

FOR**family office report***Gespräche, Hintergründe und Fakten***APRIL/MAI 2018****Der Deutsche Bürgerfonds (DBF) - Das Morgengrauen eines deutschen Staatsfonds?** Seite 2

Die FDP lädt am 15. Mai 2018 Wirtschaftsgrößen zu einem Wirtschaftsforum nach Berlin. Einer der zu diskutierenden Programmpunkte ist der eines deutschen Bürger- beziehungsweise Staatsfonds. Einer der Ideengeber dafür ist Dr. Lutz Helmig, erfolgreicher Milliardär und renommierter Unternehmer sowie Ex-Inhaber der Helios-Kliniken. Was aber im Entwurfspapier steht, würde man nicht einer FDP zurechnen, sondern eher einem sozialistisch geprägten Gedankenmodell eines Francois Hollande, dem französischen Präsidenten, der einmal den Satz prägte: Das kostet ja nichts, das bezahlt der Staat. Im Folgenden wollen Fabian Langaard und Edmund Pelikan nun insbesondere die Widersprüche in der Grundausrüstung des FDP Bürgerfonds aufzeigen.

Investoren-Barometer: Seite 4
Interesse an deutschen Immobilien lässt nach – Risikoakzeptanz der Deutschen steigt gegen Trend, internationale Investoren werden vorsichtiger

Finanzanalysten erstellen Kurs- und Gewinnprognosen nicht ausschließlich nach objektiven Kriterien, sondern stark nach individuellen Persönlichkeitspräferenzen Seite 8

InvStG kann ab 01.01.2018 den Fondsmarkt verändern Seite 10
Interview mit Herrn Marco Ambrosius, Vorstand HTB Hanseatische Fondshaus GmbH

Der Deutsche Bürgerfonds (DBF) - Das Morgengrauen eines deutschen Staatsfonds?

Die FDP lädt am 15. Mai 2018 Wirtschaftsgrößen zu einem Wirtschaftsforum nach Berlin. Einer der zu diskutierenden Programmpunkte ist der eines deutschen Bürger- beziehungsweise Staatsfonds. Einer der Ideengeber dafür ist Dr. Lutz Helmig, erfolgreicher Milliardär und renommierter Unternehmer sowie Ex-Inhaber der Helios-Kliniken. Was aber im Entwurfspapier steht, würde man nicht einer FDP zurechnen, sondern eher einem sozialistisch geprägten Gedankenmodell eines Francois Hollande, dem französischen Präsidenten, der einmal den Satz prägte: Das kostet ja nichts, das bezahlt der Staat. Im Folgenden wollen Fabian Langaard und Edmund Pelikan nun insbesondere die Widersprüche in der Grundausrüstung des FDP Bürgerfonds aufzeigen.



Aber beginnen wir mit dem großen und guten Vorbild: Der norwegische Staatsfonds hat mit seinem schieren Volumen als größter Staatsfonds und generell größtes Investmentvehikel der Welt sein Debüt als finanzpolitisches Instrument sowie als internationaler Investmentakteur Ende des 20. Jahrhunderts zelebriert. Seither ziehen andere Wirtschafts- und Ölitäten wie China, die Vereinigten Arabischen Emirate und Kuwait nach, nicht zuletzt um ihrer Wirtschaftsmacht Bedeutung in der internationalen Finanzarena zu verleihen. Im Fokus steht dabei zu einem großen Teil auch die Anlagestrategie der Vehikel. In der Presse werden die Vermögensgegenstände der Staatsfonds oft den Staatsschulden entgegengesetzt, um ein wohl eher irreführendes Nettofaizit zu ziehen. In den vergangenen 20 bis 30 Jahren gewannen die Staatsfonds immer mehr an Aufmerksamkeit. Im Gegensatz zu privaten Kollektivanlagen tragen diese nicht nur finanzpolitische, sondern vor allem auch sozialpolitische Verantwortung. Inwiefern der Deutsche Bürgerfonds auf Initiative der FDP seinen Vorbildern gleicht und worin er sich maßgeblich unterscheidet, zeigt der erste Entwurf der Freien Demokraten.

Fokus: das Portfolio des DBF

Die größte Position des DBF soll sich aus den Target-Salden Deutschlands mit derzeit über 900 Milliarden Euro bei der EZB zusammensetzen.

Im Prinzip ist ein Target-Saldo ein Kredit ohne Verbriefung und damit ohne Sicherheit und ohne Coupon (Zins). Target-Salden sind also keine Wertpapiere, tragen somit keine Wertpapierkennnummer oder ISIN-Nummer und sind somit auch nicht öffentlich handelbar. Das wiederum führt dazu, dass ihr Wert nicht durch einen öffentlichen Markt, der Risiko, Goodwill und andere Faktoren einpreist, bestimmt wird, sondern lediglich auf dem Nominalwert der Deutschen Bundesbank basiert, die diese Salden als Forderung in ihrer Bilanz ausweist. Im schlimmsten Fall könnte man sagen, dass die größte Position im Fonds keinen ausweisbaren Wert hat und rein auf der Bewertungswillkür der Euro-Zone basiert. Im Gegensatz dazu tätig z.B. der norwegische Staatsfonds bewusst seit einigen Jahren keine Investments in den Privatkapitalmarkt mehr. „Durch die Verwaltung der Positionen, ihr Risikoprofil, den jährliche Bewertungsaufwand und ihre Intransparenz seien diese vollkommen ungeeignet für einen Staatsfonds“, so einer der Senioranalysten aus Oslo. Kurz: Die Target-Salden als Wert und Portfoliobaustein in Erwägung zu ziehen, ist finanzanalytisch schwierig – und das ist sehr freundlich formuliert.

Aber hier hören die kritischen Anmerkungen für die Gestaltung des DBF aus unserer Sicht nicht auf. Weitere 100 Milliarden Euro sollen durch die

Geldschöpfung im Rahmen des ANFA-Abkommens eingeholt werden. Praktisch bedeutet das Folgendes: Der deutsche Staat gibt eine Staatsanleihe über 100 Milliarden Euro aus. Die Deutsche Bundesbank kauft diese Anleihe in Gänze. Das Geld fließt in den Deutschen Bürgerfonds. Selbst die EZB, die das Gleiche auf Europalebene durchführt, stuft diese Praxis als äußerst fragwürdig ein.

Aber nicht genug: Weitere 100 Milliarden Euro sollen durch die Ausgabe einer 100-jährigen Niedrig-Zins-Staatsanleihe eingeholt werden. Allein wenn der Euro-Leitzins über die nächsten 100 Jahren im Schnitt fallen würde, würde sich der Kauf als Handelsposition einer solchen Anleihe lohnen. Viele Stimmen behaupten, dass die Ausgabe der 100-jährigen Euro-Anleihe bei der aktuell zu antizipierenden Zinspolitik reiner Anlegerbetrug ist. Dieser Aussage schließen wir uns gerne an, wie wir es in der Dezemberausgabe des FOR – family office report am Beispiel der 2017 emittierten Anleihe der Republik Österreich visualisierten.

Daneben sollen weitere, kürzer laufende Staatsanleihen ausgegeben werden. Die Ausgabe dieser hängt, dem Entwurf zufolge, von der Gelegenheit ab, die daraus potentiell entstehenden Erlöse in höher verzinsliche Kapitalanlagen zu investieren. Also ein ex ante Arbitragegeschäft auf ex post Investitionsmöglichkeiten – nicht nur rein philosophisch äußerst fragwürdig, sondern vor allem wirtschaftlich höchst problematisch und riskant. Viele Vermögensverwalter sind daran gescheitert.

Weitere vier Vorschläge zum Aufbau von DBF-Portfoliobausteinen sind ein wenig greifbarer: 140 Milliarden Euro sollen aus den physischen Goldbeständen der Deutschen Bundesbank eingelegt werden. Das Fondsvolumen soll außerdem durch die Erlöse

der investiven Tätigkeit des Bürgerfonds erweitert werden. Außerdem sollen alle Unternehmensanteile des Bundes in die Verwaltung des DBF gegeben werden und somit dem Volumen des Fonds zufließen, was als sinnvoll erachtet werden kann. Die Anteile werden derzeit auf über 100 Milliarden Euro geschätzt. Letztendlich sollen noch die jährlichen Steuerüberschüsse, die über den Bundessteuereinnahmen von 280 Milliarden Euro im Jahr 2015 liegen, bis 2022 dem Fonds zugutekommen. Diese sollen sich kumulativ auf 204 Milliarden Euro belaufen. Inhaltlich wäre dies durchaus sinnvoll, nur wer, wie und wann ein solcher Entschluss politisch diskutiert und verabschiedet werden soll, ist uns bei der derzeitigen politischen Gemengelage, gänzlich schleierhaft.

Wir fassen zusammen: Das Gesamtvolumen des Deutschen Bürgerfonds a la FDP soll sich auf 1.3 Billionen Euro belaufen und aus folgenden Bestandteilen bestehen:

- 1) Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber der EZB
- 2) Verbindlichkeiten des deutschen Staates gegen über der Deutschen Bundesbank
- 3) Verbindlichkeiten des deutschen Staates gegenüber Käufern der 100-jährigen und anderer Anleihen
- 4) 3.500 Tonnen Gold im Wert von 140 Milliarden Euro
- 5) Fiktive Erlöse aus nicht spezifizierten investiven Tätigkeiten
- 6) Zukünftige Steuerüberschüsse
- 7) Bestehende Unternehmensanteile des Bundes

Hinter diesen sieben Punkten verbergen sich unter 2. und 3. zwei Fremdkapitalpositionen, die man als „Leveraging“ bezeichnet. Grundsätzlich müssen diese als hochriskante Investmentvehikel eingestuft werden. Da die Target-Salden unter Punkt 1 nicht handelbar sind, liegen diese im Portfolio als „totes Kapital“, falls man ihnen überhaupt einen Wert zugestehen kann. Das Gleiche gilt per heute für die zukünftigen Steuerüberschüsse und investiven Erlöse unter Punkt 5 und 6. Die Goldreserven, die bestehenden Unternehmensanteile und das Bargeld, das durch die Anleihen in den Fonds fließt, könnten als Einzige kurz- bis mittelfristig Liquidität für eine tatsächlich investive Tätigkeit lie-

fern. Der 1.3 Billionen Euro DBF kann somit effektiv nicht mehr als ca. 400 Milliarden Euro, also ungefähr ein Drittel, als aktives Kapital ausweisen.

Fazit

Vielleicht wird das Setup des Bürgerfonds auch grundlegend falsch verstanden, und es ist keineswegs das Ziel, einen weiteren Staatsfonds aufzusetzen. Welches Ziel wird dann eigentlich verfolgt? Falls wir aber mit unserer Einschätzung richtig liegen und tatsächlich ein deutscher Staatsfonds geschaffen werden soll, wird das Bild noch unklarer: Welches Investmentziel verfolgt der Fonds und welche Investment-Richtlinien/-philosophie stehen dahinter? Ist die Umsetzbarkeit eines damit verbundenen vielfältigen Managements überhaupt möglich, und wenn ja, welche Kosten können wir erwarten? Stehen diese Kosten dann überhaupt im Verhält-

nis dazu, dass über zwei Drittel des Fonds keine Erlöse erwirtschaften? Wie soll die Zahlungsfähigkeit und generell die Liquidität des Bürgerfonds gegenüber den Bürgern garantiert werden? Generell ist die Idee eines deutschen Staatsfonds sicherlich zu begrüßen. Der aktuelle Entwurf scheint noch nicht zu Ende gedacht zu sein. Denn weder die FDP noch der vermeintliche geistige Vater des DBF, Dr. Lutz Helmig, können ernsthaft einem wirtschaftsfeindlichen französischen Präsidenten Francois Hollande nacheifern. Der aktuelle Entwurf atmet aber den Geist Hollandes. Christian Lindner hatte vor der Wahl und nach dem Abbruch der Koalitionsverhandlungen gesagt, man habe aus den Fehlern gelernt. Dieser Entwurf zelebriert die Schnitzer der Vergangenheit. Lasst uns lieber die Norweger in Sachen Staatsfonds als Vorbild nehmen! (ep/FL) ■

Was sind Target-Salden?

Im Prinzip ist ein Target-Saldo ein Kredit ohne Verbriefung und damit ohne Sicherheit und ohne Coupon (Zins). Um genau zu verstehen, wie Target-Salden im Euroraum funktionieren, müssen wir die geschichtliche Entwicklung seit 1999 kurz betrachten: Das **Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System** (kurz TARGET System, seit 2007: TARGET 2 mit der EZB als Intermediär) dient seit beinahe 20 Jahren der Kapitalmobilität zwischen den Euroländern. Überweisungen ins Ausland werden von heimischer Bank über die EZB als Verrechnungsstelle an die ausländische Bank getätigt.

Kauft beispielsweise ein griechisches Unternehmen eine Ware bei einem deutschen Hersteller, so beauftragt es seine Bank, den Kaufpreis an die Bank des Exporteurs in Deutschland zu überweisen. Die griechische Hausbank bucht den Kaufpreis vom Konto des griechischen Unternehmens ab und reicht den Überweisungsauftrag an die griechische Notenbank weiter. Diese bucht den Betrag vom Zentralbankkonto der griechischen Hausbank ab und überweist ihn an die EZB. Die wiederum schreibt ihn der Bundesbank auf deren Konto bei der EZB gut. Die Bundesbank überweist den Betrag dann an die Hausbank des deutschen Exporteurs, die ihn auf dessen Konto gutschreibt. Durch die Überweisungen bauen die griechische Zentralbank und die Bundesbank Target-Salden gegenüber der EZB auf.

- WiWo.de (28.04.2018)

Entsteht nun eine Unterbrechung in dieser Überweisungskette, da eine der Nationalbanken nicht mehr zahlungsfähig oder -willig ist, baut sich ein negativer Target-Saldo für das Kreditland und ein positiver Target-Saldo für das Gläubigerland auf. Während Deutschland mit über 900 Milliarden Euro der EZB gegenüber im Plus steht, „schulden“ der EZB z.B.

- Italien 365 Milliarden Euro
- Griechenland 70 Milliarden Euro
- Portugal 72 Milliarden Euro und
- Spanien 350 Milliarden Euro.

Investoren-Barometer: Interesse an deutschen Immobilien lässt nach – Risikoakzeptanz der Deutschen steigt gegen Trend, internationale Investoren werden vorsichtiger

- **Aktuelles Investoren-Barometer von BrickVest zeigt signifikante Zunahme der Risikoakzeptanz deutscher Gewerbeimmobilien-Investoren**
- **Britische, französische und US-amerikanische Investoren tendieren zu deutlich geringeren Risiken**
- **Deutsche Objekte bei In- und Ausländern weniger gefragt**
- **Spürbar wachsendes Interesse von Ausländern an britischen Gewerbeimmobilien**
- **A-Standorte rücken wieder stärker in den Fokus**

London, April 2018 – Während internationale Gewerbeimmobilien-Investoren zunehmend risikoaverser agieren, nimmt die Risikoakzeptanz bei deutschen Investoren entgegen dem Trend signifikant zu. Vergleicht man die regionalen Präferenzen, so fällt auf, dass das Interesse ausländischer Investoren an britischen Gewerbeimmobilien wieder spürbar zunimmt, während deutsche Objekte weniger gefragt sind. Diese Trends ergeben sich aus dem aktuellen Investoren-Barometer von BrickVest für das erste Quartal 2018.

Im Rahmen der im März 2018 unter institutionellen Investoren von BrickVest durchgeführten Befragungsrunde ergab sich für deren Risikoakzeptanz insgesamt ein Score von 45, nachdem dieser im ersten Quartal des Vorjahres noch bei 51 gelegen hatte. Betrachtet

man die in diesen Wert einfließenden Daten im Detail, dann zeigt sich, dass nur noch 20 Prozent der Befragten angaben, hohe Risiken – beispielsweise im opportunistischen Bereich oder bei Projektentwicklungen – eingehen zu wollen. Im Vergleich zum Vorjahr ist dies ein Rückgang um knapp ein Viertel. Demgegenüber stieg der Anteil derjenigen, die moderate oder niedrige Risiken suchen, auf 51 Prozent beziehungsweise 29 Prozent.

Differenziert man die Antworten der Befragten nach ihren Herkunftsländern, dann zeigt sich bei den britischen, französischen und US-amerikanischen Investoren trotz gewisser Variationen jeweils ein ähnliches Bild wie in der Gesamtbetrachtung. Lediglich bei den deutschen Investoren hat sich – entgegen diesem Trend – der Anteil derjenigen, die zum Eingehen hoher Risiken bereit sind, deutlich erhöht. Er stieg im Vorjahresvergleich von 20 auf 25 Prozent, während die Anteile derjenigen mit moderater oder geringer Risikoakzeptanz von 52 auf 50 Prozent beziehungsweise von 29 auf 25 Prozent zurückgingen.

Bei der Frage nach dem regionalen Fokus der Investoren zeigte sich eine bemerkenswert starke Präferenz für Großbritannien, das mit 31 Prozent am häufigsten genannt wurde und im Vorjahresvergleich einen Zuwachs von einem Prozentpunkt verbuchen konnte.

Rückläufig ist dagegen der Anteil der Investoren mit einer Präferenz für Deutschland, der sich von 25 auf nur noch 23 Prozent verminderte.

Unter den deutschen Investoren sind diese beiden Entwicklungen noch wesentlich stärker ausgeprägt. Hatten vor einem Jahr nur 18 Prozent von ihnen den britischen Gewerbeimmobilienmarkt favorisiert, so sind dies inzwischen bereits 22 Prozent, während nur noch 37 Prozent Deutschland als bevorzugte Zielregion für ihre Investitionen nannten, was gegenüber dem Vorjahreswert von 53 Prozent immerhin einen Rückgang um 16 Prozentpunkte bedeutet. Parallel dazu sind die USA, Frankreich und andere Länder für deutsche Investoren aktuell deutlich interessanter als noch vor einem Jahr.

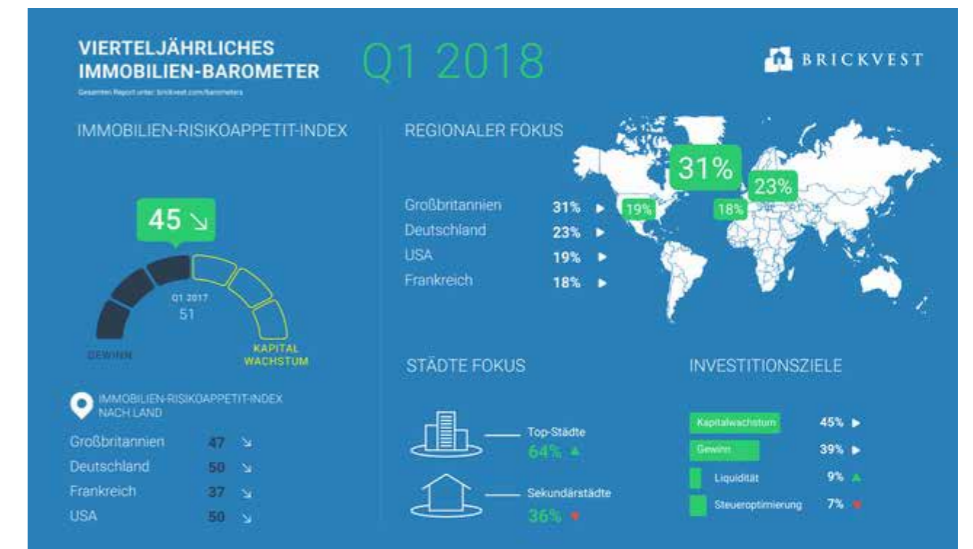
Bei den ausländischen Investoren fällt auf, dass das Interesse US-amerikanischer Immobilieninvestoren an Deutschland im Vorjahresvergleich besonders deutlich zurückging, während das Interesse an Investments in Großbritannien sowie in anderen Märkten deutlich zunahm. Inzwischen interessieren sich nur noch sechs Prozent der befragten Amerikaner für deutsche Immobilien, nachdem es vor einem Jahr noch 21 Prozent gewesen waren. Dagegen lag der Anteil britischer und französischer Investoren, die Deutschland favorisieren jeweils bei 19 Prozent und ging damit im Vorjahresvergleich kaum beziehungsweise nur moderat zurück.

A-Standorte rücken insgesamt wieder stärker in den Fokus und werden von 64 Prozent der befragten Investoren bevorzugt. Zugleich lag der Anteil der Befragten mit einer Präferenz für B-Standorte, der zwischenzeitlich bis auf mehr als 40 Prozent gestiegen war, im ersten Quartal 2018 nur noch bei 36 Prozent. Dieser Trend ist auch bei einer separaten Analyse der Antworten britischer, deutscher und französischer Investoren festzustellen; nur bei US-amerikanischen Investoren ergab sich eine leichte gegenläufige Tendenz.

Kapitalwachstum hat als Investmentziel insgesamt leicht an Bedeutung verloren, dominiert jedoch immer noch mit Abstand, während Liquidität etwas an Bedeutung gewinnt.

Auch diese Entwicklung war bei den deutschen Investoren deutlich stärker ausgeprägt, denn der Anteil derjenigen, die Kapitalwachstum als primäres Investmentziel nannten, ging gegenüber dem Vergleichsquarter des Vorjahres von 59 Prozent auf 45 Prozent zurück, während der Anteil der Investoren mit einer Präferenz für Liquidität sich von fünf Prozent auf neun Prozent erhöhte und somit fast verdoppelte.

Thomas Schneider, CIO von BrickVest, sagt: „Insgesamt scheint Deutschland seine Funktion als ‚safe haven‘ in einem unruhigen Umfeld immer mehr zu verlieren. Andere Märkte, die – wie zum Beispiel Großbritannien – vorübergehend an Attraktivität verloren hatten, rücken wieder stärker in den



Fokus der Investoren. In Deutschland dagegen hat die starke, von hohen Kapitalzuflüssen getriebene Nachfrage der vergangenen Jahre die Anfangsrenditen deutlich zurückgehen lassen. Dies trifft insbesondere auf das Core-Segment zu, was das zunehmende Ausweichen deutscher Investoren in

Segmente mit ausgeprägterem Chancen-Risiken-Profil erklären kann.“

Die gesamten Ergebnisse des Barometers stehen unter <https://brickvest.com/barometers> bereit.

Anzeige

Wettbewerb „Jugend wirtschaftet!“ um den Klaus-Hildebrand-Preis

Bereits zum siebten Mal wurde im Jahr 2017 der Wettbewerb „Jugend wirtschaftet!“ der Landshuter Stiftung Finanzbildung in der bayerischen Oberstufe durchgeführt. Hierbei können Schüler ihre Facharbeiten und Seminararbeiten zum Wettbewerb einreichen, wenn die Arbeiten die Fachgebiete Wirtschaft und Finanzen thematisieren.

In diesem Jahr wurden über 30 Facharbeiten eingereicht – so viel wie nie zuvor. Diese werden von einer hochkarätigen Jury bewertet und prämiert. 2014 wurde der Wettbewerb „Jugend wirtschaftet!“ durch das bayerische Kultusministerium ideell unterstützt. Die Auszeichnung namens Klaus-Hildebrand-Preis ist einem Münchner Unternehmer gewidmet, der Zeit seines Lebens sich für den Austausch von Wirtschaft und Lehre eingesetzt hat.

Das Ziel der Stiftung Finanzbildung ist es, die Finanzwelt in Zukunft besser gestalten zu können. Dazu muss das Wissen um verhaltensorientierte Geldanlage und Finanzpsychologie, aber auch die Analyse der Finanzhistorie an Bedeutung gewinnen.

Von den Spenden werden der Ablauf des Wettbewerbs, die Preisverleihung und die Preisgelder selbst finanziert.

Projektort: Altstadt 296, 84028 Landshut, Deutschland

Spendenauf Ruf



Deutsche Immobilienunternehmen sind BlackRocks Lieblinge

Ähnlich wie das Anlageverhalten von Warren Buffet ist auch BlackRock ein Seismograph für Markttendenzen. Der US Vermögensverwalter hat nun seine Aktien an deutschen Immobilienunternehmen aufgestockt und somit Vertrauen in den Markt signalisiert. An der Deutschen Wohnen AG, der zweitgrößten deutschen Firma mit Immobilienfokus, hält BlackRock inzwischen mehr als 10 Prozent. Ebenso erhöhte der Vermögensverwalter seine Beteiligung bei der LEG Immobilien im März von 10 auf 11 Prozent, bei der TAG Immobilien übersteigt der Anteil nun die Fünf-Prozent-Hürde und an der einzigen DAX-Immobilien-Gesellschaft hält BlackRock 8,7 Prozent. Unternehmenssprecher wiesen aber strategische Interessen zurück. Aus dem Markt war zu hören, dass BlackRock eher auf eine Outperformance in diesem Segment gegenüber den Indices setzt.

Quelle: Handelsblatt-Online 19.04.2018

2 FDP Euro-Rebell Frank Schäffler wieder im Verwaltungsrat der BaFin

Der Bundestag hat die Personalvorschläge der Fraktionen für den Verwaltungsrat der Finanzaufsicht BaFin angenommen. Man wählte die Abgeordneten Matthias Hauer (CDU), Alexander Radwan (CSU), Jens Zimmermann (SPD), Harald Weyel (AfD) und Frank Schäffler (FDP) in den Verwaltungsrat der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Das Gremium mit 17 Mitgliedern entscheidet über das Budget der Behörde und überwacht die Geschäftsführung.

28 Milliarden Euro Überweisungsparade der Deutschen Bank

Laut „Bloomberg“ überwies die Deutsche Bank bei ihren täglichen Derivategeschäften aus Versehen 28 Milliarden Euro auf ein Konto der Eurex-Clearingstelle der Deutschen Börse. Bemerkenswert an der Summe: Die Marktkapitalisierung der Deutschen Bank ist mit 24 Milliarden Euro sogar geringer. Der Bank entstand zwar kein Schaden, aber erstaunlich ist, dass scheinbar keine technische und menschliche Kontrollfunktion eine Überweisung in dieser Höhe verhinderte. „Eine Bank, die fälschlicherweise einen so großen Transfer macht, zeigt, dass ihre Kontrollen nicht angemessen funktionieren. Das ist peinlich“, zitiert Bloomberg einen Analysten von Fairesearch.

5x Positives und Negatives aus dem Finanzmarkt

Draghi kapituliert vor den Märkten

4 Die EZB hat auch Ende April 2018 auf eine erste kleine Zinsanpassung verzichtet und schickt den Euro in den Keller. Das Anleihenankaufprogramm wird mit 30 Milliarden pro Monat fortgesetzt. Noch fataler ist das Signal, die Bereinigung der Bankbilanzen um faule Kredite wegen des Drucks der Südeuropäer, insbesondere Italien, nicht zu forcieren oder gar auszusetzen. Italien jubelt, und die italienischen Bankaktien ziehen an. Der Chef-Volkswirt von FERI Trust Axel Angermann sieht quasi keine geldpolitischen Spielräume für die EZB, falls sich in absehbarer Zeit ein Abschwung andeuten sollte. Man könnte auch sagen: Das Pulver ist verschossen. Vielleicht geht Mario Draghi in die Wirtschaftsgeschichte als EZB-Chef ein, der Zinsen nur senken konnte.

5 Feri Konjunktur Symposium April 2018

These Euroraum: HÖHEPUNKT DES AUFSCHWUNGS ERREICHT

Das Wirtschaftswachstum im Euroraum wird auch 2018 mit etwa 2,3 Prozent über dem Potenzialwachstum liegen. Der bislang starke Euro und ein latent ungünstigeres außenwirtschaftliches Umfeld stellen Belastungsfaktoren dar und führen zu einem deutlich geringeren Wachstum im Jahr 2019.

These USA: KONJUNKTURELLER ABSCHWUNG AB 2019 WAHRSCHEINLICH

In den USA überschreitet der konjunkturelle Aufschwung seinen Höhepunkt. Fiskalpolitische Impulse treiben im Jahr 2018 das Wachstum nach oben, führen aber zusammen mit der Dollarschwäche und den Wirkungen des Protektionismus zu einem signifikanten Anstieg der Inflation. Dies dürfte spätestens 2019 die Fed zu einer stärkeren geldpolitischen Straffung veranlassen. Steigende Zinsen, Überhitzungserscheinungen, protektionistische Maßnahmen und eine insgesamt geringere weltwirtschaftliche Dynamik lösen ab der zweiten Jahreshälfte 2018 einen konjunkturellen Abschwung aus. Das BIP-Wachstum wird 2019 unter zwei Prozent sinken.

These Deutschland: NICHT MEHR AUTOMATISCH DER BESTE IN EUROPA

Das Wachstum der deutschen Wirtschaft wird auch 2018 oberhalb des Potenzialwachstums liegen, zugleich aber seinen Höhepunkt erreichen. Konjunkturell besitzt Deutschland innerhalb der Währungsunion eine Sonderstellung, weil der Aufschwung hier bereits lange läuft und das gesamtwirtschaftliche Produktionspotenzial zunehmend ausgelastet ist. Allerdings liegt Deutschland hinsichtlich der Wachstumsdynamik aktuell nicht mehr an der Spitze der europäischen Länder. Im laufenden Jahr setzt sich der starke Aufschwung fort – Deutschland erreicht nochmals ein Wachstum, das deutlich oberhalb des Potenzialwachstums liegt. Der Höhepunkt der Wachstumsdynamik wird aber bereits im ersten Halbjahr 2018 erreicht. Die Abschwächung der Konjunktur in den USA und rückläufigen Wachstumsraten in China treffen die deutsche Wirtschaft stärker als die anderer europäischer Länder. Die starke Binnennachfrage brems aber den negativen außenwirtschaftlichen Impuls ab, sodass auch mit Blick auf 2019 ein deutlicher Einbruch der Konjunktur vermieden werden kann.

Marktkommentar von Mark Holman, CEO von TwentyFour Asset Management:

Ist Portugal teuer oder ist Italien billig?

Wenn die Bewertungen von festverzinslichen Wertpapieren hoch sind, müssen wir überkaufte Vermögenswerte meiden und stattdessen nach bisher ungeliebten Vermögenswerten Ausschau halten, die eine gute Gelegenheit bieten, Erträge zu erzielen. Nehmen wir zum Beispiel die Renditen 10-jähriger portugiesischer Staatsanleihen, die auf ein Dreijahrestief von rund 1,65 % gefallen sind. Damit notieren sie nur 110 Basispunkte von deutschen Bundesanleihen entfernt und etwa 15 Basispunkte niedriger als italienische Schuldverschreibungen (BTPs). Rein basierend auf den Fundamentaldaten macht es jedoch keinen Sinn, dass die italienischen Schulden teurer gehandelt werden als die portugiesischen.

Portugal ist ein Aushängeschild der allgemeinen wirtschaftlichen Erholung in Europa. Steigende Investitionen und Exporte trugen dazu bei, dass die Wirtschaft im Jahr 2017 um 2,7 % wuchs. Das ist die höchste Wachstumsrate seit dem Jahr 2000. Die Staatsverschuldung des Landes sank gleichzeitig auf 125,7 % gegenüber 130 % im Jahr 2016. Diese Schuldenquote ist jedoch für eine Wirtschaft zu hoch, die sehr stark vom Tourismus abhängig ist. Zudem geht die Bank von Portugal davon aus, dass das BIP-Wachstum auf 1,9 % im Jahr 2019 und 1,7 % im Jahr 2020 sinken wird.

Demgegenüber liegt die Staatsverschuldung Italiens mit knapp 132 % des BIPs an zweiter Stelle im Euroraum nur hinter Griechenland, und der fast chronische Bedarf des Landes an Wirtschaftsreformen ist gut dokumentiert. Das BIP-Wachstum von 1,5 % im vergangenen Jahr war nichts Herausragendes, aber für Italien war es die beste Leistung seit 2010 und damit ein Fortschritt. Immerhin ist Italien ein G7-Land, die drittgrößte Volkswirtschaft der Eurozone und wesentlich diversifizierter als die Wirtschaft Portugals, was häufig vergessen wird.

Also, wessen Rendite ist falsch, die Italiens oder die Portugals?

Wir wissen, warum italienische BTPs höher gehandelt werden. Die Wahlen

in Italien im vergangenen Monat haben eine steigende Unterstützung für die populistische Fünf-Sterne-Bewegung und die Parteien der Liga Nord gezeigt. Das bedeutet, eine Anti-Establishment und in unterschiedlichem Grade Anti-Euro-Partei wird im Zentrum einer Koalition stehen, wie auch immer die laufenden Verhandlungen ausgehen werden. Die politische Risikoprämie, die mit italienischen Vermögenswerten verbunden ist, ist verständlich, aber solche Entwicklungen führen immer wieder auch zu Chancen für Investoren, da die Spreads bestimmter Kredite, wie von Banken und Unternehmen, in der allgemeinen Ausweitung gefangen sind. Es gibt eine Reihe von Titeln in Italien, die derzeit zu dieser Kategorie gehören – wir sind in einige von ihnen investiert und beobachten andere genau, um den richtigen Einstiegszeitpunkt zu finden.

Während einige italienische Kredite billig gehandelt werden, sind portugiesische Anleihen schon sehr hoch bewertet. Bundesanleihen sind die teuerste und am meisten überkaufte Anlageklasse, die wir uns bei festverzinslichen Wertpapieren vorstellen können. Daher sind wir sehr vorsichtig in Bezug auf portugiesische Wertpapiere, wenn man bedenkt, wie nahe sie bereits an Bundesanleihen gehandelt werden. Im vergangenen Mai lagen die portugiesischen 10-Jahres-Renditen bei rund 3,5 % mit einem Spread von über 320 Basispunkten auf Bundesanleihen. Der Markt sagt uns, dass sich die Kreditstärke Portugals im Vergleich zu Deutschland in den letzten 12 Monaten um fast zwei Drittel verbessert hat.

Portugal und andere periphere Volkswirtschaften haben eindeutig von der sich ausweitenden wirtschaftlichen Erholung im Euroraum profitiert, ganz zu schweigen davon, dass die Europäische Zentralbank den Markt für Staatsanleihen zurückgedrängt hat. Aber ein Spread von 110 Basispunkten spiegelt einen gewissen Optimismus für die nächste Phase der europäischen Integration wider, der unserer Meinung nach fehlt am Platze ist. Dieser Optimismus geht auf die Wahl des



französischen Präsidenten Emmanuel Macron im vergangenen Jahr zurück, die die Hoffnung nährte, dass eine Partnerschaft mit der Regierung von Bundeskanzlerin Angela Merkel die Pläne für eine „immer engere Union“ beschleunigen würde. Allerdings waren Merkel und andere hochrangige Persönlichkeiten in Berlin immer zurückhaltend gegenüber Macrons ehrgeizigen Vorschlägen, wie beispielsweise einem gemeinsamen Haushalt für die Eurozone. Macron selbst steht vor der großen Herausforderung, zu beweisen, dass er ebenso ehrgeizige Arbeitsmarktreformen im eigenen Land durchsetzen kann.

Nach der Bildung der Großen Koalition von Angela Merkel im vergangenen Monat, die den Weg für formelle Gespräche mit Frankreich über die weitere Integration frei machte, veröffentlichten acht nördliche EU-Staaten unter Führung der Niederlande ein gemeinsames Papier, in dem sie vor „weitreichenden Kompetenzübertragungen auf die europäische Ebene“ warnten, und fügten hinzu, dass die Entscheidungsbefugnisse „fest in den Händen der Mitgliedstaaten bleiben sollten“. Kurzfristig gibt es also große Hindernisse für die weitere europäische Integration, und je weniger Integration es gibt, desto geringer ist die Kreditwürdigkeit der Peripheriestaaten Deutschlands.

Folglich sind wir vorerst generell gegenüber portugiesischen Anleihen – Staatsanleihen, Banken und Unternehmen – zurückhaltend, aber es werden sich Chancen in Sektoren des italienischen Marktes ergeben, in denen die politische Risikoprämie überzogen ist. *Quelle: Vontobel Asset Management* ■

Studie des Investment Lab Heilbronn:

Finanzanalysten erstellen Kurs- und Gewinnprognosen nicht ausschließlich nach objektiven Kriterien, sondern stark nach individuellen Persönlichkeits-Präferenzen

Unternehmen mit extrovertiertem CEO werden von Analysten besser bewertet als Firmen mit zurückhaltendem Chef / Wissenschaftliche Untersuchung mit 173 Finanzanalysten aus 12 Ländern / Vergleich, wie die Persönlichkeit des Vorstands bei sonst gleichen Zahlen Kurs- und Gewinnprognosen beeinflusst / Deutliche Bewertungsunterschiede bei Analysten, die ebenfalls extrovertiert sind / Introvertierte Analysten hingegen bewerten Firmen unabhängig vom Chef-Typ Unternehmen weitgehend gleich

Heilbronn, 02.05.2018 – Finanzanalysten lassen sich bei ihren Bewertungen der Ertragsaussichten eines Unternehmens von der Persönlichkeit des Vorstandsvorsitzenden beeinflussen. Bei ansonsten absolut gleichen wirtschaftlichen Zahlen prognostizieren die Analysten im Schnitt eine deutlich bessere Entwicklung, wenn Firmen einen extrovertierten CEO haben im Vergleich zur Leitung durch einen zurückhaltenden Vorstand. Das ist das Ergebnis einer umfassenden Studie des Investment Lab Heilbronn.

Bewertungen von 173 Analysten aus 12 europäischen Ländern flossen in die Untersuchung ein. „Wie eindeutig die Unterschiede bei den Prognosen zu den Gewinnaussichten und den Kurszielen in vielen Fällen ist, hat uns doch sehr überrascht“, erläutert Dr. Jochen Becker, Assistant Professor für Finanzkommunikation an der German Graduate School of Management and Law Heilbronn (GGS) und Direktor des Investment Lab: „Wenn alleine die Frage, ob der CEO aus sich herausgeht oder nicht, solche Bewertungsunterschiede zur Folge hat, muss so manche Analystenbewertung kritisch gesehen werden. Denn dann legen viele Experten auch subjektive Kriterien zugrunde. Doch Investoren, die ihre Anlageempfehlungen nach professionellen Vorgaben ausrichten und erhebliche Summen aufgrund solcher Empfehlungen um-

schichten, erwarten ja absolute Bewertungsobjektivität.“

Bei den Prognosen zur künftigen Ertragskraft und weiterer Entwicklung des Aktienkurses spielte nicht nur die Persönlichkeit des CEOs eine Rolle, sondern auch die des Finanzanalysten selbst. Eindeutig ist die Bevorzugung der Unternehmen mit extrovertierten Chefs nämlich nur dann, falls der Analyst ebenfalls selbst extrovertiert ist. Dann wird beispielsweise der in einem Jahr bei dem analysierten Software-Unternehmen erwartete Gewinn je Aktie („Forecasted EPS“ - earnings per share) mit 1,41 Euro vorhergesagt, wenn der CEO extrovertiert ist. Bei introvertierten Chefs wurde bei ansonsten unveränderten Daten ein Wert 1,32 Euro genannt. Sind die Analysten hingegen selbst introvertiert, ist der Unterschied bei der Gewinnprognose nur sehr gering: 1,36 Euro bei extrovertierten und 1,35 Euro bei introvertierten Chefs.

Noch größer ist der Einfluss persönlicher und damit rein subjektiver Kriterien beim langfristig prognostizierten Kursziel des von den Experten analysierten fiktiven Software-Unternehmens. Extrovertierte Analysten vermelden hier bei einem extrovertierten CEO in drei bis fünf Jahren einen Aktienkurs von durchschnittlich 38,48 Euro. Bei einem introvertierten Chef sehen solche Analysten durchschnittlich nur ein Kursziel von 32,00 Euro.

„Das ist ein so dramatischer Unterschied, dass ganz andere Investmententscheidungen gefällt werden“, so Dr. Becker: „Schaut man sich im Vergleich dazu an, wie ganz anders introvertierte Analysten die Zukunftsaussichten dieses Softwareunternehmens beurteilen, ist das ein eindeutiger Beleg, dass man bei Empfehlungen der Analysten stets auch dessen Persönlichkeitskomponente mit einbeziehen muss.“ Die introvertierten Bewertungs-Experten sehen nämlich das Kursziel des Softwareunternehmens in drei bis fünf Jahren durchschnittlich bei knapp über 35 Euro,

unabhängig von der Persönlichkeit des Chefs. Das Investment Lab Heilbronn hat in einer sehr aufwändigen Untersuchung Wert darauf gelegt, eine absolute Vergleichbarkeit der Bewertungen herzustellen. „Somit gab es Unterschiede lediglich im Persönlichkeitsmerkmal ‚Extrovertiertheit‘ von Vorstand und Analysten“, erläutert Josip Medjedovic, Research Associate am Investment Lab den Versuchsaufbau. Nach seiner Ansicht ist es durchaus möglich, dass das Kriterium des extrovertierten oder zurückhaltenden Chefs im Falle des analysierten fiktiven Software-Unternehmens grundsätzlich eine größere Bedeutung als bei Firmen anderer Branchen hat. „Vielleicht ist man durch die legendären Auftritte von Steve Jobs oder Steve Ballmer bei Apple bzw. Microsoft so gepolt, dass man beim Thema Software einfach einen extrovertierten CEO als Voraussetzung für ein erfolgreiches Unternehmen aus diesem Bereich sieht“, so Becker: „Doch das darf nicht der Grund für solche Bewertungsunterschiede sein. Gerade von einem Analysten erwartet man, dass dieser sich von Bühnenshows oder anderen öffentlichkeitswirksamen Auftritten nicht davon ablenken lässt und einzig nach harten Fakten beurteilt.“

Zudem sei die Beeinflussung der Analystenbewertung durch subjektive Kriterien sicherlich nicht auf die Software-Branche beschränkt. „Unser Studien-Aufbau hat sich ja nur auf den Faktor unterschiedlicher Extrovertiertheit beschränkt“, so Medjedovic: „Im Analyse-Alltag sind aber angesichts dieser Studienergebnisse noch andere Kriterien denkbar, die eine unterschiedliche Unternehmensbewertung beeinflussen können, etwa das Geschlecht oder andere Persönlichkeitsmerkmale des Unternehmensvorstands.“ Die Jahre an Berufserfahrung sowie der Branchenfokus der Finanzanalysten spielte bei den untersuchten Bewertungsunterschieden keine signifikante Rolle. „Hier gibt es im Gegensatz zum Persönlichkeitsmerkmal ‚Extro-

So beeinflussen die Persönlichkeiten des CEO und des Analysten Gewinn- und Kursprognosen für ein börsengehandeltes Unternehmen

Persönlichkeit des CEO	Persönlichkeit des Finanzanalysten	Anzahl der Finanzanalysten*	Mittelwerte		
			Gewinn pro Aktie ** - in Euro	Langzeit-Entwicklung für Gewinn pro Aktie *** - in %	Kursziel*** - in Euro
Extrovertiert	Extrovertiert	42	1,41	22,26	38,48
	Introvertiert	45	1,36	17,77	35,19
Introvertiert	Extrovertiert	44	1,32	14,80	32,00
	Introvertiert	41	1,35	18,46	35,10

*aus methodischen Gründen wurde der Finanzanalyst, der hinsichtlich der Extrovertiertheit seiner Persönlichkeit den Medianwert aufweist, bei der Bewertung nicht berücksichtigt;

in einem Jahr; * in drei bis fünf Jahren

Quelle: Investment Lab Heilbronn

vertiertheit keine Zusammenhänge“, erläutert Medjedovic.

Das Investment Lab, das als Research-Institut für börsennotierte Wachstumsunternehmen und Venture Capital-Akteure konzipiert ist, rät Investoren, nie auf einige wenige Analysten-Urteile zu vertrauen. „Investoren können anhand dieser Studie verstehen, wie kritisch reflektierend sie mit Aktien-Empfehlungen umgehen müssen. Deren Zustandekommen ist stets zu hinterfragen und mit den Rahmenbedingungen anderer Bewertungen abzugleichen“, so Becker: „Auch die Analysten selbst können wichtige Schlussfolgerungen aus unserer Untersuchung ziehen und versuchen, den subjektiven Faktor in

ihren eigenen Analysen zu minimieren.“ Die Heilbronner Wissenschaftler wollen im Blick behalten, ob auch die bewerteten Unternehmen selbst Schlussfolgerungen aus der Studie ziehen werden. „Eventuell wird ja das ein oder andere Unternehmen angesichts solcher Zusammenhänge dazu neigen, einen extrovertierten CEO an die Spitze zu berufen“, stellt Investment Lab-Direktor Dr. Jochen Becker als Überlegung an: „Wenn alleine die Extrovertiertheit des CEO die Aussicht auf bessere Analysten-Bewertungen steigert, könnte das eventuell einen Effekt auf die personellen Entscheidungen haben.“

Erläuterung zur Versuchsanordnung: Die 173 Analysten, deren Unterneh-

mensbewertungen Grundlage der Studie sind, kommen aus 12 europäischen Staaten, aus Deutschland (59 Analysten), England (35), Schweiz (15), Norwegen (19), Italien (8), Österreich, Belgien, Dänemark, Frankreich und Schweden (je 6), Niederlande (4), Liechtenstein (3). Bei der Auswahl der Analysten wurden alle Altersklassen von 20 bis 60 Jahre erfasst, mit einem Durchschnittsalter von 39 Jahren.

Bewerten mussten die 173 Analysten ein Softwareunternehmen. Die realistischen Unternehmens- und Finanzdaten wurden von einer Firma übernommen, die 2008 von SAP übernommen wurde, der „Business Objects S.A.“. ■

— Anzeige —

Kritische Berichte und Marktanalysen von Edmund Pelikan

Die Achillesferse der Investmentbranche?

**Kontrolle ist gut,
Vertrauen ist besser.
Wir schaffen beides!**

Ihr Sachverständigen- und Fachmedienbüro für Sachwerte und Investmentvermögen



e|p|k media

epk media GmbH & Co. KG
Johannesstr. 20
80335 Landshut
Tel. +49 (0)1871 43 06 33 - 0
E-Mail: info@epk24.de
www.epk24.de

e|p|k media

Altstadt 296 · D-84028 Landshut
Tel. +49 (0)1871 43 06 33 - 0
Fax +49 (0)1871 43 06 33 - 11
info@epk24.de · www.trus1st.de

InvStG kann ab 01.01.2018 den Fondsmarkt verändern

Interview mit Herrn Marco Ambrosius, Geschäftsführer HTB Hanseatische Fondshaus GmbH

FOR: Herr Ambrosius, am 01. Januar 2018 trat nun das neue Investmentsteuergesetz (InvStG) vom 19. Juli 2016 auch mit den letzten Teilen in Kraft. Was erhoffen Sie sich durch diese Änderung?

MA: Die Besteuerung von Investmentfonds und ihren Anlegern wird konzeptionell auf neue Füße gestellt. Bisher weniger bekannte Beteiligungsstrukturen wie zum Beispiel die Investment AG können an Attraktivität gewinnen, da sich für unterschiedliche Anlegerkreise auch aus steuerlicher Sicht interessante Optionen gegenüber althergebrachten Konzepten ergeben.

FOR: Beziehen Sie Ihre Aussage auf geschlossene AIF?

MA: Das novellierte Investmentsteuergesetz bringt die Möglichkeit mit sich, die bisherigen Monokulturen bei geschlossenen AIF zu durchbrechen, die durch die tradierten KG-Modelle im Markt dominiert werden.

FOR: Meinen Sie, dass der Gesetzgeber dies mit dem neuen Gesetz bewirken wollte?

MA: Ich denke ja. Der Gesetzgeber hat diese Pluralität auch im Hinblick auf den Wettbewerb der internationalen Fondsstandorte gewünscht. So sind Kapitalgesellschaften zur Abbildung von Fonds an anderen Standorten seit Langem üblich. Das nun in Kraft tretende Gesetz eröffnet nunmehr die Chance, dass sich die Investmentaktiengesellschaft auch in Deutschland etablieren kann. Dies kann zugleich die Möglichkeit eröffnen, die durch bestehende Imageprobleme des „Geschlossenen Fonds“ durch ein neues anleger- und vertriebsfreundliches Erscheinungsbild zu beseitigen und neues Vertrauen in die für den Vermögensaufbau der Anleger wichtige Klasse der „Alternativen Investments“ zu schaffen.

FOR: Eine Besteuerung nach dem Trennungsprinzip sowohl auf Ebene des Investmentfonds selbst, als auch anschließend auf

Ebene des Anlegers tritt ein. Was heißt dies für die steuerliche Neuregelung bei Immobilienfonds genau?

MA: In dem bisher weit verbreiteten KG-Modell mit Einkünften aus Vermietung und Verpachtung beträgt die steuerliche Gesamtbelastung beim Anleger 44,31 Prozent, also Spitzensteuersatz 42 Prozent zuzüglich 5,5 Prozent Solidaritätszuschlag. Bei einem Immobilienfonds in der Rechtsform der geschlossenen Investmentaktiengesellschaft sieht die Rechnung wie folgt aus: zunächst unterliegen die Einkünfte auf Fondsebene einer Steuerbelastung von 15,83 Prozent. Von den verbleibenden Einkünften sind – Vollausschüttung der Einkünfte unterstellt – auf Ebene des Anlegers 60 Prozent von der Besteuerung freigestellt gemäß der so-

nannten Immobilienteilfreistellung nach § 20 Abs. 3 InvStG. Beim Anleger unterliegen dann also 40 Prozent von 84,17 Prozent der vom Fonds erwirtschafteten Einkünfte der Besteuerung, was unterm Strich nur noch 33,637 Prozent ergibt.

Diese werden dann auch nur noch mit dem Abgeltungsteuersatz von 25 Prozent zuzüglich Solidaritätszuschlag besteuert, da alle Erträge aus Investmentfonds künftig als Kapitaleinkünfte gelten, auch wenn sie originär aus Immobilien stammen. Zum Vergleich: Die steuerliche Gesamtbelastung auf Fonds- und Anlegerebene beläuft sich also bei der InvAG auf 24,71 Prozent der erwirtschafteten Einkünfte und liegt damit deutlich unter den 44,31 Prozent im KG-Modell.



FOR: Hat das KG-Modell für den Anleger nun ausgedient?

MA: Seinen steuerlichen Vorteil zieht das KG-Modell künftig allein nur noch aus der Steuerfreiheit des Veräußerungsgewinns, wenn die Immobilien nach mehr als 10 Jahren veräußert werden. Bei der InvAG unterliegen Veräußerungsgewinne unabhängig von der Haltedauer der Immobilien derselben Besteuerung wie die laufenden Einkünfte.

FOR: Danach hätte das KG-Modell für den Anleger keinerlei steuerliche Vorteile?

MA: Damit das KG-Modell aus Anlegersicht steuerlich vorteilhaft ist, muss der (steuerfreie) Veräußerungsgewinn allerdings hoch genug ausfallen, um den Nachteil der Höherbelastung der laufenden Einkünfte in den Vorjahren kompensieren zu können. Tendenziell wird die InvAG aus steuerlicher Sicht umso vorteilhafter gegenüber der KG sein, je höher der Anteil der laufenden Mieteinkünfte am gesamten Vermögenszuwachs aus einem Immobilieninvestment ausfällt. Hinzu kommt die Ungewissheit, ob die Steuerfreiheit von „Privaten Veräußerungsgeschäften“ gem. § 23 EStG in der Zukunft dauerhaft Bestand haben wird.

FOR: Werden in dem neuen InvStG steuerbegünstigte Anleger, wie z.B. gemeinnützige Vereine oder Stiftungen mit „normalen Anlegern“ gleichbehandelt oder sieht dieses Gesetz einen Unterschied vor?

MA: Wenn sich an der InvAG steuerbegünstigte Anleger beteiligen, ermöglicht das InvStG die teilweise oder vollständige Steuerbefreiung. Gem. § 8 Abs. 1 und 2 InvStG kann sich die InvAG auf Antrag für ihre inländischen Immobilienerträge insoweit, d.h. anteilig, von der Steuer befreien lassen, als steuerbegünstigte Anleger an ihr beteiligt sind. Das Gesetz regelt hierzu im Einzelnen die genauen Voraussetzungen für die Inanspruchnahme der Steuerbefreiung.

Das heißt, steuerbegünstigte Anleger sind zum Beispiel Anleger, die nach Satzung, Stiftungszweck oder sonstigen Regelungen ausschließlich und unmittelbar gemeinnützige, mildtätige oder kirchliche Zwecke verfolgen.

Ebenso kommt die Steuerbefreiung in Betracht, soweit sich von der Körperschaftssteuer befreite inländische Körperschaften, Personenvereinigungen oder Vermögensmassen wie beispielsweise Pensions- und Unterstützungskassen, Versorgungswerke und vergleichbare ausländische Anleger beteiligen.

FOR: Das neue InvStG sieht auch eine komplette Steuerbefreiung vor. Wann tritt diese in Kraft?

MA: Gem. § 10 InvStG ergibt sich eine vollständige Steuerbefreiung, wenn sich nach den Anlagebedingungen an einem Immobilien-Investmentfonds nur steuerbegünstigte Anleger gem. § 8 Abs. 1 und 2 InvStG beteiligen dürfen. Dann ist der Investmentfonds mit seinen inländischen Immobilienerträgen von vorneherein vollständig steuerbefreit.

Ein Antrag auf Gewährung der Steuerbefreiung ist nicht notwendig. Gleiches gilt für einzelne Anteilklassen, wenn solche bei einem Investmentfonds für ausschließlich steuerbegünstigte Anleger gebildet werden. Voraussetzung für die Steuerbefreiung ist, dass die Anteile nur an den Investmentfonds zurückgegeben werden können, aber nicht frei übertragbar sind.

FOR: Gibt es außer dem steuerlichen Punkt noch ein anderes Thema, das für die InvAG spricht?

MA: Ein leidiges Thema ist der gewerbliche Grundstückshandel. Auch hier ist ein weiterer Aspekt der zugunsten der InvAG spricht. Im KG-Modell besteht z.B. bei Dachfondskonstruktionen oder bei Beteiligungen an mehreren Immobilien regelmäßig die Problematik, dass Veräußerungstatbestände auf Gesellschaftsebene den Anlegern zuzurechnen sind und dort u.U. zu einem „Zählobjekt“ i.S.d. „3-Objekt-Grenze“ werden und damit einen gewerblichen Grundstückshandel begründen können. Dieses Risiko besteht bei der InvAG nicht. Als Kapitalgesellschaft entfaltet sie hier abschirmende Wirkung gegenüber ihren Anlegern.

FOR: Dann lässt sich zusammenfassend sagen, dass mit Einführung des neuen InvStG zum

01.01.2018 insbesondere bei geschlossenen Immobilieninvestments die geschlossene InvAG den herkömmlichen KG-Modellen ernsthaft Konkurrenz machen kann.

MA: Ja. Die Kombination aus Teilfreistellung der Einkünfte beim Anleger und Anwendung des günstigen Abgeltungsteuertarifs auf den steuerpflichtigen Teil führt zu einer deutlich geringeren Gesamtsteuerbelastung in der laufenden Vermietungsphase als im KG-Modell. Diesen Nachteil kann die KG künftig nur noch durch einen ausreichend hohen steuerfreien Veräußerungsgewinn wettmachen. Attraktiv wird die InvAG insbesondere auch für steuerfreie Anleger wie z.B. Stiftungen oder Altersvorsorgeunternehmen werden, bei denen langfristige Immobilieninvestments schon immer ein wesentlicher Bestandteil ihrer Anlagestrategie sind, für die aber die Beteiligung an einer KG aus unterschiedlichen Gründen nicht infrage kommt.

Vielen Dank für das Gespräch.
Das Interview führte Chefredakteur
Edmund Pelikan. ■

Marco Ambrosius

Der 47-jährige Diplom-Betriebswirt verfügt über mehr als 20 Jahre Vertriebs- und Führungserfahrung in der Finanzdienstleistungsbranche.

Ambrosius kommt vom britischen Versicherer Standard Life, wo er als Head of Sales für den deutschen und österreichischen Vertrieb verantwortlich war. Davor verantwortete er rund zehn Jahre lang als Vorstand den Vertrieb des Emissionshauses Ideenkapital Financial Services, das zum Ergo-Konzern gehört. Zuletzt war Ambrosius als Consultant für die Banken- und Finanzdienstleistungsbranche tätig.

Ein Kommentar von Lars Reiner, Gründer und Geschäftsführer des digitalen Vermögensverwalters Ginmon

Börsenweisheiten in Krisenzeiten: Leichter gesagt als getan

Frankfurt, April 2018 – Angela Merkel reist in die Vereinigten Staaten, um mit Präsident Donald Trump über die wichtigsten Krisen zu sprechen, die uns derzeit bedrohen: der Handelsstreit zwischen den USA und Europa, die Krise in Syrien und der Atomkonflikt im Iran.

Sollte es keine Einigung geben oder – noch schlimmer – sollte die Lage weiter eskalieren, so könnte dies für enorme Unsicherheit sorgen – und die Börsen schnell auf Talfahrt schicken. Häufig reicht ein Auslöser und die Kurse brechen kurzfristig ein, Angst macht sich breit und einige Anleger ziehen panisch die Reißleine.

Börsenweisheiten scheitern an der Umsetzung

Sollte es zu einer Verschärfung der Krisen kommen – was wir nicht hoffen – wie sollte man da als Anleger reagieren?

Häufig werden Anlegern in solchen Situationen die klassischen Börsenweisheiten empfohlen. Eine davon lautet: „Kaufe, wenn die Kanonen donnern.“ Oder wie Warren Buffett es sagte: „Sei ängstlich, wenn die anderen gierig sind, sei gierig wenn die anderen ängstlich sind.“ Mit anderen Worten: Kaufe und verkaufe antizyklisch. Schwimme gegen den Strom.

Das ist jedoch viel leichter gesagt als getan.

Denn gegen antizyklisches Handeln sprechen zwei Dinge: Das Herdenverhalten des Menschen und seine Emotionen.

Psychologie des Menschen widerspricht vielen Börsenweisheiten

Wie Robert B. Cialdini in seinem Buch „Die Psychologie des Überzeugens“ ausführt, richten Menschen ihr Handeln oft an dem Handeln anderer Menschen aus – vor allem in unbekanntem Szenarien.

Wir alle kennen es, wenn wir in neue Gesellschaften oder Kulturen kom-

men: Wir ahmen das Verhalten der anderen nach und sind so auf der sicheren Seite.

An der Börse ist dies nicht anders: Vor allem in Krisensituationen und bei Crashes herrscht große Unsicherheit – und gerade dann schauen Anleger wie sich andere Anleger verhalten. Da aber fast alle nicht wirklich wissen, was sie tun, herrscht eine kollektive Unwissenheit, die häufig zu Überreaktionen an der Börse führt.

Dem berühmten Phänomen „Herdentrieb“ kann ein Anleger in solchen Situationen nicht einfach widerstehen – da hilft auch eine Börsenweisheit von Warren Buffett wenig. Egal wie logisch diese auch klingt: der Druck – bei Krisen zu verkaufen – ist häufig stärker.

Emotionen siegen über Verstand

Weiterhin spielen Emotionen in Krisensituationen immer eine Rolle. Die Wenigsten behalten ihre Nerven im Griff und handeln mit einem Pokerface an der Börse. Im Zweifel gibt man der Angst nach und verkauft zyklisch – auch wenn man die Ratschläge der Börsengurus kennt.

Entscheidungen trifft der Mensch nämlich häufig emotional – und begründet sie, wie Cialdini ebenfalls herausgefunden hat, häufig im Nachhinein erst rational. Der erste Impuls ist bei den meisten Anlegern deshalb zu verkaufen, wenn die Kanonen donnern. Ratschlag hin oder her: Am Ende überschatten Emotionen jegliche Börsenweisheit.

Wie man Börsenweisheiten effektiv umsetzen kann

Börsenweisheiten und Ratschläge stoßen häufig auf großen Anklang, doch im Ernstfall scheitert es an der Umsetzung.

Quelle: *Ginmon GmbH* ■

IMPRESSUM

Herausgeber:

Stiftung Finanzbildung gemeinnützige UG (haftungsbeschränkt)

Verlag/Anzeigenvertrieb:

epk media GmbH & Co. KG
Altstadt 296, 84028 Landshut
Tel.: +49 (0)871 43 06 33-0
Fax: +49 (0)871 43 06 33-18
E-Mail: sekretariat@epk24.de

Redaktion:

Edmund Pelikan (ep) verantwortlich, Nicolette Oeltges (no), Evi Hoffmann (eh), Tanja Christl (tc), Fabian Langaard (FL)

Autoren und Interviewpartner dieser Ausgabe:

Marco Ambrosius, HTB

Grafik, Layout:

Inge Wantscher

Erscheinungsweise:

alle 2 Monate

Verlagsveröffentlichung:

3. Ausgabe

Foto-Quellen:

www.shutterstock.com,
www.pixelio.de, www.pixabay.de

Nachdruck und Veröffentlichung nur mit Genehmigung des Herausgebers erlaubt.

Beiträge und Autoren

In den mit Autorennamen gekennzeichneten Beiträgen wird die Meinung der Autoren wiedergegeben. Diese muss nicht unbedingt mit der des Herausgebers übereinstimmen.

Risikohinweise / Disclaimer

Die Redaktion bezieht Informationen aus Quellen, die sie als vertrauenswürdig erachtet. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationen besteht jedoch nicht. Indirekte sowie direkte Regressanspruchnahme und Gewährleistung wird für jegliche Inhalte kategorisch ausgeschlossen. Leser, die aufgrund der in diesem Report veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln auf eigene Gefahr, die hier veröffentlichten oder anderweitig damit im Zusammenhang stehenden Informationen begründen keinerlei Haftungsobliegenheit. Ausdrücklich weisen wir auf die erheblichen Risiken hoher Wertverluste hin. Dieser Bericht darf keinesfalls als Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren.

Für alle Hyperlinks gilt: Die epk media GmbH & Co. KG erklärt ausdrücklich, keinerlei Einfluss auf die Gestaltung und die Inhalte der gelinkten Seiten zu haben. Daher distanziert sich die epk media GmbH & Co. KG 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.

Alle nicht mit dem Zusatz „(red.)“ - Redaktion - gekennzeichneten Beiträge sind Auftragspublikationen und damit Anzeigen.