

Kanada ruft!

Ventusolar Global Capital GmbH (VGC), ein Spezialist für Investitionen in Erneuerbare Energien mit Schwerpunkt Kanada, hat am 10. Januar 2018 zusammen mit der LRI Group in Luxemburg zwei an institutionelle Anleger adressierte Reserved Alternative Investment Funds (RAIF) lanciert. Prof. Dr. Laurenz Czempel, bis Dezember 2016 langjähriger Vorstand des Bankhauses Donner & Reuschel AG sowie ehemaliger persönlich haftender Gesellschafter der Privatbank Reuschel & Co, hat die Seiten gewechselt und leitet nun zusammen mit Sven J. Matten, dem Gründer des Unternehmens Ventusolar Inc. in Kanada, die Geschäfte der deutschen VGC GmbH. Wir haben beide zu ihrem Engagement im Bereich Investment in Erneuerbare Energien in Nordamerika befragt.

Herr Czempel, Herr Matten, was bietet die VGC professionellen wie semi-professionellen Investoren?

Czempel: VGC erleichtert institutionellen Kunden über zwei Fonds Zugang zu Anlagen und Projekten in den Bereichen Wind, Photovoltaik und Wasserkraft. Hierbei legen wir den geographischen Fokus insbesondere auf Kanada, aber auch auf die USA und Europa.

Sie sprechen von zwei Fonds. Worin unterscheiden diese sich?

Czempel: Wir haben zurzeit zwei Fonds im Portfolio. Zum einen »Ventusolar Green Energy I«. Dieser investiert in Beteiligungen an Gesellschaften (SPVs) mit bereits in Betrieb befindlichen Anlagen ab frühestem Status der Baugenehmigung. Und dies aufgrund der gestiegenen Effizienz sowie der gesunkenen Kostenstrukturen in stark zunehmender Unabhängigkeit von staatlichen Förderprogrammen. Wir erwarten bei »Ventusolar Green Energy I« eine Rendite von sechs Prozent.

Und zum anderen?

Der zweite Fonds mit dem Namen »Ventusolar Green Development I« fokussiert auf Beteiligungen an Projektentwicklungen von Wind und PV-Anlagen und strebt eine Rendite von zwölf Prozent jährlich an. Beide Fonds im Bereich Infrastruktur richten sich an Stiftungen, Family Offices, Versorgungswerke, Pensionskassen und Versicherungen und verfügen aktuell über eine Vertriebszulassung in Deutschland.

Welchen Beitrag leistet hierfür die Ventusolar Gruppe?

Matten: Ventusolar Global Capital konzentriert sich auf



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

Die Fragezeichen nehmen zu. Hier und da breiten sich Unsicherheit und vermehrt schrille Hysterien aus. Das ist die Stunde der Aufklärung, die mehr als nur Märkte analysiert. Sie erklären gut fundiert und wohltuend, wohin welche Reise geht und wohin gut bewehrte Wege führen. Weil Kunden sichere Perspektiven suchen, müssen jetzt die Vermögensverwalter die Horizonte und die stabilen Werte erklären. – Schweigen dagegen ist eine Tortur und fördert die Angst.



Klaus Espermüller Karikaturist / Illustrator / Grafiker www.espkarikatur.de

Weitere Themen in dieser Ausgabe:

- Seite 4 Mehr Transparenz für nachhaltige Fonds: Wirkung lässt sich messen | Von Stefan Freytag
- Seite 6 Erstattung von Einkommensteuer durch eine Versicherung | Von Jürgen E. Leske
- Seite 6 Lückenlose Rechnungsnummern | Von Jürgen E. Leske
- Seite 7 Vermögensverwaltung für ältere Menschen | Von Dr. Conrad v. Sydow
- Seite 10 Vorsicht vor der Enteignung der Sparer durch die EU | Von Michael Reuss
- Seite 11 Die richtige Fondsvariante wählen: Ausschüttend versus thesaurierend | Von Alexander Weis und Gerd Kommer
- Seite 15 Immobilien: Mehr als nur Lage, Lage, Lage | Von Manfred Gburek
- Seite 16 Goldilocks forever? | Von Oliver Postler
- Seite 17 MiFID II – grenzenlose Regulierungswut | Von Dirk Eberhardinger
- Seite 19 Wem gehören die Aktien? | Von Christian Fegg

den permanent wachsenden Weltmarkt im Bereich der Erneuerbaren Energien, in den im Jahr 2016 rund 242 Milliarden US-Dollar investiert wurden – und das im Übrigen ohne die große Wasserkraft. Dies entspricht einem Leistungszubau in Höhe von 161 Gigawatt, was in etwa der Leistung von 100 durchschnittlich großen Kernkraftwerken entspricht. Wir legen dabei den Fokus auf die Near- und Onshore-Windkraft, die Freiflächen-Photovoltaik sowie die große Wasserkraft. Dies wie gesagt insbesondere in Nordamerika, aber auch in Europa.

Das setzt Erfahrung und Kontakte vor Ort voraus.

Matten: Das ist korrekt. Ventusolar verfügt in den einzelnen Regionen über ein großes Netzwerk zu lokal ansässigen Projektentwicklern, örtlichen Behörden und Energieversorgern sowie zu internationalen Herstellern von Windturbinen bzw. Solarpanälen. Damit können wir innerhalb kurzer Zeit eine ausreichende Anzahl von erstklassigen, rentablen Projekten für die Investition sichern. Dies insbesondere in aus europäischer Sicht alternativen, aber attraktiven Regionen wie Kanada. Wir freuen uns sehr, in diesen Fonds mit einem erfahrenen Partner wie der LRI Invest S.A. zusammen zu arbeiten.

Weshalb die RAIF-Struktur?

Czempiel: Der RAIF ist eine neue Art von AIF (Alternative Investment Funds), welcher der AIFM-Richtlinie unterliegt und sich am Luxemburger Spezialfonds (SIF) orientiert. Da er jedoch nicht der Aufsicht durch die Luxemburger Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) unterliegt, bietet der RAIF einen schnelleren Marktzugang. Dies war für uns wichtig, um das Momentum zu nutzen und in Bezug auf unsere Deal-Pipeline entsprechend zeitnah reagieren zu können. Der RAIF wird von einem autorisierten AIFM verwaltet. Dadurch ist eine Vermarktung an professionelle Investoren in der EU gemäß der AIFM-Richtlinie sowie eine Umwandlung zu einem späteren Zeitpunkt in SIF-Strukturen möglich. Zudem zeigen sich institutionelle Investoren, die sich bereits in der Vergangenheit mit Offshore-Strukturen auseinandergesetzt haben und aufgrund der Onshore-Lösung nicht zwingend vollregulierte Vehikel benötigen, dem RAIF gegenüber besonders aufgeschlossen.

Welche Rolle spielt die LRI Group in Ihrer Zusammenarbeit?

Czempiel: LRI Group ist für uns der ideale Partner. LRI Invest S.A. agiert als vollumfänglicher Alternative Invest-

ANZEIGE



MOHS10
FLAWLESS INVESTMENTS



DIAMANTEN

MOBILES KAPITAL IN SEINER SCHÖNSTEN FORM

SIE INTERESSIEREN SICH FÜR DEN ERWERB
VON INVESTMENT-DIAMANTEN ODER WÜNSCHEN
WEITERE INFORMATIONEN?

WENDEN SIE SICH VERTRAUENSVOLL AN UNS:

MOHS10 - IHRE EXPERTEN IM BEREICH INVESTMENT-DIAMANTEN

TEL. 0800 - 587 367 346 (kostenlose Servicehotline)

kontakt@mohs10.de | www.mohs10.de

ment Fund Manager (AIFM) für beide Fonds und übernimmt neben dem Portfoliomanagement mit der LRI Depositary S.A. die Funktion als Registrar- und Transfer-Agent. Seit Einführung der RAIF-Struktur 2016 hat LRI Group bereits einige RAIF im Bereich Immobilien und Infrastruktur aufgelegt und kann entsprechend die nötige Erfahrungen vorweisen.

Kommen wir zurück zu VGC. Welchen Background hat Ventusolar Global Capital GmbH?

Matten: Ventusolar Global Capital ist eine deutsch-kanadische Unternehmensgruppe mit Hauptsitz in München. Die Hauptanteilseigner sind neben der institutionellen Gabler-Saliter Bankgeschäft AG die Geschäftsführer der Gesellschaft, was zu einem großen Prozentsatz auch die im Jahr 2012 gegründete kanadische Schwestergesellschaft Ventusolar Inc. mit einschließt. Ventusolar Global Capital ist ein Investment Advisor mit einem erfahrenen Managementteam und verfügt über eine Zulassung gemäß §34f GewO. Wir bieten, gemeinsam mit unseren Partnern, institutionellen Investoren Zugang zu Investitionen in Erneuerbare Energien.

Warum, meinen Sie, sollten Institutionelle Investoren in Ihre Fonds investieren?

Czempiel: Institutionelle Investoren stehen heute oft vor dem Problem niedriger Zinsen sowie fehlender adäquater Investitionsmöglichkeiten. Kanada mit seinem AAA-Rating ist eine stabile Ergänzung zu Euro- und US-Dollar-Aktivitäten. Investments in Erneuerbare Energien insbesondere in Nordamerika sind sowohl für große als auch für kleine und mittlere professionelle Anleger interessant, aber oftmals schwer, ohne ausreichende interne Kompetenzen und adäquate Strukturen zu handhaben. Gemeinsam mit unseren etablierten Partnern bieten wir institutionellen Investoren aller Größen Zugang zu Investitionen in Erneuerbare Energien – und dies im Rahmen allgemein anerkannter europäischer Finanzstrukturen. Dies neben unserem Kernmarkt Kanada auch in den USA und Europa.

Warum ausgerechnet in Kanada?

Czempiel: Kanada forciert bereits seit einigen Jahren konsequent den Wandel von fossilen Brennstoffen hin zu den Erneuerbaren Energien. Derzeit liegt das Land beim Verbrauch von Erneuerbaren Energien im weltweiten Ranking der Top-15-Länder bereits auf Platz 10. Die kanadische Regierung hat sich zum Ziel gesetzt, die Rahmenbe-



*Prof. Dr. Laurenz Czempiel und Sven J. Matten,
Geschäftsführer der Ventusolar Global Capital GmbH
www.ventusolar.com*

dingungen für den Ausbau der Erneuerbaren Energien weiter zu verbessern. Nach Angaben der Wirtschaftsförderungsgesellschaft der Bundesrepublik Deutschland, »Germany Trade & Invest« (GTAI), soll die installierte Kapazität bis Anfang 2018 auf 14,3 GW gestiegen sein. Zum Vergleich: Ende 2015 waren es noch 11,2 Gigawatt, Tendenz weiter deutlich steigend.

Matten: Nach Angaben der kanadischen Regierung soll in den kommenden Jahren bis zu 90 Prozent der Energie »grün« werden. Ein prognostiziertes Bevölkerungswachstum – seit der letzten Erhebung im Jahr 2011 waren es fünf Prozent – sorgt zudem dafür, dass der Energiebedarf im zweitgrößten Flächenland der Erde weiter steigen wird. Wir sehen seit der Gründung unserer kanadischen Ventusolar nicht nur bis heute, sondern auch für die kommenden Jahre ein signifikantes Wachstumspotential für Erneuerbare Energien in Kanada.

Herr Czempiel, Sie waren jahrelang im Bankensektor aktiv. Wie kam es zu Ihrer beruflichen Neuorientierung?

Czempiel: Nach den vielen Jahren meiner Tätigkeiten wollte ich etwas Neues sowie gesellschaftlich Gehaltvolles aufbauen. Herr Matten, den ich seit über 15 Jahren kenne, hat mich mit seinem Erfolg der Ventusolar, insbesondere in der Region Kanada, überzeugt. Darüber hinaus schätze ich das Thema Investment in Erneuerbare Energien insbesondere in Nordamerika als ausgesprochen zukunftsweisend sowie für Anleger als wegen der stabilen Renditen interessant ein. Auf Basis meiner langjährigen Branchenerfahrung im Asset-Management bin ich der Ansicht, dass VGC mit seinen LRI / Ventusolar Fonds über ein aus deutscher Sicht ziemlich einmaliges und attraktives Angebot verfügt.

Herr Czempiel, Herr Matten, wir danken Ihnen für dieses Gespräch!

Mehr Transparenz für nachhaltige Fonds: Wirkung lässt sich messen

Von Stefan Freytag

Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen, einst ein Nischenmarkt, ist längst schlicht zu groß, um ihn noch ignorieren zu können. In den Jahren von 2006 bis 2016 ist gemäß einer Erhebung des »Forums Nachhaltige Geldanlagen« das Volumen alleine der nachhaltigen Investmentfonds und Mandate im deutschsprachigen Raum von 20 Mrd. auf 242 Mrd. in die Höhe geschossen.

Einige in den letzten Jahren veröffentlichte Metastudien zum Thema Rendite und Risikoverhalten von Investitionen unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien (SRI) bestätigen, dass sich die Wertentwicklung von SRI-Strategien nicht grundlegend von der Performance traditioneller Strategien negativ abhebt.

Die im deutschsprachigen Raum vielbeachtete Metastudie aus dem Jahre 2013 des Research Center for Financial Services an der Steinbeis-Hochschule umfasst 195 themenrelevante Studien, welche wissenschaftlichen Ansprüchen genügen. Dabei wurden u. a. Analysecluster für Aktien, Anleihen und Kredite, Fonds, Indizes und Multiasset gebildet und ausgewertet. Bereits ein »neutraler« Einfluss der Nachhaltigkeitsorientierung auf das Anlageergebnis ist aus Sicht eines SRI-Vertreters ein gutes Ergebnis, denn die Berücksichtigung von E.S.G.-Kriterien bei der Auswahl der Investitionsobjekte führt zu keinem Renditeverzicht im Vergleich zu konventionellen Anlagen.

Über alle Assetklassen hinweg existieren sowohl absolut als auch relativ nur sehr wenige oder teilweise sogar keine Untersuchungen, die nachhaltigen Anlagen ein eindeutig schlechteres Rendite-Risiko-Profil zuweisen. Von den 195 Studien kamen 61 zu einem positiven Einfluss der Nachhaltigkeitsorientierung auf das Anlageergebnis. 62 Studien kamen zu einem neutralen, 14 zu einem negativen Einfluss.

Viele Anlagevehicel lassen aber an Transparenz nach wie vor zu wünschen übrig. Einen einheitlichen Standard dafür, was unter Nachhaltigkeit zu verstehen ist, gibt es nach wie vor nicht. Für viele Anleger sind Begriffe wie »Best in Class« oder Ausschlusskriterien schlichtweg zu abstrakt.

Für Investoren spielt die Transparenz bei der nachhaltigen Geldanlage aber eine extrem wichtige Rolle. Laut einer GfK-Umfrage empfinden 40 Prozent der Befragten das Informationsangebot zu nachhaltigen Anlageprodukten als unzureichend.

Die Deutsche Oppenheim Family Office AG arbeitet schon seit längerem mit der renommierten Rating-Agentur oekom research AG zusammen und folgt bei den von ihr gemanagten FOS-Fonds den Nachhaltigkeitsvorgaben dieses Instituts. Nun folgt der nächste Schritt: Es geht darum, die Wirkung der Nachhaltigkeit zu messen und dadurch das Reporting des Investmentfonds »FOS Rendite und Nachhaltigkeit« (FOS RuN) weiter zu verbessern. Das von oekom research entwickelte ESG Impact Reporting vergleicht anhand verschiedener Kriterien nachhaltige Fonds mit klassischen Marktindizes.

Das ESG Impact Reporting gibt Vermögensverwaltern somit die Möglichkeit, den Nachhaltigkeitseffekt von Investments messbar zu machen, umso klarer beurteilen zu können, ob Investments die gewünschte Wirkung erzielen. ESG steht dabei für die Bereiche Umwelteinfluss (E), Sozialverhalten (S) und Unternehmensführung (G). Verglichen werden für das Reporting bestimmte Impact-Kriterien wie die ESG-Gesamtperformance, die Exposition fossiler Brennstoffe, die Frischwassernutzung, Gendergleichheit und ein Kontroversen-Score. >>

Sozialer Impact

Anteil der Frauen im mittleren und Top-Management

Durchschnittliche Unfallrate pro 200.000 Arbeitsstunden

Anteil der unbefristeten Beschäftigungsverhältnisse

Umwelt Impact

Kohle-Exposure

Öl-Exposure

Gas-Exposure

Exposure aller fossilen Brennstoffe

Wasserverbrauch (in 1.000 m³)

Governance Impact

Anteil der Unterzeichner des UN Global Compact

Integration von Nachhaltigkeitszielen in die Vorstandsvergütung

Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat

Der Vergleich erfolgt anhand des MSCI All Countries World Indexes, der die Entwicklung der Aktien von 23 Industrieländern weltweit widerspiegelt, und wird quartalsweise aktualisiert.

In einer individuellen Analyse des Fonds Rendite und Nachhaltigkeit zeigte sich, dass der Fonds in Sachen Nachhaltigkeit deutlich besser abschneidet als der MSCI All Countries World Index (siehe Grafik unten).

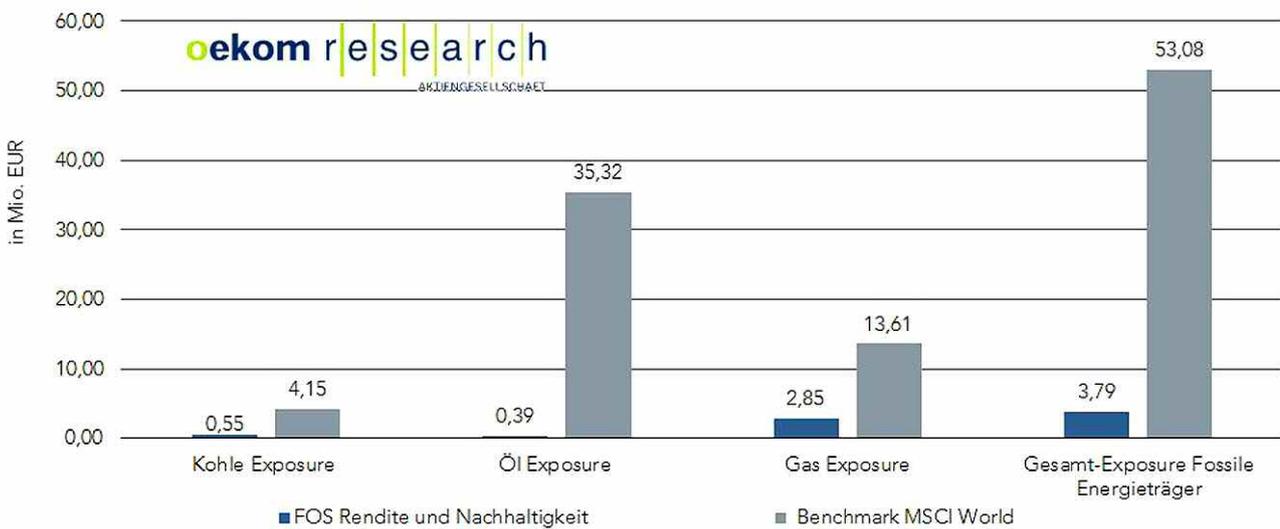
Wir können mit dieser Analyse zum ersten Mal sehr konkret und handfest vergleichen, welchen Umsatz – bezogen auf unsere Investitionssumme – z. B. unsere Portfolioun-

Stefan Freytag,
Vorstand,
Deutsche Oppenheim
Family Office AG
www.deutsche-oppenheim.de



ternehmen bei fossilen Energieträgern haben und wie sich das im MSCI World verhält. Durch die neue Messtechnik von oekom research bieten wir unseren vermögenden Kunden eine rationale Grundlage für den Einstieg in die Nachhaltigkeit. □

Beispiel aus dem Impact-Reporting: Fossile Brennstoffe



Die Darstellung zeigt das Exposure von fossilen Brennstoffen im Portfolio gegenüber einem in der Summe identischen Investment in den MSCI World. Die Berechnung der Exposure im Bereich fossile Brennstoffe basiert für alle Titel im Portfolio auf deren tatsächlichen Portfoliogewichtung. Die Benchmark ist nach Marktkapitalisierung der Unternehmen gewichtet. Stand 30.09.2017

Wir retten ehrenamtlich – Helfen Sie uns helfen!

Kontoverbindung
Volksbank in Schaumburg
IBAN: DE82 2559 1413 7309 0000 00
BIC: GENODEF1BCK

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



DLRG | Wasserrettung

Erstattung von Einkommensteuer durch eine Versicherung

Von Jürgen E. Leske



Jürgen E. Leske | www.raleske.de

Die Erstattung von Einkommensteuer durch eine Versicherung ist eventuell ihrerseits einkommensteuerpflichtig.

Ein selbstständiger Unternehmer wird bei einem Verkehrsunfall schwer verletzt. Er verlangte von der Versicherung seinen Verdienstausschlag. Im Wege eines Vergleichs kam man überein, dass ihm 300.000 Euro ersetzt werden, und zwar netto.

Netto aber bedeutete, dass die Abfindung sich nicht auf die Steuern bezog, die auf den Verdienstausschlag fällig würden.

Lückenlose Rechnungsnummern

Von Jürgen E. Leske

Lückenlose Rechnungsnummern sind nicht immer Pflicht. Vergibt ein Unternehmer keine fortlaufenden Rechnungsnummern, so muss das nicht bedeuten, dass das Finanzamt nun den Gewinn bei ihm über eine Schätzung einfach erhöhen kann. Dies hat das Finanzgericht Köln in einem gerade veröffentlichten Urteil entschieden in einem Fall der Gewinnermittlung durch Einnahme-Überschuss-Rechnung.

Der betroffene Unternehmer verwendete nämlich für seine elektronisch erzeugten Rechnungen ausschließlich Buchungsnummern, die computergesteuert durch eine Kombination aus Veranstaltungsnummern, Geburtsdatum des Kunden und Rechnungsdatum erstellt wurden. Damit wurde jede Buchungsnummer tatsächlich nur einmal vergeben (wie dies vom Finanzamt verlangt wird), diese Buchungsnummern bauten aber nicht aufeinander auf. Die Buchungsnummern wurden also nicht als fortlaufende

Die Versicherung zahlte dem Geschädigten schließlich weitere rund 125.000 Euro aus, nämlich die auf den Verdienstausschlag entfallende Einkommensteuer. Das Finanzamt verlangte, dass er diesen Betrag versteuern müsse.

Dies wollte sich der Geschädigte nicht gefallen lassen. Er argumentierte, dass die ihm zugeflossene Verdienstausschlagentschädigung nach der Nettomethode berechnet wurde. Die spätere Erstattung der Einkommensteuer stellte seiner Ansicht nach Schadensersatz dar, der daher nicht zu versteuern wäre.

Das Finanzgericht Baden-Württemberg jedoch entschied, dass die Erstattung der Einkommensteuer ihrerseits steuerpflichtig sei, denn es handelt sich um eine Entschädigung für entgangene Einnahmen, nämlich Verdienstausschlag nach Unfall. Die Übernahme der Steuern stelle keine gesondert zu beurteilende Schadensposition dar. Sie trete an die Stelle weggefallener Einnahmen und sei unmittelbare Folge des schädigenden Ereignisses.

Urteil des Finanzgerichts Baden-Württemberg vom 20.11.2017 (Aktenzeichen 10 K 3494/15), veröffentlicht am 2.1.2018. □

und lückenlos vergebene Rechnungsnummern geführt – wie dies gleichfalls das Finanzamt erwartet. Daher vertrat das Finanzamt die Meinung, dass hier ein schwerwiegender Mangel in seiner Buchführung vorläge. Und dies würde es rechtfertigen, dass das Finanzamt einen Sicherheitszuschlag auf den Gewinn des Unternehmers draufsattelt. So verfährt das Finanzamt allgemein, wenn Rechnungsnummern nicht lückenlos fortlaufend vergeben werden.

Das sah das Finanzgericht Köln anders und machte die vom Finanzamt oktroyierte Gewinnerhöhung rückgängig. Denn, so seine Argumentation, es bestehe weder eine gesetzliche noch eine aus der Rechtsprechung herleitbare Pflicht zur Vergabe einer Rechnungsnummer nach einem bestimmten lückenlosen numerischen System.

Urteil des Finanzgerichts Köln vom 7.12.2017 (veröffentlicht am 15.1.2018), Aktenzeichen 15 K 1122/16.

Das Urteil ist allerdings nicht rechtskräftig: Das Gericht hat die Revision zum Bundesfinanzhof in München zugelassen. □

Vermögensverwaltung für ältere Menschen

Von Dr. Conrad v. Sydow

1. Einführung

Wenn wir in diesem Beitrag im allgemeinen Sinne von »Vermögensverwaltung« sprechen, so soll darunter die Anlage liquider Mittel in Wertpapiere verstanden werden. Es ist unstrittig, dass alle anderen Asset-Klassen, wie die Anlage in Immobilien, Land- und Forstwirtschaft, Gold, Währungen, unternehmerische Beteiligungen, geschlossene Beteiligungen in Form von KGs oder Gesellschaften bürgerlichen Rechts, ebenfalls zur Vermögensverwaltung zählen. Sie werden hier jedoch nicht weiter behandelt.

Die Anlage liquider Mittel in Wertpapiere kann als Vermögensberatungsmandat bei einer Bank oder einem freien Vermögensverwalter erfolgen. Hier behält der Kunde die Hoheit und trifft selber die Entscheidung, in welche Wertpapiere – Anleihe, Aktie, Fonds, Wandelanleihe, Zertifikate oder gar Optionen oder andere Derivate – er investieren will. Die Vermögensverwaltung im engeren Sinne ist ein Vertrag. Danach überlässt der Kunde nach vorher genau festgelegten Anlage- und Risikokriterien die Entscheidung, in welche konkreten Titel und innerhalb welcher Risikoklassen und Bandbreiten investiert wird, einer Bank oder einem Vermögensverwalter. Der Kunde überträgt damit die Verantwortung für die einzelnen Entscheidungen dem Portfoliomanager. Dieser kann – je nach Ausgestaltung des Vertrages – Anleihen oder Aktien kaufen und verkaufen. Zudem kann er Absicherungsstrategien, wie etwa Optionen oder andere Derivate, einsetzen. Es kann auch erlaubt sein, Fonds zur Abdeckung bestimmter geografischer Regionen, Länder oder Asset-Klassen, wie hochverzinsliche Anleihen oder Aktien kleinerer und mittlerer Unternehmen, hineinzunehmen. All das jedoch immer nur im Rahmen der vorher definierten Anlage-richtlinien. Meist wird diese Form der Vermögensverwaltung für größere Beträge ab 500.000 Euro oder für klassische Einzeltitelvermögensverwaltungen ab 1 bis 2 Millionen Euro gewählt.

Diese Form der Vermögensverwaltung im engeren Sinne soll im Folgenden – vor allem mit Blick auf die Beratung älterer Menschen – genauer betrachtet werden. In dieser Altersklasse kommt sie häufiger vor, hier sind die Anforderungen an Finanzinstitut und Berater besonders hoch. Es gilt, diese Anforderungen zu definieren und Qualitätskriterien zu entwickeln.

derungen an Finanzinstitut und Berater besonders hoch. Es gilt, diese Anforderungen zu definieren und Qualitätskriterien zu entwickeln.

2. Der Berater

Bei der Betreuung älterer Menschen in der Vermögensverwaltung sind erfahrene Kundenberater und ein solides Portfoliomanagement sehr wichtig. Gute Umgangsformen der Berater, Zuverlässigkeit und die Einhaltung einer vorher festgelegten Berichts- und Besuchsfrequenz – gerade in schwierigen Börsenlagen – sind selbstverständlich. Die Auswahl einer geeigneten Bank oder eines Vermögensverwalters ist von entscheidender Bedeutung.



Bei dieser Auswahl können Analysehäuser helfen, die Vermögensverwalter regelmäßig unter die Lupe zu nehmen und Rankings herauszugeben. Es kann aber auch ein Multi-Family Office gefragt werden, das regelmäßig große Vermögen unabhängig betreut. Dazu verschafft es sich laufend einen aktuellen Überblick über den Markt der Vermögensverwalter – seien es Banken oder freie Verwalter. Sollte der Anleger Kontakt zu einem Single-Family Office einer wohlhabenden Familie haben, lohnt sich auch dort ein Gespräch.

3. Stellung des Vermögensverwalters

a. Nach seiner institutionellen Aufhängung

aa. In einer Bank

In der Vergangenheit wurden Vermögensverwalter in Banken mit harten Zielvorgaben für Produkte und Erträge pro Jahr gesteuert. Diese mussten erfüllt werden. Heute haben viele Banken auf Vorgaben von »Assets under Management« (Volumensgrößen von Geldern unter Verwaltung) umgestellt. Zielmargenvorgaben kommen dann zu den gewünschten oder geplanten Ergebnissen. Der Produktverkauf ist gelockert worden. Allerdings wird erwartet, dass sich hauseigene Produkte, wie Fonds oder ETFs, in den Verwaltungen befinden, um darüber Zusatzerträge für die Bank zu generieren. Andere Banken haben verstanden,

dass eine Vorgabe auch hier nicht zielführend ist. Sie haben das Fondsuniversum freigegeben und arbeiten mit einem »Best-in-Class«-Ansatz.

b. In einer unabhängigen Vermögensverwaltung

Auch hier können Interessenkonflikte auftreten, insbesondere wenn die Erträge knapp sind. Jedoch sind die Bindung zum Kunden und die Individualisierung der Depots meist stärker, weil es an Vorgaben durch vorgesetzte Stellen mangelt. Auch ist die Kundenbeziehung häufig eher auf Augenhöhe, wodurch Kundenvorgaben stärker berücksichtigt werden können.

bb. Nach Recht und Gesetz

Alle Vermögensverwalter sind nach dem Wertpapierhandelsgesetz und nach den Vorgaben von MiFID II gebunden. Anlagevorschläge sind vor Abschluss vorzulegen, ausgiebige Risikoaufklärung und Abfrage der Risikoneigung des Kunden sind ebenso zwingend erforderlich wie die Notwendigkeit, sich über das Gesamtvermögen des Kunden einen Überblick zu verschaffen. Alle Anforderungen im Portfoliomanagement hinsichtlich Best Execution, dem Verbot von Frontrunning, Trennung von Eigengeschäften und Kundengeschäften etc. sind streng einzuhalten. Bei Zuwiderhandlung werden die Betreuer in ein Register bei der BaFin eingetragen, was bei wiederholten Verstößen einem Berufsverbot nahekommen kann.

c. Compliance

Außer an Recht und Gesetz ist der Vermögensverwalter daran gebunden, alles zu unterlassen, was den Interessen seines Mandanten schadet. Er muss sich »anständig« und fair verhalten. Das ist die ungefähre Übersetzung von »compliant«. Dazu gehört auch, bei älteren Menschen mit Kontrollverlust diese Situation bewusst nicht auszunutzen und die Kundeninteressen, also vorrangig den Vermögenserhalt, vor das Profitinteresse seines Unternehmens zu stellen. Diese Pflichten sind weitergehend, als einfach nur das »Erlaubte« zu tun. Im Verhältnis zu älteren Menschen sind vor allem die Pflichten zu erfüllen, auf die Anlagedauer verstärkt zu achten und die spezifischen Interessen älterer Anleger besonders zu beachten.

4. Die Bedarfsanalyse

Wie bei jedem Anleger ist auch bei älteren Menschen die eingehende Analyse ihrer Bedürfnisse der Anfang von allem. An erster Stelle steht die Risikoeinschätzung des

Kunden. Naturgemäß lässt die Risikobereitschaft im Alter nach. Daher ist genau darauf zu achten, wie hoch der Anteil an risikoarmen Anleihen und wie hoch der Aktienanteil sein soll. Das hängt von vielen Faktoren ab. Es ist wichtig, welcher Anteil am Gesamtvermögen die Vermögensverwaltung ausmacht. Je höher der Anteil, desto wichtiger ist eine niedrige Risikostufe. Die Vorkenntnisse und Erfahrungen des Anlegers sind in Erfahrung zu bringen. Ein ehemaliger Unternehmer, der sein Leben lang mit kalkulierten Risiken umgegangen ist und ein profundes Wissen über wirtschaftliche Zusammenhänge angesammelt hat, ist anders eingestellt, als eine den schönen Künsten zugewandte Witwe mit einem großen Vermögen. Wieder anders sind die Interessen einer privaten Person gelagert, die ihre Lebensersparnisse in eine Vermögensverwaltung gibt, um eine Rendite als Zubrot für die Rente zu erzielen. Die Verantwortung der Bank oder des Vermögensverwalters ist gerade in der Beratung älterer Menschen besonders hoch. Sollte ein potentieller Anleger im ersten Gespräch den Eindruck gewinnen, dass nicht die notwendige Sorgfalt angelegt oder gar Druck ausgeübt wird, zu gewissen Resultaten oder Abschlüssen zu kommen, so sollte er sich eine zweite Meinung einholen oder sich Bedenkzeit nehmen.

5. Folgen eines Kontrollverlustes bei älteren Menschen

Es ist nicht auszuschließen, dass es bei älteren Kunden plötzlich oder sukzessive zu einem Kontrollverlust kommt. Sie sind – aus welchen Gründen auch immer – nicht mehr allein in der Lage, ihre Angelegenheiten zu regeln. Kunden und Berater sollten auf diese besondere Situation vorbereitet sein und die möglichen Folgen und Aufgaben bedacht haben.

a. Ausnutzen einer besonderen Vertrauensstellung

Meist kennt der Berater seine Kunden sehr gut; unter anderem kennt er auch die Familienverhältnisse und hat manchmal mehr Informationen als die nächsten Angehörigen. Diese herausgehobene Vertrauensstellung sollte mit einem ausgeprägten Verantwortungsgefühl korrespondieren. Die Erfahrung zeigt, dass die geschulten und erfahrenen Berater entsprechend handeln. Was aber, wenn Verkaufsdruck, Furcht vor Arbeitsplatzverlust, Abhängigkeit von besonders wichtigen Kunden oder inkompetente Vorgesetzte den Berater in Versuchung führen? Nicht auszuschließen ist, dass er seine Vertrauensstellung ausnutzt, erforderliche Handlungen verzögert oder die Portfoliosammensetzung verändert, die nicht schnell genug be-

merkt wird. Kurz gesagt: Es ist nicht auszuschließen, dass die eigenen Profitinteressen vor die Kundeninteressen gestellt werden. Für dieses Szenario sollten frühzeitig Vorkehrungen getroffen werden.

b. Benachrichtigung von Angehörigen

Ist ein Kontrollverlust seitens des Vermögensinhabers eingetreten, hat der Berater seinerseits die Pflicht, die Angehörigen in geeigneter Form über die Vermögensverwaltung fortlaufend zu unterrichten. Diese Pflicht trifft ihn besonders, wenn diese Kontovollmacht haben.

c. Einschaltung des Amtsgerichts

Falls es keine Angehörigen gibt, sollte der Berater das zuständige Amtsgericht einschalten. Das Amtsgericht hat die Aufgabe, einen Betreuer einzuschalten. Das geschieht von Amts wegen. In der Zwischenzeit sollte an der Vermögensverwaltung nichts verändert und nur interessewährend gehandelt werden.

d. Zusammenarbeit mit dem Betreuer

Der Betreuer tritt von Gesetzes wegen an die Stelle des Kunden und nimmt in Zusammenarbeit mit dem Amtsgericht die Verfügungen in der Vermögensverwaltung wahr. Es kann zu neuen Risikoeinschätzungen kommen. Die Praxis zeigt, dass das häufig der Fall ist und die Vermögensverwaltung entsprechend umgestaltet wird. Meist wird eine noch risikoärmere Position eingenommen, um sich nicht dem Vorwurf auszusetzen, man sei nicht vorsichtig genug mit dem Vermögen umgegangen. Das kann allerdings im derzeitigen Niedrigzinsumfeld dazu führen, dass kaum noch Erträge mit der Vermögensverwaltung erzielt werden können.

Der Verfasser hat erlebt, dass eine Einzeltitelverwaltung aufgelöst werden musste und stattdessen zwei Fonds mit entsprechender Risikogewichtung mit Genehmigung des Gerichtes gekauft wurden. Fachlich ist das fragwürdig. Sinn und Zweck der Verwaltung ist es, die Anlagerichtlinien festzulegen, in deren Rahmen der Verwalter im eigenen Ermessen handeln soll. Es ist deshalb gerade nicht erforderlich, dass das Amtsgericht jede Verfügung genehmigen soll oder gar muss. Vielmehr haben der Betreuer und das Amtsgericht die Aufgabe, in der Auswahl des Vermögensverwalters die notwendige Sorgfalt an den Tag zu legen und die Vermögensverwaltung in regelmäßigen Abständen zu kontrollieren.

Die Literatur des Betreuungsrechts gibt dazu keine klaren Hinweise. So wird darauf verwiesen, direkte Investments in Aktien oder Immobilien seien dem Kauf von Immobilienfonds vorzuziehen (siehe v. Crailsheim/Mühlbauer, in: Hanssen/Hamm: Rechtsanwaltsrecht, Ziff. 69, 11. Aufl., München 2016, S. 917). Eine Einzeltitelvermögensverwaltung wird nicht erwähnt und auch nicht der Umgang mit einem Vertrag, der dem Portfoliomanager Freiheit in der Disposition lässt. Zu Recht wird kommentiert, vorgefundene Geldanlagen müssten die in § 1807 BGB nicht zwingend umgeschichtet werden (v. Crailsheim, in: Jürgens: Betreuungsrecht, 5. Aufl., München 2014, S. 74). Der Betreuer und das Betreuungsgericht können vorgefundene Vermögensverwaltungen überprüfen und bestehen lassen, wenn das für den Betreuten vorteilhaft ist. Da aber die Amtsgerichte ebenso wie die Betreuer meist nicht die notwendigen Fachkenntnisse haben und der vermögensbetreuenden Bank oder dem Vermögensverwalter nicht das fachliche Vertrauen gegeben wird, werden häufig Weisungen erteilt, die zur Auflösung der Vermögensverwaltung und eventuell zur Realisierung von Verlusten führen. Wesentlich ist, dass die Interessen des Anlegers gewahrt werden. Fest steht, dass dem Betreuer und dem Betreuungsgericht dazu ein gewisser Ermessensspielraum zugestanden wird. Erst wenn hohe Verluste realisiert würden, könnten diese Interessen verletzt sein. Falls das nicht der Fall ist, wird der Vermögensverwalter immer den Anweisungen des Amtsgerichts folgen.

Es könnte nützen, hier ein Multi-Family Office gutachterlich zu einer Stellungnahme aufzufordern, um dessen Fachkenntnisse einfließen zu lassen. Allerdings wird das nicht ohne ein kleineres Honorar gehen und sollte nur dann gemacht werden, wenn die in Rede stehenden Beträge der Vermögensverwaltung größer sind oder die vorhandene Vermögensverwaltung komplexerer Art ist.

Ein Vermögensverwalter, der den Respekt vor der Lebensleistung von älteren Menschen behält und sich im Klaren darüber ist, dass er eine besondere Vertrauensstellung einnimmt, der ist geeignet, für ältere Menschen tätig zu werden, insbesondere wenn er dabei auch etwaige kommende Generationen im Blick behält. Das ist keine triviale Aufgabe. Im Zweifel und in Fällen größerer Vermögen befragen Sie ein Multi-Family Office oder eines der oben genannten Analysehäuser. Beide geben gerne und neutral Auskunft. □

Vorsicht vor der Enteignung der Sparer durch die EU

Von Michael Reuss

Neue EU-Richtlinien lassen den klassischen Sparer im Ernstfall im Regen stehen. Höchste Zeit, dass Sparer etwas für die Sicherung ihres Geldvermögens unternehmen.



Michael Reuss,
geschäftsführender Gesellschafter
der Huber, Reuss & Kollegen
Vermögensverwaltung

www.hrkvv.com

Konten könnten eingefroren werden

Am 28. Juli 2017 wurde über die Nachrichtenagentur Reuters bekannt, dass es in der EU Überlegungen gibt, die Konten der Bank-Kunden einzufrieren, wenn eine Bank vom Zusammenbruch bedroht ist. Demnach könnte die Bankenaufsicht einen Auszahlungsstopp von fünf bis maximal 20 Tagen erlassen, wenn eine Bank in Schwierigkeiten gerät. Dadurch soll ein Bank-Run verhindert werden, damit ein angeschlagenes Institut nicht zusammenbricht. Während der Auszahlungssperre könnte dann die in Schieflage geratene Bank entweder aufgespaltet werden, und zwar in einen überlebenschfähigen Teil und einer (nicht mehr zu rettenden) »Bad Bank«, oder ein Notverkauf an ein anderes Institut eingeleitet werden, ohne dass Kunden Einlagen entnehmen oder Gläubiger Bankschuldverschreibungen abstoßen dürften. Eine solch temporäre Auszahlungssperre wäre schon schlimm. Doch es geht noch weiter.

Schutz der Vermögenswerte des Kunden/Sicherungseinrichtungen im Ernstfall nicht ausreichend

Für private Banken ist die Entschädigungseinrichtung deutscher Banken (EdB) für den Schutz der Kundeneinlagen zuständig. Einlagen von Privatpersonen, Personengesellschaften und kleinen Kapitalgesellschaften werden von der EdB bis zu einer Höhe von EUR 100.000 abgedeckt. Das Problem: Nach eigenen Angaben ist die EdB nicht für eine schwere Krise des gesamten Bankensektors ausgelegt. Wie sicher die Einlagen im Fall einer schweren Systemkrise wären, kann deshalb niemand mit Sicherheit vorhersagen.

Zusätzlich zur gesetzlichen Einlagensicherung sind viele private Banken noch Mitglied im freiwilligen Einlagensicherungsfonds des Bundesverbandes deutscher Banken (BdB). Dadurch sind pro Kunde Guthaben oberhalb der gesetzlichen Einlagensicherung bis zu einer Höhe von maximal 20 Prozent des Eigenkapitals einer Bank abgedeckt. Diese Grenze wird allerdings bis 2025 schrittweise auf 8,75 Prozent gesenkt. Hier das nächste Problem: Die Höhe des maßgebenden Eigenkapitals wird durch die zuletzt veröffentlichte Bilanz bestimmt. Es ist jedoch davon auszugehen, dass sich das Eigenkapital einer Bank bereits deutlich reduziert hat, bevor es zum tatsächlichen Zahlungsausfall kommt. Das bedeutet, dass sich die Summe, für die die freiwillige Einlagensicherung tatsächlich garantiert, stark verringert und niemand sagen kann, wie hoch eine Entschädigung ausfällt.

Erst werden die Bank-Aktionäre, dann die Gläubiger und Sparer zur Kasse gebeten

Wenn Banken in Schieflage geraten und abgewickelt werden müssen, sieht die Reihenfolge derer, die für die Verluste herangezogen werden, so aus: erst die Bank-Aktionäre, dann die Gläubiger (Besitzer von Schuldverschreibungen) und dann auch Sparer mit Einlagen über mehr als 100.000 Euro (Bail-in). Wenn die Sicherungen aber nicht ausreichen, werden die Sparer eher ihr Kapital verlieren. Das System kommt einer Enteignung gleich.

Der Steuerzahler haftet nicht für Bankpleiten? Leere Versprechen der Politik!

Laut der EU-Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Banken sollen die Steuerzahler für die Rettung maroder Kreditinstitute nicht mehr zur Kasse gebeten werden. Doch es macht keinerlei Unterschied, ob Bürger ihr Geld als Bankkunde oder Steuerzahler verlieren. Außerdem ist das Niveau von Steuern und Abgaben bereits an der Schmerzgrenze, sodass mit noch höheren Abgaben nicht zu rechnen ist. Der Schaden bei staatlichen Rettungsmaßnahmen entsteht für den Bürger durch das Aufblähen der Staatsverschuldung und der Notenbankbilanz. Dies hat zur Folge, dass der Geldwert sinkt und das Geldvermögen eines jeden Sparers entwertet wird. Es ist klar, dass Bank-Runs, wie sie in Griechenland, Spanien, Italien oder Zypern zu sehen waren, jederzeit wieder vorkommen können. Eine Mindestreserve von 1 % als Pflichtguthaben, die EU-Banken bei ihrer Zentralbank unterhalten müssen, kann niemals ausreichen, um alle auszusahlen. Deshalb haben die

EU-Politiker den Banken das Recht eingeräumt, ihre Kapitalgeber im Krisenfall zur Kasse zu bitten. Erst danach würden staatliche Maßnahmen eingesetzt werden.

Diversifikation ist Ihr bester Freund

Da heute jeder selbst fürs Alter finanziell vorsorgen muss, ist es wichtig zu wissen, welche Gefahren die lebenslangen Sparbemühungen zunichtemachen können. Leider stecken die Ersparnisse der meisten Bürger in Girokonten, Sparbüchern, sowie in Bausparverträgen und Lebensversicherungen oder zu Hause als Bargeld. Gut zu wissen, dass bei Wertpapieren keine Sicherung durch den Einlagensicherungsfonds erforderlich ist, weil es sich dabei nicht um Einlagen bei der Depotbank handelt, sondern

die Depotbank diese nur im Kundenauftrag verwahrt. Die Wertpapiere bleiben auch im Insolvenzfall der Depotbank im Eigentum des Kunden und können jederzeit auf ein anderes Institut übertragen werden.

Vor diesem Hintergrund sollten Sparer umdenken und ihr Kapital sinnvoller und vor allem sicher investieren. Jeder Bürger kann sich gegen die Geldentwertung durch den Erwerb von Aktien, Gold, Immobilien und anderen Sachwerten wehren.

Anleger sollten ihr Portfolio möglichst robust gegenüber dem machen, was die Zukunft bringt – egal wie wahrscheinlich oder unwahrscheinlich es heute erscheint. □

Die richtige Fondsvariante wählen: Ausschüttend versus thesaurierend

Von Alexander Weis und Gerd Kommer

Da es von vielen Investmentfonds – seien es aktiv gemanagte Fonds oder ETFs – sowohl eine ausschüttende als auch eine thesaurierende Variante gibt, steht ein Anleger grundsätzlich vor der Frage, welche der beiden Fondsvarianten er wählen soll. Bei ausschüttenden Fonds (nachfolgend der Einfachheit halber »A-Fonds« genannt) werden die Zins- oder Dividendenzahlungen der Wertpapiere im Fonds nach Abzug der Steuern an die Anleger ausgeschüttet. Der Wert eines Fondsanteils vermindert sich um die Ausschüttungen. Im Falle von thesaurierenden Fonds (nachfolgend »T-Fonds«) bezieht der Fonds diese laufenden Erträge zwar ebenfalls, gibt sie jedoch nicht unmittelbar an die Anleger weiter, sondern reinvestiert (»thesauriert«) sie ins Fondsvermögen. Damit nimmt der Fondsanteilswert in Höhe dieser laufenden Erträge abzüglich Steuern im Zeitablauf zu.

Im nachfolgenden Text gehen wir primär auf Aktienfonds ein. Ein großer Teil der hier beschriebenen Sachverhalte und Argumente gilt jedoch analog für Anleihenfonds (Rentenfonds). Gleichwohl ist die Entscheidung zwischen A-Fonds und T-Fonds in der gegenwärtigen Niedrigzinslandschaft für die meisten Privatanleger in der Praxis weniger bedeutsam. Um die Frage angemessen zu beantworten, welche Ausschüttungsart bei einem Fonds – ausschüttend oder thesaurierend – zu bevorzugen ist, muss

man eine Reihe unterschiedlicher Konstellationen unterscheiden, denn die Antwort hängt letztlich von der jeweiligen Konstellation ab. Aus unserer Sicht gilt es drei Grundkonstellationen zu unterscheiden. Bevor wir auf diese der Reihe nach eingehen, müssen wir noch drei allgemeine Sachverhalte auseinanderdröseln.

Wenn ein Anleger aus einem Fonds, einem Portfolio aus Fonds oder einzelnen Wertpapieren Cash abzieht, ist das ökonomisch eine »Entnahme«. Ob diese Entnahme im Wege des Empfangs einer Dividende geschieht oder im Wege des Verkaufs eines Fondsanteils bzw. eines Wertpapiers (Aktie oder Anleihe), ist wirtschaftlich zunächst unerheblich. In allen Fällen ist es das Geld des Anlegers, das aus dem Portfolio abfließt. Dividenden als Quelle von Entnahmen haben gegenüber Entnahmen via Anteilsverkäufen – vorbehaltlich möglicher Unterschiede bei Steuern (je nach Steuerjurisdiktion) und Transaktionskosten – keine Vorteile. (Auf etwaige Unterschiede bei Steuern und Transaktionskosten in Bezug auf Entnahmen aus einem Fondsportfolio gehen wir nachfolgend ein. [1]) Im nächsten Artikel werden wir uns mit der in der wissenschaftlichen Literatur vielfach untersuchten »Dividend Fallacy« befassen, also dem verbreiteten Irrglauben, dass Aktien mit hoher Dividendenrendite primär oder allein aufgrund ihrer hohen Dividendenrendite höhere Gesamtrenditen produzieren als äquivalente Aktien mit niedriger Dividendenrendite. Zwei weitere interessante Aspekte der Dividend Fallacy sind: Für eine nennenswerte Zahl von Privatanlegern ist eine Gesamtrendite von – sagen wir 10% – gefühlt wertvoller, wenn sie aus 7% Kursgewinnen und 3% Dividenden

besteht als eine Gesamtrendite »nur« aus 10 % Kursgewinnen. Damit verwandt empfinden viele Privatanleger eine Entnahme via Dividende »irgendwie« weniger als Reduktion ihres Portfoliovermögens als eine betragsgleiche Entnahme via Anteilsverkauf. Diese unterschiedlichen Wahrnehmungen sind irrational, weil rein ökonomisch nicht begründbar, aber sie sind real.

Den Steuereffekt von Entnahmen haben wir soeben schon angeschnitten: Generell ist der Steuereffekt bei einer Cash-Entnahme via Dividende und einer Cash-Entnahme via Anteilsverkauf bei einem Fondsportfolio auf Anlegerebene in den allermeisten normalen Konstellationen und bei methodisch korrekter Berechnung identisch oder nahezu identisch. [2] Dieser Tatsache ist zwar trivial, muss aber dennoch explizit festgehalten werden, denn immer wieder zeigt sich, dass Privatanleger hier nicht vorhandene Unterschiede vermuten. Bei der steuerlichen Behandlung thesaurierter versus ausgeschütteter Dividenden (laufende Erträge) existieren dagegen kleine Unterschiede, auf die wir weiter unten zu sprechen kommen.

Privatanleger befinden sich bezüglich ihres Portfolios (Depots) definitionsgemäß in einer von drei möglichen Phasen: Der Ansparphase (Vermögensaufbauphase), der Entsparphase (Vermögensnutzung bzw. -verbrauch) und einer »neutralen« Phase. In der neutralen Phase finden keine Nettozuführungen oder -entnahmen statt. Empirisch betrachtet dürfte diese Phase über ein ganzes »Privatanlegerleben« hinweg die kürzeste der drei Phasen sein. Die Ansparphase ist so definiert, dass über einen hinreichend langen Zeitraum mehr Geld in das Portfolio eingezahlt als entnommen wird (Nettozuführung). In der Entsparphase werden dem Portfolio über einen hinreichend langen Zeitraum hingegen mehr Mittel entnommen als zugeführt (Nettoentnahme). Diese Nettoentnahme durch den Anleger kann kleiner oder größer sein als die laufenden Erträge (Dividenden oder Zinsen) oder die laufende Gesamtrendite (laufende Erträge und Kursgewinne). Wie hoch die erwarteten Entnahmen relativ zu etwaigen erwarteten Ausschüttungen bei A-Fonds sein werden, ist ein in diesem Zusammenhang oft übersehener wichtiger technischer Aspekt. Wir werden weiter unten auf ihn zurückkommen. [3]

Konstellation 1: Der Anleger ist in der Ansparphase

In dieser Konstellation wird es fast immer sinnvoller sein, sich für T-Fonds zu entscheiden. Dafür gibt es fünf Gründe,

die sich partiell überlappen: (a) Niedrigere Transaktionskosten, da keine Kosten für die Wiederanlage anfallen, (b) weniger Arbeitsaufwand für die Wiederanlage, (c) Selbstdisziplinierung, (d) Erzielung eines kleinen Steuervorteils und (e) Erzielung eines kleinen Renditevorteils.

Während (a) und (b) selbsterklärend sein dürften, holen wir bei Punkt (c) bis (e) ein wenig aus. Bei (c) – der Selbstdisziplinierung – besteht die Versuchung, eine Ausschüttung für Konsum zu »verballern« definitionsgemäß nur bei A-Fonds. Manche Anleger mögen gegen solche Versuchungen immun sein (bei ihnen ist diese Argument pro T-Fonds unbeachtlich), aber wohl nicht alle.

Zu (d): Der kleine Steuervorteil von T-Fonds (Aktienfonds), der sich aus der Reform des Investmentsteuergesetzes (InvStG) ab Anfang 2018 ergibt, kommt dadurch zustande, dass Dividenden bei A-Fonds auf der Basis der tatsächlichen Ausschüttungen besteuert werden, während Dividenden bei T-Fonds nunmehr einer neuen »Pauschalbesteuerung« unterliegen. [4] Die Pauschalbesteuerungsmethode von thesaurierten Dividenden führt gegenüber der »normalen« Besteuerung ausgeschütteter Dividenden zu einem kleinen Vorteil. Das gilt solange der so genannte »Basiszinsatz« des Finanzministeriums, der in der steuerlichen Pauschalermethode verwendet wird, nicht merklich über das gegenwärtige Niveau von 1,1 % p. a. ansteigt. Der Break-Even-Punkt für den Zinssatz liegt bei ungefähr 3,85 % p. a. An diesem Punkt ist die steuerliche Belastung ausgeschütteter- und thesaurierter Dividenden in identisch.

Was den Renditevorteil (e) anbelangt, muss man sich folgendes vergegenwärtigen: Die Verwendung eines A-Fonds führt häufig dazu, dass die Ausschüttungen mehr oder weniger lange auf dem renditelosen oder zumindest renditearmen Verrechnungskonto (Depotkonto) »herumliegen«, bis sie wieder reinvestiert werden. Je nach Aufmerksamkeit des Anlegers bedeutet das entgangene Erträge (im Ökonomiejargon »Opportunitätskosten«), denn innerhalb eines T-Fonds hätte dieses Geld eine im Durchschnitt höhere Rendite erzielt. Der Effekt mag klein sein, aber über einen sehr langen Zeitraum vermutlich nicht vernachlässigbar.

Konstellation 2: Der Anleger ist in der Entsparphase

In dieser Konstellation sind die Handlungsempfehlungen etwas weniger eindeutig als in Konstellation 1. Es lassen sich drei Fälle unterscheiden: (a) Der jährliche Liquiditäts-

bedarf des Anlegers ist etwa gleich hoch wie die erwarteten Ausschüttungen (aus allen Fonds zusammengenommen), (b) er ist höher oder (c) er ist niedriger.

Da Fall (a) auf längere Sicht wohl selten bis gar nie eintrifft, betrachten wir ihn als wenig realistisch und somit für die Zwecke unserer Betrachtung nicht weiter relevant.

Für den Fall (b) – die erwarteten jährlichen Portfolioentnahmen sind höher als die erwarteten jährlichen Ausschüttungen – dürften T-Fonds leicht zu bevorzugen sein. In diesem Fall müssen definitionsgemäß weitere Fondsanteile verkauft werden, weil die Ausschüttungen alleine nicht genügen. Die denkbaren Vorteile von A-Fonds (z. B. Bequemlichkeit und niedrigere Transaktionskosten) verpuffen damit weitgehend. Man bedenke hierbei, dass ein beträchtlicher Teil der Transaktionskosten von Anteilsverkäufen bei den meisten Depotbanken fix ist, also nicht so sehr von der Höhe des Kaufvolumens abhängt.

Nun zum letzten Fall (c) – die benötigte Liquidität (Portfolioentnahme) ist niedriger als die Ausschüttungen. Hier könnte man als Pro-Argument von A-Fonds anführen, dass kein Arbeitsaufwand für den Verkauf von Fondsanteilen anfällt. Im engen Sinne stimmt das, aber es fällt definitionsgemäß Arbeitsaufwand für die Reinvestition der nicht verbrauchten Ausschüttungen an, den es bei einem T-Fonds nicht gäbe. Insofern dürfte das Argument des Arbeitsaufwandes hier eher nicht ausschlaggebend sein. Aus analogen Gründen wird das Transaktionskostenargument hier nicht oder nur in vernachlässigbarer Weise für A-Fonds sprechen, denn es fallen zwar keine Kosten für den Verkauf von Anteilen an, aber eben Kosten für den Kauf neuer Anteile. Wir hatten bereits erwähnt, dass ein nennenswerter Teil dieser Kosten in nicht von der Höhe der gehandelten Fondsposition abhängt.

Konstellation 3: Der Anleger ist in der neutralen Phase (netto keine Entnahmen und keine Zuführungen)

Vor dem Hintergrund des bereits Gesagten ist für diese Konstellation eigentlich klar, dass T-Fonds vorzuziehen sind.

Weitere Gesichtspunkte

Wie ist zu verfahren, wenn für einen in Frage kommenden Fonds nur eine der beiden Ertragsverwendungsvarianten existiert? Wie die vorhergehenden Ausführungen angedeutet haben, sind die Vor- und Nachteile von A-Fonds ver-

sus T-Fonds in den meisten Fällen nicht gewichtig genug, als dass man allein deswegen auf einen ansonsten präferierten Fonds verzichten sollte, weil er nur in einer der beiden Formen verfügbar ist. Diese Feststellung setzt voraus, dass der Anleger strikt rational handelt. Ist diese Bedingung erfüllt, gilt daher die einfache Regel: Existiert ein aus sonstigen Gründen klar präferierter Fonds nicht in der bevorzugten Ertragsverwendungs-Variante, sollte man diesen Fonds vermutlich dennoch verwenden.

Welche Rolle spielt Rebalancing [5] bei der Wahl zwischen A-Fonds und T-Fonds? Rebalancing hat beträchtliche Vorteile und ein rationaler Anleger sollte es diszipliniert und dauerhaft praktizieren. Im Hinblick auf die Wahl der spezifischen Rebalancing-Methode [6] gibt die Wissenschaft keine spezifische Empfehlung. Anders formuliert: Rebalancing ist gut, aber die konkrete Methode ist aus Ex-ante-Sicht unerheblich, vorausgesetzt der Rebalancing-Vorgang erfolgt strikt mechanisch, also regelgebunden.

Ein Anleger in der Portfolio-Aufbauphase sollte seine laufenden Portfoliozuführungen (Sparraten) für Rebalancing-Zwecke verwenden, denn entscheidungslogisch ist Rebalancing auf diese Weise kostenlos, vorausgesetzt die Sparraten sind im Verhältnis zum bestehenden Portfolio groß genug. Die Transaktionskosten für die Portfoliozuführungen wären auch ohne Rebalancing angefallen. Eine Rebalancing-Relevanz für die Abwägung zwischen A-Fonds und T-Fonds in dieser Konstellation entfällt.

Ein Anleger in der Portfolio-Entsparphase (Vermögensnutzung/-verbrauch) sollte grundsätzlich die Entnahmen aus dem Portfolio zu Rebalancing-Zwecken einsetzen, um, wie oben, Transaktionskosten zu neutralisieren oder minimieren. Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen besitzen T-Fonds den Vorteil, dass mit Anteilsverkäufen Rebalancing einfacher und zielgerichteter vorgenommen werden kann als mit A-Fonds, da es bei diesen zu kostenmäßig nachteiligen Szenarien kommen könnte. Ein Beispiel: Die Ausschüttungen übersteigen den Cash-Bedarf des Anlegers, fließen aber aus der für Rebalancing-Zwecke falschen Portfoliokomponente. Nun muss der Anleger einerseits einen Teil der Ausschüttungen reinvestieren und zweitens an anderer Stelle gleichzeitig Anteilsverkäufe vornehmen. Das führt gegenüber einer reinen T-Fonds-Situation vermutlich zu unnötig hohen Transaktionskosten, mehr Komplexität und mehr Arbeitsaufwand. >>

In der Steuerwelt, die bis zum 31.12.2017 gilt, hatten T-Fonds den »Nachteil«, dass der Anleger seine Steuerbescheide aufheben musste, um eine mögliche (nicht jedoch definitive) Doppelbesteuerung der thesaurierten und bereits vorher jährlich versteuerten Dividenden bei einem späteren Verkauf der Fondsanteile zu verhindern. [7] Mit der Reform des Investmentsteuergesetzes (InvStG), die zum 1.01.2018 in Kraft tritt, entfällt dieser »Nachteil« für alle Steuerjahre ab 2018.

Zum Schluss wollen wir der Vollständigkeit halber noch einen Pseudonachteil von T-Fonds adressieren: Die Liquidität, die zur Begleichung der oben genannten steuerlichen Vorabpauschale (also der Steuerzahlung) notwendig ist, muss der Anleger bei T-Fonds, anders als bei A-Fonds – »von außen« zuführen, weil die Liquidität für die Steuerzahlung von der Depotbank in diesem Fall eben nicht von den einmal oder zweimal jährlich stattfindenden Ausschüttungen abgezogen werden kann (sofern die kumulative Steuerschuld die Höhe des anlegerspezifischen Freistellungsauftrages bei der betreffenden Depotstelle überschreitet). Das ist jedoch ein rein psychologischer Nachteil, der für einen rational handelnden Anleger keine Rolle spielen sollte. Ob eine Steuerzahlung aus dem Fondsvermögen oder aus dem sonstigen Vermögen des Anlegers erfolgt, ist ein Linke-Tasche-rechte-Tasche-Effekt und somit wirtschaftlich bedeutungslos.

Fazit: Dieser Artikel wollte zeigen, wann ausschüttende Fonds und wann thesaurierende Fonds zu bevorzugen sind. Die konkrete Antwort auf die Anlegerfrage »ausschüttende oder thesaurierende Fonds – welche sind vorzuziehen?« hängt in erster Linie davon ab, ob sich ein Anleger in der Anspar- oder Verbrauchsphase befindet und wie hoch die in der absehbaren Zukunft erwarteten etwaigen Entnahmen relativ zu den erwarteten Ausschüttungen eines in Frage kommenden ausschüttenden Fonds sein werden.

Verallgemeinernd hat unsere Szenario-Analyse gezeigt, dass (a) die kostenmäßigen und steuerlichen Unterschiede

für Anleger zwischen ausschüttenden und thesaurierenden Fonds vermutlich oft überschätzt werden und dass (b) die meisten rational agierenden Anleger mit thesaurierenden Fonds in vielen relevanten Konstellationen leicht und manchen deutlich besser stehen. Die Betonung liegt dabei auf »rational agierende Anleger«. In emotionaler Perspektive haben ausschüttende Fonds für »irrationale« Anleger die gefühlten Vorteile, dass bei ihnen keine oder weniger Anteilsverkäufe notwendig sind, sie sich über Dividendenzahlungen auf das Verrechnungskonto mehr freuen können als über betragsgleiche Anteilspreissteigerungen und dass sie keine oder weniger Steuerliquidität von außerhalb des Portfolios beschaffen müssen.

[1] Alle Aussagen zu Steuern in diesem Artikel unterstellen, dass der Anleger in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig ist, die Fondsanteile im Privatvermögen gehalten werden und sich die Depotstelle in Deutschland befindet.

[2] In bestimmten Szenarien können (typischerweise geringe) Unterschiede in einem gegebenen Steuerjahr bestehen. Diese gleichen sich intertemporal jedoch später wieder aus. Wir ignorieren sie daher.

[3] Bei einem europaweit oder global diversifizierten normalen Aktienportfolio lag die Dividendenrendite in den vergangenen zehn Jahren bei etwa 2,7%.

[4] Bei reinen Anleihenfonds ändert sich die Besteuerung gegenüber dem Status Quo nur unerheblich.

[5] Rebalancing ist das periodische »Wieder-auf-Kurs-Bringen« der Asset-Allokation im Portfolio. Da die einzelnen Portfoliokomponenten unterschiedliche Renditen haben, wird sich eine solche Kursabweichung beinahe unweigerlich ergeben. Wenn der Anleger rational handelt, wird er solche Veränderungen im Zeitablauf korrigieren.

[6] Zum Beispiel im Wege von Rebalancing-Toleranzbändern oder kalendermäßig, also z. B. fortlaufend, jährlich, zweijährlich usw. In der Praxis werden diese Methoden üblicherweise kombiniert.

[7] Streng genommen gilt diese Aussage nur für thesaurierende Fonds mit Fondsdomizil im Ausland. Bei ETFs sind ca. 95% aller in Deutschland vertriebenen Fonds im Ausland aufgelegt (primär in Irland und in Luxemburg). Aufgrund des im Text beschriebenen »Nachteils« wurden thesaurierende ETFs in der Vergangenheit auf verschiedenen Finanzportalen als »steuerhässlich« oder »steuerschwierig« bezeichnet (versus »steuereinfach« für ausschüttende ETFs). Diese schon immer eher unsinnige Unterscheidung fällt nun weg.

Gerd Kommer Invest GmbH
gerd-kommer-invest.de

ANZEIGE

FLUCTIBUS



PRODUCTIONS

Neue Webseite: www.fluctibus.com

Immobilien: Mehr als nur Lage, Lage, Lage

Von Manfred Gburek

2018 verspricht bei deutschen Immobilien zum Jahr einer größeren Differenzierung zu werden. Eine Umfrage unter professionellen Investoren zeigt, warum.

Der deutsche Immobilienmarkt boomt, und das schon seit Jahren. So ist die spontane Wahrnehmung beim Verfolgen der aktuellen Preise für Wohnungen und Gewerbeflächen.

Etwas differenzierter lässt sich jedoch auch feststellen, dass pauschale Aussagen zum Boom ebenso wenig der Wahrheitsfindung dienen wie die Durchschnittstemperatur von einem Topf an heißem und einem an eiskaltem Wasser. Insofern haben sich die Analysten der Prüfungs- und Beratungsfirma EY (früher Ernst & Young) jetzt mit ihrem ins Detail gehenden, schon zum elften Mal veröffentlichten Trendbarometer zu deutschen Immobilien ein Mal mehr verdient gemacht. Zuvor hatten sie 220 professionelle Investoren befragt – von Banken und Projektentwicklern bis zu Fonds, Family Offices und Wohnungsgesellschaften. Die Ergebnisse im Einzelnen:

Die positive Stimmung hat 2017 viele Profis zu Gewinnmitnehmen und zur Bereinigung von Beständen veranlasst. Insofern ist 2018 wohl nicht mehr mit einem so üppigen Anstieg des Transaktionsvolumens wie 2017 (plus 9,7 Prozent auf 72,8 Milliarden Euro) zu rechnen, sondern eher mit einem leichten Rückgang. Zwei Drittel der Befragten gehen davon aus, dass die Preise in den meisten Nutzungsarten stagnieren werden. »Jetzt mehren sich die Stimmen, die zur Vorsicht raten«, meint Christian Schulz-Wulkow, Chef des EY-Immobiliensektors.

Wie sehr man zwischen den jeweiligen Anlageklassen differenzieren muss, zeigen die folgenden Ergebnisse der Befragung: Die Preise von Wohnimmobilien in A- (besten) und B- (guten) Lagen dürften weiter steigen, meinen die meisten Profis. Das gilt auch für Logistikimmobilien in B-Lagen. Dagegen gehört das Gros der Preissteigerungen von Büroimmobilien in A-Lagen und von Hotelimmobilien im Allgemeinen offenbar der Vergangenheit an. Einzelhandelsimmobilien werden besonders kritisch gesehen, wobei zwei Trends eine Rolle spielen: die Verschie-

bung der Marktanteile in Richtung Amazon & Co. und der sich daraus ergebende Strukturwandel des gesamten Einzelhandels.

Gleich mehrere Knalleffekte sind bei Wohnimmobilien zu erwarten. Einen besonders markanten hebt EY-Direktor Paul von Drygalski hervor: »Berlin ist ein Gewinner der Digitalisierung, Frankfurt profitiert vom Brexit.« Was allerdings nicht ausschließt, dass die Preise auch in den anderen deutschen Metropolen kräftig zulegen könnten.



Manfred Gburek
Wirtschaftsjournalist
www.gburek.eu

Die befragten Investoren sehen den größten Handlungsbedarf bei der Wohnraumförderung und der Deregulierung der Bauvorschriften. Fast vier Fünftel von ihnen wünschen sich die Abschaffung der Mietpreisbremse.

Der Neubau ist ein besonders brisantes Thema. Das hängt zum einen damit zusammen, dass der demografische Wandel andere Arten von Wohnungen erfordert, als der aktuelle Bestand sie hergibt. Zum anderen klafft zwischen dem geförderten Wohnungsbau für Geringverdiener und den Wohnimmobilien für gehobene Ansprüche eine Angebots- bzw. Nachfragerücke. Denn Normalverdiener und die meisten Familien sind von der Wohnraumförderung ausgenommen, und auf gehobene Ansprüche zugeschnittene Wohnungen können sie sich nicht leisten. Das Ganze mündet darin, dass vor allem in den Ballungsgebieten mittlerweile auffallend viele kleine Wohnungen entstehen – zu fast schon unverschämten hohen Quadratmeterpreisen.

Dass die Digitalisierung die meisten Branchen erfasst hat und auch den Immobiliensektor verändert, ist bekannt. Aber dass bereits neun von zehn der befragten Investoren sie für ebenso wichtig halten wie den demografischen Wandel, überrascht dann doch ein wenig. Die digitale Evolution dürfte unter anderem einer Entwicklung zuzuschreiben sein, die längst vom Silicon Valley aus den USA nach Europa übergeschwappt ist: zuneh-

mende Konnektivität. Das heißt, man will immer mehr miteinander verbunden sein – unter anderem mit dem Nebeneffekt, dass ein uraltes Leitmotiv der Immobilienbranche zumindest vorübergehend in den Hintergrund rückt: Lage, Lage, Lage.

Wer weiß, vielleicht trägt diese Entwicklung wenigstens etwas zur Entspannung am deutschen Immobilienmarkt bei.

Es tut sich also recht viel, jedenfalls bei differenzierter Betrachtung. Aber auch genug, um Käufern und Verkäufern, Mietern und Vermietern gerecht zu werden? Zweifel sind besonders im Hinblick auf den Wohnungsmarkt angebracht. Denn wenn neun von zehn Investoren die jetzige Wohnraumförderung und die Bauvorschriften für reformbedürftig halten, gibt es für die kommende Bundesregierung noch viel zu tun. □

Goldilocks forever?

Von Oliver Postler

Ein ausgewogenes Depot, zum Beispiel aus globalen Aktien und Deutschen Staatsanleihen, hätte 2017 eine durchaus ansehnliche Performance gebracht. Dabei hat das sogenannte Goldilocks-Szenario aus besser als erwartetem Wachstum, gleichzeitig überschaubarer Inflation und in der Folge einer anhaltend lockeren Geldpolitik mit niedrigen Zinsen und hoher Liquidität den Aktienmärkten enorm geholfen. Auch die verschiedenen politischen Risiken haben sich im abgelaufenen Jahr nicht materialisiert, dafür hat die wirtschaftliche Entwicklung positiv überrascht, insbesondere in der Eurozone. Das ist ein guter Vorbau für 2018!

Der aktuelle Aufschwung hat noch Luft nach oben. Wir erwarten ein solides und gut ausbalanciertes Wachstum. Dabei ist die Entwicklung breit angelegt. Konsum, Investitionen und Exporte tragen dazu bei. Die gute Konjunktur sollte die Basis für steigende Unternehmensgewinne sein und den Aktienmärkten erneut Auftrieb verleihen können. Im vergangenen Jahr sind die Kurse stärker gestiegen als die Gewinne. Damit sind die Bewertungen allerorten schon recht hoch. Damit werden die Märkte anfälliger für Enttäuschungen. Es sind schon viele gute Nachrichten in die Erwartungen eingearbeitet. Die Schwankungsbreite der Märkte dürfte zunehmen. Es gilt weiterhin Risiken ausgewogen zu nehmen, um Chancen zu sichern. Vor dem Hintergrund der höheren Bewertungen dürfte der zukünftig zu erwartende Ertrag daher vermutlich geringer ausfallen. Klar ist aber auch, dass

dieses gute Umfeld so nicht ewig bleiben wird. Die Kapazitäten werden besser ausgelastet, die Arbeitsmärkte sind teils schon enger geworden, die Rohstoffpreise ziehen an. Damit wird die Inflation zu einer Wildcard. Sollte sie sich deutlich erholen, dürften die Notenbanken die Zinsen schneller anheben und mehr Liquidität aus den Märkten nehmen, als derzeit erwartet. Auch läuft der US-Zyklus bereits recht lange und dürfte nach dem Strohfeuer aus der Steuersenkung Ermüdungerscheinungen ausbilden. Damit bekommt das Goldilocks-Szenario Risse. Es ist aber noch nicht zu Ende.

Oliver Postler,
Chefanlagestrategie,
HypoVereinsbank



www.hvb.de/privatebanking

Für unsere Portfoliostrategien schlussfolgern wir daher: Der Wertbeitrag von Anleihen dürfte überschaubar bleiben. Das Niedrigzinsumfeld hat die Anleihemärkte auch 2018 im Griff. Langsam steigende Renditen bedeuten zunächst eine Belastung auf der Kursachse. Einmal mehr müssen die Aktien die Performance tragen. Dazu dürfte auch die Dividende einen erfreulichen Baustein liefern. Die Dividendenrendite insbesondere im Euroraum ist nach wie vor deutlich höher als die vergleichbarer Unternehmensanleihen. Die Erfahrung zeigt, dass die späten Phasen im Zyklus durchaus noch gute Phasen waren. Aktien sollten mit entsprechender Risikosensitivität auch im Jahre 2018 die bessere Wahl sein. □

MiFID II – grenzenlose Regulierungswut

Dirk Eberhardinger über den Ursprung
der Finanzkrise 2008/2009

Im Jahr 2008 stand das weltweite Finanzsystem kurz vor dem Abgrund. Etliche Finanzdienstleister – darunter vor allem Großbanken, aber auch Versicherer und Immobilienunternehmer – hatten ohne Maß und Ziel herumgespekuliert, neue Finanzprodukte geschaffen und die Illusion vermittelt, Wachstum und Gewinne können ohne jegliches Risiko in unendliche Höhen wachsen und niemand muss jemals dafür die Rechnung begleichen. Was heutzutage nach Grimms Märchen klingt, war damals bittere Realität. Und anders als in den meisten Märchen ging die Geschichte im Jahr 2008/2009 auch nicht gut aus.

Allerdings gibt es zu den Crashes zuvor (beispielsweise genannt sei die Dotcom-Blase im Jahr 2000 oder der schwarze Montag im Jahr 1987 als der Dow Jones ein Minus von über 22 % hinnehmen musste) einen kleinen aber feinen Unterschied: Die Entwicklung neuer Finanzprodukte. Diese wurden so konstruiert und mit fortlaufender Zeit auch so miteinander verschachtelt, dass sie am Ende niemand mehr – vermutlich nicht einmal diejenigen die sie entwickelt hatten – verstanden hat. So wurden u.a. Immobilien mehrfach beliehen, miteinander in Körbe vermischt, über Zertifikate mit Garantien versehen und schließlich als tolles und innovatives Finanzprodukt dem unwissenden und nichtsahnenden – heute würde man sagen naiven – Kunden verkauft. Im Ergebnis ging die Investmentbank Lehman Pleite. Die Bank soll einen Schuldenberg in Höhe von ca. 200 Mrd. Dollar hinterlassen haben. Der Versicherungskonzern AIG musste mit über 180 Mrd. Dollar vor dem Ruin bewahrt werden. In Deutschland rettete der Staat, sprich der Steuerzahler, die marode Commerzbank vor der Insolvenz und vielen deutschen Anlegern ist wohl das Statement von Bundeskanzlerin Merkel und dem damaligen Finanzminister Steinbrück »die Spareinlagen sind sicher« im Gedächtnis geblieben. Die Finanzwelt stand also kurz vor dem Abgrund und konnte nur mit massiven staatlichen Eingriffen und immensen Steuermitteln gerettet werden.

Gegenwärtige Situation: Reaktion des Gesetzgebers

Nachdem viele Nationalstaaten zu einem großen Teil für

die Verluste etlicher Banken die Haftung übernommen hatten, war es völlig richtig, dass es eine Reaktion von Seiten des Gesetzgebers auf den Finanzcrash geben würde. Schließlich kann es nicht sein, dass in guten Zeiten Unternehmen Gewinne für sich und ihre Aktionäre privatisieren und in konjunkturell schwierigen Zeiten der Staat – sprich der Steuerzahler – helfend seine Hand reichen soll und Verluste der Allgemeinheit aufgebürdet werden. Die gute Absicht den Finanzmarkt stärker zu regulieren, für mehr Transparenz zu sorgen und den Verbraucher besser zu schützen steht daher außer Frage. Der Gesetzgeber hat auch keinen Schnellschuss gemacht. Er hat sich nicht von der Öffentlichkeit unter Druck setzen, sondern sich ausführlich beraten lassen.

Dirk Eberhardinger,
Senior Portfolio Manager
GLOGGER & PARTNER Vermögensverwaltung
www.vermoegensverwaltung-europa.com



Zehn Jahre nach der Finanzkrise im Jahr 2008 trat nun zum 2. Januar 2018 die sogenannte EU-Richtlinie MiFID II (Abkürzung für Markets in Financial Instruments Directive) in Kraft. Wie es in Brüssel üblich ist, wollten es die Juristen ganz besonders gründlich machen und dieses Ziel haben sie auch erreicht. Die Richtlinie wurde ein Bürokratiemonster. Laut verschiedener Berichte (z. B. Handelsblatt vom 3. Januar 2018) umfasst das gesamte MiFID II-Regelwerk rund 1,4 Mio. Paragraphen und ca. 20.000 Seiten Papier. Man muss kein Prophet sein um vorherzusagen, dass damit zumindest das Ziel Transparenz in unendliche Ferne gerückt ist. Auch den Verbraucher besser zu schützen ist mit immer mehr Verordnungen und Gesetzen Augenwischerei. Denn je umfangreicher und detaillierter Gesetze geschrieben werden, desto schwieriger wird es für den Anleger den Durchblick zu behalten und umso eher wird professioneller Rechtsbeistand benötigt.

Bei einer Konto- und Depoteröffnung inklusive eines Vermögensverwaltungsvertrages beispielsweise darf sich der Kunde inklusive der Allgemeinen Geschäftsbedingungen durch rund 200 Seiten Papier arbeiten. Damit dürfte auch dem Verbraucherschutz klar sein, dass Transparenz so nicht aussieht. Hinzu kommt, dass durch die enorme Menge an neuen Verordnungen – beispielhaft seien hier die

Buchvorstellung:

KOPF HOCH, DEUTSCHLAND!

Mit dem Morning Briefing durch stürmische Zeiten

Orientierung und Welterklärung in Kurzform: Das Beste aus Gabor Steingarts »Morning Briefing«

Welche E-Mail lesen Deutschlands Manager, Schüler und Politiker schon um 6 Uhr morgens? Das »Morning Briefing« des »Handelsblatt«-Herausgebers und Bestsellerautors Gabor Steingart. Steingart erklärt das Weltgeschehen und hat bei seinen über 500.000 Abonnenten Kultstatus. Sein Markenzeichen: Themen setzen, kommentieren, pointiert, kritisch, aber immer mit Zuversicht. Der Wert des Geschriebenen zeigt sich, wie bei einem guten Tagebuch, erst in der Rückschau. Für sein Buch »Kopf hoch, Deutschland!« hat Steingart das Beste aus seinem morgendlichen Weckruf zusammengestellt, überarbeitet und thematisch neu geordnet: Entstanden ist ein kluger und inspirierender Blick auf unsere Welt, wie sie wirklich ist.

Gabor Steingart ist Vorsitzender der Geschäftsführung der »Handelsblatt Media Group« und Herausgeber von Deutschlands größter Wirtschaftszeitung. Jeden Morgen lesen seine pointierte Deutung des Weltgeschehens über 500.000 Menschen im deutschsprachigen »Handelsblatt Morning Briefing« und 150.000 in der englischen Version. Der ehemalige Chef der SPIEGEL-Büros in Berlin und Washington schrieb u. a. die Bestseller »Deutschland – Der Abstieg eines Superstars« und »Weltbeben« und wurde mehrfach publizistisch ausgezeichnet. Er lebt mit seiner Familie in Düsseldorf.

Gabor Steingart
Kopf hoch, Deutschland!
200 Seiten
Illustrationen
von Berndt A. Skott
ISBN: 978-3-8135-0800-0
€ 15,00 [D] | € 15,50 [A]
Verlag: Knaus
www.randomhouse.de

GABOR STEINGART
KOPF HOCH,
DEUTSCHLAND!



Mit dem
MORNING BRIEFING
durch stürmische Zeiten

KNAUS

Aufzeichnungsvorschriften und das Meldewesen genannt – erhebliche zusätzliche Kosten entstehen. Diese Kosten müssen von irgendjemandem bezahlt werden. Klar dürfte auch sein, dass diese Kosten selbst im besten Falle nur zu einem Teil von der Bank bzw. dem Verwalter getragen werden – wenn überhaupt. Somit wird der Anleger am Ende die Rechnung bezahlen. Der eigentliche Skandal ist aber, dass er dafür praktisch keine Gegenleistung erhält.

Zukunft: Transparenz nur durch mehr Effizienz

Die an sich gute Idee den Verbraucher durch mehr Transparenz zu schützen ist in der Umsetzung katastrophal gescheitert.

Eine Verbesserung (und ich meine mehr als eine Nachjustierung) ist zwingend notwendig. Wenn sich in Zukunft die Vermögensverwaltung nicht nur auf einen elitären Kreis beschränken soll (es gibt Verwalter die den Mindestanlagebetrag auf 5 Mio. Euro angehoben haben), muss es das Ziel sein, die Produktgeber und Berater stärker zur Verantwortung zu ziehen und das geht nicht durch mehr, sondern durch weniger Vorschriften. Diese müssen dann aber effektiver eingesetzt, tatsächlich überprüft und falls notwendig auch entsprechend sanktioniert werden. Abgesehen davon benötigt der mit Abstand größte Teil der Anleger nur eine Handvoll Produkte: Immobilien, Gold, Aktien, Staats- bzw. Unternehmensanleihen und Cash. Von den vielen anderen oft als besonders innovativ angepriesenen Anlagen wie Zertifikaten, Derivaten, Optionen, Aktienanleihen, etc. profitieren in der Regel nur die Berater und deren Banken.

Fazit:

Es ist an sich eine Tragödie, wenn Politiker im 21. Jahrhundert immer noch der Meinung sind, alles wird besser gelöst durch mehr Gesetze und Paragraphen, durch mehr Vorschriften und Verordnungen, durch mehr Regulierung, Meldewesen und Auflagen. Ich möchte deshalb Fürst von Bismarck aus dem Jahre 1891 zitieren: »Die Bürokratie ist es, an der wir alle kranken«. Die Macher der MiFID II haben sich verrannt in ein beispielloses Bürokratiemonster und keiner hat es bemerkt bzw. sie davon abgehalten. Deshalb kann und darf es jetzt nur noch in die andere Richtung gehen. Weniger Bürokratie, dafür mehr Effizienz in der Verwaltung und mehr Verantwortung und Haftung in der Beratung. Keine Sozialisierung von Verlusten – auch nicht bei Großbanken! □

Wem gehören die Aktien?

Von Christian Fegg

Die privaten Haushalte in Österreich halten direkt Aktien nur in einem Volumen von EUR 26 Mrd. Täglich fällige Einlagen schlagen sich dagegen mit EUR 131 Mrd. in der Vermögensbilanz von Frau und Herr Österreicher nieder. Das vergleicht sich mit einem Gesamt-Finanzvermögen von EUR 638 Mrd. Direkte Aktienbeteiligungen, dazu kommen noch Aktien, die über Fonds gehalten werden, machen also nur einen Anteil von vier Prozent (!) aus. Frau und Herr Österreicher setzen also vorwiegend auf mit Null verzinsten Anlagen und lassen Aktien links liegen. In diesem Analysebrief arbeiten wir zwei Facetten besonders heraus: Was bedeutet eine unterentwickelte Aktienkultur für eine reiche Industrienation? Welche Vermögenseffekte sind für die Bevölkerung damit verbunden?

Was bedeutet eine unterentwickelte Aktienkultur für eine reiche Industrienation?

Wenn in Österreich nur vier Prozent des Finanzvermögens direkt in Aktien liegen, was machen die Menschen mit dem restlichen Finanzvermögen? Sie legen hauptsächlich am Geld- und Kapitalmarkt, auch über Sparbücher, Lebensversicherungen etc. zu rekordtiefen Zinsen an. Für diejenigen, die das Geld in Empfang nehmen, hat dies durchaus vorteilhafte Konsequenzen. Das trifft vor allem auf den Staat zu. Damit kommt das natürlich auch wieder den Bürgern zugute, und zwar allen Bürgern, nicht nur jenen, die dem Staat ihr Geld zu Nullzinsen überlassen. Relativ gesehen nimmt aber der Wohlstand der Bevölkerung in Nationen ab, die über eine unterentwickelte Unternehmenskultur, zu der die Aktienkultur zählt, verfügen.

Wie sehen die Staatsfinanzen aus?

Trotz auf EUR 211 Mrd. gestiegener Finanzschulden hat sich Österreich seit 2009, durch das bestehende Niedrigzinsumfeld gemessen, am durchschnittlichen Zinsniveau vor der Finanzkrise, immerhin rund EUR 60 Mrd. an Zinszahlungen erspart. Der Zinsaufwand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist von 1996 bis 2017 von 3,4 auf 1,46 Prozent gesunken. Erstmals ist 2017 in Österreich die durchschnittliche Verzinsung des gesamten Schuldenportfolios unter die Marke von 2,5 Prozent gefallen. Im Vorjahr waren es 2,68 Prozent. Die durchschnittliche Restlaufzeit stieg auf rund 10 Jahre. Verantwortlich dafür war nicht die

erste jemals begebene hundertjährige Bundesanleihe mit einem Kupon von 2,1 Prozent – die derzeit längste und mit EUR 3,5 Mrd. größte 100-jährige Staatsanleihe der Welt. Das war ein genialer Schachzug der Behörden. Die Anleihe ist auch als »Best Sovereign of the Year« ausgezeichnet worden. Zum vierten Mal konnte im Vorjahr eine Österreich-Anleihe mit negativer Rendite emittiert werden. Immerhin 50 Prozent aller ausstehenden Bundesanleihen waren 2017 negativ verzinst. Der Finanzierungsabteilung des Bundes kann man nur ein großes Kompliment aussprechen. Für dieses Jahr scheint ein Finanzierungsvolumen von EUR 27 bis 30 Mrd. realistisch zu sein. Nach dem Wegfall der Sonderfinanzierungen für die Heta im Jahr 2016 und die KA Finanz AG im Vorjahr kann sich Österreich sicherlich wieder besser am Markt finanzieren. Aufgrund der positiven Wirtschafts- und Schuldentwicklung ist denkbar, dass die Ratings der Republik wieder auf die Bestnote angehoben werden könnten.



Ist das also doch nicht so schlecht, wenn hauptsächlich der Staat (und damit die Bürger) von diesen tiefen Zinsen profitieren und die Menschen ihr Geld statt in Aktien in Staatsanleihen investieren? Das ist insgesamt nicht der Fall, da der Euro international eine so große Bedeutung hat, dass sich ausreichend internationale Investoren finden, die den österreichischen Staat finanzieren. Was hätte eine alternative Rendite am Aktienmarkt für die österreichischen Anleger eingebracht? Der Aktienindex ATX hat über die letzten 30 Jahre eine Rendite (Kurssteigerungen inklusive Dividenden, also auf Total Return Basis) von 8,75 Prozent eingefahren. Dieser Index weist allerdings nur eine Kapitalisierung von ca. EUR 100 Mrd. auf (das BIP liegt ungefähr bei EUR 360 Mrd., das sind also gerade einmal etwa 28 Prozent des BIP). Die Rendite des ATX ist nicht repräsentativ für den gesamten Aktienmarkt. Auch könnte die Laufzeit von 30 Jahren in die Irre führen, da wir gerade einen großen Bullenmarkt erleben und so die langfristige Performance verzerrt sein könnte. Hier hilft ein Blick auf den größten Aktienmarkt der Welt, der USA. Die 3.900 Aktien-

gesellschaften sind dort im Moment mit einem Wert von ca. USD 30 Billionen bewertet, das BIP liegt bei etwa 20 Billionen. Die Aktienmarktkapitalisierung liegt damit bei etwa 150 Prozent der Wirtschaftsleistung. Der US-Aktienmarkt weist in einer ultralangen Betrachtung, in der einzelne Bullen- und Bärenmarktphasen kaum mehr eine Rolle spielen – seit 1926 eine Rendite über 10,1 Prozent auf, das liegt also in der Größenordnung der 30-jährigen Performance des ATX-Index.

Wertentwicklung verschiedener Anlageklassen. Aus einer Anlage von USD 100 im Jahr 1926 wurden bis Ende 2017:

<i>Aktien (S&P 500 mit Dividenden)</i>	634.000 \$	(Rendite 10,1 %)
<i>Unternehmensanleihen</i>	15.500 \$	5,7 %
<i>Staatsanleihen</i>	14.200 \$	5,6 %
<i>Gold</i>	5.900 \$	4,6 %
<i>Geldmarkt</i>	2.200 \$	3,5 %
<i>Inflation</i>	1.300 \$	2,9 %

Als Datenquelle für diese Performance-Daten diente uns eine Studie von Ned Davis Research (Comparative Investment Returns Since 1926). Der Autor wurde vom Korrektor dieses Analysebriefes befragt, ob es nicht ein Fehler sein müsse, dass aus einer Investition von einem vergleichsweise geringen Betrag von USD 100 ein Vermögen seit 1926 von USD 634.000 erwachsen konnte. Die Frage verwundert nicht, tatsächlich kann man den dahinterstehenden Zinsezinsseffekt kaum fassen. Das entzieht sich der Vorstellungskraft. Der Unterschied zwischen einer historischen 5,6-Prozentigen Anleihenrendite und einer 10,1-Prozentigen Aktienrendite mag auf den ersten Blick noch nicht weltbewegend hoch erscheinen. Über die lange Laufzeit aber entstehen für Anleger völlig unterschiedliche Vermögensverhältnisse. Nochmals, aus einer Anleihenveranlagung 1926 von USD 100 wurden bis Ende 2017 USD 14.200; aus entsprechenden Aktieninvestments wurden USD 634.000. Ist es aber überhaupt realistisch, entspricht es der Lebenswirklichkeit, mit so relativ langen Laufzeiten zu rechnen? Aus unserer Sicht durchaus.

Unsere Erfahrung als Private Banker ist folgende: Die Menschen bauen ihr Vermögen ab einem bestimmten Vermögensniveau, besonders wenn eine eigengenutzte Immobilie vorhanden ist, mit fortschreitenden Alter auf und nicht ab. Sie geben das Vermögen an ihre Kinder weiter. Hier ist

die Erfahrung, dass diese Erbgeneration das Geld nicht etwa mit beiden Händen ausgibt, sondern das Erbe im Normalfall weiter ausbaut und es bewahrt. Damit kommen in Familienverbänden hohe Vermögen zusammen, wenn die Großeltern selbst Unternehmer waren oder über lange Zeiträume am Aktienmarkt Beteiligungen gehalten haben. Daraus sind dann im Laufe der Zeit im Normalfall enorme Vermögen entstanden. Bitte beachten Sie dabei, dass hier nicht nur von den »oberen 10.000« der Gesellschaft die Rede ist. Ganz und gar nicht. Dazu ein einfaches Rechenbeispiel, dass die Lebenswirklichkeit, zumindest was die monatlichen Sparraten angeht, vieler Menschen in den Industrienationen widerspiegeln dürfte: Die Großeltern schließen für ein Neugeborenes einen Aktiensparvertrag über EUR 100 pro Monat ab. Das erscheint nicht unrealistisch hoch. Die junge Frau zahlt in diesen für sie abgeschlossen Fonds-Sparvertrag nach ihrem Studium selbst diese EUR 100 pro Monat ein. Mit 40 Jahren kann die Frau, nachdem die Kinder aus dem Haus sind, die monatliche Spar-Summe auf EUR 300 pro Monat erhöhen. Wenn wir mit der historischen Aktienperformance von 10,1 Prozent rechnen (eine bessere langfristige Annahme gibt es wohl kaum), hat diese Frau in ihrem 65. Lebensjahr in diesem Fall ein Vermögen von immerhin EUR 6,8 Millionen (kein Tippfehler) angesammelt. Freilich müssen in unterschiedlichen Ländern, unterschiedliche Steuern berücksichtigt werden. In den USA könnte man so einen Sparvertrag mit Null-Steuern abschließen. Wenn wir die gleiche Rechnung mit der historischen Sparzinsverzinsung von 3,5 Prozent rechnen, die Großeltern also ein Sparbuch für das Neugeborene eröffnen, kommen wir zu folgendem Vermögen: EUR 387.000 (ohne Steuern). Die Inflation dürfte über diese Zeit einen Teil dieses Vermögens auffressen, sodass dieses Vermögen der Frau wohl nur einen Tropfen auf dem heißen Stein ihrer Alterssicherung sein dürfte. Das gilt umso mehr, wenn man unterstellt, dass die historische Rendite von 3,5 Prozent nicht wiederholbar sein dürfte. Das liegt daran, dass die Schuldenlast der Gesellschaft dafür mittlerweile zu stark angestiegen ist (Gesamtverschuldung USA bei ca. 350 Prozent des BIP, in Europa bei ca. 460 Prozent des BIP). Bei vielen Menschen in Europa verhält es sich aber so, dass für ihre Vermögen sehr tief verzinsten Bausparverträge oder Ähnliches abgeschlossen worden sind. Bei tiefen Verzinsungen ist im Normalfall ein Vermögensaufbau, der zu einer sorglosen (finanziellen) Altersvorsorge führt, schlicht nicht möglich. >>

Bei der Aktienvariante wäre die Frau nicht mehr auf irgendwelche Transferleistungen angewiesen. Es mutet geradezu absurd an, dass der Gesetzgeber in Österreich unter diesen ökonomischen Grundrahmenbedingungen es nicht erlaubt, für Minderjährige einen Aktienfondssparplan abzuschließen.

Aktien langfristig deutlich überlegen

Aktien erzielen langfristig eine ungleich höhere Rendite als Anleihen, egal ob Unternehmens- oder Staatsanleihen. Das Eigenkapital höher verzinst werden sollte als Fremdkapital ist nicht umsonst die Lehrmeinung in der Betriebswirtschaft. Unternehmer nehmen sich nur dann einen Kredit auf, wenn sie der Überzeugung sind, mit diesem Geld eine höhere Produktivität/Rendite für die Eigentümer zu erreichen, als sie Zinsen für den Fremdkapitalgeber zahlen.

Die USA haben höheren Anteil am ATX als die Menschen in Österreich selbst

Die USA waren erneut das wichtigste Herkunftsland der internationalen institutionellen Investoren für Österreich, das gilt übrigens auch für den DAX. Der Anteil amerikanischer Investoren am ATX prime hat sich auf 27,7 Prozent erhöht. Erst an zweiter Stelle steht Österreich selbst. Allerdings ist der Anteil der österreichischen institutionellen Investoren neuerlich gesunken, und zwar von 21,9 Prozent auf 19,6 Prozent. Großbritannien (13,3 Prozent) und Norwegen (7,3 Prozent, vorwiegend durch deren Staatsfonds) sind als weitere gewichtige Investoren zu nennen.

Aktien und die USA – eine Liebesgeschichte

Die Amerikaner halten, ganz im Gegensatz zu Frau und Herr Österreicher, derzeit etwa 56 Prozent (!) ihres Finanzvermögens in Aktien. Zum Aktienanteil der Privathaushalte von 4 Prozent in Österreich gesellen sich noch Anteile an gemischten Fonds und reinen Aktienfonds dazu. Das erhöht die Quote aber nicht wesentlich. Die Amerikaner halten dagegen traditionell eine sehr hohe Quote ihres Finanzvermögens in Aktien. Dieses Aktienvermögen ist weltweit gestreut, auch wenn ein deutlicher „Home Bias“ (also eine Neigung mehr heimische als ausländische Aktien zu kaufen) zu erkennen ist. Die historische Rendite von um die 10 Prozent lässt vermuten, dass ein Volk, welches vorwiegend in Aktien investiert, ziemlich reich sein sollte. Und genau so ist es auch. Der Zinseszinsseffekt verfehlt seine Wirkung nicht.

Die Amerikaner haben ein Gesamtvermögen von kaum vorstellbaren USD 134 Billionen aufgebaut. Zum Vergleich, die US-Wirtschaftsleistung liegt bei etwa USD 20 Billionen. Das stellt alle anderen Nationen in den Schatten. Wenn die Amerikaner aber so viele Aktien halten, wer finanziert dann den US-Staat? Das übernehmen vorwiegend die Ausländer. Besonders chinesische und japanische Anleger (vor allem die Behörden in Form von Devisenreserven) halten besonders hohe Summen amerikanischer Anleihen. Auch die US-Notenbank hält mittlerweile durch ihr Kaufprogramm ziemlich hohe Bestände an US-Anleihen. Die Refinanzierung des US-Staates stellt kein Problem dar (und würde auch in Österreich oder anderen Eurozonen-Staaten angesichts der internationalen Überliquidität kein wirkliches Problem darstellen).

Durch den hohen Aktienanteil haben sich natürlich auch historisch zahlreiche große Aktiengesellschaften wie Exxon, Apple usw. herausgebildet. Das ist für die USA ein großer Vorteil. Nicht nur, weil diese Firmen viele Arbeitsplätze in den USA schaffen und hohe Steuern bezahlen, sondern zudem auch noch das Land vorwärts bringen, indem man junge Menschen über Unterstützungen von Universitäten und eigenen Ausbildungsmaßnahmen hilft. Das ist ein gewaltiger volkswirtschaftlicher Vorteil, der durch diesen Reichtum, entstanden aus Unternehmertum, entsteht. Wie haben die Amerikaner eine solche Aktienkultur geschaffen? Dazu gehört sicherlich auch – nicht nur – aber eben auch, die Förderung des Staates für langfristige Aktienveranlagungen. Nicht über Subventionen, sondern den Verzicht einer Doppelbesteuerung (das erwirtschaftete Geld wird besteuert, nicht aber die Veranlagung). US-Bürger können ein Pensions-Wertpapier-Konto eröffnen, auf dem sie keine Steuern für Veranlagungserfolge bezahlen. Man kann auf diesen speziellen Depots zwar keine Einzelaktien, aber Fonds praktisch jeder Art kaufen und verkaufen wie man es für richtig erachtet. Das Depot fällt dabei voll in die Erbmasse des Inhabers. In Europa gibt es diese Förderprogramme für die Altersvorsorge zwar grundsätzlich auch, diese sind aber in der Regel offensichtlich nicht sehr attraktiv, sonst würden sie die Anleger wohl stärker in Anspruch nehmen. Erstens ist die Höhe des maximalen Aktienanteils zumeist durch den Staat stark limitiert. In Österreich halten die Pensionskassen den Aktienanteil z.B. selbst bei jenen Varianten, bei denen die Kunden einen möglichst hohen Aktienanteil haben möchten, nur bei etwa 40 Prozent. Zudem fällt in vielen europäischen Län-

dern in den Betriebspensionskassen das Vermögen, abgesehen von einer meist kleinen Witwen- und Waisenpension, nicht in die Erbmasse des Anlegers. Das ist für den Fall bitter, wenn der Anteilsinhaber vor jenem Datum stirbt, dass dieser laut Sterbetafeln eigentlich (im Durchschnitt) erreichen sollte. Die Pensionskassen weisen in Europa oft eine Art Versicherungsstruktur auf. Inhaber die länger leben, als dies die Sterbetafeln suggerieren, werden durch jene finanziert, die früher versterben. Zudem kann der europäische Anteilsinhaber die Veranlagung meist auch nicht selbst bestimmen, sondern ist auf das Management, das gut oder schlecht sein kann, einer Pensionskasse angewiesen. Das empfinden die Anleger oftmals als suboptimal.

Schweiz

Auch die Schweizer haben durch ihre gut ausgebaute Aktienkultur unglaublich hohe Vermögensverwerte angehäuft. Alleine die SNB (Schweizer Nationalbank) hält Devisenreserven über knapp CHF 800 Mrd. Die Notenbank erzielte vorwiegend aus ihren gewaltigen Reserven im letzten Jahr einen Überschuss von CHF 54 Mrd. Das vergleicht sich mit einer Wirtschaftsleistung der Schweiz von ca. CHF 670 Mrd. Immerhin 20 Prozent ihrer Reserven hält die SNB in Aktien. Die Brutto-Staatschulden der Schweiz liegen demgegenüber bei etwa nur CHF 220 Mrd. (also etwa 33 Prozent des BIP). Die ökonomische Folge der erfolgreichen Investitionspolitik der Schweizer Behörden ist einfach: Die Schweiz braucht auch angesichts des demografischen Wandels, der etwa zwischen 2023 bis 2026 einsetzen wird, keine Steuererhöhungen durchzuführen. Auch hat die Schweiz durch diese außergewöhnlichen stabilen finanziellen Verhältnisse die Möglichkeit, ihrer Bevölkerung nur eine sehr geringe Steuerlast abzuverlangen. Mit allen positiven Konsequenzen für die Schweizer.

Norwegen

Norwegen ist ein weiteres Land, welches in Bezug auf Aktienveranlagungen in Europa heraussticht. Der norwegische Staat ist ebenfalls in etwa nur mit 32 Prozent des BIP verschuldet. Die Norweger haben ihre Einnahmen aus den Ölverkäufen in einem Staats-Fonds einfließen lassen. Immerhin 60 Prozent des Vermögens waren bislang in Aktien angelegt, 35 Prozent in Anleihen (vor allem von Staaten) und 5 Prozent in Immobilien. Der Aktienanteil könnte nun strategisch deutlich erhöht werden. Aktuell liegt das Vermögen dieses Fonds bei NOK 8,5 Billionen, das entspricht

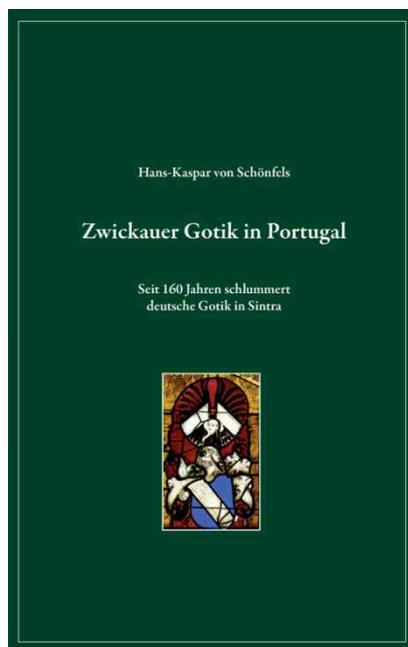
in etwa EUR 880 Milliarden. Das norwegische BIP liegt demgegenüber bei etwa EUR 330 Mrd. Es handelt sich mittlerweile um den größten Staatsfonds der Welt. In den 1990er Jahren ging man davon aus, dass er erst in den Zwanzigerjahren dieses Jahrhunderts auf den 1,3-fachen Wert der jährlichen Wirtschaftsleistung anwachsen würde. Das war eine krasse (in diesem Fall positive) Fehleinschätzung. Zuletzt war der Staatsfonds weltweit an etwa 9.000 Firmen beteiligt und hielt 1,3 Prozent aller (!) gehandelten Aktien. Es gilt, dass das Vermögen an sich nicht angetastet werden darf, wohl aber die Erträge daraus. Das ist sehr vernünftig. Auch dafür gibt es aber eine Begrenzung, die norwegische Regierung darf jährlich höchstens drei Prozent des Fondswertes in den Staatshaushalt fließen lassen. Die Norweger profitieren sehr von den weitsichtigen Politikern, die in den 1990er Jahren den vorbildlichen Beschluss fassten, das Geld nicht zu konsumieren, sondern in die weltweiten Aktienmärkte zu investieren.

Wem gehört der DAX?

Beim deutschen Aktienindex DAX sieht es nicht viel anders aus, wie in anderen europäischen Ländern auch. Die Aktienkultur in Deutschland ist genauso unterentwickelt wie jene in Österreich. In der Schule lernt man nichts über Vermögensaufbau. Steuerlich werden Aktieninvestments nicht gerade gefördert. Nicht weniger als 32,6 Prozent des DAX gehören amerikanischen Investoren, 19,2 Prozent entfallen auf die Briten. Die Deutschen selbst halten nur 17,1 Prozent am DAX. Wenn die Deutschen nur eine so geringe Beteiligung am DAX halten, wo sind dann die enormen Vermögen geparkt, die Deutschland in der Nachkriegszeit durch die enormen Leistungsbilanzüberschüsse erworben hat? Die auf volkswirtschaftlicher Ebene aggregierten Zahlen zeigen, dass das Auslandsvermögen der Deutschen tatsächlich gewaltig ist. Allerdings besteht es eben nicht aus Aktien oder Devisenreserven wie in der Schweiz oder in Norwegen, sondern vorwiegend aus sogenannten Target-Forderungen. Der Target 2 – Saldo der Deutschen Bundesbank beläuft sich mittlerweile auf gigantische EUR 906 Mrd. und hat damit eine ähnliche Größenordnung wie der norwegische Staatsfonds. Angesichts einer Bilanzsumme der Bundesbankbilanz von etwa EUR 1,4 Billionen ist das schon ein sehr wesentlicher Vermögensbestandteil der Bundesbank und damit der Bevölkerung in Deutschland. Im kleinen Unterschied zu Norwegen oder der Schweiz weist dieses Target Vermögen keinen wirtschaftlichen Wert auf, Zero, Nada, Null. Es handelt sich

dabei im Kern um Forderungen gegen das Euro-Zentralbanken-System. Verzinst bekommt die Bundesbank diese Kredite mit dem EZB-Leitzins (derzeit Null). Die Bundesbank kann diese Salden nicht fällig stellen. Es handelt sich um eine Art ewigen Kredit dessen ökonomischer Barwert bei Null liegt. Viele Ökonomen raten der Deutschen Bundesregierung seit langem dringend das zu ändern. Weg von wertlosen Target-Kreditausreichungen hin zu werthaltigen

Anlagen (wie z. B. Aktien oder zumindest soliden Staatsanleihen). Die hohe Beteiligung der US-Anleger, auch an europäischen Aktiengesellschaften, führt auch dazu, dass wir in der Finanzanalyse uns stark mit dem Verhalten der US-Anleger auseinandersetzen. Das Verhalten der europäischen Investoren spielt, mit Ausnahme etwa der Behörden in Norwegen oder der Schweiz, nur eine untergeordnete Rolle auf den Weltaktienmärkten. □



Neuerscheinung:

Zwickauer Gotik in Portugal

Ein Kunst- und Kulturkrimi. Vor 35 Jahren begann der Autor Hans-Kaspar von Schönfels mit seiner intensiven Suche nach den Zwickauer Glasfenstern der Marienkirche.

Zehn Jahre lang sammelte er Hinweise, besuchte in Paris alle infrage kommenden Kirchen, zu denen Dorothea de Talleyrand-Périgord engen Kontakt hatte. Selbst ihren Landsitz Rochecotte und den Besitz Talleyrands an der Loire nahm er in Augenschein. Auch fragte er seine kunstorientierten Freunde

und frankophilen Bekannten. Und er wandte sich an die Kirchen- und Glasfensterkenner. Aber alle Mühen brachten zunächst kein Ergebnis. Erst Mitte 2016 brachte der Zufall den Stein wieder ins Rollen. In Sintra wurde er fündig.

Preis: 12.80 Euro

104 Seiten

Verlag: Kastner

ISBN-13: 978-3945296592

www.kastner.de

Auch auf Amazon erhältlich:

www.amazon.de



Vermögen verlangt persönliches Engagement.

Es muss erhalten und nachhaltig gemehrt werden, ohne den Inhaber dabei zu übersehen.

Seit 15 Jahren durchsuchen wir für Sie den deutschsprachigen Raum nach den verantwortungsvollen Könnern der Branche.

»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2018«.

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 Haftungsobliegenheiten.

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.