

Anlagetrends 2014

Geldanlage im Zinstief

Deutsche Privatanleger zeigen sich konservativ. Doch das historische Zinstief verlangt nach einer ausgeklügelten Investmentstrategie – und nach mehr Risikobereitschaft der Anleger.

Sie kam überraschend, die Zinssenkung der Europäischen Zentralbank (EZB) auf 0,25 Prozent am Donnerstag, 7. November. Seitdem hat der Euroraum das Zinsniveau der US-Notenbank (Fed) erreicht. Mit diesem Schritt verstärkte sich die Furcht vor Inflationstendenzen, Analysten und Anleger sind gleichermaßen verunsichert, Gründe hierfür gibt es genug.

„Das Finanzsystem ist überschuldet wie niemals zuvor.“ Mit diesen Worten meldete sich Mitte Oktober der Schweizer Finanzanalyst und -investor Marc Faber in der Finanzpresse zurück. Vom beschaulichen Chiang Mai aus, im Norden Thailands gelegen, analysiert Faber seit Jahrzehnten die Märkte und überrascht die Finanzwelt immer wieder mit seinen – oftmals zugespitzten – Prognosen. Marc Faber sieht erste Wolken für einen kommenden Finanzcrash herannahen. „Wir haben im Grunde genommen eine gewaltige weltweite Vermögensblase“, erklärt er. Heute bereits würde die US-Notenbank – die Federal Reserve (Fed) – knapp ein Drittel aller US-Schuldpapiere halten, Tendenz steigend. „Irgendwann muss sich die USA vollständig über die Notenpresse finanzieren“, mutmaßt Faber und zeigt sich in einem „Handelsblatt“-Interview „wahnsinnig pessimistisch für die Papierwährungen, für die ungedeckten Währungen.“

Anleger haben Angst vor neuerlichem US-Haushaltsstreit

Auch wenn man die Zukunft weniger pessimistisch beäugt als Marc Faber: Vor allem die (Privat-)Anleger haben Angst vor einem neuerlichen US-Haushaltsstreit mit seinen Spätfolgen – Stichwort „Inflation“. Eine Furcht, die man insbesondere auch in den Steuerkanzleien (vermögensberatender) Steuerberater kennt.

StB Alexander Ficht hat seine Kanzlei seit mehr als 20 Jahren im hessischen Dreieich. Einer seiner Schwerpunkte liegt in der privaten Vermögensgestaltungsberatung, zudem ist Ficht Vorstandsmitglied im Deutschen Verband vermögensberatender Steuerberater e. V. (DVVS). „Gerade in den Bera-

tungsgesprächen rund um die Altersvorsorge geht es in den vergangenen Monaten fast nur noch um das Thema ‚Inflationsgefahr‘, was angesichts der enormen Staatsverschuldung ja auch nicht verwundert“, bestätigt Alexander Ficht (s. auch Interview Seite 33).

Die Ansage ist klar: Die ungelöste US-Schuldenkrise gepaart mit wachsenden Inflationssängsten wird die Performance des Anlagejahres 2014 wesentlich mitgestalten. Der Streit um das US-Budget vom Herbst 2013 ist zwar vorerst vom Tisch, die Schuldenlast ist damit jedoch nicht beseitigt. Wiedervorlage: Januar 2014. Wie Aktienmärkte und

„Der Niedrigzins frisst deutsche Sparvermögen. Für Sparer und Anleger ist es umso wichtiger, auf diesen Vermögensverlust zu reagieren“

Prof. Dr. Rolf Tilmes, Vorstandsvorsitzender des Financial Planning Standards Board Deutschland e. V. (FPSB Deutschland)

US-Dollar darauf reagieren werden, ist noch völlig ungewiss.

WP/StB Peter Unkelbach von der Unkelbach Treuhand GmbH aus Freiburg sieht die Zinsen auch in den USA auf niedrigem Niveau verharren: „Man mag der Teaparty-Bewegung Populismus vorwerfen, jedoch ist nicht die Diskussion zu übersehen, die sich mit der Frage beschäftigt, wie die ganzen Schulden der öffentlichen und privaten Haushalte bezahlt werden sollen.“ Unkelbachs Ansicht nach wird die künftige US-Notenbankpräsidentin Janet Yellen die Zinsen auf historisch niedrigem Niveau belassen.

Im Vorgriff hierauf hat der amtierende Notenbankpräsident Ben Bernanke die Reduzierung des Aufkaufprogramms an Schuldverschreibungen bislang nicht reduziert. Unkelbach: „Die Fed-Politik wird es sein, die Zinsen solange bei nahe Null zu halten, bis die Arbeitslosenquote bei 6,5 Prozent liegt.“ Im September lag die Arbeitslosigkeit in den

USA bei 7,2 Prozent. Würde die Niedrigzinsphase andauern, könnte dies den US-Dollar unter Druck setzen.

Doch „ein nachhaltiger Kursrutsch des Greenback hätte gravierende Folgen auch auf die Volkswirtschaften der Emerging Markets, und damit auf die gesamte Weltwirtschaft“, gibt Finanzanalyst Christian D. Euler aus Stuttgart zu bedenken. Hinzu gesellen sich bestehende Wirtschaftsprobleme in den Peripherieländern der Eurozone. Euler: „Genug Gefahrenpotenzial also für die Finanzmärkte.“ Die Diskussionen rund um den US-Staatshaushalt und die schleichende Geldentwertung spiegelt sich im defensiven Anlageverhalten der Anleger wieder. „Seit Jahren bereits ist die Sicherheit der Ersparnisse für die Deutschen das entscheidende Leitmotiv bei der Geldanlage“, bestätigt man auch bei der Finanzgruppe Deutscher Sparkassen- und Giroverband (DSGV).

Dieser ermittelt einmal jährlich, wie Privathaushalte in der Bundesrepublik ihr Geld sparen und anlegen. Die Ergebnisse finden sich im Vermögensbarometer 2013 wieder. Bei der repräsentativen Studie wurden im Juli genau 2.000 Personen in ganz Deutschland zu ihrem Umgang mit Geld befragt. Fazit: Für 94 Prozent der Bundesbürger ist die Sicherheit der Geldanlage wichtig oder sehr wichtig, dicht gefolgt vom Wunsch nach schneller Verfügbarkeit der Finanzmittel (88 Prozent). Zusammengefasst sind laut Vermögensbarometer 2013 die wichtigsten Leitmotive bei der



Manfred Ries

ist ausgebildeter Bankkaufmann und Finanzjournalist. Als fester freier Mitarbeiter des SteuerConsultant schreibt der Autor schwerpunktmäßig

über die Bereiche private Geldanlage und Mittelstandsfinanzierung.

E-Mail: manfred.ries@haufe.de



Auch beim Gold ist richtiges Timing erforderlich – zwischen Januar und Oktober 2013 verlor das Edelmetall auf US-Dollarbasis 22 Prozent an Wert.

Geldanlage folgende vier Punkte:

- Flexibilität,
- Lebens- und Familienplanung,
- Hinterbliebenenschutz und
- Rendite.

Steuerliche Aspekte oder die Vererbbarkeit einer Geldanlage spielen demnach nur eine untergeordnete Rolle, so der DStG. Wohl aber die persönliche Erfahrung mit den jeweiligen Produkten – die Gedanken an die Lehman-Brother-Pleite im Jahr 2008 schwingt gedanklich noch immer mit, wenn es um die Auswahl eines Finanzprodukts geht.

Derweil meldete das Statistikamt Eurostat für Oktober in der Eurozone eine Preissteigerung um 0,7 Prozent im Vergleich zum Vorjahr: „Ein Vierjahrestief“, frohlocken die Statistiker – sofern man den offiziellen Zahlen Glauben schenken mag. Damit wäre die Jahresteuern von 1,4 Prozent im Vormonat auf 1,2 Prozent gesunken, von Inflationsgefahren wäre demnach in diesem Herbst nicht viel

zu spüren. Aktuell liegt der Leitzins im Euro-Raum bei historisch niedrigen 0,25 Prozent. Doch eine lockere Geldpolitik der Notenbank muss – kurz- und mittelfristig betrachtet – nicht zwangsläufig in eine Inflation münden (vgl. S. 34-37 StC 01/2013). Auch bietet ein Investment in Gold nicht zwangsläufig einen Vermögensschutz in Zeiten niedriger Zinsen: Zwischen Januar und Oktober dieses Jahres gehörte das Edelmetall mit einem Wertverlust von 22 Prozent (auf US-Dollarbasis) zu den schlechtesten Renditebringern. „Gold bleibt ein volatiles Vehikel und spielt seine Trümpfe dann aus, wenn Inflationstendenzen offensichtlich sind“, so Finanzanalyst Christian D. Euler.

Es zweifelt kaum jemand daran, dass die aktuell lockere Geldpolitik – sofern die Notenbanken diese nicht rechtzeitig den konjunkturellen Gegebenheiten anzupassen verstehen – längerfristig betrachtet Inflationstendenzen aufkeimen lässt. Aber was ein Investment

in Gold anbelangt, so ist für Finanzanalyst Euler eines klar: „Auf das richtige Timing kommt es an.“ Klar ist auch: Wer in diesem Zinsumfeld eine Mehrrendite erzielen will, kommt an spekulativeren Anlageformen kaum vorbei. Doch die Privathaushalte in Deutschland zeigen sich wenig risikobereit und bauen bevorzugt auf Bankeinlagen, wie die Deutsche Bundesbank feststellt. Doch viel Ertrag wirft das Geld auf den Banken nicht ab. So rentierte Anfang November Festgeld ab 20.000 Euro mit einer Laufzeit von 360 Tagen mit rund 1,5 Prozent.

Festverzinsliche Wertpapiere und Aktien, mit denen man dem Zinstief ein Schnippchen hätte schlagen können, wurden hingegen laut Bundesbank bereits im zweiten Quartal – per Saldo – verkauft. „Mit dieser Einstellung sparen Anleger sich arm und verschonen Renditepotenzial“, warnt Prof. Dr. Rolf Tilmes, Vorstandsvorsitzender des Financial Planning Standards Board Deutschland e. V. (FPSB Deutschland).

Laut einer aktuellen Studie der Postbank verlieren die Sparvermögen bei Banken in Deutschland allein in diesem Jahr real rund 14 Milliarden Euro an Wert. Der Verlust der Bundesbürger durch die Niedrigzinspolitik der Notenbanken könnte demnach 2014 sogar auf 21 Milliarden Euro steigen. Denn durch die Zunahme der Inflation bei anhaltend niedrigen Zinsen wird sich die reale Vermögensentwertung noch beschleunigen. Dr. Rolf Tilmes bringt die Entwicklung auf den Punkt: „Der Niedrigzins frisst deutsche Sparvermögen. Für Sparer und Anleger ist es umso wichtiger, auf diesen Vermögensverlust zu reagieren.“

Aktienmarkt trotz guter Aussichten unbeliebt

Eine Assetklasse, die 2014 überzeugen wird, ist der Aktienmarkt (vgl. StC 01/2013, S. 34–37). In diesem Jahr lockten Dividendenrenditen von bis zu 5,4 Prozent, wie etwa bei den Papieren der Deutschen Telekom. Seither hat der Deutsche Aktienindex (Dax) um 20 Prozent an Wert hinzugewonnen, allein der Kurs der „T-Aktie“ ist um 32 Prozent gestiegen. Allerdings hielt sich bei Privatanlegern die Begeisterungsfähigkeit für weitgehend konservative, dividendenstarke Blue Chips aus dem Dax in diesem Jahr in Grenzen – die Angst vor Aktien wog schwerer als die Chance, sich preiswerte Standardwerte mit hoher Dividendenrendite und Kursfantasie einzuverleiben.

Das Gegenteil ist der Fall: Zu einem Zeitpunkt, zu dem viele deutsche Unternehmen ihr bestes Börsenjahr aller Zeiten hinlegen,

zeigen die Deutschen der Börse ihre kalte Schulter: Weniger als acht Prozent der Bevölkerung haben Aktien im Depot. Damit lief die Börsenhausse wieder einmal ohne die Privatanleger ab.

„Es ist höchste Zeit, dass die Anleger reagieren“, mahnt Gottfried Heller von der Fiduka Depotverwaltung in München. Besonders wichtig sei eine erhöhte Aktienquote bei der Altersvorsorge der jungen Sparer, denn diese müssten ihre Ersparnisse ertragreicher anlegen als ihre Eltern.

Die Hauptursache für das ernüchternde Ergebnis sei in dem völlig falschen Anlageverhalten zu finden, erläutert Gottfried Heller: „Die Deutschen sind Weltklasse in der Industrie, aber Provinzklasse in der Geldanlage. Über 75 Prozent des privaten Geldvermögens ruhen fast renditelos auf Bankkonten oder stecken in Versicherungen und Festverzinslichen.“

Martin Schneider, Direktor Privatkunden bei der Schaan Investment Vermögensverwaltung in Frankfurt am Main: „Besser als festverzinsliche Wertpapiere sind in der derzeitigen Phase niedrig bewertete, solide Aktien, die über ansehnliche Ausschüttungen eine gute Dividendenrendite abwerfen.“ Doch die Skepsis der Privatanleger bleibt.

Maximilian Zimmerer, Finanzvorstand der Allianz, brachte es Mitte Oktober in einem Artikel in der Tageszeitung „Die Welt“ auf den Punkt: „Weniger als fünf Millionen Deutsche besitzen Aktien. Das zeigt, dass sich die

meisten Menschen gar nicht mit Geldanlage beschäftigen wollen.“ Zwischenzeitlich markierte der Dax am 7. November – am Tag der jüngst erfolgten Leitzinssenkung durch die EZB – mit 9.194 Punkten ein neues Allzeithoch.

Die fundamentalen Rahmendaten bei den Dividendenpapieren passen noch immer. Mit teils noch attraktiven Bewertungen von Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGV) von unter zehn, interessanten Dividendenrenditen von mehr als 4,5 Prozent (z. B. Daimler, Eon, RWE, Total S.A., Vivendi, AXA, Daimler, Leoni), der Hoffnung auf eine konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft, bei fehlenden Anlagealternativen und der Untergewichtung institutioneller Investoren (z. B. Versicherungsgesellschaften) spricht auch heute noch sehr viel für ein Investment in Dividendenpapieren. „Gemessen am historischen Kurs-Gewinn-Verhältnis ist der Dax trotz des deutlichen Kursanstiegs in den vergangenen Wochen weiterhin attraktiv bewertet“, heißt es aus dem Aktienresearch der Weberbank.

Fonds, Pensionskassen und Versicherungen 2014 aktiver

Martin Schneider von der Schaan Investment Vermögensverwaltung erwartet, dass sich Fonds, Pensionskassen und Versicherungen 2014 verstärkt im Aktienmarkt engagieren werden, denn mit Anleihen könnten sie die für sie notwendige Rendite nicht erwirtschaften. „2014 kann im Dax eine fünfstellige Zahl

erreicht werden“, zeigt sich Martin Schneider überzeugt, Mitte November trennten den Dax elf Prozent von der Marke „10.000“. Doch so attraktiv Aktieninvestments auch sein mögen, so gilt auch im aktuellen Marktumfeld: Die Regeln des Money Managements sind einzuhalten!

Sicherheit und Rendite: Zwei Wünsche, die in der Finanzwelt selten miteinander harmonisieren, die es aber für den – vermögensberatenden – StB gilt, durch die richtige Diversifikation des Gesamtportefeuilles unter einen Hut zu bringen. „Die Frage ist doch, was der Mandant jeweils unter ‚Sicherheit‘ und ‚Rendite‘ versteht“, sagt StB Alexander Ficht.

Er selbst räumt der Beantwortung dieser Frage einen hohen Stellenwert im Beratungsgespräch ein. „Häufig stellt man dann bei der Analyse der konkreten Vermögenssituation fest, dass der Mandant – entgegen seiner persönlichen Einschätzung – eher „risikofreudig“ investiert ist.

Dafür gebe es zwei Gründe, so StB Ficht. Zum einen habe sich der Mandant nicht detailliert genug mit seiner Bereitschaft zum Risiko auseinandergesetzt, zum anderen stimme die Einordnung der Assets durch den Mandanten in die jeweilige Risikogruppe nicht mit der des StB überein. Ficht: „Nur wenn man beide Bereiche ausführlich mit dem Mandanten besprochen hat, wird es dem Mandanten gelingen, die Diversifikation seiner Vermögensanlagen so zu gestalten, dass diese seiner persönlichen Vorstellung von Risiko und

Anlageverhalten

Eigene Immobilie bleibt begehrt

Auskunft über das Anlageverhalten der Deutschen gibt das Vermögensbarometer 2013 des Deutschen Sparkassen- und Giroverbands (DSGV). Grundlage dafür ist eine repräsentative Umfrage des Wirtschafts- und Finanzmarktforschungsinstituts Icon im vergangenen Sommer unter 2.000 Privatleuten.

1. Wertpapiere

Nach wie vor haben die Deutschen ein „distanziertes Verhältnis“ zu Wertpapieren. 20 Prozent der Befragten verfügen über Investmentfondsanteile, 19 Prozent halten Aktien. Auf festverzinsliche Wertpapiere setzen elf Prozent.

2. Immobilien

Immobilien werden immer beliebter, für 50 Prozent der Befragten eignen sie sich dazu, Vermögen aufzubauen und sich im Alter finanziell abzusichern. 2012 waren es noch 45 Prozent. Allerdings wollen sich immer weniger Menschen

dazu verschulden: Vor zwei Jahren lag der Wert bei 84 Prozent, aktuell sind es rund 73 Prozent.

3. Nachhaltigkeit

Für 62 Prozent der Befragten ist Nachhaltigkeit bei der Vermögensplanung „(sehr) wichtig“. Zur Info: Laut Magazin „Finanztest“ Ausgabe 11/2013 ist keiner der derzeit angebotenen geschlossenen Ökofonds empfehlenswert.

4. Sicherheit und Verfügbarkeit

Für 94 Prozent der Bundesbürger ist die Sicherheit der Geldanlage „wichtig“ oder „sehr wichtig“; auf Platz zwei folgt mit 88 Prozent die Verfügbarkeit des Geldes. Persönliche Erfahrung mit dem jeweiligen Produkt und die Rendite liegen im Mittelfeld, steuerliche Aspekte oder die Vererbbarkeit am Schluss.

5. Hausbank vs. Honorarberatung

80 Prozent der Befragten wenden sich bei Geldfragen zuerst an die Hausbank. Verwandte, Freunde oder Bekannte liegen mit 64 Prozent auf Platz 2. Bankenunabhängige Finanzberater sind nur für 31 Prozent der Bürger bevorzugte Informationsquellen.

„Trennung zwischen Gestaltungs- und Umsetzungsberatung wahren“

Die Vermögensgestaltungsberatung wird in Zeiten niedriger Renditen komplexer. StB Alexander Ficht aus dem hessischen Dreieich, Vorstandsmitglied im Deutschen Verband vermögensberatender Steuerberater e. V. (DVVS) über die Möglichkeiten, Haftungsrisiken zu vermeiden.

SteuerConsultant: Stichwort „Geldentwertung“ – führt das Thema zu einem erhöhten Beratungsbedarf bei Mandanten?

StB Alexander Ficht: Gerade in den Beratungsgesprächen rund um die Altersvorsorge geht es ja seit Monaten fast nur noch um das Thema „Inflationsgefahr“ – was angesichts der enormen Staatsverschuldung ja auch nicht verwundert. Der Beratungsbedarf jedoch hat sich dadurch nicht wirklich erhöht – ich würde hier vielmehr von einer „Verlagerung“ sprechen.

Derzeit stehen Sachwerte, wie etwa Immobilien, an erster Stelle der Investitionswünsche. Hier empfehlen wir stets, eine Immobilienbewertung durch einen unabhängigen Bausachverständigen durchführen zu lassen – was natürlich seitens der Mandanten den notwendigen und erforderlichen Beratungsaufwand erhöht ...

SteuerConsultant: Was im Gegenzug eventuell auch die ohnehin bereits vorhandenen Haftungsrisiken erhöht.

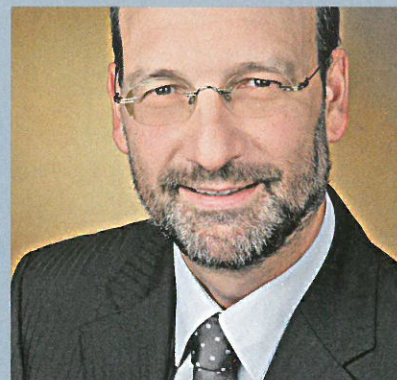
Ficht: Wir im DVVS befürworten schon seit längerer Zeit eine konsequente Trennung

zwischen der „Gestaltungsberatung“ – spricht: der Vermögensstrukturanalyse und -beratung – und der „Umsetzungsberatung“, also wenn es konkret um die Produktauswahl geht. Die Gestaltungsberatung muss durch unabhängige Honorarberater erfolgen – etwa durch vermögensberatende Steuerberater.

In der anschließenden Umsetzungsberatung wird der Mandant auch Berater mit Provisionsregelungen einbeziehen können. Unserer Einschätzung nach werden nur durch diese strikte – und dem Mandanten auch zu kommunizierende – Trennung mögliche Interessenskonflikte durch (Provisions-) Berater ausgeschlossen.

SteuerConsultant: Oftmals erwartet der Mandant von seinem StB eine konkrete Hilfestellung bei der Auswahl des im Beratungsprozess eingesetzten verprovisionierten Beraters. Wie sollte man als StB darauf reagieren?

Ficht: Wichtig ist, dass es – allein schon aus berufsrechtlichen, aber auch aus haftungsrechtlichen Gründen – durch den ver-



mögensgestaltungsberatenden StB keine Empfehlung hinsichtlich eines bestimmten gewerblichen Beraters geben darf! Der DVVS hat gemeinsam mit dem Kooperationspartner „Bund der Fachberater in Steuern, Recht und Wirtschaft e. V.“ für unsere Mandanten ein Beratungskonzept gefunden, das für den Mandanten diese Trennung berücksichtigt und auf Transparenz im Beratungsprozess achtet. Bei der Auswahl eines geeigneten Provisionsberaters kann der Mandant auf eine Beraterplattform zurückgreifen.

Rendite entspricht. „Anleger- und Verbraucherschützer raten dazu, Anlagen breit zu streuen, um das Vermögen real zu erhalten. „Doch das kann nur ein Schritt sein“, sagt Prof. Tilmes. „Viel wichtiger ist es zunächst einmal, mithilfe eines professionellen Beraters eine systematische Identifikation von Zielen und Wünschen zu bestimmen.“

Professionelle Beratung legt finanzielle Spielräume offen

Diese professionelle Beratung ermöglicht einen individuellen Fahrplan, der finanzielle Spielräume offenlegt und mögliche Versorgungslücken schließt. Dazu gehört vor allem auch die Festsetzung des Anlagehorizonts. „Denn je langfristiger das Geld angelegt wird, desto höher darf das eingegangene Risiko sein, um auch so eine höhere Rendite zu erzielen“, so Tilmes. Seine Überzeugung: „Das Sparbuch hat dann endgültig ausgedient.“ Je länger der Anlagehorizont, umso größer sei auch das Anlageuniversum. Es könne dann neben Rentenpapieren

und Aktien durchaus auch Immobilien oder geschlossene Beteiligungen umfassen – und dieses sowohl im In- als auch im Ausland. Anschließend sei es ratsam, individuell die Sparraten und den Absicherungsbedarf zu ermitteln und festzulegen. Angesichts der zunehmenden Inflationsängste drängt es Investoren und Privatanleger gleichsam in den Immobilienmarkt.

Von diesem Trend spricht auch das Vermögensbarometer 2013 der Finanzgruppe Deutscher Sparkassen- und Giroverband. Demnach hält die Hälfte der Umfrageteilnehmer das Eigenheim für ein ideales Element der Vermögensbildung, fünf Prozentpunkte mehr als im Vorjahr.

34 Prozent derjenigen, die angesichts niedriger Sparzinsen gezielt nach Anlagealternativen suchen, finden Häuser und Wohnungen „besser geeignet“ als zuvor. Das historisch niedrige Zinsniveau ist prädestiniert für eine langfristige Zinsfestschreibung – heute liegen selbst 10- und 15-jährige Festschreibungen deutlich unter dem Durchschnitts-

niveau der vergangenen zehn Jahre. Aber auch alternative Vermögenselemente im Immobiliensegment sind beliebt – so etwa Bausparverträge (26 Prozent) sowie Häuser oder Wohnungen, die mit der Absicht der Vermietung angeschafft werden (24 Prozent). Doch nicht jede Immobilie erfüllt die Renditewünsche ihrer Käufer.

Immobilienpreise in attraktiven Städten zu stark gestiegen

Die Bundesbank weist in ihrem Oktober-Bericht 2013 darauf hin, dass die Wohnungspreise vor allem in den sieben größten deutschen Städten massiv anzogen haben. Wohnungen in München, Hamburg oder Stuttgart seien innerhalb der vergangenen drei Jahre um ein Viertel im Preis gestiegen. Kritisch äußert sich hierzu Maximilian Zimmerer, Finanzvorstand der Allianz SE in der Tageszeitung „Die Welt“: „Wenn hier in München ein Quadratmeter einer Altbauwohnung 12.000 Euro und mehr kostet, ist das kaum noch real.“