

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 37, 4. Mai 2015

Heute mit folgenden Themen:

- **Staatsfonds: die neue Macht an den Kapitalmärkten**
- **Abgeltungsteuer & Inflation: eine starke Doppelbelastung für Anleger**

In „**Klartext: Die neuen Herren des Kapitals**“ geht es um einen Typus des institutionellen Anlegers, der seit einigen Jahren stark an Bedeutung gewinnt: Staatsfonds. Sie haben sich zu einem beliebten Investmentinstrument von Ländern mit strukturellen Außenhandelsüberschüssen entwickelt. Diese legen ihre Devisen nicht mehr wie früher üblich bevorzugt in ausländischen Staatsanleihen an, sondern wollen durch Erwerb von Produktivvermögen langfristiges Kapitalwachstum zu erzielen.

Für Länder mit strukturellen Außenhandelsüberschüssen bedeutet dies, dass die wachsenden Devisenreserven intelligent angelegt werden können. Ein zunehmender Erwerb der Besitzanteile von wettbewerbsstarken Unternehmen führt langfristig zu einem Transfer von Wohlstand in Nationen mit Staatsfonds. In Deutschland wird diese Einsicht aber bisher ignoriert.

Schwerpunktthema in dieser Ausgabe ist die Analyse der Auswirkungen der derzeit geltenden Regeln zur Besteuerung von Kapitalerträgen in Deutschland und Österreich. Der Beitrag „**Double Whammy – die Doppelbelastung von Anlegern durch Abgeltungsteuer und Inflation**“ analysiert die realen Kosten für private Anleger durch Kaufkraftverluste, wenn ihre Kapitalerträge bei Guthaben und Wertpapieren mit einer einheitlichen Quellensteuer besteuert werden.

Die Abgeltungsteuer nimmt alle nominalen Kapitalerträge im Moment des Zuflusses als Bemessungsgrundlage. Dies ist unabhängig davon, ob sie einen realen Wertgewinn darstellen oder Kaufkraftverluste des eingesetzten Kapitals durch Geldentwertung ausgleichen. Damit wird indirekt zum Teil die Substanz besteuert. Dieser negative Effekt wirkt sich umso stärker aus, 1) je höher die Inflationsrate ist; 2) um so geringer die nominalen Erträge im Verhältnis zum eingesetzten Kapital sind; sowie 3) je früher die Besteuerung der Kapitalerträge während der Laufzeit erfolgt.

Die hieraus resultierende Gesamtbelastung unterschätzen die meisten Anleger. Kaum jemandem ist bewusst, dass bei schon 2% jährlicher Geldentwertung der reale Nettoertrag einer nominalen Rendite von 5% zu ca. 2/3 durch Inflation und Steuern vermindert wird. Rentenanlagen guter Bonität erwirtschaften derzeit Wertverluste, sind aber auch zu normalen Zeiten sehr stark betroffen. Sie sind deshalb entgegen einer weitverbreiteten Meinung die Hauptverlierer der Abgeltungsteuer. Nur mit Aktien ist eine Senkung der realen Einbußen auf unter 50% der Bruttoerträge möglich.

Effektiv geht die Belastung für Steuerzahler durch Inflation und Abgeltungsteuer zumeist weit über den Spitzensteuersatz hinaus. Damit werden gerade sozial schwache Sparer massiv benachteiligt. Erträge aus Wertpapieren und Sparguthaben sind gegenüber anderen Einkommensformen im Inland diskriminiert. Deutsche und österreichische Anleger haben Nachteile gegenüber Investoren aus anderen Ländern, bei denen Freibeträge zum Ausgleich inflationärer Belastungen bestehen.

Redaktioneller Hinweis: Die Reihe „Kondratjews neue Wellenreiter“ wird in der nächsten Ausgabe fortgesetzt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Die neuen Herren des Kapitals

Liebe Langfristanleger,

an den Kapitalmärkten gewinnt ein neuer Typus des Langfristanlegers immer mehr an Bedeutung: Staatsfonds. Dies sind nationale Investmentpools, deren primäre Zielsetzung meistens ist, langfristiges Kapitalwachstum zu generieren. Sie werden professionell wie institutionelle Fonds gesteuert, unterliegen in der Regel aber nicht den Zwängen und Mechanismen der Finanzindustrie. Normalerweise resultieren die Anlagegelder aus wachsenden Devisenreserven von Ländern mit strukturellen Exportüberschüssen. Deswegen investieren sie fast alle vorzugsweise außerhalb ihres Heimatlandes.



Inhalt:

Seite 7: Double Whammy – die Doppelbelastung von Anlegern durch Abgeltungssteuer und Inflation

Seite 20: Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise

Seite 24: Disclaimer

Sie unterscheiden sich damit sowohl in Zielsetzung wie auch in der Vorgehensweise von herkömmlichen staatlichen Kapitalanlagevehikeln. Pensionsfonds zur Verwaltung von Ruhestandsgeldern des öffentlichen Dienstes oder industriepolitisch motivierte Investmentgesellschaften sind zumeist weniger renditeorientiert und investieren vorwiegend im eigenen Land. Stattdessen ähneln die meisten Staatsfonds in ihrem Anlageverhalten am ehesten einigen großen Stiftungsvermögen in Großbritannien und USA, die ihr Kapital zur Finanzierung ihres Stiftungszwecks mit einer über Generationen hinausgehenden Perspektive investieren.

Eine Pionierrolle beim Vormarsch der Staatsfonds hat der „Government Pension Fund Global“ aus Norwegen gespielt, der ebenfalls noch unter seiner alten Bezeichnung „norwegischer Ölfonds“ bekannt ist. Motiv für seine Gründung war der Wunsch der norwegischen Regierung, den durch große Ölvorkommen erhaltenen Reichtum nicht wie andere Länder kurzfristig zu vergeuden. Stattdessen sollten die Einnahmen aus der Ölförderung in der Nordsee genutzt werden, um eine langfristige Kapitalbasis aufzubauen. Von dieser soll das Land profitieren, wenn die Ölreserven einmal versiegt sind.

1996 startete der Fonds mit einem Volumen von 46 Mrd. NOK. Zunächst galt die Maßgabe, die Mittel so anzulegen, wie die norwegische Zentralbank ihre Devisenreserven; also in Staatsanleihen. 1998 wurde die Anleihenquote jedoch auf 60% reduziert, um die freiwerdenden Mittel in Aktien zu investieren. 2000 wurden Schwellenländeraktien in das Anlageuniversum aufgenommen; 2002 Unternehmensanleihen. 2004 wurden ethische Richtlinien für die Investments beschlossen. Im Jahr 2007 fiel der Beschluss, den Aktienanteil auf 60% zu erhöhen, was bis Juni 2009 umgesetzt wurde. Seit 2011 investiert der Fonds auch in Immobilien, deren Anteil langfristig bis zu 5% des Portfolios betragen soll. Inzwischen steht das Volumen bei 6,73 Billionen NOK; ca. 150-mal mehr als zu Beginn.

Dies entspricht ca. 800 Mrd. €. Damit ist der Fonds der größte Anlagefonds der Welt. Zum Ende des ersten Quartals 2015 war die Struktur 62,5% Aktien; 35,3% Renten sowie 2,2% Immobilien. Seine

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Aktienanlagen entsprechen ca. 1,3% der Weltmarktkapitalisierung. Die Investments in europäischen Aktien entsprechen bereits ca. 2,4% der gesamten Marktkapitalisierung.

Asiatische und arabische Fonds drängen nach vorne

Abgesehen von Norwegen sind bedeutende Staatsfonds in Asien und den arabischen Ländern beheimatet. Über den Fonds aus Saudi-Arabien ist wenig im Detail veröffentlicht. Er ist sehr intransparent, die genauen Anlagen werden fast wie ein Staatsgeheimnis behandelt. Es ist aber bekannt, dass er sehr konservativ eingestellt ist. Anlagen außerhalb Saudi Arabiens sollen deshalb vorwiegend aus ausländischen Staatsanleihen bestehen, wobei US\$-Titel bevorzugt werden.

Die größten Staatsfonds der Welt		geschätztes Anlagevolumen Mrd. € Ende 2014
Land	Fonds	
Norwegen	Government Pension Fund - Global	713
Vereinigte Arab. Emirate	Abu Dhabi Investment Authority	639
Saudi Arabien	SAMA Foreign Holdings	626
China	China Investment Corporation	539
China	SAFE Investment Company	469
Kuwait	Kuwait Investment Authority	453
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	331
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	264
Qatar	Qatar Investment Authority	212
China	National Social Security Fund	198
Singapur	Temasek Holdings	146

Quelle: Sovereign Wealth Funds Institute

Die Abu Dhabi Investment Authority ist seit 1976 aktiv und verfolgt einen sehr breit aufgestellten Investmentansatz. 80% der Anlagen lässt sie von externen Vermögensverwaltern betreuen, 20% werden selbst verwaltet. Über ihre genauen Beteiligungen lässt sie nur selten etwas Genaues verlauten, etwa wenn es beim Überschreiten von Schwellenwerten Publizitätspflichten gibt.

Veröffentlicht werden allerdings Richtwerte für die Vermögensstruktur, und diese zeigen deutlich, dass es – ähnlich wie beim norwegischen Fonds – einen klaren Anlageschwerpunkt bei börsennotierten Aktien gibt. Im Unterschied zu den Skandinaviern sind allerdings traditionelle Anleihen unterrepräsentiert, stattdessen wurden relativ illiquide Anlagen wie direkt vergebene Kredite, alternative Investments, Immobilien, Private Equity oder Infrastrukturinvestments beigemischt.

Bis 2013 hat die Gesellschaft in US\$ nach eigenen Angaben eine annualisierte Rendite von 8,3% über die

vorausgegangenen 30 Jahre erzielt. Dies ist insofern bemerkenswert, weil der Fonds vor der Finanzkrise 2008 relativ prozyklisch anlegte und dann kurzfristig abgestraft wurde. Dennoch wurde konsequent am eingeschlagenen Kurs festgehalten, was sich insgesamt ausgezahlt hat.

Abu Dhabi Investment Authority Vermögensstruktur	Min.	Max.
Aktien entwickelte Länder	32%	42%
Aktien Schwellenländer	10%	20%
Small Cap Aktien	1%	5%
Staatsanleihen	10%	20%
Kredite	5%	10%
Alternative Anlagen	5%	10%
Immobilien	5%	10%
Private Equity	2%	8%
Infrastruktur	1%	5%
Liquidität	0%	10%

Quelle: Abu Dhabi Investment Authority

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

China hat 2 große Staatsfonds, was vermutlich auf die innenpolitische Rivalität der beiden Initiatoren Notenbank und Finanzministerium zurückzuführen ist. Die SAFE Investment Company wurde 1997 von der Notenbank in Hongkong gegründet, um von dort aus einen Teil der Devisenreserven mit produktiven Anlagen außerhalb Chinas zu verwalten. Dabei wurde so geheimniskrämerisch vorgegangen, dass von offiziellen Kreisen jahrelang die Existenz dieser Firma überhaupt bestritten wurde. Auch momentan ist unklar, wie stark SAFE wo engagiert ist. Es kann jedoch angenommen werden, dass international sehr große Summen investiert sind. Eine Untersuchung des Economist aus dem Jahr 2011 zeigte z. B., dass – sofern zuverlässige Daten zu ermitteln waren – SAFE typischerweise jeweils zwischen 0,5% und 1,5% der Aktien von einem britischen Bluechip Unternehmen gehörten.

2007 wurde unter dem maßgeblichen Einfluss des Finanzministeriums die China Investment Corporation (CIC) gegründet, die gegenwärtig als offizieller Staatsfonds Chinas agiert. Sie hat sich zwar zu mehr Transparenz als bei der SAFE Investment Company verpflichtet, die Informationstiefe entspricht aber noch immer nicht ganz westlichen Standards. Immerhin sind per Jahresende 2013 die Anlagestruktur sowie einige Performancedaten bekannt.

China Investment Corporation CIC Vermögensstruktur Globales Portfolio*)	
Börsennotierte Aktien	40,4%
Beteiligungen und Rohstoffe	28,2%
Anleihen	17,0%
Absolute Return Investments	11,8%
Liquidität	2,6%

*) zum 31.12.2013; bisher keine Aktualisierung

Quelle: CIC

Ca. 2/3 der Anlagen von CIC befinden sich in China, wo die Holding quasi als verlängerter Arm der Industriepolitik agiert. Ca. 1/3 befindet sich im globalen Portfolio und werden rein nach dem Gesichtspunkt langfristiger Kapitalwerterhöhung investiert. Schwerpunkt der Investments sind hier ebenfalls börsennotierte Aktien, wobei mehr als 80% der Engagements in entwickelten Ländern erfolgten. Staatsanleihen haben nur noch 7,5% Anteil (44% des Rentenbestandes). Von Gründung 2007 an gerechnet wurde bis Ende 2013 eine durchschnittliche Performance von 5,7% p.a. erzielt; unter Berücksichtigung der zwischenzeitlichen Finanzkrise ein sehr ordentliches Ergebnis.

Aufstrebende Staatsfonds mögen keine Staatsanleihen

Trotz aller Unterschiede können die großen Staatsfonds in zwei Lager aufgeteilt werden, die sich relativ gut an der Rolle der Staatsanleihe als Anlageinstrument unterscheiden lassen: Die Gruppe der Traditionalisten, die Devisenreserven althergebracht in Staatsanleihen anlegen, ohne sich jedoch um die Rendite und Wechselkursverluste zu kümmern. Und die Gruppe derjenigen Länder, die durch ein Investment in unternehmerische Aktivitäten langfristig das Vermögen ihres Landes mehren wollen. Hierzu gehören neben Norwegen, den Vereinigten Arabischen Emiraten sowie China insbesondere Singapur und Katar. Sie legen den Schwerpunkt klar bei der Aktie; als Ergänzung kommen teilweise illiquide Investments wie Absolute Return Produkte, Private Equity oder Immobilien dazu.

Auffällig ist, dass es sich – von China einmal abgesehen – bei den auf Kapitalwachstum ausgerichteten Staatsfonds zumeist um die Anlagevehikel relativ kleiner Länder handelt, die im Außenhandel aber sehr erfolgreich sind. Hier scheint auch die Sorge stark ausgeprägt, dass der momentane Wohlstand nur ein vorübergehendes Phänomen sein könnte; sei es, weil irgendwann einmal die Öleinnahmen schwinden werden wie bei Norwegen oder den arabischen Ländern; sei es, dass man möglicherweise der eigenen strategischen Position nicht so ganz traut wie in Singapur.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Während Norwegen sich dabei an der traditionellen Grundstruktur für chancenorientierte Anleger ausrichtet (2/3 Aktien; 1/3 Renten & Liquidität), ist bei den übrigen Fonds eine starke Orientierung an dem Multi-Asset-Ansatz von David Swensen unverkennbar. In den 90er Jahren implementierte dieser seinen Ansatz sehr erfolgreich beim Management des Stiftungsvermögens der Yale University. Zum einen propagierte er unternehmerische Investments als Quelle überdurchschnittlicher Erträge. Weiterhin etablierte er größere Engagements in illiquiden Segmenten (Hedgefonds, Private Equity, Immobilien) als akzeptierte Anlageklassen bei institutionellen Investoren, da sich in diesen Bereichen aufgrund der hohen Ineffizienzen leichter hohe Renditen erzielen lassen. Zudem wird die Risikostreuung durch von Finanzmarktschwankungen unabhängige Anlagen verbessert.

Vor allem aber propagierte Swensen eine Neueinschätzung von Staatsanleihen: Sie sind für ihn aufgrund der niedrigen Zinsen für die Langfristanlage ungeeignet. Lediglich als Instrument des Risikomanagements haben sie eine Berechtigung, um bei schlechten Kapitalmarktzeiten in Hinblick auf potenzielle Liquiditätsrisiken vorzusorgen. Hierfür reichen 10%-20% Portfolioanteil i.d.R. völlig aus.

Die Manager der heutigen Staatsfonds in Asien und dem Nahen Osten erweisen sich als gelehrige Schüler Swensens und setzten auf Produktivkapital für die langfristige Vermögensmehrung. In Europa und USA hingegen werden nur einige größere Vermögen von Privatpersonen und Stiftungen nach dem Multi-Asset-Ansatz verwaltet. Versicherungen und Pensionskassen sind hingegen nach wie vor stark auf Staatsanleihen als Kerninvestments fokussiert, wobei man zu ihrer Entschuldigung vorbringen muss, dass sie dabei vielfach nur den Vorgaben ihrer Regulierungsbehörden folgen.

Wohlstandstransfer ist für Staatsfonds langfristig lohnender als Machtmissbrauch

Dem wachsenden Einfluss von Staatsfonds wird vielfach mit Misstrauen begegnet. Bei einer durchschnittlichen europäischen Aktiengesellschaft kann derzeit davon ausgegangen werden, dass ca. 2,5% im Besitz des norwegischen Staatsfonds sind. Weitere ca. 3-5% dürften sich im Besitz asiatischer oder arabischer Staatsfonds befinden, wobei im Einzelfall auch deutlich höhere Anteilsbesitze erreicht werden. Tendenziell steigen diese Werte immer weiter an.

Grundsätzlich sollte es in einer globalisierten Welt kein Problem sein, wenn Kapitalanleger grenzüberschreitende Engagements eingehen. Dies gilt allerdings nur, wenn die typischen Investmenterträge verfolgt werden und keine machtpolitischen Ziele. Kritisch kann weiterhin werden, wenn Kapitalflüsse nur in eine Richtung gehen und so Abhängigkeiten geschaffen werden.

Um einen Missbrauch von Unternehmensbeteiligungen durch Staatsfonds zu verhindern, haben verschiedene Länder Maßnahmen hiergegen ergriffen. So können beispielsweise in Deutschland seit 2008 Unternehmensbeteiligungen durch Ausländer, die über 25% hinausgehen und Sicherheitsinteressen berühren, untersagt werden.

Allerdings verfolgen die heutigen Staatsfonds im Moment meist relativ harmlose politische Ziele. In Singapur sollen beispielsweise die Fonds den Aufbau des heimischen Finanzmarkts unterstützen. Norwegen setzt sich durch ethische Mindeststandards für sozial- und umweltpolitische Ziele ein. Viel entscheidender als ein potenzieller politischer Missbrauch von Beteiligungen dürfte für die zukünftige Rolle der Staatsfonds aber sein, dass sie einen zunehmenden Anteil am Produktivvermögen der

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Welt besitzen. Durch die Fokussierung der Staatsfonds auf die rentabelsten Kapitalanlagen ist ein zukünftiger Wohlstandstransfer vorgezeichnet, dessen Dimensionen sich heute nur erahnen lassen.

Die Staatsbürger von Norwegen, Singapur, Katar und den Vereinigten Arabischen Emiraten (V.A.E.) machen zusammen nicht einmal 2 Promille der Weltbevölkerung aus. Dennoch halten alleine ihre Staatsfonds heute weltweit mindestens 3% aller börsennotierten Aktien; Tendenz steigend. Für die Bürger dieser Länder haben die Staatsfonds zu einer bisher beispiellosen Geldvermögensbildung geführt. Während Regierungen anderer Nationen zukünftige Generationen durch immer neue Schulden belasten, werden hochproduktive Anlagewerte akkumuliert.

	Bevölkerung Mio.	Anlagevolumen der Staatsfonds pro Person Ende 2014 ca. in €
Norwegen	5,2	139.000
Singapur	5,6	74.000
V.A.E. (Einwohner)	9,4	69.000
V.A.E. (Staatsbürger)	1,4	456.000
Katar (Einwohner)	2,1	101.000
Katar (Staatsbürger)	0,28	760.000

Quellen: Nationale Statistikbehörden; UN;
Sovereign Wealth Funds Institute

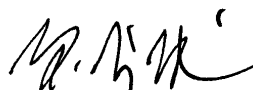
Die ökonomischen Gewinner der Vergangenheit waren Länder mit großartigen Exportunternehmen, wie z. B. Deutschland. Die Gewinner der Zukunft werden die Nationen sein, welche die großartigen Exportunternehmen besitzen, unabhängig von deren Standort. Hier hat Deutschland mit seiner Abneigung gegen Aktien zunehmend schlechte Karten. Denn z. B. die wichtigsten deutschen Aktiengesellschaften gehören inzwischen weitgehend Ausländern. Nach Zahlen von DIRK und Ipreo lagen beim DAX 2013 ca. 19% der Aktien bei strategischen Investoren (incl. Staatsfonds). Von den 81% „Free Float“ gehören nur noch 18% deutschen Privatanlegern und Institutionen; Tendenz fallend.

Intelligenter Umgang mit Devisenüberschüssen: in Deutschland kein Thema

Letztlich steht hinter dem Erfolg der meisten Staatsfonds, dass sie einen Weg zum intelligenten Umgang mit Devisenreserven eröffnen. Diese steigen in Ländern mit strukturellen Exportüberschüssen – wie Deutschland – kontinuierlich an. Eine Fondskonstruktion ist dabei nicht zwingend notwendig. Die Schweizerische Notenbank hat z. B. im Rahmen ihrer Kapitalmarktaktivitäten ca. 18% der Devisenreserven in indexnahe Aktienanlagen investiert. Ein Staatsfonds, der die mit Exporten erwirtschaftete Devisenüberschüsse in Produktivvermögen investiert, erleichtert jedoch ungemein das Vorgehen, weil er strukturiert große Summen anlegen und gleichzeitig die Risiken im Auge behalten kann.

Deutschland ist derzeit das einzige große Exportüberschussland, das sich den Luxus leistet, weder einen Staatsfonds noch ein professionelles Management von Devisenanlagen bei der Notenbank zu haben. Man ist stolz auf die eigene Sparsamkeit. Dabei wird vergessen, dass die Nichtverschwendung von Einkommen nur eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für finanziellen Erfolg ist. Deutsche Deviseneinnahmen werden bevorzugt in unproduktiven Vermögenswerten wie ausländischen Staatsanleihen angelegt, anstatt vorausschauend zu denken und kapitalbildend zu investieren. Damit verspielt man die Vorteile, die sich eine wettbewerbsstarke deutsche Industrie an den Weltmärkten erarbeitet hat. Die Früchte ihres Erfolges werden immer weniger im Heimatland als bei den Eigentümern im Rest der Welt genossen, darunter in zunehmendem Maße von Staatsfonds.

Viel Freude beim Lesen und guten Erfolg
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



Double Whammy – die Doppelbelastung von Anlegern durch Abgeltungsteuer und Inflation

Von Karl-Heinz Thielmann

Im vergangenen Jahr war die März-Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ ganz dem Thema Inflation gewidmet. Ein Thema, was angeschnitten, aber nicht im Detail behandelt wurde, war das unvorteilhafte Zusammenspiel von Inflation und Besteuerung bei der Verminderung der realen Rendite eines Investors. Eine genauere Analyse dieses Sachverhalts soll hiermit nachgeholt werden.

Kapitalerträge fallen normalerweise in zwei verschiedenen Formen an: 1) durch laufende Zahlungen wie Dividenden, Mieten oder Zinsen; sowie 2) mittels Kapitalgewinnen, die bei Rückzahlung oder beim Verkauf eines Investments realisiert werden.

Vor dem 1.1.2009 wurden in Deutschland vor allem die laufenden Kapitalerträge besteuert. Gewinne aus der Veräußerung von Vermögensgegenständen hingegen waren nur steuerpflichtig, wenn sie innerhalb eines gewissen Zeitraums – der sog. Spekulationsfrist – erfolgten. Diese Spekulationsfrist war unterschiedlich: bei Wertpapieren ein Jahr (bzw. vor 1999 ein halbes Jahr) und bei Immobilien zehn Jahre (bzw. vor 1999 zwei Jahre).

Mit der Unternehmenssteuerreform von 2008 und wurde dies jedoch verändert; nur bei Immobilien blieb die Spekulationsfrist erhalten. Bei Wertpapieren hingegen wurde sie für Privatpersonen hingegen aufgehoben. Begründung hierfür war, dass in Zukunft nun alle Kapitalerträge gleich behandelt werden sollten, unabhängig von ihrer Herkunft und der Haltedauer des Investments.

Hierzu wurde die sog. Abgeltungsteuer eingeführt, bei der alle Kapitalerträge an der Quelle mit 25% besteuert werden. Hinzu kommen Aufschläge durch den Solidaritätszuschlag (5,5% der Kapitalertragsteuer) und die Kirchensteuer (8%-9% der Kapitalertragsteuer bei einer allerdings veränderten Berechnungsbasis). Durch die Aufschläge steigt die Belastung der nominalen Erträge in Deutschland:

- alleine durch den Solidaritätszuschlag auf 26,375%
- zusätzlich durch Kirchensteuer auf 27,819% bis 27,995%

Um Kleinanleger zu schonen, sind Kapitalerträge bis 801 € (bzw. 1602 € bei zusammen veranlagten Ehepaaren) von der Besteuerung freigestellt. Österreich folgte Deutschland durch Einführung einer einheitlichen Abgeltungsteuer von 25% im Jahr 2012 in der grundsätzlichen Vorgehensweise.

Geldeinheiten: für die Besteuerung von Langfristanlegern ein problematischer Wertansatz

Wertpapiere werden in Geldeinheiten (€; \$; £; oder andere) bewertet. Dieser Wertmaßstab ist im Gegensatz zu Maßgrößen wie dem Meter oder dem Liter nicht einheitlich festgelegt. Der Wert des Geldes ergibt sich durch seine Kaufkraft. Diese wird durch Inflation kontinuierlich vermindert.

Die Besteuerung von Kapitalerträgen unabhängig von ihrer Haltedauer ist für Langfristanleger sehr problematisch, wenn sie sich – wie in Deutschland und in anderen Ländern üblich – an den nominalen Erträgen orientiert. Denn wenn sich die Besteuerung nur an dem nominalen Wertzuwachs orientiert,

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

tiert, wird nicht nur der erzielte reale Ertrag besteuert, also der Zuwachs an Kaufkraft über den Anlagezeitraum. Es wird auch der Anteil der Rendite einer Besteuerung unterzogen, der zum Inflationsausgleich des ursprünglich eingesetzten Geldkapitals dient.

Nominaler Kapitalertrag = realer Kapitalertrag + Inflationsausgleich

Durch die Besteuerung der Komponente „Inflationsausgleich“ wird bei einer Geldentwertungsrate von mehr als 0% p.a. die effektive Belastung höher als der ausgewiesene Steuersatz, denn die Bemessungsgrundlage erhöht sich stärker als der tatsächliche Wertzuwachs. Da die Inflationsrate nicht im Voraus bekannt ist, lässt sich ebenfalls nicht vorhersagen, wie groß die Belastung durch die Besteuerung am Ende der Laufzeit einer Kapitalanlage tatsächlich sein wird. Allerdings erscheint es für Anleger nicht unrealistisch, langfristig von einer Inflationsrate von ca. 2% p.a. auszugehen.

Denn laut der aktuell vorherrschenden Lehrmeinung der Ökonomie ist eine Inflation von ca. 2% p.a. normal und sogar positiv für die Wirtschaftsentwicklung. Diese Auffassung ist zwar fragwürdig (vgl. hierzu [Mit ruhiger Hand Nr. 23 / März 2014](#))¹, beherrscht aber nach wie vor die Gedankenwelt heutiger Geldpolitiker. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass die EZB beispielsweise Preisstabilität „als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr“ definiert.² Auch die aktuell sehr aggressive Geldpolitik wird damit gerechtfertigt, dass die Inflationsrate wieder auf knapp 2% angehoben werden soll.³

Historisch gesehen betrug die Inflationsrate in Deutschland seit 1950 ca. 2,2% p.a.¹ Angesichts der historischen Erfahrung und der Orientierung der Geldpolitik an dieser Zielgröße stellt eine Inflationsrate von 2% für Langfrist-Anleger eine realistische Erwartung für die Zukunft dar, selbst wenn es derzeit in der Eurozone geringere Inflationsraten gibt.

Selbst eine niedrige scheinende Inflation von 2% p.a. hat langfristig erhebliche Auswirkungen. Denn innerhalb von 10 Jahren vermindert sie die Kaufkraft des ursprünglich eingesetzten Geldbetrages um 18,3%. Innerhalb von 25 Jahren verringert sie die Kaufkraft um 39,7%; in 50 Jahren um 63,6%.

Die Heranziehung des nominalen Kapitalertrages als Besteuerungsgrundlage führt dazu, dass nicht nur der reale Wertzuwachs besteuert wird, sondern auch der Inflationsausgleich. Damit wird die Abgeltungsteuer teilweise zur indirekten Substanzsteuer, da die Grundlage der Besteuerung eine Veränderung des Wertmaßstabes und nicht des dahinterstehenden Wertes an sich ist. Manche Ökonomen sehen deshalb Inflation sogar selbst als eine Art Steuer an, da sie eine Umverteilung von Geldvermögensbesitzern zu Schuldnern bewirkt, von denen der Staat normalerweise der Größte ist.⁴

Intuitiv würde man vermuten, dass dieser Substanzsteuer-Effekt umso größer ist, je länger die Laufzeit der Kapitalanlage des Investments ist. Dies würde insbesondere Langfristinvestoren diskriminieren, die ihr Anlagekapital über mehrere Jahre binden. Ob diese Annahme stimmt, oder andere Faktoren wichtiger für die Renditeminderung beim Investor sind, soll in Folgendem untersucht werden.

Weiterhin soll überprüft werden, ob sich die Besteuerung des Inflationsausgleichs sich umso gravierender auswirkt, desto niedriger die nominalen Erträge in Relation zur Inflationsrate sind; z. B. bei Rentenanlagen. Ziel dieses Artikels ist es, an Fallbeispielen die Konsequenzen des Zusammenwirkens von Inflation und Besteuerung auf die reale Endrendite einer langfristigen Kapitalanlage zu zeigen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hierbei wird untersucht, welche realen Erträge sich für bestimmte Nominalrenditen bei verschiedenen Inflationsraten und Laufzeiten ergeben. Der Freibetrag für Kleinanleger (Sparer-Pauschbetrag) wurde nicht berücksichtigt, um die grundsätzliche Wirkung der Abgeltungsteuer darzustellen.

Fallbeispiel 1: Eine Kapitalanlage von 10.000 € bringt eine nominale Rendite von 5% p.a. Die Besteuerung findet ausschließlich am Ende der Laufzeit statt.

1a) Die Kapitalanlage hat eine Laufzeit von 10 Jahren; die Inflationsrate beträgt 2% p.a.

Eine Kapitalanlage mit 5% jährlicher Rendite bringt aufgrund des Zinseszinses bei Reinvestierung der laufenden Ausschüttungen einen nominalen Kapitalertrag von 62,9% nach 10 Jahren. Beim Fallbeispiel sind dies 6.288,95 €. Bei einer Besteuerung von 25% Abgeltungsteuer am Ende der Laufzeit bleibt ein nominaler Zuwachs von 47,2% übrig; bzw. 4.716,71 €. Bezieht man den Solidaritätszuschlag und eine Kirchensteuer von 9% mit ein, erhöht sich die Belastung und der nominale Wertzuwachs wird auf 45,3% vermindert; bzw. 4.528,35 €.

Ein Kapitalanleger, der ursprünglich 10.000€ eingesetzt hatte, erhält dann als nominalen Nettoertrag 4.716,71 € (bzw. 4.528,35 € nach Solidaritätszuschlag und maximaler Kirchensteuer).

Der nominale Endbetrag ist dementsprechend 14.716,17 € bzw. 14.528,35 €. Allerdings ist die Kaufkraft nicht mehr die gleiche wie vor zehn Jahren bei Beginn des Investments. Bei einer Inflation von 2% p.a. ergibt sich ein Kaufkraftverlust von 18,3% innerhalb von 10 Jahren.

Bereinigt man die Endbeträge um den Kaufkraftverlust durch Inflation; ist der Endbetrag im ursprünglichen €-Wert 12.024,62 € (+20,2%) bzw. 11.870,72 € (+18,7%). Zinst man diese Werte wiederum ab; erhält man die reale Rendite. Sie beträgt für diese Kapitalanlage 1,86% p.a. bzw. 1,73% p.a.

Der reale Wertzuwachs einer 10jährigen Kapitalanlage mit nominal 5% Rendite beträgt bei einer Inflationsrate von 2% und Steuern also – je nach Zuschlägen – zwischen 1,73% und 1,86%. Oder; anders ausgedrückt: Inflation und Steuern fressen zwischen 62,8% und 65,4% des ausgewiesenen nominalen Wertzuwachses auf. Sieht man Inflation als „Zusatzsteuer“ an, wie es einige Ökonomen tun, so kann man davon sprechen, dass diese Gesamtbelastungen „effektive“ Steuersätze sind.

*Die effektive Belastung der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsteuer und Inflation liegt bei Endbesteuerung nach 10 Jahren Laufzeit, einer Nominalrendite von 5% sowie 2% jährlicher Geldentwertung **zwischen 62,8% und 65,4%**.*

1b) Die Kapitalanlage hat eine Laufzeit von 10 Jahren; die Inflationsrate beträgt 3,5% p.a.

Mit einer Inflationsrate von ca. 2% p.a. gehörte Deutschland in den vergangenen Jahrzehnten zu den Ländern mit vergleichsweise niedriger Geldentwertung. In anderen Ländern sind wie Großbritannien und USA sind hingegen Inflationsraten von 3-4% p.a. historisch normal. Dort ist die Besteuerung von Kapitalerträgen grundsätzlich anders geregelt. Durch niedrigere Steuersätze bzw. sehr hohe Freibeträge fließen Privatleuten langfristige Kapitalerträge steuerlich begünstigt zu, was in gewisser Weise als Ausgleich für die Wertminderung durch Inflation verstanden werden kann.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Angesichts der aggressiven Geldpolitik der vergangenen Jahre kann nicht ausgeschlossen werden, dass es mittelfristig auch in Deutschland zu deutlich höheren Inflationsraten als in der Vergangenheit kommen kann. Deswegen soll im Folgenden als Negativszenario betrachtet werden, wie die realen Kapitalerträge mit der derzeitigen Abgeltungsteuer bei einer Inflationsrate von 3,5% p.a. wären.

Bei einer Inflationsrate von jährlich 3,5% vermindert sich die Kaufkraft des Geldes in 10 Jahren um 30%. Der nominale Endbetrag der fünfprozentigen Kapitalanlage von 10.000€ wäre nach wie vor 14.716,17 € bzw. 14.528,35 €. Der reale Endwert wäre allerdings nur noch bei 10.305,85 € bzw. 10.173,95 € der ursprünglichen Kaufkraft. Der jährliche reale Wertzuwachs würde 0,3% p.a. bzw. 0,17% p.a. sein; also nur noch ein Bruchteil der nominalen Rendite.

Eine nominale Rendite von 5% kann also bei einer Inflation von 3,5% p.a. unter dem derzeit gültigen System der Abgeltungsteuer gerade einmal die Kaufkraft des ursprünglich eingesetzten Geldkapitals sichern. Sieht man Inflation als Steuer an, so beträgt die effektive Steuerbelastung des Kapitalertrages 94% bzw. 96,6%.

Die effektive Belastung der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsteuer und Inflation liegt bei Endbesteuerung nach 10 Jahren Laufzeit, einer Nominalrendite von 5% sowie 3,5% jährlicher Geldentwertung zwischen 94% und 96,6%.

1c) Die Kapitalanlage hat eine Laufzeit von 25 Jahren; die Inflationsrate beträgt 2% p.a.

Bei einer Kapitalanlage von 10.000 € mit 25 Jahren Laufzeit und 5% jährlicher Rendite ergibt sich nach Ablauf ein nominaler Wertzuwachs von 23.863,55 € (+238,64%), der besteuert wird.

Nach Abgeltungs-Besteuerung resultiert hieraus ein Netto-Zuwachs von nominal 17.897,66 € (bei 25% Steuer) bzw. 17.182,92 € (bei 27,995% Steuer). Der nominale Endbetrag der Kapitalanlage incl. der Rückzahlung der Ausgangssumme beträgt 33.863,55 € (ohne Steuer); 27.897,66 € (bei 25% Steuer) bzw. 27.182,92 € (bei 27,995% Steuer).

Durch eine Inflation von 2% p.a. vermindert sich die Kaufkraft des Geldes im Anlagezeitraum um 39,7%. Werden die nominalen Endsummen um die Wertminderung durch Geldentwertung bereinigt, erhält man bei 2% Inflation ausgedrückt in Kaufkraft des ursprünglichen Geldes folgende Endwerte: 20.435,46 € (ohne Steuer); 16.835,26 € (bei 25% Steuer); 16.403,94 € (bei 27,995% Steuer.)

Bei 2% Inflation p.a. entspricht dies einer realen Rendite von 2,11% p.a. bei 25% Steuer bzw. von 2% p.a. bei 27,995% Steuer. Die Rendite ist etwas höher als bei einer kürzeren Laufzeit, weil der Effekt der Wertminderung des Ausgangsinvestments zwar absolut immer größer wird, aber umgelegt aufs Jahr mit der Zeit etwas an Bedeutung verliert. Hingegen wird wichtiger, dass eine über der Inflationsrate liegende Nominalrendite mittels des Zinseszins-effektes Wertzuwachs generiert.

Die effektive Belastung der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsteuer und Inflation liegt bei Endbesteuerung nach 25 Jahren Laufzeit, einer Nominalrendite von 5% sowie 2% jährlicher Geldentwertung zwischen 57,9% und 60%.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

1d) Die Kapitalanlage hat eine Laufzeit von 25 Jahren; die Inflationsrate beträgt 3,5% p.a.

Bei einer Inflationsrate von 3,5% p.a. würde die Wertminderung eines nominalen Betrages über 25 Jahre 59% betragen, während eine Inflation von 2% p.a. die Kaufkraft des Geldes im Anlagezeitraum um 39,7% vermindert. Werden die nominalen Endsummen um die Wertminderung durch Geldentwertung bereinigt, erhält man bei 3,5% jährlicher Inflation ausgedrückt in Kaufkraft des ursprünglichen Geldes folgende Endwerte:

13.896,82 € (ohne Steuer); 11.448,55 € (bei 25% Steuer); 11.155,24 € (bei 27,995% Steuer)

Analog zu den vorherigen Beispielen ergibt sich bei 3,5% Inflation eine reale Rendite von 0,54% p.a. bei 25% Steuer bzw. von 0,44% p.a. bei 27,995%. Die Rendite ist deutlich besser als bei einer kürzeren Laufzeit, aber im Vergleich mit dem nominalen Wertzuwachs immer noch erschreckend niedrig.

Die effektive Belastung der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsteuer und Inflation liegt bei Endbesteuerung nach 25 Jahren Laufzeit, einer Nominalrendite von 5% sowie 3,5% jährlicher Geldentwertung zwischen 89,2% und 91,2%.

Als Zwischenergebnis der Beispiele 1a-1d ist festzuhalten, dass bei einer nominalen Rendite von 5% p.a. Kapitalanleger durch Abgeltungsteuer und Inflation sehr viel höher belastet werden, als es der Steuersatz von 25% suggeriert. Selbst im besten Fall liegt die Belastung deutlich über 50%. Bei einer Inflationsrate von 3,5% p.a. reicht eine Nominalrendite von 5% p.a. gerade für den Werterhalt.

Je länger die Laufzeit, desto geringer ist der Verlust, da der Zinseszineffekt den Anleger etwas entlastet. Die Vermutung, dass die Belastung durch Abgeltungsteuer bei längeren Laufzeiten stärker ist, bestätigt sich also bei Endbesteuerung der Erträge nicht, das Gegenteil ist richtig.

Fallbeispiel 2: Eine Kapitalanlage von 10.000 € bringt eine nominale Rendite von 5% p.a. Die Besteuerung findet ausschließlich während der jährlichen Ausschüttungen statt.

Laufende Erträge von Wertpapieren wie Dividenden oder Zinsen werden derzeit direkt zum Zeitpunkt der Ausschüttung mit der Abgeltungsteuer belastet. Dies vermindert ihren Zinseszineffekt, da der Anleger nur noch den Ausschüttungsbetrag abzüglich Steuerzahlung jährlich reinvestieren kann. Bei 5% Zinsen und 25% Abgeltungsteuer sind dies also nur 3,75%. Der Solidaritätszuschlag vermindert diesen Satz auf 3,68%. Eine Kirchensteuer von 9% ermäßigt ihn auf ca. 3,60%.

Im Fallbeispiel bedeutet dies, dass der nominale Endwert nach Steuer, aber ohne Berücksichtigung der Inflation bei 10 Jahren Laufzeit 14.354,97 € bei 25% Abgeltungsteuer bzw. 14.243,21 € bei 27,995% Abgeltungsteuer beträgt. Inflationsbereinigt sind dies 11.807,06 € bzw. 11.637,74 €.

Der reale Wertzuwachs einer 10jährigen Kapitalanlage mit nominal 5% Rendite beträgt bei einer Inflationsrate von 2% und Steuern also – je nach Zuschlägen – zwischen 1,53% und 1,68%. Zum Vergleich: Bei reiner Endbesteuerung lagen die Vergleichswerte bei 1,73% und 1,86%. Der vorgezogene Zeitpunkt der Besteuerung kostet den Anleger damit noch einmal ca. 20 Basispunkte im Jahr.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

*Die effektive Belastung der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsbesteuerung und Inflation liegt bei laufender Besteuerung nach 10 Jahren Laufzeit, einer Nominalrendite von 5% sowie 2% jährlicher Geldentwertung **zwischen 66,5% und 69,4%**.*

Bei einer Inflationsrate von 3,5 % p.a. schrumpft die reale jährliche Rendite sogar auf -0,03% bis 0,12%. Steuern und Inflation entziehen dem Anleger praktisch den kompletten Ertrag, es ist gerade einmal Kapitalerhalt möglich.

*Die effektive Belastung der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsbesteuerung und Inflation liegt bei laufender Besteuerung nach 10 Jahren Laufzeit, einer Nominalrendite von 5% sowie 3,5% jährlicher Geldentwertung **zwischen 97,6% und 100,5%**.*

Bei einer Laufzeit von 25 Jahren und 2% Inflation p.a. kommt man auf folgende Endwerte: 15.147,97 € (+1,68% p.a.) bei 25% Abgeltungsteuer sowie 14.610,71 € (+1,53% p.a.) bei 27,995% Steuersatz. Dies sind deutlich schlechtere Werte als bei Endbesteuerung. Hier macht sich insbesondere negativ bemerkbar, dass die laufenden Kapitalerträge nur nach Zinsabzug reinvestiert werden können. Der Zinseszinsseffekt wird deutlich abgemildert, was im Endeffekt in einer jährlichen Renditedifferenz von über 40 Basispunkten resultiert. Die effektive Belastung durch Steuern und Inflation ist bei 25 Jahren Laufzeit und laufender Besteuerung zwischen 8,6% und 9,4% höher als bei Endbesteuerung.

*Die effektive Belastung der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsbesteuerung und Inflation liegt bei laufender Besteuerung nach 25 Jahren Laufzeit; einer Nominalrendite von 5% sowie 2% jährlicher Geldentwertung **zwischen 66,5% und 69,9%**.*

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei durchschnittlich 3,5% Inflation p.a.: Hier schmelzen die jährlichen Renditen auf 0,12% bei 25% Abgeltungsteuer sowie -0,03% bei 27,995% Abgeltungsteuer; es bleibt so gut wie nichts übrig, die laufende Belastung ist dementsprechend nahe 100%. Im Vergleich mit der Endbesteuerung ist die Belastung um 8,4% höher bei 25% Abgeltungsteuer sowie um 9,3% bei 27,995% Abgeltungsteuer.

*Die effektive Belastung der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsbesteuerung und Inflation liegt bei laufender Besteuerung nach 25 Jahren Laufzeit; einer Nominalrendite von 5% sowie 3,5% jährlicher Geldentwertung **zwischen 97,6% und 100,5%**.*

Als weiteres Zwischenergebnis lässt sich festhalten, dass sich somit neben der Inflationsrate der Zeitpunkt der Besteuerung (laufend oder am Ende) als zentral für die Bestimmung des realen Endwertes erweist. Die Begrenzung des Zinseszinsseffektes bei laufender Besteuerung ist ein realer Renditekiller. Bei einer Nominalrendite von 5% und 2% Geldentwertung p.a. werden ca. 2/3 durch Steuern und Inflation aufgefressen; bei 3,5% Geldentwertung p.a. praktisch der gesamte Wertzuwachs.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Fallbeispiel 3: Anlage von 10.000 € in einer Anleihe hoher Bonität.

Zinsen bei Anleihen werden grundsätzlich laufend besteuert. Dies hat – zumindest wenn der Kurs in etwa dem Nominalwert entspricht – den Effekt, dass jeweils bereits versteuerte Erträge reinvestiert werden. Sofern sich der Zinssatz für Reinvestitionen nicht ändert, ist die Nachsteuerrendite hier unabhängig von der Laufzeit.

Die Renditen für deutsche Bundesanleihen betragen derzeit für 10 Jahre Laufzeit ca. 0,35% p.a. und für 30 Jahre 0,8% p.a. Mit Unternehmensanleihen guter Bonität (Rating mindestens A-) und einem Anlagezeitraum von 10 Jahren kann man derzeit ca. 1,1% jährliche Nominalrendite erzielen. Jedem Anleger ist intuitiv klar, dass hiermit nicht eine Inflationsrate von 2% p.a. ausgeglichen werden kann. Doch wie groß ist der Vermögensschaden, wenn man heute Anleihen kauft und bis zur Endfälligkeit hält, falls sich die Geldentwertungsrate wieder „normalisiert“, d. h. 2% jährlich beträgt?

Bei der 10-jährigen Bundesanleihe; einer Inflation von 2% p.a. und 0,35% Zinsen ergibt sich bei Tilgung ein Endwert von 8.387,76 € (bei 25% Abschlag) bzw. 8.379,00 € (bei 27,995% Abschlag), also ein Verlust von 16,1% bzw. 16,2%. Die annualisierte Rendite ist -1,74% p.a. bzw. -1,75% p.a.

Bei der 30-jährigen Bundesanleihe, einer Inflation von 2% p.a. und 0,8% Zinsen ergibt sich bei Tilgung ein realer Endwert von 6.527,12 € bzw. 6.480,64 €; also ein Kaufkraftverlust von 34,7% bzw. ca. 35,2%. Die annualisierte reale Rendite ist -1,41% bzw. -1,44%.

Bei der 10-jährigen Unternehmensanleihe; einer Inflation von 2% p.a. und 1,1% Zinsen ergibt sich bei Tilgung ein realer Endwert von 8.870,40 € (bei 25% Abschlag) bzw. 8.841,45 € (bei 27,995% Abschlag). Dies entspricht einem Kaufkraftverlust von ca. 11,3% bzw. 11,6%. Die annualisierte Rendite ist -1,19% p.a. bzw. -1,22%.

Um mit einer Anleihe bei 2% Inflation Werterhalt (= eine reale Rendite von 0%) zu erreichen, wäre bei 25% Abschlagssteuer zumindest eine Nominalverzinsung von 2,72% p.a. erforderlich. Bei 27,995% erhöht sich diese Mindestanforderung an den Zins auf 2,83% p.a.

*Die effektive Belastung der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsbesteuerung und Inflation führt bei Anleihen – die laufend besteuert werden – unabhängig von der Laufzeit dazu, dass **mindestens eine Nominalrendite von 2,72%** (bzw. **2,83%** unter Einbeziehung der Kirchensteuer) notwendig ist, um bei 2% jährlicher Geldentwertung einen **Erhalt der Kaufkraft** zu ermöglichen.*

Selbst wenn man annehmen würde, dass die Inflationsrate dauerhaft auf ein niedriges Niveau sinkt, wie beispielsweise 0,5% p.a., würden die Anleihen aus diesem Fallbeispiel praktisch keine realen Erträge produzieren. Bei der 10-jährigen Bundesanleihe würde bis zur Endfälligkeit ein realer Verlust von 236,26 € (- 0,24% p.a.) bei 25% Abschlag bzw. 246,47 € (- 0,25% p.a.) bei 27,995% Abschlag realisiert. Bei der 30-jährigen Anleihe würde sich ein realer Gewinn von 295,13 € (+0,1% p.a.) bei 25% Abschlag bzw. 148,18 € (+ 0,07% p.a.) bei 27,995% Abschlag ergeben. Lediglich bei der Unternehmensanleihe gäbe es mit einem Kaufkraft-Plus von 0,32% p.a. bei 25% Abschlag bzw. 0,27% p.a. bei 27,995% Abschlag ein spürbares Ergebnis.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wenn langlaufende Bundesanleihen selbst bei einer unwahrscheinlich niedrigen Inflation von 0,5% p.a. kaum Kaufkraftherhalt erwarten lassen, so kann man die aktuelle Situation am Rentenmarkt mit Fug und Recht als absurd bezeichnen.

Bei diesen Berechnungen ist allerdings Folgendes zu beachten:

- Gegenwärtig notieren viele Anleihen über ihrem Nominalwert und haben Ausschüttungen, die über dem Marktzins liegen. Dies hat steuerlich zur Folge, dass die Ausschüttungen mit dem entsprechenden Satz auf den ausgewiesenen Zins versteuert werden, der Steuerzahler also erstmal zu viel Steuern zahlt. Dafür bekommt er bei Rückzahlung der Anleihe eine Steuergutschrift, weil er einen Kursverlust realisiert. Diese kann er wiederum nur mit Erträgen in der Zukunft verrechnen. Das Ganze hat den Effekt, dass Steuerzahlungen auf Kapitalerträge zeitlich vorgezogen werden. Dies ist für den Anleger in Hinblick auf die Belastung durch Geldentwertung nachteilig, da die Verlustverrechnung inflationsbereinigt später weniger wert ist.
- Andererseits ist ebenfalls denkbar, dass sich die Kapitalmarktzinsen wieder erhöhen und Wiederanlagen zu höheren Renditen möglich sind. Dies könnte insbesondere den Anleihen mit hohen Ausschüttungen etwas helfen. Insgesamt ist dieser Effekt aber relativ gering und dürfte nur zu einer minimalen Erhöhung der realen Rendite führen.

Fallbeispiel 4: Anlage von 10.000 € in Aktien

8% jährlich war in den vergangenen Jahrzehnten die nominale Rendite, die gemessen am DAX durchschnittlich über einen Börsenzyklus am deutschen Aktienmarkt verdient werden konnte.⁵ Diese Größe soll deshalb auch im Folgenden als Orientierungswert für die nominale Rendite dienen, die ein Anleger über den Börsenzyklus z. B. mit einem Indexfonds erzielen kann.

Ein Anleger in Aktien bzw. in einem Aktienfonds muss normalerweise die Dividenden laufend versteuern, während die Kapitalerträge durch realisierte Kursgewinne erst am Schluss besteuert werden. Da das Verhältnis von Ausschüttungen zu realisierten Gewinnen nicht von vornherein klar ist, werden im Folgenden die realen Renditen bei 100% laufender Besteuerung sowie bei 100% Endbesteuerung ermittelt. Hierdurch ergibt sich eine Bandbreite, innerhalb derer ein Anleger realistisch seine reale Rendite vermuten kann, wenn er mit einem Aktienfonds nominal durchschnittlich 8% p.a. erzielt.

4a) Laufzeit 10 Jahre; Inflation 2% p.a.

Bei 10 Jahren Laufzeit, einer Inflation von 2% p.a und einer Nominalrendite von 8% errechnet sich bei laufender Besteuerung von 25% ein realer Endbetrag von 14.632,53 € (+3,88% p.a.). Bei 27,995% Abgeltungsteuer ergeben sich analog 14.305,11 € (+3,65% p.a.).

Unter den gleichen Annahmen ergibt sich bei vollständiger Endbesteuerung ein realer Schlusswert von 15.272,67 € (+4,33%). Bei 27,995% Abgeltungsteuer ergeben sich 14.989,06 € (+4,13% p.a.).

Ein Anleger, der in Aktien investiert und durchschnittlich 8% p.a. nominale Rendite erzielt, kann bei 2% Inflation je nach Zuschlägen und Zeitpunkt der Steuerbelastung eine reale Rendite zwischen 3,65% und 4,33% erwarten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

*Die **effektive Belastung** der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsteuer und Inflation liegt bei einer Mischung aus laufender Besteuerung und Endbesteuerung nach 10 Jahren Laufzeit, einer Nominalrendite von 8% p.a. sowie 2% jährlicher Geldentwertung **zwischen 45,9% und 54,4%**.*

4b) Laufzeit 10 Jahre; Inflation 3,5% p.a.

Bei 10 Jahren Laufzeit, einer Inflation von 3,5% p.a und einer Nominalrendite von 8% errechnet sich bei laufender Besteuerung von 25% ein realer Endbetrag von 12.540,99 € (+2,29% p.a.). Bei 27,995% Abgeltungsteuer ergeben sich analog 12.260,37 € (+2,06% p.a.).

Unter den gleichen Annahmen ergibt sich bei vollständiger Endbesteuerung ein realer Schlusswert von 13.089,63 € (+2,73%). Bei 27,995% Abgeltungsteuer ist das Resultat 12.846,56 € (+2,54% p.a.).

Ein Anleger, der in einen Aktienfonds mit durchschnittlich 8% p.a. nominaler Rendite investiert; kann nach 10 Jahren bei 3,5% jährlicher Inflation je nach Zuschlägen und Zeitpunkt der Steuerbelastung eine reale Rendite zwischen 2,06% und 2,73% erwarten.

*Die **effektive Belastung** der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsteuer und Inflation liegt bei einer Mischung aus laufender Besteuerung und Endbesteuerung nach 10 Jahren Laufzeit, einer Nominalrendite von 8% p.a sowie 3,5% jährlicher Geldentwertung **zwischen 65,9% und 74,3%**.*

4c) Laufzeit 25 Jahre; Inflation 2% p.a.

Bei 25 Jahren Laufzeit und einer Inflation von 2% p.a und einer Nominalrendite von 8% errechnet sich bei laufender Besteuerung von 25% ein realer Endbetrag von 25.899,93 € (+3,88% p.a.). Bei 27,995% Abgeltungsteuer ergeben sich analog 24.475,31 € (+3,65% p.a.).

Unter den gleichen Annahmen ergibt sich bei vollständiger Endbesteuerung ein realer Schlusswert von 32.504,76 € (+4,83%). Bei 27,995% Abgeltungsteuer ergeben sich 31.447,69 € (+4,69% p.a.).

Ein Anleger, der in Aktien mit durchschnittlich 8% p.a. nominaler Rendite investiert; kann nach 25 Jahren bei 2% Inflation je nach Zuschlägen und Zeitpunkt der Steuerbelastung eine reale Rendite zwischen 3,7% und 4,8% erwarten.

*Die **effektive Belastung** der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsteuer und Inflation liegt bei einer Mischung aus laufender Besteuerung und Endbesteuerung nach 25 Jahren Laufzeit, einer Nominalrendite von 8% p.a. sowie 2% jährlicher Geldentwertung **zwischen 39,7% und 54,4%**.*

4d) Laufzeit 25 Jahre; Inflation 3,5% p.a.

Bei 25 Jahren Laufzeit und einer Inflation von 3,5% p.a und einer Nominalrendite von 8% errechnet sich bei laufender Besteuerung von 25% ein realer Endbetrag von 17.612,84 € (+2,29% p.a.). Bei 27,995% Abgeltungsteuer ergeben sich analog 16.644,05 € (+2,06% p.a.).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Unter den gleichen Annahmen ergibt sich bei vollständiger Endbesteuerung ein realer Schlusswert von 22.104,36 € (+3,32%). Bei 27,995% Abgeltungsteuer ergeben sich 21.385,51 € (+3,09% p.a.).

Ein Anleger, der in einen Aktienfonds mit durchschnittlich 8% p.a. nominaler Rendite investiert; kann nach 25 Jahren bei 3,5% jährlicher Inflation je nach Zuschlägen und Zeitpunkt der Steuerbelastung eine reale Rendite zwischen 2,06% und 3,32% erwarten.

*Die effektive Belastung der Erträge einer Kapitalanlage durch Abgeltungsteuer und Inflation liegt bei einer Mischung aus laufender Besteuerung und Endbesteuerung nach 25 Jahren Laufzeit, einer Nominalrendite von 8% p.a. sowie 3,5% jährlicher Geldentwertung **zwischen 59,7% und 74,3%**.*

Letztlich bieten Aktien dem Anleger die einzige Chance, um überhaupt mit Wertpapieren nennenswerte reale Vermögenszuwächse zu erzielen. Dies gilt insbesondere, wenn es zu einem unerwarteten Anstieg der Inflation kommen sollte. Da ein Aktienfonds keine Laufzeitbegrenzung hat und Umschichtungen im Fonds von der Abgeltungsteuer ausgenommen sind, kann zudem der Zinseszinsseffekt umso länger wirken, je später er verkauft wird. Auch dies vermindert die negative Wirkung der Besteuerung noch etwas.

Besteuerungszeitpunkt & Zuschläge: kleine Ursache, große Wirkung

Intuitiv vermuten Anleger, dass sich die Zuschläge auf die Kapitalertragsteuer wie Kirchensteuer und Solidaritätszuschlag kaum auf die Endrendite auswirken, da sie ja augenscheinlich nur eine Zusatzbelastung von maximal 3% bedeuten. Weiterhin neigt sie dazu, den Zinseszinsseffekt einer Anlage zu unterschätzen, der durch eine frühzeitige Besteuerung der Kapitalerträge vermindert wird.

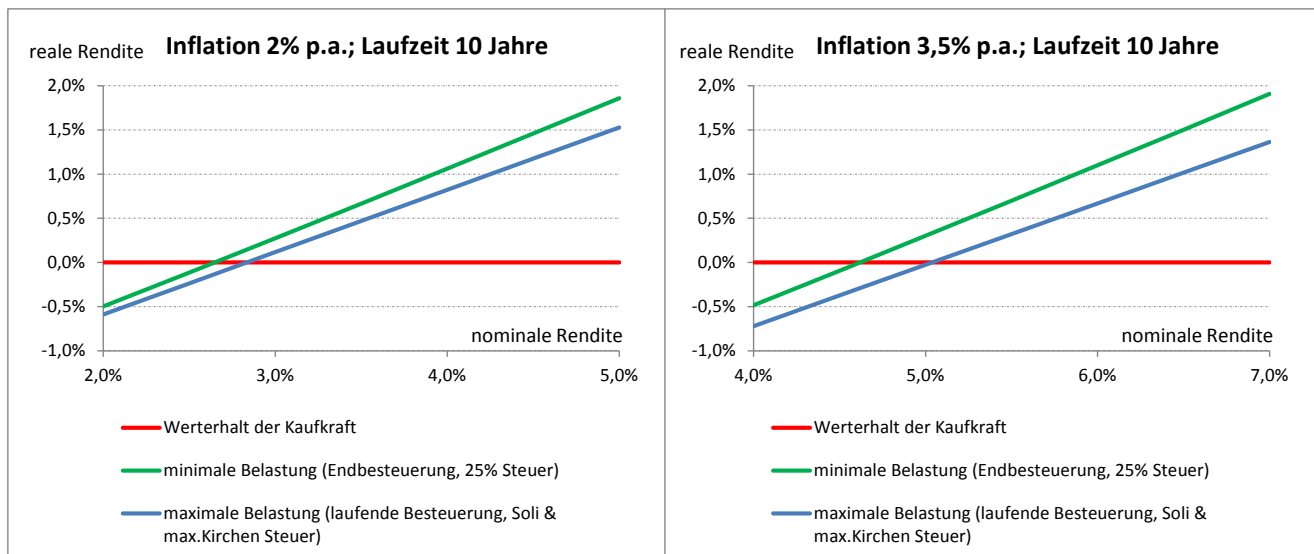
Wie schon die angesprochenen Beispiele zeigen, können beide Effekte in Zusammenhang mit der Geldentwertung betrachtet eine stark renditemindernde Wirkung haben, gerade bei höheren Inflationsraten. So kann man selbst für einen einheitlichen Abgeltungsteuersatz und bei konstanter Inflationsrate unterschiedliche Renditen bekommen, je nachdem, wann besteuert wird und wie hoch die Zuschläge sind.

Um dies zu verdeutlichen, werden hier zwei Szenarios für eine Kapitalanlage verglichen, die mit einem Abgeltungsteuersatz von 25% belegt ist: 1) ein Szenario maximaler Belastung, bei dem die Erträge laufend besteuert werden sowie Solidaritätszuschlag und der höchstmögliche Kirchensteuersatz erhoben wird; sowie 2) ein Szenario minimaler Belastung, bei dem die Abgeltungsteuer von 25% am Ende der Laufzeit ohne Zuschläge erhoben wird. Die Analyse ist hier auf eine Laufzeit der Anlage von 10 Jahren beschränkt, da die Ergebnisse für längere Laufzeiten nur minimal abweichen.

Ist das Anlageziel Werterhalt, so benötigt man bei 2% Inflation p.a. im Szenario minimaler Belastung mindestens 2,65% nominale Rendite jährlich, um dies zu erreichen. Beim Szenario maximaler Zuschläge sind schon schon 2,83% p.a. nominaler Rendite nötig, um nach Abzug aller Belastungsfaktoren die Kaufkraft zu erhalten. Bei 3,5% jährlicher Geldentwertung benötigt man bei minimaler Belastung 4,62% nominale Rendite p.a.; bei maximaler Belastung 5,03% p.a. Die Differenz ist also bei einer höheren Inflationsrate deutlich größer.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Für ein Anlageziel von 1% realer Rendite jährlich ist bei einer Inflationsrate von 2% p.a. notwendig, dass bei maximaler Belastung eine nominale Rendite von 4,25% jährlich erzielt wird. Bei minimaler Belastung reichen 3,92% p.a. aus. Bei 3,5% Inflation müssen bei maximaler Belastung nominal 6,47% jährlich erwirtschaftet werden, um 1% reale Rendite zu erreichen. Bei minimaler Belastung sind nominal nur 5,88% p.a. notwendig. Steigen die Zielvorgaben für die reale Rendite, weiten sich auch die Differenzen in den Anforderungen an die nominale Rendite aus. In letztem Beispiel ergibt sich alleine aus den geringen Zuschlägen und unterschiedlichen Besteuerungszeitpunkten eine Anforderung an die nominale Renditedifferenz von fast 60 Basispunkten jährlich.

Fazit: Die Abgeltungsteuer ist kein Beispiel für Steuerehrlichkeit beim Staat

Selbst eine geringe Inflation von 2% p.a. – die von der Notenbank offiziell als Preisstabilität bezeichnet wird – hat im Zusammenwirken mit der Abgeltungsteuer eine sehr negative Wirkung auf die reale Rendite von Kapitalanlagen, die den meisten Investoren nicht bewusst ist.

Ausschlaggebend hierfür ist, dass die Abgeltungsteuer als Bemessungsgrundlage nicht den realen Wertzuwachs, sondern den nominalen Wertzuwachs nimmt. Somit wird der Anteil der nominalen Rendite besteuert, der dem Inflationsausgleich dient, ohne wirklich ein Wertzuwachs zu sein. Dieser negative Effekt wirkt sich umso stärker aus, je:

- höher die Inflationsrate ist;
- geringer die die nominalen Erträge im Verhältnis zum eingesetzten Kapital sind;
- stärker die Kapitalerträge laufend besteuert werden und nicht am Schluss.

Der Staat fordert vom Bürger Steuerehrlichkeit. Wenn man sich aber die Wirkung der Abgeltungsteuer ansieht, muss man feststellen, dass diese staatlicherseits eine zutiefst unehrliche Steuer ist. Dies liegt zum einen daran, dass der Staat mit der Abgeltungsteuer teilweise einen fiktiven Wertzuwachs besteuert, den es real gar nicht gegeben hat. Dem Bürger wird vorgegaukelt, dass 2% Inflation p.a. und nicht 0% p.a. Preisstabilität bedeutet. Diese im praktischen Leben kaum wahrnehmbare Differenz hat aufgrund der Konstruktion der Abgeltungsteuer die Konsequenz, dass Kapitalerträge nicht wie vorgegeben mit 25% bis ca. 28% belastet werden, sondern mit 40% bis über 100%.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Weiterhin ist unehrlich, wenn mit einem einheitlichen Steuersatz für alle Kapitalerträge suggeriert wird, dass die Besteuerung gleichmäßig und gerecht ist. Tatsächlich ist genau das Gegenteil der Fall: Wie die Fallbeispiele zeigen, ist die reale Belastung für den Anleger höchst ungleich. Da sie zudem von der Inflation abhängt, die nicht genau prognostizierbar ist, ist sie nur ungenau kalkulierbar. Insbesondere unberechenbar ist die tatsächliche Belastung im Bereich niedriger nominaler Renditen, da hier der Inflationsausgleich als Komponente der Rendite relativ bedeutsam ist: Hier ist die Teilwirkung der Abgeltungsteuer als indirekte Substanzsteuer besonders relevant. Auch nur geringe Veränderungen der Inflation haben erhebliche Auswirkungen auf die reale Rendite.

Geschädigt werden hierdurch gerade die Inhaber niedrig verzinsster Geldanlagen wie Sparbüchern, Bundesanleihen und anderen festverzinslichen Renten hoher Bonität. Diese akzeptieren im Vertrauen auf Sicherheit selbst in normalen Zeiten relativ niedrige Zinsen, nicht nur in der heutigen Niedrigzinsphase. Wenn man bedenkt, dass speziell in Deutschland die Geldvermögensbildung vorwiegend über diese relativ niedrig verzinslichen Finanzprodukte erfolgt, so kann man durchaus sagen, dass die Mehrzahl der Anleger im Laufe der Zeit schleichend enteignet wird.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Abgeltungsteuer unter Einbeziehung der Inflation in der derzeitigen Form in vielfacher Hinsicht diskriminierende Wirkungen hat und zu Verzerrungen führt:

- Kapitalerträge werden gegenüber anderen Einkommensformen benachteiligt.
- Kapitalerträge aus Wertpapieren sind gegenüber Wertgewinnen aus Immobilien schlechtergestellt.
- Inhaber von nominal niedrigrentierlichen Wertpapieren werden gegenüber Besitzern von hoch rentablen Anlagen benachteiligt, da bei ihnen der Inflationsausgleich als Renditekomponente relativ gesehen am wichtigsten ist.
- Sozial schwache und in finanziellen Dingen wenig gebildete Kleinanleger werden gegenüber bereits vermögenden und finanziell gebildeten Investoren diskriminiert, die vorwiegend in Immobilien und Aktien anlegen.
- Deutsche und österreichische Kapitalanleger sind gegenüber Anlegern in praktisch allen anderen großen Wirtschaftsnationen stark benachteiligt, bei denen langfristige Kapitalerträge steuerlich begünstigt oder sogar ganz von der Steuer befreit sind.

In den Medien wird gerne beklagt, dass wir in Deutschland keine „Aktienkultur“ haben. Die Abgeltungsteuer und ihre weitgehende Akzeptanz ist eher ein Beispiel dafür, dass es keinerlei Kapitalmarktkultur im Allgemeinen gibt. Die „Fach“-Diskussion während und nach der Einführung der Abgeltungsteuer offenbarte nicht nur schwere Mängel in der deutschen Rechtschreibung (fast durchgängig hat sich eine falsche Schreibweise eingebürgert, und zwar mit „ss“ als Abgeltungssteuer).

Weiterhin zeigte sie ein grundlegendes Unverständnis bei vielen sogenannten Kapitalmarktexperten über die Zusammenhänge von Inflation, Kapitalerträgen und Besteuerung. Volker Looman von der FAZ war 2007 und 2008 einer der wenigen Fachjournalisten, der in seinen Analysen mehrfach feststellte, wie verheerend sich die Kombination aus Inflation und Abgeltungsteuer auf langfristige Renditen auswirken muss.⁶ Leider wurde er weitgehend ignoriert.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Geradezu widersinnig war, dass speziell „Rentenmarktexperten“ die Abgeltungsteuer begrüßten und Anleihebesitzer als Gewinner präsentierten. Begründung war, dass Aktionäre gegenüber einem vorherigen Zustand mit Steuerfreiheit für langfristige Kapitalgewinne schlechtergestellt wurden. Anleihebesitzer deswegen zu relativen Gewinnern zu erklären, war dennoch falsch. Denn ihnen wurde jede realistische Möglichkeit genommen, zumindest mittels geringer steuerfreier Kapitalgewinne der Inflation wenigstens etwas entgegenzusetzen, etwa durch Anleihen mit niedrigem Nominalzins.

Symptomatisch für diese oberflächliche Sichtweise ist folgendes Zitat aus Banktip.de von 2006 eines Leiters der Researchabteilung für Volkswirtschaft und Rentenmärkte bei einer Landesbank: "Für Anleihebesitzer ist die Reform nicht so gravierend wie für andere Investoren".⁷ Weiter heißt es: „Auch nach Einschätzung anderer Finanzexperten werden die Hauptbetroffenen der Abgeltungsteuer wohl die Aktionäre sein, die in viel umfassenderem Maße steuerpflichtig würden.“ Unter Berücksichtigung der Kaufkraftverluste durch Inflation ist genau das Gegenteil richtig.

Abstrus erscheint bei gedanklicher Einbeziehung der Inflation das vielfach vorgebrachte Argument, dass die derzeitige Form der Abgeltungsteuer Kapitaleinkommen bevorzugt und das Prinzip der Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit unterminiert, da sie mit 25% deutlich niedriger sei als der Spitzensteuersatz von 42% (bzw. 45% bei einem „Reichenzuschlag“ ab 250.731 € Jahreseinkommen).⁸ Vor der letzten Bundestagswahl wurde sogar von vielen Politikern eine Erhöhung auf 32% ins Gespräch gebracht.⁹ Tatsächlich führt Inflation dazu, dass die reale Belastung durch die Abgeltungsteuer für die meisten Anleger – auch Geringverdiener – deutlich über dem Spitzensteuersatz liegt.

Das Bundesverfassungsgericht hat in der Vergangenheit das „Nominalwertprinzip“ bei der Besteuerung bestätigt, also die Nichtberücksichtigung der Geldentwertung bei der Festlegung der Steuerlast. Begründung war, dass eine Inflationsbereinigung anhand einer Indexierung o. Ä. kaum praktikabel ist und unabsehbare Auswirkungen auf das Wirtschaftssystem haben könnte.¹⁰ In Abwägung der verschiedenen Interessen hat sich das Verfassungsgericht auf den Standpunkt gestellt, dass der Schutz der Gesamtwirtschaft vor eventuellen inflationären Kettenwirkungen Vorrang hat vor möglichen individuellen Benachteiligungen beim Steuerzahler. Diese Argumentation ist zwar durchaus nachzuvollziehen, sie stellt aber keine sachliche Rechtfertigung für die derzeit gültige Ausgestaltung der Abgeltungsteuer dar.

Selbst wenn man bei dem Nominalwert-Prinzip bleibt, so kann man zumindest die Mängel der Abgeltungsteuer korrigieren, indem man a) die Steuersätze deutlich senkt; b) die Freibeträge für Kapitalerträge stark erhöht (801 € in Deutschland sind im internationalen Vergleich lächerlich niedrig); sowie c) eine Steuerbefreiung für Kursgewinne bei langfristig gehaltenen Wertpapieren wieder einführt. Hiermit würde man sich im Übrigen einer international üblichen Praxis (wieder-)anschießen.

Voraussetzung hierfür wäre jedoch, dass man in Deutschland zunächst einmal die negative Doppelwirkung von Abgeltungsteuer und Inflation auf die Geldvermögensbildung realisiert. Zweitens müsste die Politik eingestehen, einen Fehler gemacht zu haben, den es zu korrigieren gilt. Speziell Letzteres ist leider so schnell nicht zu erwarten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Quellen zu **Klartext: die neuen Herren des Kapitals:**

Die Angaben zu Staatsfonds basieren auf Analysen und Zahlenangaben des Sovereign Wealth Fund Institute SWFI, die auf der Website (<http://www.swfinstitute.org/> zuletzt abgerufen 30.04.2015) veröffentlicht wurden. Weiterer Angaben zum „Government Pension Fund Global“ aus Norwegen sind dessen Website entnommen <http://www.nbim.no/en/> (zuletzt abgerufen 30.04.2015); zur Abu Dhabi Investment Authority deren Website (<http://www.adia.ae/En/home.aspx>; zuletzt abgerufen 30.04.2015) sowie zu CIC <http://www.china-inv.cn> (zuletzt abgerufen 30.04.2015)); Zu SAFE vgl. The Economist (2011): „China’s investments in the FTSE 100 - Is it SAFE?“ 14. März 2011, <http://www.economist.com/node/21016854> (zuletzt abgerufen 30.04.2015).

Zum Multi-Asset-Ansatz vgl. David F. Swensen: „**Unconventional Success**“, New York 2005 sowie Guy Fraser-Sampson: „**Multi Asset Class Investment Strategy**“, Chichester 2006.

Weitere Angaben wurden entnommen der Website der Schweizerischen Nationalbank (http://www.snb.ch/de/i/about/assets/id/assets_reserves, zuletzt abgerufen 30.04.2015) sowie einer Studie von Ipreo Ltd. und DIRK e.V (2014): „**Investoren der Deutschland AG - Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX - Eine Studie der Aktionärsbasis des DAX 30 Index mit Fokus auf institutionelle Investoren.**“ Gemeinschaftsstudie vom Juni 2014. ([https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/Ipreo%20DIRK%20-%20DAX-Studie%20Juni%202014%20\(final\).pdf](https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/Ipreo%20DIRK%20-%20DAX-Studie%20Juni%202014%20(final).pdf) zuletzt abgerufen 30.04.2015).

Quellen zu: „**Double Whammy – die Doppelbelastung von Anlegern durch Abgeltungsteuer und Inflation**“

- 1 vgl. Karl-Heinz Thielmann (2014): „**Mit ruhiger Hand Nr. 23**“, 3.3.2014 http://www.long-term-investing.de/app/download/5796361401/Mit_ruhiger_Hand_3_03_14.pdf (zuletzt abgerufen 30.04.2015)
- 2 Europäische Zentralbank Website (kein Datum) der https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.de.html (zuletzt abgerufen 30.04.2015)
- 3 Reuters/ afp (2014): „**Niedrige Inflation setzt Draghi unter Zugzwang**“, 03.06.2014 <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/nachrichten/vor-der-ezb-sitzung-niedrige-inflation-setzt-draghi-unter-zugzwang/9984088.html> (zuletzt abgerufen 30.04.2015)
- 4 Vgl. hierzu Andres Erosa und Gustavo Ventura (2000): „On Inflation as a Regressive Consumption Tax“ http://economics.uwo.ca/econref/workingpapers/researchreports/wp2000/wp2000_1.pdf (zuletzt abgerufen 30.04.2015)
- 5 vgl. Karl-Heinz Thielmann (2013): „**Das DAX-Prognose-Paradox**“; in „Mit ruhiger Hand Nr. 9“, 7.1.2013 http://www.long-term-investing.de/app/download/5792835516/Mit_ruhiger_Hand_7_01_13.pdf (zuletzt abgerufen 30.04.2015)
- 6 Volker Looman (2007): „**Investmentpolicen helfen nicht gegen die Abgeltungssteuer**“ FAZ vom 17.06.2007, <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/meine-finanzen/vermoegensfragen/die-vermoegensfrage-investmentpolicen-helfen-nicht-gegen-die-abgeltungssteuer-1439824.html> (zuletzt abgerufen 30.04.2015); sowie: Volker Looman (2008): **Immobilien schützen vor Abgeltungssteuer**; FAZ vom 12.01.2008 (zuletzt abgerufen 30.04.2015);

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

<http://www.faz.net/aktuell/finanzen/meine-finanzen/vermoegensfragen/die-vermoegensfrage-immobilien-schuetzen-vor-abgeltungssteuer-1517759.html> (zuletzt abgerufen 30.04.2015)

- 7 Banktip.de (2006): „**Kommt die Abgeltungssteuer?**“ <http://www.banktip.de/rubrik2/20056/3/kritik-an-der-Abgeltungssteuer.html> (zuletzt abgerufen 30.04.2015)
- 8 Brigitta Dennerlein (keine Datumsangabe): „**Abgeltungssteuer**“ Version 10; in Gablers Wirtschaftslexikon online <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/abgeltungssteuer.html> (zuletzt abgerufen 30.04.2015)
- 9 Antje Sirleschtov(2013): „**Wen treffen die Steuererhöhungen?**“; in Der Tagesspiegel online vom 07.04.2013 <http://www.tagesspiegel.de/politik/rot-gruene-steuerplaene-wen-treffen-die-steuererhoehungen/8029422.html> (zuletzt abgerufen 30.04.2015)
- 10 Frotscher/Geurts (keine Datumsangabe), „**EStG § 2 Umfang der Besteuerung, Begriff ... / 3.2.2.4 Nominalwertprinzip**“ Kommentar aus Personal Office Premium; http://www.haufe.de/personal/personal-office-premium/frotschergeurts-estg-2-umfang-der-besteuerung-begri-3224-nominalwertprinzip_idesk_PI10413_HI996997.html (zuletzt abgerufen 30.04.2015)

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann.

Für den regelmäßigen Bezug von *Mit ruhiger Hand* können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

- 1) Wesentliche Informationsquellen: siehe Seite 20.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 23.
- 4) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 4.5.2015.
- 5) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: **keine**
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Systematik der Anlageempfehlungen:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse:** Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichten werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:

Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.