

Sehr geehrte Fonds-Freunde

Aktueller Börsenüberblick

Die letzten Wochen bescherten den Börsen Turbulenzen wie seit langem nicht mehr. Mitte Juli erreichten viele Aktienmärkte noch neue Rekordhöhen. Während neue Indexrekorde - z.B. beim DAX 8.151, beim Dow Jones 14.022 - früher von hohem Optimismus bezüglich weiterer Kursgewinne begleitet waren, überwog diesmal die Skepsis und es mangelte an so genannten „Anschlusskäufen“.

Tatsächlich lieferten die Finanzmärkte Ende Juli reichlich Nahrung für die Pessimisten: Die schwelende Hypothekenkrise in den USA, die schon im März aufgeflammt war, brach nun offen aus. Aus Angst vor einem unkontrollierbaren Flächenbrand zogen sich Anleger daraufhin kopflos aus nahezu allen, vermeintlich risikobehafteten Vermögenswerten zurück. Diese übertriebene Schockreaktion führte weltweit zu Kursverlusten. Sogar Gold, das eigentlich als „Krisenwährung“ von der Unsicherheit profitieren sollte, wurde verkauft.



Kern des Problems sind die so genannten „Subprime“-Hypotheken: Darunter versteht man Hypothekenkredite, die in den USA an Immobilienkäufer vergeben werden, obwohl diese kaum über ein dafür ausreichendes Einkommen verfügen und die als Sicherheiten eingetragenen Immobilien im Falle eines Notverkaufs nicht werthaltig genug sind, um die Hypothek vollständig zu tilgen. Im Gegensatz zu Deutschland, wo Hypothekenkredite meist für fünf oder zehn Jahre fest vereinbarte Zinsen haben, werden die Zinsen bei US-Hypotheken oft während der Laufzeit an die Marktzinsen angepasst.

Diese variablen Hypothekenzinsen hatten in den Vorjahren, bei fallenden Marktzinsen, dazu geführt, dass amerikanische Immobilieneigentümer mehr und höhere Kredite aufnehmen konnten. Jetzt aber, mit einer Zeitverzögerung von rund einem Jahr, bekommen die Hypothekenschuldner den Zinsanstieg zu spüren: Mit den bisherigen Hypothekenraten lassen sich die gestiegenen Zinsen nicht mehr zahlen, geschweige denn, die Kredite tilgen. Die Summe der ausfallenden Hypothekenkredite wird auf einen dreistelligen Milliarden-Dollar-Betrag geschätzt.

Die US-Hypothekenkrise ist noch lange nicht vorbei. Wenn jetzt aufgrund der Krise kaum noch neue Hypotheken vergeben werden und viele Immobilien zwangsversteigert werden müssen, drückt das verschlechterte Verhältnis von (weniger) Nachfragern und (mehr) Anbietern die Preise von Wohnimmobilien. Bei vielen Krediten findet die Zinsanpassung erst 2008 statt. Nur tiefere Zinsen würden das Problem beseitigen. Allerdings zögert die US-Notenbank damit, ihre Leitzinsen zu senken, denn damit würde sie ein anderes schwelendes Problem möglicherweise anfachen: Inflation.

Um allerdings eine schwere Bankenkrise abzuwenden, wäre der Preis mittelfristig steigender Inflationsraten nicht zu hoch. Schließlich kann die Hypothekenkrise sogar inflationsdämpfend wirken: Während viele Amerikaner bislang auf Pump einkaufen gingen, müssen sie in den nächsten Jahren Schuldenberge abtragen, also „zwangssparen“. Die bislang negative Sparquote wurde zuletzt erstmals seit langem wieder positiv, wenn auch nur leicht. Die geschwächte private Konsumnachfrage dürfte Preissteigerungen eher entgegenwirken.

Die Krise zieht weite Kreise. Dies liegt daran, dass in den letzten Jahren viele Banken dazu übergegangen sind, von ihnen herausgegebene Kredite zu verbriefen und weiterzuverkaufen – einschließlich der dazugehörigen Sicherheiten (unabhängig von deren Werthaltigkeit).

Diese Form der abgeleiteten Kredite („Kreditderivate“) wird allgemein als „Asset Backed Securities“ (ABS) bezeichnet. Auch amerikanische Subprime-Hypotheken wurden „gebündelt“ und „paketweise“ weitergegeben. Die eigentlich kreditgebenden Hypothekenbanken konnten sich somit schnell refinanzieren. Zudem erhielten die schlechten Hypotheken als Bündel (ABS) auch bessere Bonitätsnoten als jede einzelne Hypothek, weil die Wahrscheinlichkeit eines massenhaften Ausfalls der Hypotheken als geringer eingeschätzt wurde.

Als sich diese Einschätzung allerdings vor wenigen Wochen als Irrtum erwies, erschütterte dies das Vertrauen in den weltweiten ABS-Markt - unabhängig davon, welche Kredite mit welchen Sicherheiten verbrieft wurden. Diejenigen, die in ABS investiert hatten, wollten diese los werden, aber diejenigen, die Geld anzulegen hatten, wollten keine ABS mehr kaufen. Die Ängste an den Börsen erhielten somit gleich auf mehreren Ebenen Nahrung:

- **Durch die Verbriefung der Subprime-Hypotheken wurde das Problem über die ganze Welt verteilt.** Wer so dumm war, davon viel zu kaufen, erleidet durch den Ausfall der Hypotheken hohe Verluste. Kleinere Banken, wie die Industriekreditbank (IKB) oder die SachsenLB können die Milliardenverluste ohne Hilfe nicht überstehen. Für die meisten anderen Banken, wie die Bank of China, sind die Verluste nicht existenzgefährdend. Ohnehin waren sich die meisten Banken, Versicherungen und Fonds der hohen Risiken bewusst und haben Investments in Subprime-Hypotheken vermieden, weil die jetzigen Probleme nur eine Frage der Zeit bzw. der steigenden Zinsen waren.
- **Nicht absehbar war hingegen, dass der gesamte ABS-Markt an den Rand des Zusammenbruchs kommen würde.** Auch ABS, die überhaupt nichts mit USA oder Hypotheken zu tun haben, waren zeitweilig unverkäuflich, auch verbrieft Kredite europäischer Unternehmen bester Bonität. In solche ABS hatten viele Banken, Versicherungen und Fonds investiert. Dadurch kam es zu Liquiditätsproblemen, welche die Notenbanken auf den Plan riefen. Sie liehen den Banken kurzfristig Milliardenbeträge und konnten damit die Geldversorgung der Wirtschaft sicherstellen.
- **Allerdings hat die Krise bewirkt, dass die Banken schlagartig vorsichtiger bei der Vergabe neuer Kredite geworden sind.** Dies ist zwar in gewissem Rahmen vernünftig und gesund. Würden die Banken aber zu restriktiv in der Kreditvergabe, käme es zu einer „Kreditklemme“ („credit crunch“): Fremdkapital für Unternehmen würde knapp und teuer. Investitionen würden sinken und damit die wirtschaftliche Entwicklung schlechter.
- **Angst hat man auch davor, dass der schwächere private Konsum in den USA die dortige Konjunktur abwürgt und in der Folge auch weltweit eine Rezession nach sich ziehen könnte.** Tatsächlich ist die US-Wirtschaft stark (nämlich zu rund 60 %) auf den privaten Konsumenten ausgerichtet. Für den Rest der Welt gilt dies aber nicht. Zwar exportieren viele asiatische Unternehmen Konsumgüter in die USA, den wirtschaftlichen Wandel in der Region, getragen von den Milliardenvölkern in China und Indien, kann aber auch eine Konsumschwäche in den USA nicht aufhalten.

Fazit: Die Schockreaktionen der Börsen sind übertrieben. Auf vielen Märkten kommt es jetzt zu einer überfälligen Bereinigung, einer gesunden „Wiederentdeckung des Risikos“. Die Hypothekenausfälle werden weltweit verteilt, wodurch die Krise insgesamt weniger Bankenpleiten nach sich ziehen wird.

Eine Liquiditätskrise wird von den Notenbanken verhindert und die realwirtschaftlichen Wirkungen treffen insbesondere die europäischen Märkte stark zeitverzögert und abgemildert. Die Hypothekenkrise ist also kein Grund, Fondsinvestments aufzulösen. **Vielmehr bietet der Kursrückgang an den Börsen eher gute Kaufgelegenheiten, insbesondere für den langfristig ausgerichteten Kauf gut gemanagter Aktien- und Mischfonds.**

Abgeltungssteuer

In der letzten Ausgabe haben wir darauf hingewiesen, dass hinsichtlich der vor uns liegenden Neuordnung der Besteuerung von Kapitaleinkünften, Stichwort „**Abgeltungssteuer**“, jederzeit mit unvorhersehbaren weiteren Änderungen gesetzlicher Art gerechnet werden muss.

Somit verwundert es wenig, dass mit Blick auf jeden Sitzungstermin legislativer Gremien, der einen derartigen Punkt auf der Tagesordnung haben könnte, das große Zähneklappern und Wehklagen unter den Anlegern umgeht und die Gerüchteküche brodelte. Insbesondere wird befürchtet, die Stichtagsregelung, in deren Mittelpunkt der 31.12.2008 steht, könne vorgezogen werden.

Einen ersten derartigen Termin haben wir mittlerweile unbeschadet überstanden. Denn am 8. August tagte das Bundeskabinett zur Beschlussfassung über das Jahressteuergesetz 2008. Viel war befürchtet worden,...und es blieb alles beim Alten. Bis auf weiteres besteht also Planungssicherheit und Anleger und Berater können ihre Strategien zur steuerlichen Optimierung der Depots hinsichtlich der Abgeltungssteuer weiter verfeinern. Sie sollten sich allerdings angesichts der Sorgen um mögliche nachträgliche Änderungen nicht zu viel Zeit mit der Umsetzung lassen. Ein Abschluss der Neuausrichtung der Depots empfiehlt sich bis zum Jahresende, spätestens aber bis zum Ende des 1. Quartals 2008.

Widmen wir uns heute weiteren Teilaspekten der steuerlichen Optimierung. In der letzten Ausgabe hatten wir erklärt, warum offene Immobilien(dach)fonds zu den wenigen Finanzanlagen gehören, die ab 2009 überhaupt noch abgeltungssteuerfreie Erträge produzieren können. Betrachten wir in dieser Ausgabe einmal andere Fondsarten und klären, warum bisher nützliche steuerliche Optimierungseffekte bei diesen Gattungen nach 2008 nicht mehr wirksam sind.

Dreh- und Angelpunkt aller steuerlichen Optimierungsmaßnahmen sind bis heute Kursgewinne, die nach einjähriger Haltedauer steuerfrei vereinnahmt werden können, sowie Erträge aus speziell dafür konstruierten Derivaten. Wenn also die Kursgewinne zukünftig genauso wie Einnahmen aus Zinsen und Dividenden in Gänze der Abgeltungssteuer unterworfen sind, entfallen wichtige *steuerliche* Argumente für Investitionen in Aktien-, Misch- und Rentenfonds.

Die Attraktivität dieser Wertpapierarten bleibt dessen ungeachtet unberührt. Das steuerliche Bonbon, quasi die zusätzliche Belohnung über den nominalen Ertrag aus dem Papier hinaus, entfällt aber. Auf den Punkt gebracht: ein Kursgewinn von 5%, sowie die Zins- und auch die Dividendenrendite in gleicher Höhe, sind steuerlich zukünftig gleichgestellt.

Betrachten wir beispielhaft zwei konkrete steuerliche Optimierungsstrategien und überdenken deren Wirksamkeit im Abgeltungssteuerzeitalter: Viele als „**steuerlich optimierte Kurzläuferfonds**“ bezeichnete Investmentfonds haben sich darauf spezialisiert, überwiegend niedrig verzinsten japanischen Anleihen mit kurzer Restlaufzeit zu erwerben und die Erträge im Zuge von Swap-Geschäften in steuerfreie Währungskursgewinne zu transferieren. Am Ende stehen europäischen Geldmarkttrenditen ähnliche nahezu steuerfreie Erträge. Das Hilfsmittel sind Derivate, deren Erträge bis heute steuerfrei bleiben, die aber zukünftig steuerbar sein werden. Somit können die Anleger auch gleich in europäischen Geldmarktfonds investieren. Die Strategie wird unwirksam.

Eine andere beliebte Teilstrategie zur steuerlichen Optimierung der Erträge von Rentenfonds ist vor entsprechenden Börsenhintergründen der **Kauf der Anleihen unter ihrem Nennwert**. Wird das Papier später zum Nennwert zurückgezahlt, kann der stetig steigende Kursgewinn (*je näher die Fälligkeit rückt, umso mehr gleicht sich der Kurs dem Nennwert an*) derzeit steuerfrei vereinnahmt werden, unterliegt aber ab 2009 der Abgeltungssteuer.

Die Reihe der Beispiele ließe sich fortsetzen. Sie zeigen dessen ungeachtet, wie wichtig die Ausnutzung der letzten verbleibenden steuerlichen Effekte wird; mit Blick auf den Stichtag der Erwerb von breit gestreuten vermögensverwaltenden Investmentfonds, die man als Buy-and-hold Investments lange Jahre über den Stichtag hinaus halten kann, Erzielung von Erträgen, die im Ausland bereits versteuert sind und von daher der Abgeltungssteuer nicht noch einmal unterworfen werden dürfen, zum anderen mögliche Steuerstundungseffekte für Anlagen nach dem Stichtag, auf die wir im kommenden gleich eingehen.

Übrigens...

Was ist mit Steuerstundungseffekten im Abgeltungssteuerzeitalter gemeint? Zur Klärung dieser Frage bedarf es eines Blickes in das deutsche Steuerrecht. Dort ist das „Zuflussprinzip“ verankert:

Sinngemäß erklärt sich das Prinzip wie folgt: Erträge sind dem Bürger erst mit ihrem Zufluss als zugegangen zu betrachten und werden auch dann erst steuerbar. Realisiert ein privater Investor also den Kursgewinn einer Aktie, die er nach dem Stichtag (31.12.2008) erworben hat, indem er sie einige Jahre später verkauft, fließt ihm der Gewinn zu, und ist im entsprechenden Jahr zu versteuern. Zur möglichen Wiederanlage kommt somit unter Berücksichtigung der Steuerlast nur der um die entrichteten Steuern geminderte Restertrag aus der alten Anlage.

Kauft der Anleger nach dem Stichtag aber eine Mantellösung, beispielsweise einen Investmentfonds, sind die unterhalb der Fondsebene in den kommenden Jahren vom Management laufend realisierten Kursgewinne der Einzeltitel aus Sicht des Anteilsinhabers des Fonds zwar auch abgeltungssteuerpflichtig, müssen aber erst zum Zeitpunkt des Verkaufs der Fondsanteile versteuert werden. Unter dem Gesichtspunkt des Zinseszinses arbeiten die realisierten Kursgewinne der Wertpapiere im Fonds also bis zum Zeitpunkt des Fondsverkaufs für den Anleger. Im Ergebnis bleibt eine höhere Steuerlast, aber auch ein höherer Nettoertrag für den Anleger.

Was hinsichtlich Einzeltiteln, wie z.B. Aktien schon auf normaler Fondsebene möglich ist, kann mittels Dachfonds auf die realisierten Kursgewinne von Zielfonds der Dachfonds umgemünzt werden. Vor diesem Hintergrund stellen Dachfonds auch über die Stichtagsregelung hinaus eine interessante Lösung für die steuerliche Optimierung von Kapitalmarkterträgen dar. Darüber hinaus sprechen auch unter Flexibilitätsgesichtspunkten viele Gründe für Dachfonds. Schließlich können sich Dachfonds im eigenen Management fehlende auf bestimmte Phänomene und Märkte spezialisierte Expertisen zeitnah extern beschaffen und so an etwaigen Marktentwicklungen schneller partizipieren als direkte Fonds.

Der Steuerstundungseffekt ist also legal, attraktiv und dürfte die Auflage vieler weiterer neuer Dachfonds in den nächsten Monaten begünstigen. Vermögensverwalter, die ihre standardisierte Verwaltung auf Fonds umstellen, Investmentgesellschaften, die noch keine Dachfonds haben, Vertriebe die eigene Fonds wollen, usw. Die Reihe der Beispiele für neue Fondsaufgaben ließe sich noch stundenlang fortsetzen. Wir werden über die interessantesten neuen Produktarten in den kommenden Monaten immer wieder einmal berichten. Insgesamt rechnen wir mit Blick auf die Abgeltungssteuer mit mittlerweile bis zu 1000 neuen Fonds. Ein Gespräch mit Vertretern einer Master KAG führte unlängst zu Tage, dass allein bei diesem Institut in den nächsten Monaten mit rund 300 neuen Fonds gerechnet wird, die mit unterschiedlichsten Kooperationspartnern konzipiert werden.

Mit freundlichen Grüßen



Michael Freund



Björn Drescher

Weitere Informationen erhalten Sie bei:

Finanzpartner.DE
Michael Freund

Gneisenastraße 10
53721 Siegburg

Telefon: 02241-975810 Fax: 02241-975811

Freund@Finanzpartner.DE

www.Finanzpartner.DE



Die Übrigens... erscheint bei **Drescher & Cie** Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH, Postfach 2165, 53744 Sankt Augustin. Trotz sorgfältiger Auswahl und Zusammenstellung kann für die Richtigkeit des Inhalts nicht gehaftet werden. Die gemachten Angaben können ein Beratungsgespräch nicht ersetzen und sind kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren. Allein verbindliche Grundlage ist der jeweils gültige Verkaufsprospekt!

Kein Teil der Übrigens... darf (auch auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert oder nachgedruckt werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verleger. (c) 2006 Drescher & Cie GmbH

Übrigens...