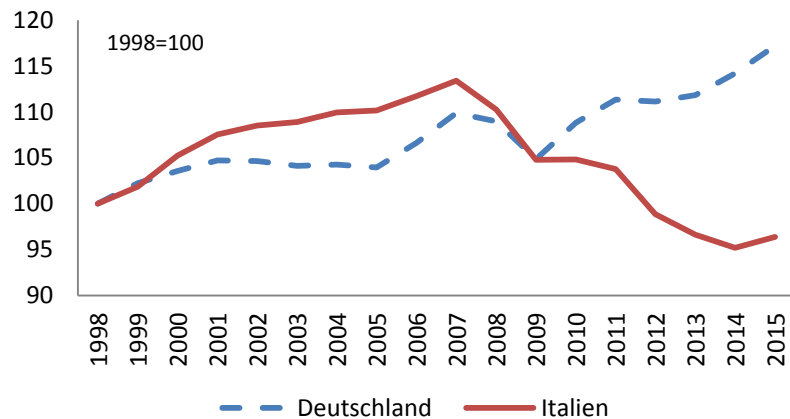
Durch die Umgehung der Verbote von „Bail-outs“ und monetärer Staatsfinanzierung im Regelwerk der Europäischen Währungsunion wurde der Euro zwar vor dem unmittelbaren Zusammenbruch gerettet aber nicht dauerhaft saniert. Inzwischen gewinnt die Einschätzung an Gewicht, dass der Euro auf Dauer nicht überleben wird. Abspaltungen kleinerer Länder, wie sie Griechenland im Jahr 2015 drohte, wären zu verkraften, aber ein Bruch zwischen großen Ländern wäre fatal. Zwischen Deutschland und Frankreich sind die wirtschaftlichen Unterschiede vermutlich nicht groß genug und die politischen Verbindungen wohl zu eng, als dass dort der Bruch kommen würde, auch wenn die zu-

nehmende politische Bedeutung des Front National ein Risiko darstellt. Eine viel gefährlichere Bruchstelle für den Euro dürfte dagegen in den unüberbrückbaren Gegensätzen zwischen Deutschland und Italien liegen.

Für Deutschland war und ist die Einhaltung vereinbarter Regeln die grundlegende Bedingung für die Teilnahme an der Währungsunion. Italien ist aber wirtschaftlich und politisch unfähig, sich an die wesentlich von deutschen Vorstellungen geprägten Regeln zu halten. Um den Euro zu erhalten, müsste Deutschland auf feste Regeln für die EWU verzichten und bereit sein, die Geldverfassung den jeweiligen Bedürfnissen



Grafik 1. Inflationsbereinigtes BIP pro Kopf



Quelle: Haver Analytics, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute.

in Bedrängnis geratener EWU-Mitglieder anzupassen. Vor dem Hintergrund der deutschen historischen Erfahrungen mit einer politisch opportunen Geldschaffung (zu Beginn der Weimarer Republik, in der Nazizeit und später in der DDR) dürfte dies politisch jedoch kaum durchsetzbar sein. Alternativ müsste sich Italien „neu erfinden“ und künftig in der Lage sein, erfolgreich in einem regelbestimmten Euroraum wirtschaften zu können. Auch dies ist politisch nicht machbar. Die Frage nach der Zukunft des Euro spitzt sich daher darauf zu, ob er eher am Austritt Italiens oder Deutschlands aus der EWU scheitern wird.

Bruchstelle Realwirtschaft

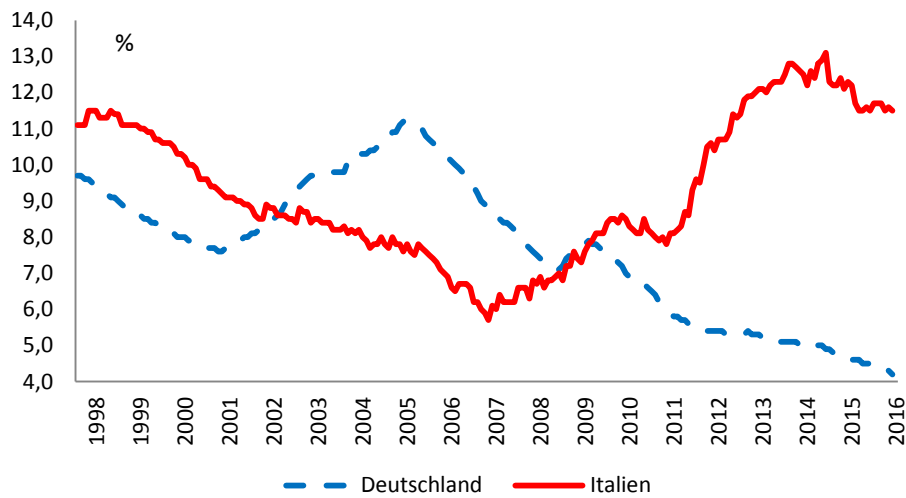
Heute geht es den Italienern im Durchschnitt wirtschaftlich deutlich schlechter als zu Beginn der EWU. Den Deutschen geht es dagegen im Durchschnitt deutlich besser. Grafik 1 zeigt das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf in Italien und Deutschland, deflationiert mit dem jeweiligen harmonisierten Konsumentenpreisindex. Dieser Indikator spiegelt die Entwicklung des realen Einkommens pro Kopf aus der Sicht der Konsumenten wider.

Bis zum Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 entwickelte sich das reale Pro-Kopf-Einkommen in Italien etwas besser als in Deutschland. Seither haben sich die Verhältnisse jedoch umgekehrt. Im Jahr 2015 lag das reale Pro-Kopf-Einkommen in Italien um beinahe 4 % unter seinem Wert von 1998, in Deutschland lag es gut 17 % darüber. In keinem anderen Industrieland war die Entwicklung des Pro-Kopf-Einkommens so schwach wie in Italien.

Damit nicht genug. Auch die Entwicklung des Arbeitsmarkts verlief in Italien sehr viel schwächer als in Deutschland. Grafik 2 zeigt den Verlauf der gesamten (harmonisierten) Arbeitslosenrate, Grafik 3 den der Jugendarbeitslosigkeit in beiden Ländern. Im Mai 2016 betrug die gesamte Arbeitslosenrate in Italien 11,5 %, nahezu unverändert von der Rate von 11,4 % im Dezember 1998 vor Beginn der EWU. In Deutschland lag die Arbeitslosenrate im Mai 2016 bei 4,2 % nach 9,0 % im Dezember 1998. Noch ungünstiger für Italien verlief die Entwicklung der Jugendarbeitslosigkeit. In Italien stieg diese von 30,4 % im Dezember 1998 auf 36,9 % im Mai 2016. In Deutschland fiel sie von 9,3 % im Dezember 1998 auf 7,2 % im Mai 2016.

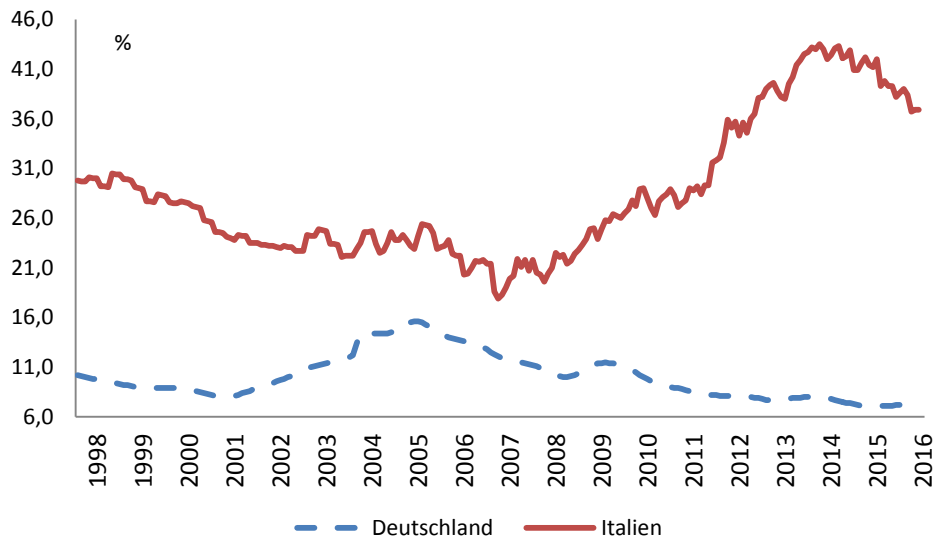


Grafik 2. Arbeitslosenrate



Quelle: Haver Analytics.

Grafik 3. Arbeitslosenrate für Erwerbstätige unter 25 Jahren



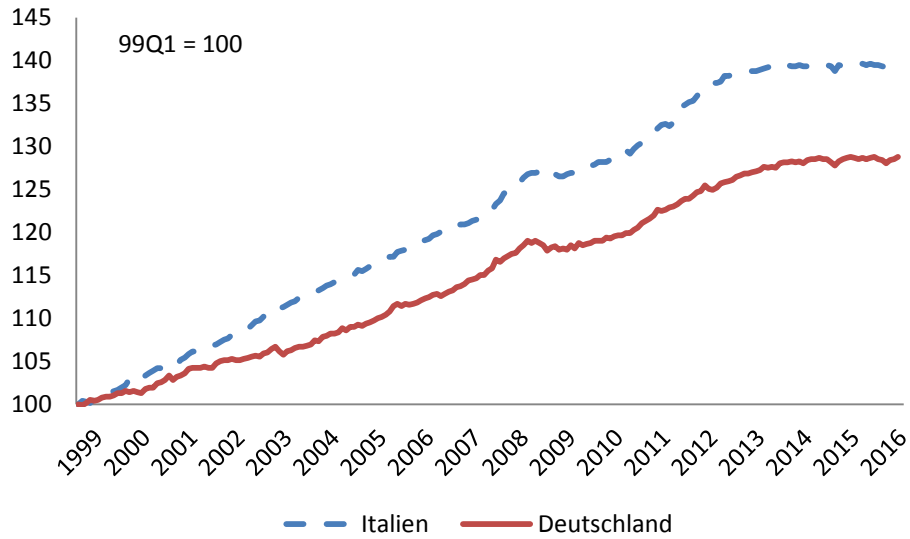
Quelle: Haver Analytics.

Man hätte angesichts der schwachen Wirtschaftsentwicklung erwarten können, dass in Italien die Inflation unter der Deutschlands gelegen hätte. Dem war jedoch nicht so. Seit Anfang 1999 stiegen die (harmonisierten) Konsumentenpreise in Italien um rund 39 %, in Deutschland um knapp 29 % (Grafik 4). Vor dem Hintergrund höherer Inflation und geringeren Produktivitätswachstums verringerte sich der

reale effektive Wechselkurs in Italien (auf der Basis relativer Lohnstückkosten) deutlich weniger als in Deutschland (Grafik 5). Aufgrund der unterschiedlichen Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit war daher die Leistungsbilanz Italiens trotz der Schwäche der heimischen Nachfrage schwächer als die Deutschlands (Grafik 6-7).

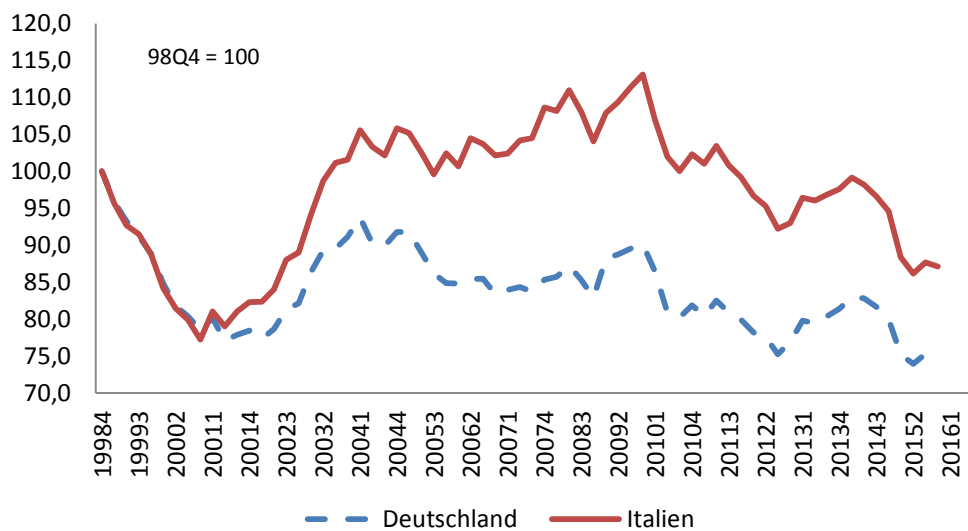


Grafik 4. Harmonisierter Konsumentenpreisindex



Quelle: Haver Analytics.

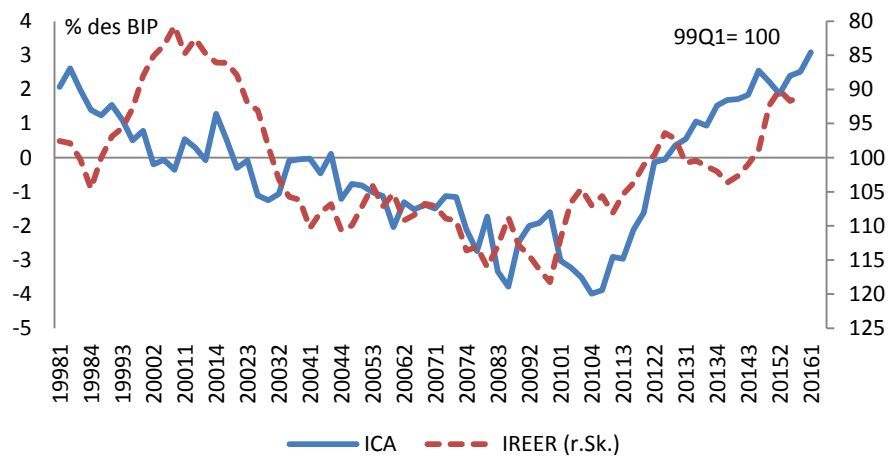
Grafik 5. Realer effektiver Wechselkurs (auf der Basis relativer Lohnstückkosten)



Quelle: Haver Analytics.

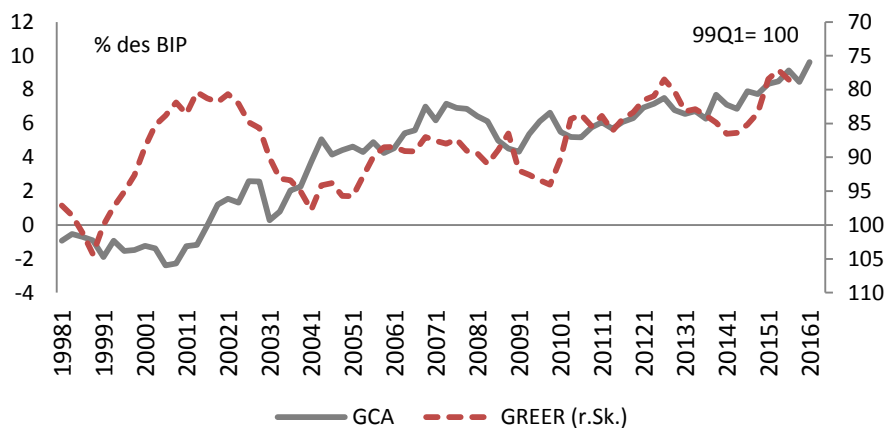


Grafik 6. Realer effektiver Wechselkurs (IREER) und Leistungsbilanz (ICA) in Italien



Quelle: Haver Analytics.

Grafik 7. Realer effektiver Wechselkurs (GREER) und Leistungsbilanz (GCA) in Deutschland



Quelle: Haver Analytics.



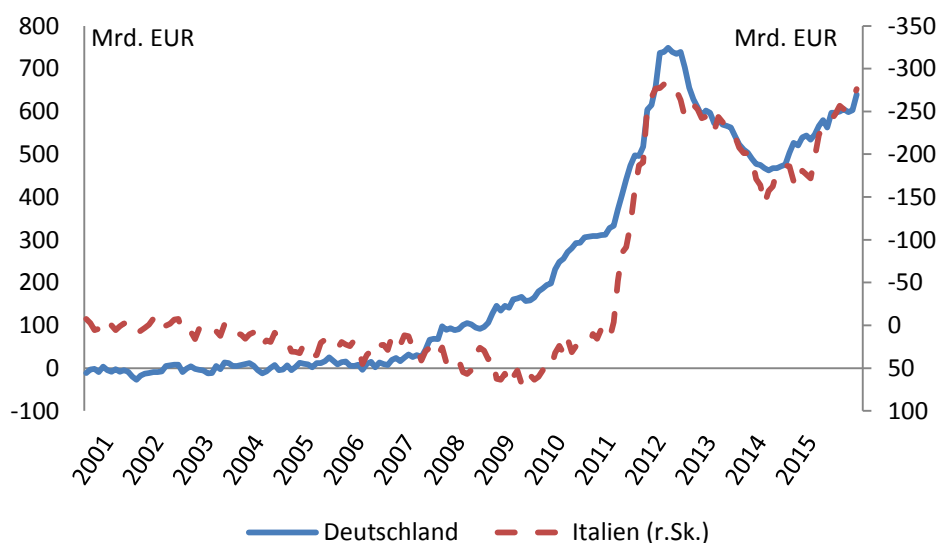
Bruchstelle Finanzsektor

Das schwache Wirtschaftswachstum und die Einflussnahme der Politik auf die Kreditvergabe vieler regionaler Banken in Italien haben über die Zeit die Kreditbücher der Banken systematisch geschwächt. Nach Angaben der Bank von Italien waren Ende 2015 Kredite im Volumen von EUR 360 Mrd. notleidend. Das entspricht 18,1 % des Kreditbestands. Von den notleidenden Krediten entfielen EUR 210 Mrd. auf insolvente Schuldner. Die Bank von Italien schätzt, dass davon rund EUR 123 Mrd. durch Rückstellungen gedeckt sind. Die Differenz von EUR 87 Mrd. sollte durch den Restwert der beliebigen Vermögenswerte gedeckt sein. Dagegen beträgt der Marktwert der Restwerte nur etwa die Hälfte, also rund EUR 44 Mrd. Folgt man dieser Rechnung, würde die Differenz von EUR 43 Mrd. Euro die Eigenkapitalausstattung der Banken belasten. Vor diesen Hintergrund wird spekuliert, dass der italienische Bankensektor neues Eigenkapital mindestens in dieser Größenordnung brauchen würde.¹

Gegenwärtig ist unklar, ob zur Deckung der Kapitalflucht, wie in der Richtlinie der EU zur Sanierung und Abwicklung von Banken (BRRD) vorgesehen, die Aktionäre und Gläubiger der Banken herangezogen werden, oder ob die Lücke mit Staatsgeld geschlossen wird (siehe unten). Diese Unsicherheit hat dazu geführt, dass der Marktwert italienischer Bankaktien massiv eingebrochen ist und Kapital aus Italien abfließt.

Die Kapitalflucht wird aus der Entwicklung der Salden des Interbankzahlungssystems Target2 deutlich. Eine Forderung oder Verbindlichkeit gegenüber dem Eurosystem entsteht, wenn einem EWU Land unterm Strich von einem anderen EWU-Land Geld zufließt oder wenn das Geld abfließt. Die Veränderung des Target-Saldos entspricht folglich dem Zahlungsbilanzsaldo eines EWU Landes gegenüber seinen Partnerländern. Grafik 8 zeigt die spiegelbildliche Entwicklung der Netto-Targetforderungen und –verbindlichkeiten in Deutschland und Italien. Ein Anstieg der Forderungen Deutschlands ist eng mit einem Anstieg der Verbindlichkeiten

Grafik 8. Targetsalden von Deutschland und Italien



Quelle: Haver Analytics.

¹ Siehe dazu Deutsche Bank, „Special Report, Brexit and euro area banks: A key contagion channel,“ 5. Juli 2016.



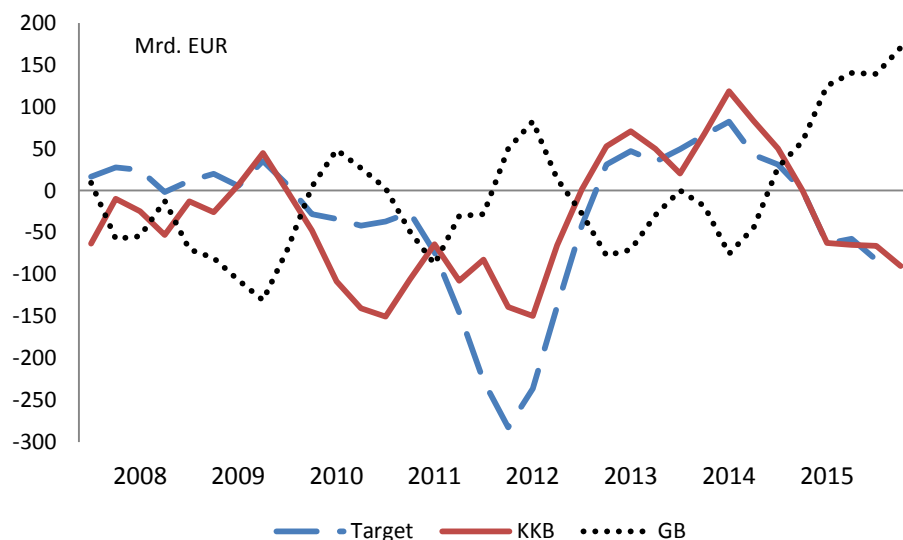
Italiens verbunden (und vice versa). Geldabflüsse aus Italien, die ein Zahlungsbilanzdefizit bewirken, gehen einher mit Geldzuflüssen nach Deutschland, die einen Zahlungsbilanzüberschuss widerspiegeln. Am letzten Höhepunkt der Eurokrise im August 2012 betragen die Targetverbindlichkeiten Italiens EUR 285 Mrd. und die Forderungen Deutschlands EUR 749 Mrd. Gegenwärtig sind die Verbindlichkeiten Italiens wieder nahe an den letzten Höchstwert gestiegen. Die Forderungen Deutschlands sind ebenfalls gestiegen, haben aber ihren letzten Hochpunkt noch nicht erreicht.

Die Veränderungen der Targetsalden werden stark von kurzfristigen Kapitalflüssen getrieben. Grafik 9 zeigt die Veränderung des italienischen Targetsaldos im Jahresverlauf zusammen mit der über das Jahr kumulierten kurzfristigen Kapitalverkehrsbilanz. Tendenziell ist eine Erhöhung der Targetverbindlichkeit mit einer Ver-

schlechterung der kurzfristigen Kapitalverkehrsbilanz (KKB) verbunden. Die Grundbilanz der Zahlungsbilanz (GB, definiert als Summe aus Leistungsbilanz, Direkt- und Portfolioinvestitionen) läuft dabei in der Tendenz in die Gegenrichtung. Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass Zuflüsse von Portfoliokapital aus dem Ausland oft mit der Aufnahme kurzfristiger Kredite in Italien verbunden sind. Dies entspricht dem Verhaltensmuster institutioneller Investoren, die Engagements im italienischen Anleihemarkt oft mit Krediten finanzieren.

Doch dürfte in der jüngeren Vergangenheit eine wichtige Rolle gespielt haben, dass die EZB massiv italienische Anleihen aufkauft. Dadurch wird der Überschuss in der Bilanz der Portfoliokapitalflüsse gefestigt. Hinzu kommt noch, dass aufgrund der heimischen Nachfrageschwäche die Leistungsbilanz ebenfalls einen beträchtlichen Überschuss aufweist (Grafik 6). Umso bemer-

Grafik 9. Targetsaldo, Bilanz des kurzfristigen Kapitalverkehrs (KKB) und Grundbilanz (GB) in Italien



Quelle: Haver Analytics, Deutsche Bank, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute.



kenswerter ist, dass trotz des sich daraus ergebenden hohen Überschusses in der Grundbilanz die Targetverbindlichkeiten weiter steigen. Dies lässt auf hohe Mittelabflüsse aus dem Bankensektor schließen. Wie während der Krise in Griechenland bringen italienische Anleger ihre Bankeinlagen durch Überweisung ins Ausland, vornehmlich nach Deutschland, in Sicherheit. Dadurch verlagert sich das aus der italienischen Bankenkrise entstehende Risiko von italienischen Anlegern, die in der Lage sind, im Ausland eine Bankverbindung aufzubauen, zu den Steuerzahlern der EWU-Länder. Denn im Fall eines italienischen Austritts aus dem Euro würde das Eurosystem seine Target-Forderungen an Italien zum Teil abschreiben müssen.

Bruchstelle Politik

Für Deutschland war die Einhaltung vereinbarter Regeln die grundlegende Bedingung für die Teilnahme an der Währungsunion. Heute kämpft die deutsche Regierung in einem Rückzugsgefecht dafür, dass nicht alle Regeln für die EWU über Bord gehen. Italien ist aber weder wirtschaftlich noch politisch stark genug, sich an von deutschen Vorstellungen geprägten Regeln zu halten. Der Kampf um Regeln läuft gegenwärtig im Bankenbereich auf eine neue Schlacht zu.

Laut Richtlinie der EU zur Sanierung und Abwicklung von Banken (BRRD) sollen für Verluste von Banken vorrangig die Aktionäre und Gläubiger (mit Ausnahme der versicherten Einlagen in Höhe von bis zu EUR 100.000) haften. Allerdings können auch bestimmte Gruppen von Gläubigern von der Haftung ausgenommen werden, solange die Gläubiger und Aktionäre insgesamt einen Beitrag von mindestens 8 % der gesamte Verbindlichkeiten leisten (Artikel 44), oder es kann prinzipiell solventen Instituten vom Staat Kapital zum Schließen von Kapitallücken gegeben werden, die in Stresstests der Aufsichtsbe-

hörden aufgedeckt werden (Artikel 32). Außerdem kommen „staatliche Stabilisierungsinstrumente ... unter Wahrung der Finanzstabilität ... als letztes Mittel zum Einsatz, nachdem die übrigen Abwicklungsinstrumente so umfassend wie möglich erwogen und eingesetzt wurden“ (Artikel 56). Diese und andere Bestimmungen in der Richtlinie eröffnen Einfallstore für staatlich finanzierte „Bail-outs“, wenn dies politisch opportun erscheint.

Die italienische Regierung fürchtet, dass eine Beteiligung von Bankgläubigern an der Sanierung des Bankensystems für sie politisch sehr gefährlich werden könnte. Laut Financial Times (vom 11.7.2016) liegen zwischen einem Drittel und der Hälfte der nachrangigen Bankschuldverschreibungen in Höhe von rund EUR 60 Mrd. in den Händen von etwa 60.000 Kleinanlegern. Entsprechend der Richtlinie zur Bankensanierung sollte diese Anlegergruppe an den Kosten der Sanierung beteiligt werden. Nach den Erfahrungen bei der Sanierung einiger weniger kleinerer Sparkassen gegen Ende letzten Jahres erwartet die italienische Regierung jedoch einen Widerstand dieser Gruppe, der ihr die Macht kosten könnte.

Ein öffentlicher Aufschrei wegen einer Bankensanierung auf Kosten von Kleinanlegern ist deshalb so gefährlich, weil Regierungschef Renzi seine politische Zukunft mit dem Ausgang eines Referendums im Oktober zur Eindämmung der Macht des Senats, der zweiten Parlamentskammer, verbunden hat. Aus Italien ist daher zu hören, dass die Regierung Renzi alles daran setzt, eine staatlich finanzierte Bankensanierung in der EU durchzusetzen. Falls ihr das nicht gelingt, könnte sie die Sanierung auch bis nach dem Referendum verschleppen.

Die Aufweichung der Regeln für die Bankensanierung ist aus deutscher Sicht nur ein weiterer Schritt auf dem Marsch in eine Währungsunion,



in der die Geldversorgung entsprechend politischer Opportunität erfolgt. Die ursprünglichen Verbote des „Bail-out“ illiquider oder insolventer Staaten und der monetären Finanzierung maroder Staaten durch die EZB wurden aufgeweicht oder umgangen. Nun zeichnet sich ab, dass auch die beschlossenen Regeln zur Bankensanierung nur ein halbes Jahr, nachdem sie in Kraft getreten sind, schon wieder ausgehöhlt werden. Die deutsche Regierung mag dies aus Staatsraison hinnehmen wollen. Unter den Wählern regt sich jedoch zunehmender Widerstand gegen eine Politik, die anscheinend unfähig ist, für eine stabile Geldordnung in der EWU zu sorgen und für den Erhalt des Euro bereit ist, enorme finanzielle Risiken zu Lasten künftiger deutscher Steuerzahler einzugehen. Sowohl in Italien als auch in Deutschland wird die EWU immer mehr als Zumutung empfunden: in Italien, weil damit Regeln verbunden sind, die man nicht einhalten kann; in Deutschland, weil Regeln versprochen wurden, die letztlich nicht angewendet werden.

Woran wird die EWU zerbrechen?

Angesichts der wirtschaftlichen und politischen Gegensätze ist nur schwer vorstellbar, dass Deutschland und Italien auf Dauer in der EWU bleiben werden. Daher scheint es wahrscheinlich, dass die EWU am Austritt des einen oder anderen Landes scheitern wird.

Für den Austritt Italiens sprechen die schwache Entwicklung der Wirtschaft und die wachsenden Finanzprobleme von Staat und Banken. Gelingt es der EZB auch weiterhin nicht, die nominale Wachstumsrate der italienischen Wirtschaft wesentlich zu erhöhen—und sei es nur durch höhere Inflation—dann dürfte der politische Widerstand gegen den Euro in nicht allzu ferner Zukunft eine kritische Masse erreichen. Die Abläufe eines Austritts würden dem Muster des „Brexit“ folgen: Referendum gegen weitere

Mitgliedschaft, gefolgt von Austrittsverhandlungen. Durch die Umstellung der in Euro denominierten Schuld auf eine neue, nationale Währung könnte sich Italien eine erhebliche Schuldenentlastung verschaffen, da die neue Währung aller Wahrscheinlichkeit nach erheblich gegenüber dem noch bestehenden Euro abwerten würde.² Möglicherweise würde ein Austritt Italiens weitere Austritte aus der EWU nach sich ziehen, so dass sich die EWU in mehrere Lager spalten oder ganz auflösen könnte.

Ein Austritt Deutschlands wird dann wahrscheinlich, wenn die extrem expansive Geldpolitik der EZB am Ende doch noch Früchte tragen würde. Da eine höhere Inflationsrate für Italien nur mit einer noch höheren für Deutschland erkaufte werden könnte, dürfte sich in Deutschland politischer Widerstand gegen den Zerfall der Kaufkraft des Euro bilden. Vermutlich würde ein Austritt Deutschlands aus der EWU mit einem Coup abtrünniger Abgeordneter von CDU und CSU gegen die Parteiführung eingeleitet werden, wenn eurokritische Protestkräfte die politischen Aussichten für diese Parteien erheblich verdunkeln würden. Wie in Großbritannien wäre ein Austritt Deutschlands aus der EWU mit einem vollständigen Austausch des politischen Führungspersonals verbunden. Möglicherweise könnte sich um eine neue deutsche Währung eine gemeinsame Währung für einige wenige, außer Deutschland vornehmlich kleinere Staaten bilden. Wie bei der „Währungsschlange“ in

² Beinahe die gesamte italienische Staatsschuld unterliegt nationalem Recht. Eine Redenominierung in eine neue Währung ist daher durch Änderung des nationalen Rechts leicht möglich. Die Umstellung kann nominal zu Parität erfolgen (eine neue Lira = ein Euro). Im Devisenmarkt wird die neue Lira schnell an Wert gegenüber dem Euro verlieren. Fällt sie um 50%, würde sich der in Euro ausgedrückte Wert der italienischen Staatsschuld halbieren. Ausländische Anleger hätten entsprechende Verluste hinzunehmen. Inländische Anleger würden durch die Inflation verlieren, die durch die Währungsabwertung ausgelöst würde. Insgesamt würde die Währungsumstellung eine erhebliche reale Schuldenerleichterung für den italienischen Staat bringen.



den 1970er Jahren, die sich nach dem Scheitern des Werner-Plans für eine gemeinsame europäische Währung bildete, würde Frankreich wohl die Teilnahme an dieser von Deutschland geführten Mini-EWU verweigern.³

Die Währungsunion kann ohne weitere wirtschaftliche, soziale und politische Integration nicht überleben. Der „Brexit“ hat jedoch gezeigt, dass der politische Druck zur europäischen Desintegration stärker ist als der zur Integration—und dies nicht nur in Großbritannien. Deshalb ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die EWU zerfallen wird. Viele Szenarien sind denkbar: ein Abbröckeln vom Rande her mit dem Austritt Griechenlands, oder eine Spaltung des Kerns mit dem Austritt Frankreichs unter einer Präsidentin Le Pen. Gegenwärtig sind jedoch die wirtschaftlichen und politischen Gegensätze zwischen Deutschland und Italien am stärksten, so dass ein Zerfall der EWU durch den Bruch zwischen diesen Ländern am wahrscheinlichsten erscheint.

³ Eine neue deutsche Währung würde vermutlich gegenüber dem verbleibenden Rumpf-Euro stark aufwerten. Dies würde Frankreich vermeiden wollen. Für die deutsche Industrie wäre die Aufwertung eine Herausforderung, die sie allerdings schon nach dem Zerfall des Bretton-Woods System fester Wechselkurse in den 1970er Jahren gemeistert hat. Für den deutschen Staat könnte der Austritt einen Gewinn bedeuten. Wenn der Euro fortbesteht, ist es nicht zwingend, dass deutsche Staatsanleihen in die neue deutsche Währung umgestellt würden. Da ein hoher Anteil der deutschen Staatsanleihen in den Händen ausländischer Anleger liegt, würde die deutsche Staatsschuld in neuer deutscher Währung gerechnet schrumpfen, wenn diese Währung gegenüber dem Euro aufwertet.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2016 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Prof. Dr. Thomas Mayer; *Redaktionsschluss* 12. Juli 2016