



**Volker Altvater**  
Herausgeber

## Hohe Renditen mit Hybridanleihen

Verehrte Leserin, verehrter Leser,

wo bekommt man heute noch vier oder gar fünf Prozent für sein geparktes Kapital? Stellen Sie diese Frage mal einem Mitarbeiter Ihrer Hausbank. Er wird laut loslachen. Zu Recht? Klar, die Bankzinsen liegen auf unterirdischen Niveaus. Doch wer sucht, der findet auch attraktive Zinspapiere. Zum Beispiel Hybridanleihen.

Während der Finanzkrise wollte sie kaum jemand haben; ihr Markt lag lange brach. Ohnehin hielt der Kurszettel nur einige mäßig interessante Titel parat: so etwa Hybridanleihen von Bayer, Linde oder Henkel mit eher mageren Renditen. Doch nun wendet sich das Blatt. Der Markt lebt dank mehrerer großer Emissionen auf. Mit gutem Grund: Hybridanleihen kombinieren Eigenschaften von Aktien mit denen von Anleihen. Als Hybridanleihenkäufer erwerben Sie eine nachrangige, zu festgelegten Zeitpunkten durch den Emittenten kündbare Unternehmensanleihe und erhalten hierfür einen stattlichen Zinsaufschlag. Hauptknackpunkt: Der Emittent kann die Zinszahlungen unter bestimmten Bedingungen aussetzen oder verschieben. Doch das Risiko kann sich lohnen, winken doch mitunter Zinsen von acht Prozent und mehr pro Jahr.

Auf Seite 3 erklären wir Ihnen diese Gattung en détail. Wir zeigen Ihnen die Chancen auf und erläutern, welche der Risiken sich minimieren lassen. Am Ende entscheiden Sie, ob Hybridanleihen zu ihrem Anlegernaturell passen und in welcher Dosierung Sie mit ihnen Ihr Depot würzen.

Viel Spaß bei der Lektüre wünscht

Ihr Volker Altvater, Herausgeber



## Erfolgreiche Spekulation: 17 Prozent in gut 7 Monaten

**S**ind Sie noch engagiert? Vor gut sieben Monaten (Ausgabe 02/2009) hatten wir Ihnen die neue Spezies der Discount Call Plus-Optionsscheine vorgestellt. „Ziel erreicht“, heißt es nun: Wer damals zugegriffen hat, kann sich heute über einen Gewinn von mehr als 17 Prozent freuen. Zeit also für ein Update.

Zur Erinnerung: Wie klassische Calls, so verfügen auch Discount Call Plus-Scheine über einen Basispreis, eine feste Laufzeit und ein Bezugsverhältnis. Neu ist der Cap – eine Obergrenze, die die Maximalhöhe angibt, bis zu der Sie an Gewinnen im Basiswert partizipieren. „Unser Call“ (WKN BN2TU0) bezog sich auf den Dax. Der Basispreis beträgt 2.000, der Cap 3.000 Punkte. Da der Dax seither nie auf oder unter 2.000 Punkte zurückfiel, und mit dem Anstieg seit dem Frühjahr dieses Risiko vernachlässigbar gering geworden ist, dürften Sie zur Fälligkeit (18.12.2009) die Differenz aus Cap und Basispreis, multipliziert mit dem Bezugsverhältnis als Auszahlung vereinnahmen  $((3.000 - 2.000) \times 0,01)$ .

Investierte Anleger sollten jetzt verkaufen, das Potenzial ist ausgereizt. Zeit also, dem erhöhten Dax-Niveau Rechnung zu tragen und in ein neues Papier mit höherem Cap und Basispreis zu tauschen. Vorschlag: ein Discount Call Plus-Schein mit Basispreis 4.500 und Cap 5.500 Punkten (WKN BN3S71). Er notiert bei 9,32 Euro, läuft bis zum 18.12.2009 und bietet Ihnen, sofern der Dax über dem Cap von 5.500 Punkten bleibt, die Aussicht auf eine Auszahlung von 10 Euro  $((5.500 - 4.500) \times 0,01)$ . Mithin: 7,3 Prozent. Andernfalls, bei Kursen zwischen 4.500 und 5.500 Punkten, vereinnahmen Sie die Differenz aus Höchstkurs (5.500 Punkte) abzüglich Dax-Stand, multipliziert mit dem Bezugsverhältnis.

**Fazit:** Eine lukrative Wette für spekulative Anleger, die den Dax per 18.12.2009 oberhalb von 5.500 Punkten erwarten. Um Risiken und Nebenwirkungen gering zu halten, riskieren Sie bitte nicht mehr als fünf Prozent Ihres Depotvolumens.

### Discount Call-Plus (BN3S71)

#### Chance/Risiko:

niedrig hoch

#### GAB-Wertung:

uninteressant sehr interessant

**Barry Callebaut: In Sachen Schokolade die Nummer Eins**

## Eine Aktie für Genießer

**L**indt & Sprüngli ist Ihnen sicher ein Begriff. Aber kennen Sie die Barry Callebaut AG? Die Eidgenossen beliefern das „Who is Who“ der Süßwaren-Industrie und mausern sich zum bevorzugten Partner der Branche. Fachkreise sprechen vom schlafenden Riesen, dessen Aufstieg auch für Sie als Anleger lukrativ sein könnte.

Seit dem Jahr 1996 beschreiten die belgische Callebaut und die französische Cacao Barry unter dem Namen Barry Callebaut AG (ISIN CH0009002962) gemeinsame Wege. Die heutige Nummer Eins auf dem Schoko-Weltmarkt ist in festen Händen der Beteiligungsgesellschaft Jacobs Holding (Anteil: 50,5%). In vierzig Werken auf vier Kontinenten kreieren rund 7.000 Mitarbeiter Schokolade, Kakaoprodukte, Füllungen, Glasuren und Dekorationen. Auf der Kundenliste finden Sie nahezu die gesamte Branche: Nahrungsmittelhersteller, Chocolatiers, Confiseure sowie Einzelhandelskonzerne.

**Eidgenossen wachsen gegen den Trend**

Die in Zürich ansässige Barry Callebaut bietet Ihnen solides Wachstum und ansprechende Gewinne: Innerhalb von fünf Jahren stiegen die Erlöse um knapp zwanzig Prozent, der operative Gewinn (EBIT) legte um die Hälfte zu. 2007/08 erreichte die EBIT-Marge solide sieben Prozent. In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008/09 legte der Umsatz immerhin noch um 0,9 Prozent zu. Ein Erfolg, denn – ob Sie's glauben oder nicht – die Wirtschaftskrise schlägt auch auf den Schokoladenkonsum durch: In den westlichen Kernmärkten, in denen Barry Callebaut den Großteil seiner Einnahmen generiert, schrumpften die Volumina zeitgleich um mehr als zwei Prozent.

**Rückzug aus Konsummarkt verspricht Gewinnschub**

Mit dem im Jahr 2002 erworbenen Sarotti-Hersteller Stollwerck hatte Barry Callebaut auch die Spitze im Konsummarkt angepeilt – jedoch ohne Erfolg. Kein Wunder also, dass Branchenkenner den geplanten Rückzug aus dem Verbrauchergeschäft positiv werten. Auch wenn die angestrebte Fusion des margenschwachen Verbrauchergeschäfts mit der kleineren spanischen Natra-Gruppe erst vor wenigen Tagen geplatzt ist. Der Ausstieg ist beschlossene Sache, die Schweizer wollen sich künftig auf das hochmarginale Geschäft mit industriellen und gewerblichen Kunden konzentrieren.

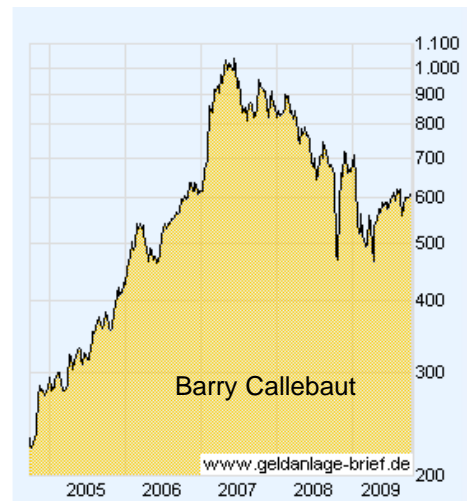
**Starkes Wachstum, vor allem in neuen Märkten**

Langfristig wachsen will Barry Callebaut mit einer „Doppelstrategie“: Während in den Kernmärkten in Europa und Amerika Gesundheits- und Öko-Trends auf der Agenda stehen, baut der Weltmarktführer seine Präsenz in den Schwellenländern Osteuropas, Asiens und Lateinamerikas aus. Auf diese Weise wollen die Schweizer die rückläufige Dynamik in den reifen Schokoladenmärkten kompensieren. Parallel feilen die Konzernlenker erfolgreich an der Profitabilität: Befreit Barry Callebaut mittelfristig seine Bilanz vom Verbrauchergeschäft, steigen die Margen weiter. Das zeigen Ihnen auch die Wachstumsziele der Schoko-Experten: Bis 2011 soll das EBIT jährlich im Schnitt um elf bis vierzehn Prozent zulegen. Unter dem Strich steuert der Konzern 13 bis 16 Prozent Wachstum an. Jedoch könnten volatile Kakaopreise oder Kapirolen am Devisenmarkt diese Pläne durchkreuzen.

**Unser Fazit:** Der Schweizer Blue Chip profitiert vom Outsourcing der Lebensmittelindustrie und wächst stärker als der

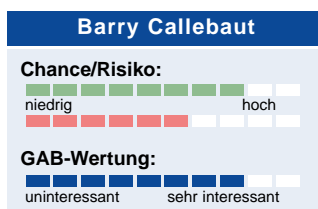
Markt; organisch, durch Zukäufe und neue Schokotrends. Mittelfristige Kursfantasie bietet der Rückzug aus dem margenschwachen Verbrauchergeschäft. Ungeachtet dessen bietet Barry Callebaut konservativen Börsianern dreierlei: ein solides Geschäft, Kontinuität und eine günstige Bewertung. Bei Kursen um 600 Schweizer Franken bezahlen sie das Papier derzeit „nur“ mit dem Zwölffachen des von Analysten erwarteten Gewinns (2010e). Das aktuelle Kursniveau könnte sich daher langfristig als gute Kaufgelegenheit erweisen.

**Weblink:** [Informationen für Investoren](#)



Jahr	Umsatz *	Gewinn**	Dividende**
2005/06	4,26	35	10,50
2006/07	4,11	40	11,50
2007/08	4,82	40	11,50
2008/09e	5,15	44	12,00
2009/10e	5,65	50	12,50

\* Mrd. CHF, \*\* CHF je Aktie



**Hybridanleihen: Renaissance durch die Finanzkrise**

## Hybridanleihen bieten acht Prozent und mehr

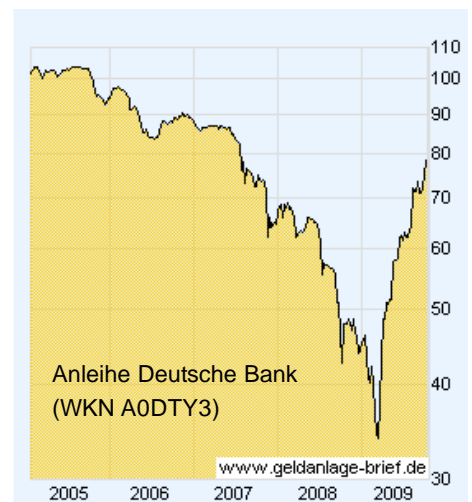
**G**eht es in diesem Tempo weiter? Nach den starken Gewinnen erscheint der Aktienmarkt vielen Anlegern überhitzt und riskant. Gleichzeitig macht das Parken am Anleihemarkt gegenwärtig wenig Sinn – zu gering sind die Renditen. Doch dies ist kein Grund, den Kopf in den Sand zu stecken.

Frei nach dem Motto „wer sucht, der findet“ gelangen Sie nach intensiver Recherche zu einer Anleihegattung, die eine interessante Lösung verspricht. Das Fachwort heißt Nachrang- oder Hybridanleihe. Es ist ein Wertpapier, ähnlich eines Genussscheins, den wir Ihnen in [Ausgabe 05/2005](#) erläutert hatten, das eine Zwitterposition zwischen Fremd- und Eigenkapital einnimmt.

Der Vorteil für Emittenten: Sie dürfen den Erlös aus der Emission einer Nachranganleihe auf ihr Eigenkapital anrechnen. Insbesondere Banken, deren Eigenkapitaldecke im Zuge der Finanzkrise dünner geworden ist, können so ihre Bilanz stärken, das Rating verbessern und die Kreditkosten senken.

**Frisches Eigenkapital, fürstliche Zinsen**

Der Vorzug für Sie als Anleger: Sie erhalten deutlich höhere Zinsen, nicht selten acht, neun oder gar zehn Prozent pro Jahr. Sicher werden Sie nun fragen, wo der Haken an der Sache ist. Den gibt es tatsächlich: Hybridanleihen sind unbesichert und nachrangig. Wird das Unternehmen insolvent, stehen Sie als Gläubiger in der vorletzten Reihe, direkt vor den Aktionären. Zudem erhalten Sie den Zins und auch die Tilgung nur dann, wenn das Unternehmen genügend verteilbaren Gewinn erwirtschaftet. Ferner haben die Papiere eine unendliche Laufzeit, wobei es nach frühestens fünf Jahren und danach zu jedem Kupontermin eine einseitige Kündigungsmöglichkeit durch den Emittenten gibt. Es gilt aber das ungeschriebene Gesetz, dass Emittenten die Anleihe zum ersten Termin kündigen, was bisher in Europa mit Ausnahme einer Anleihe der Deutschen Bank, deren Tilgung zeitlich direkt in die Finanzkrise gefallen wäre, auch geschehen ist.

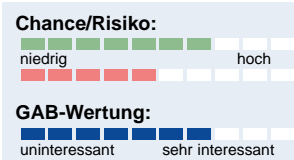
**Die Deutsche Bank bricht das Eis...**

Aktuell können Sie eine interessante Entwicklung beobachten. Nachdem es am Markt für nachrangige Anleihen ein Jahr lang keine Emission gegeben hatte, wagte sich vor fünf Wochen die Deutsche Bank aus der Deckung. Die Frankfurter wollten ursprünglich 500 Mio. Euro aufnehmen, doch die Nachfrage war derart groß, dass die Blauen das Volumen auf 1,25 Mrd. Euro aufstockten. Selbst auf diesem Niveau war die Offerte noch fast dreifach überzeichnet.

Der Run auf den „Eisbrecher“ (WKN [A1ALVC](#)) kommt nicht von ungefähr. Grund sind die mit 1.000 Euro ungewöhnlich niedrige Stückelung und der im Vergleich zu den Vorläufern aus den Jahren 2005 und 2008 (WKN [A0DTY3](#), [A0TU30](#)) hohe Kupon: Dem Hybridbond haftet bei unendlicher Laufzeit und erstmaliger Kündigungsmöglichkeit im März 2015 ein Festkupon von 9,5 Prozent an. Selbst auf Basis des inzwischen stark gestiegenen Kurses (108,2%) erzielen Sie noch eine attraktive Rendite von 8,8 Prozent pro Jahr. Allerdings: nur unter der Prämisse, dass die Bank a) in jedem Jahr Gewinne schreibt, aus denen sie die Anleihe bedienen kann, und b) das Papier im März 2015 tatsächlich tilgt.

**...und die Société Générale folgt.**

Was hierzulande die Deutsche Bank, das ist in Frankreich die Société Générale. Auch sie bietet aktuell eine Nachrang-/Hybridanleihe an, um ihre Kapitalbasis zu stärken. Seit dem 01.09.2009 können Sie an der Börse die neue Nachrang-Anleihe der SocGen erwerben (WKN [A1ALIS](#)). Der Kupon beträgt bis zum ersten Kündigungstermin (04.09.2019) hohe 9,375 Prozent. Kündigt sie die SocGen in 2019 nicht, mutiert die Anleihe zum Floater mit einem Kupon von Drei-Monats-Euribor plus 8,9 Prozent. Die Stückelung der 1 Mrd. Euro schweren Emission liegt hoch auf: 50.000 Euro.

**Hybridanleihe (WKN A1ALVC)**

**Fazit:** Nachrangige Anleihen bieten Ihnen attraktive Zinsvorteile, bergen jedoch höhere Risiken. Diese minimieren Sie, indem Sie nur Papiere von Schuldern guter bis bester Bonität erwerben. Nicht entledigen können Sie sich hingegen des Risikos, in einem oder mehreren Jahren mangels Gewinn keinen Kupon zu erhalten. Allein deshalb eignen sich die Papiere nur für risikobewusste Anleger und lediglich als Beimischung im Wertpapierdepot.

**Offene Immobilienfonds bieten langfristig attraktive Renditen**

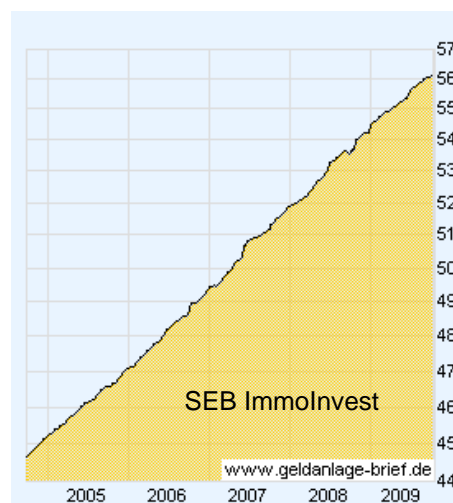
## Die Alternative zur eigenen Immobilie

**Z**ugegeben: Die eigene Immobilie hat ihren ganz besonderen Charme. Sie kennen Ihr Anlageobjekt nicht nur, Sie sehen es auch und können es nach Ihren ureigenen Vorstellungen weiterentwickeln. Viele Anleger scheuen jedoch den Verwaltungsaufwand oder es fehlt ihnen schlicht am nötigen Kapital. Für sie hält der Finanzmarkt eine interessante Alternative bereit: offene Immobilienfonds.

Ja, es erscheint reizvoll: Statt sich Verwaltungsaufwand und vielleicht auch widerspenstige Mieter ins Haus zu holen, beteiligen Sie sich einfach an einem Immobilienfonds. Dieser erwirbt mit Ihrem Kapital und dem anderer Anleger eine Vielzahl Immobilien, streut das Kapital folglich über mehrere Standorte, Nutzungsarten, Objektgrößen und Mietlaufzeiten. Sie als Anleger bleiben flexibel: Anteile an offenen Immobilienfonds – der Zusatz „offen“ zeigt es Ihnen bereits an – können Sie jederzeit kaufen und verkaufen.

### Die Sondersituation 2008

Das Problem dabei: Um Anleger auszahlen zu können, müssen die Fondsgesellschaften eine Liquiditätsreserve vorhalten. Wollen aber viele Anleger gleichzeitig verkaufen, genügt die Reserve nicht. Das Management ist dann gezwungen, Objekte zu veräußern – oder den Fonds vorübergehend für Anteilsrückgaben zu schließen. Im Zuge der Finanzkrise passierte genau das. Und es wirkt lange fort: Noch heute sind nicht alle der knapp drei Dutzend in Deutschland zugelassenen offenen Immobilienfonds für Rückgaben tatsächlich *offen*.



### Langfristig erfolgreich – Schutz vor Inflation inklusive

Am langfristigen Erfolg ändert dies jedoch nichts: Laut Branchenverband BVI war die Rendite der Betongold-Fonds, von ganz wenigen Ausnahmen abgesehen, stets positiv und lag zu jeder Zeit über der Inflationsrate. Sie bewegt sich von 1975 bis 2003 zwischen 3,3 und 5,6 Prozent pro Jahr. Für 2009 rechnet die Branche mit einem Plus von 4,7 Prozent.

Dabei gibt es eine interessante Entwicklung: Während kleinere Fonds noch am Sondieren von Objekt-Verkaufskandidaten sind, um Anteilsrückgaben bedienen zu können, nutzen größere Gesellschaften die inzwischen leicht (Euroland) bis stark (Asien, USA) gefallen Immobilienpreise zum günstigen Einkauf. Vor allem Objekte ab 100 Mio. Euro versprechen dank gesunkener Preise stattliche Anfangsrenditen von bis zu 6,5 Prozent. Zum Vergleich: Der langfristige Schnitt liegt bei 3,9 Prozent.

### SEB, Deka und Union Investment nutzen die Krise

Ein Flaggschiff unter den in Deutschland zugelassenen offenen Immobilienfonds ist der 6 Mrd. Euro schwere SEB ImmoInvest (WKN 980230), den wir Ihnen bereits in [Ausgabe 05/2003](#) vorgestellt hatten. Der 1989 aufgelegte und 145 Immobilien umfassende Fonds erzielt seit seiner Bestehens im Schnitt eine Rendite von sechs Prozent pro Jahr. Die Trümpfe heißen hoher Deutschland-Anteil (44%) und lange Mietverträge – gut siebzig Prozent der Verträge laufen mindestens drei Jahre.

Ebenfalls in punkto Rendite bestplatziert und stabil im Markt liegt der ImmobilienGlobal der Sparkassentochter Deka (WKN 748361). Obwohl er derzeit ein Viertel seines Vermögens in der Kasse hält, und auch in stärker schwankenden Märkten agiert, liegt er im Jahresvergleich mit 4,4 Prozent vorn – und im Fünfjahresvergleich auf Platz 1 (+26%).

Nicht ganz so glücklich agiert Union Investment mit dem 6,4 Mrd. Euro schweren UniImmo Global (WKN 980551). Dennoch liegt der weltweit und damit auch in Problemregionen wie den USA anlegende Fonds unter den besten vier. Seine Rendite im Fünfjahresvergleich: gut zwanzig Prozent.

In den Kosten unterscheiden sich die Fonds kaum. Das Agio liegt bei gut fünf Prozent, die Jahresgebühr zwischen 0,6 Prozent (SEB) und 0,9 Prozent (Deka) – Sparplanfähigkeit inklusive.

SEB ImmoInvest	
<b>Chance/Risiko:</b>	
niedrig	hoch
<b>GAB-Wertung:</b>	
uninteressant	sehr interessant

**Fazit:** Selbst in der Krise, die ihren Ausgang am Immobilienmarkt nahm, überzeugen die Großen der Branche mit Stabilität ungeachtet möglicher Wertberichtigungen. Immobilienfonds sind langfristig interessante Investments. Sofern das Management erfahren und die Mietlaufzeiten lang sind, sollten Ihnen offene Immobilienfonds auch künftig einen Schutz vor den durch die hohe Staatsverschuldung gewachsenen Inflationsrisiken bieten.

**Weblinks:** [Datenblatt SEB ImmoInvest](#), [ImmobilienGlobal](#), [UniImmo Global](#)

Untersuchung zum Verhältnis von Wirtschaftswachstum und Aktienmarktrendite**Aktienkurse korrelieren nicht zwangsläufig mit dem Wirtschaftswachstum**

**H**ohes Wirtschaftswachstum bedeutet hohe Renditen für Sie als Anleger. Diese Schlussfolgerung ist eine der wichtigsten Grundprinzipien für viele Anlageentscheidungen, sowohl für private als auch institutionelle Anleger. Insbesondere Investitionen in Schwellenländer, den so genannten Emerging Markets, werden oft mit dieser These begründet. Zu Recht?

Untersuchungen belegen, dass keine enge Korrelation zwischen dem Wirtschaftswachstum eines Landes und den Kapitalmarktrenditen besteht. Im Gegenteil, langfristige Untersuchungen lassen sogar den Schluss einer teilweisen negativen Korrelation zwischen dem Wachstum des Bruttoinlandsproduktes und den realen Aktienmarktrenditen zu.

Letztlich hängt die langfristig zu erzielende Rendite am Aktienmarkt vielmehr von der Bewertung eines Aktienmarktes sowie von der nachhaltigen Ertragskraft (Gewinnwachstum, Dividenden und Aktienrückkäufe) der einzelnen Investments ab.

**Auswertungen führen zu erstaunlichen Ergebnissen**

So zeigt eine Studie der London Business School in einer Untersuchung von 17 Ländern über einen Zeitraum von 108 Jahren, dass die Länder mit dem höchsten Wirtschaftswachstum eine reale Wertentwicklung von zirka fünf Prozent pro Jahr erzielen konnten. Länder mit dem niedrigsten Wirtschaftswachstum lagen hingegen bei einer realen Wertentwicklung von rund acht Prozent pro Jahr.

Noch eindeutiger verdeutlicht sich der Zusammenhang in einer Studie der Société Générale. Hier wurde bei einer Untersuchung von 53 Ländern, verteilt über die letzten zwanzig Jahre, festgestellt, dass Schwellenländer mit dem niedrigsten Wachstum durchschnittlich mit zirka zwölf Prozent pro Jahr rentierten, Länder mit dem höchsten Wachstum lediglich mit sechs bis sieben Prozent pro Jahr.

In einer Auswertung der University of Florida konnte über einen Zeitraum zwischen 1900 und 2002 sogar eine negative Korrelation zwischen realem Wirtschaftswachstum und realen Aktienrenditen nachgewiesen werden.

**Intensives Wachstum entzieht den Aktienmärkten Kapital**

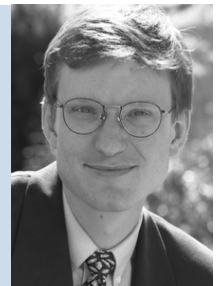
Die Gründe für diese Diskrepanz scheinen auf der Hand zu liegen: Hohes Wirtschaftswachstum erfordert den Einsatz von zusätzlichem Kapital und Arbeitskräften. Dieses Kapital fehlt dann am Aktienmarkt.

Mit dem Anstieg des Anteils der Schwellenländer an der globalen Wirtschaftsleistung nimmt auch der Anteil an der globalen Börsenkapitalisierung zu. Häufig kommt dieser Zuwachs der Marktkapitalisierung durch Ausgabe von neuen Wertpapieren zustande. In stark wachsenden Schwellenländern erreichen viele Unternehmen die Börsenreife und rufen bei Ihren Börsendebüts freies Kapital ab. So erreicht der Verwässerungseffekt durch Aktienemissionen laut Société Générale in den Schwellenländern bis zu 13 Prozent. In den etablierten Hauptmärkten beträgt dieser Effekt lediglich zirka zwei Prozent.

Des Weiteren sorgen höhere Wachstumsaussichten häufig für Bewertungsaufschläge. Aktuell sind die Emerging Markets in der Summe mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 19,4 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von drei und somit mit einem deutlichen Aufschlag gegenüber den klassischen Hauptmärkten bewertet, was oftmals weiteren Kursavancen im Wege steht.

**Fazit:** Die weitverbreitete These, die höheres Wirtschaftswachstum mit überproportionalen Aktienrenditen gleichsetzt, können Sie schlicht als Börsen-Mythos betrachten. Die nachhaltigen Auswirkungen der Schwellenländer auf die Weltwirtschaft stehen jedoch außer Frage. Staaten wie Indien und China werden langfristig enorme Effekte sowohl auf den Arbeitsmarkt als auch auf die Rohstoffmärkte haben. Aber die einfache Gleichung, höheres Wachstum in diesen Ländern führt für Sie als Anleger langfristig zu höheren Renditen, wurde in der Vergangenheit nicht bestätigt.

*„Die These, die höheres Wirtschaftswachstum mit überproportionalen Aktienrenditen gleichsetzt, ist ein Mythos.“*



**Dr. Marc-Oliver Lux, Vermögensverwalter**

Dr. Marc-Oliver Lux ist Vermögensverwalter und Partner in der [Dr. Lux & Präuner Vermögensverwaltung KG](#) in Grünwald bei München.

**Rechtsprechung: Entlastung für Azubis und Studenten?****Ausbildungskosten und Arbeitszimmer im Visier des Bundesfinanzhofes**

**D**er Bundesfinanzhof hat Steuerpflichtige mit einigen bemerkenswerten und bürgerfreundlichen Aussagen zum Werbungskostenabzug beglückt. Im Fokus stehen das Dauerthema „Arbeitszimmer“ und der Abzug von Kosten für ein Erststudium. Beide Fragen dürften eine Vielzahl von Steuerpflichtigen betreffen.

Nach Paragraph 12 Nr. 5 Einkommensteuergesetz (EStG) können Sie Aufwendungen für Ihre erstmalige Berufsausbildung und für Ihr Erststudium, wenn diese nicht im Rahmen eines Dienstverhältnisses stattfinden, nicht als Werbungskosten absetzen. Möglich ist allein ein Abzug der Aufwendungen für die eigene Berufsausbildung als Sonderausgabe bis zu 4.000 Euro (Paragraph 10 Absatz 1 Nr. 7 EStG). Wer – wie die meisten Azubis oder Studenten – nicht über entsprechende eigene Einkünfte verfügt, dem nutzt der Sonderausgabenabzug jedoch nichts, da kein Vortrag in die Zukunft erfolgt; Werbungskosten können hingegen als Verlustvortrag bei den späteren Einkünften aus dem Erwerbsleben Berücksichtigung finden.

„Der BFH hegt ernstliche Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit der Arbeitszimmer-Regelung.“



**Ulrich Rieck, Steuerberater**

Ulrich Rieck ist Steuerberater mit Interessenschwerpunkt Investment- und Kapitalanlagen bei der Steuer- und Rechtsberatungsgesellschaft **VRT Linzbach, Löcherbach und Partner** in Bonn.

**Erststudium nach abgeschlossener Berufsausbildung**

Die erst 2004 eingeführte Neuregelung des Paragraphen 12 Nr. 5 EStG ist verfassungsrechtlich umstritten. Der Bundesfinanzhof (BFH) hat nun mit Urteilen vom 18.06.2009 ([Aktenzeichen VI R 14/04](#)) entschieden, dass die Regelung nicht für Steuerpflichtige gilt, die erstmalig ein Studium berufsbegleitend oder in sonstiger Weise als Zweitausbildung absolvieren. Im entschiedenen Fall hatte eine gelernte Buchhändlerin nach Abschluss der Ausbildung ein Studium der Sozialpädagogik bekommen, jedoch wegen Schwangerschaft abgebrochen. Später begann sie dann ein Lehramtsstudium. Nach Auffassung des BFH besteht ein hinreichend klarer Zusammenhang der Aufwendungen für dieses Studium mit den späteren Einnahmen aus der angestrebten Tätigkeit als Lehrerin. Im Übrigen komme Paragraph 12 Nr. 5 EStG nicht zur Anwendung.

Für Steuerpflichtige, die im Anschluss an eine Berufsausbildung ein Erststudium aufgenommen haben, ist die Geltendmachung der diesbezüglichen Kosten nach der Entscheidung des BFH nicht mehr auf den Sonderausgabenabzug beschränkt. Auf die Frage der Verfassungsmäßigkeit der Regelung brauchte der BFH nicht einzugehen. Die Frage der steuerlichen Behandlung des klassischen Erststudiums ohne vorherige Berufsausbildung bleibt damit offen.

**Der alte Streit um das Arbeitszimmer**

Der Streit um das Arbeitszimmer tobt seit Jahren. Ab dem Jahr 2007 erkennt der Fiskus den Abzug der Aufwendungen fürs häusliche Arbeitszimmer nur noch an, wenn Ihr Arbeitszimmer den Mittelpunkt Ihrer gesamten betrieblichen und beruflichen Tätigkeit bildet. Dies ist nur selten der Fall. Damit kommt insbesondere für Lehrer, Richter und viele andere Steuerpflichtige, die auch zuhause arbeiten müssen, weil ansonsten kein Büro zur Verfügung steht, ein Werbungskostenabzug grundsätzlich nicht mehr in Betracht.

**Aussetzungsbeschluss des BFH**

Gegen die neue Rechtslage hatte ein Lehrer geklagt, der den Eintrag eines entsprechenden Freibetrages für die Arbeitszimmer-Aufwendungen auf der Lohnsteuerkarte begehrte. Im Verfahren des einstweiligen Rechtsschutzes bestehen nach Auffassung des VI. Senats des BFH ernstliche Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit der Neuregelung, da diese Frage in der Literatur kontrovers diskutiert wird und unterschiedliche Entscheidungen der Finanzgerichte vorliegen (Beschluss vom 25.08.2009 – VI B 69/09). Im Rahmen des vorläufigen Rechtsschutzes reichen derart ernstliche Zweifel, damit der Steuerpflichtige vorläufig den begehrten Freibetrag bekommt. Die Frage der Verfassungsmäßigkeit selbst klärt der BFH allerdings erst im Hauptsacheverfahren. Die Finanzverwaltung erlässt in entsprechenden Fällen die Bescheide seit dem 1. April 2009 unter Vorläufigkeitsvermerk. Wenn Sie einen Bescheid ohne Vorläufigkeitsvermerk erhalten, sollten Sie Einspruch einlegen. Bis zur endgültigen Klärung der Verfassungsmäßigkeit bleibt die Rechtslage insoweit offen.

## Leserbrief

**Andreas Hanke:** Ihren Ausführungen in [Ausgabe 08/2009](#) kann ich leider nicht folgen. Bei einem Short-Put ist der Fondsmanager verpflichtet, bei einem Kurs unterhalb des Basiskurses die Aktien zum Basiskurs zu kaufen. Sie meinten wahrscheinlich einen Short-Call – zumindest würde dies dann wieder zum folgenden Satz passen, in dem Sie schreiben, dass bei einem Kurs unterhalb des Basispreises die Gegenpartei besser an der Börse verkaufen könnte. Short-Put heißt für mich: Verpflichtung zum Kauf. Short-Call dagegen: Verpflichtung zum Verkauf, dazu gegebenenfalls Prämieinnahme, wenn der Kurs unterhalb des Basispreises bleibt. Sind meine Ausführungen falsch oder hat sich bei Ihnen ein Fehler eingeschlichen?

**Redaktion:** Kein Problem, Herr Hanke. Dröseln wir die Sache noch einmal auf. Bei einem Short-Put räumen Sie der Gegenseite das Recht ein, den Basiswert innerhalb oder am Ende der Laufzeit, je nach Ausübungstyp, verkaufen zu können. Sie demgegenüber sind Stillhalter. Sie müssen, sofern die Gegenseite von ihrem Recht Gebrauch macht, den Basiswert annehmen. Die Prämie gehört aber in jedem Fall Ihnen. Sie vereinnahmen diese bereits zur Eröffnung der Position. Nun gibt es zwei Szenarien. Das erste: Der Kurs des Basiswertes steigt über den vereinbarten Preis. Ihr Handelspartner würde in diesem Fall die Stücke an der Börse verkaufen, weil er dort mehr erlöst. Das zweite: Der Kurs rutscht an der Börse unter den Basispreis. Dann macht der Handelspartner (wir unterstellen ihm rationales Handeln) von seinem Verkaufsrecht Gebrauch und dient *Ihnen* die Stücke an. Das ist das Prinzip einer Aktienanleihe, bei der Sie den Zinskupon (vergleichbar mit der Optionsprämie) in jedem Fall erhalten und am Ende der Laufzeit über die Tilgung zum Nominalwert oder die Tilgung in Aktien letztlich der Börsenkurs der zugrunde liegenden Aktie(n) entscheidet.

### Ihre Meinung

#### Lieber Leser,

schreiben Sie uns Ihre Meinung, Ihre Anregungen, Fragen und Wünsche zum Geldanlage-Brief:

Geldanlage-Brief  
c/o 1plus GmbH  
Speyerer Straße 32  
D-67376 Harthausen

Oder nutzen Sie gleich das [Feedback-Formular](#).

Wir freuen uns sehr auf Ihre Nachricht!

Diese Anzeige ist verlinkt.



## Englische Lebensversicherung

... die clevere Altersvorsorge!

-  Spitzen-Bewertungen
-  Kapital-Garantie
-  Attraktive Rendite

**JETZT INFOS ANFORDERN!**

Hier klicken!

### Impressum

**Herausgeber**  
Geldanlage-Brief, c/o 1plus informationsdienste GmbH,  
Speyerer Str. 32, D-67376 Harthausen, Tel. 06344/95 210  
Geschäftsführer: Jochen Altvater, Volker Altvater  
Amtsgericht Ludwigshafen, HRB 2773  
USt-IdNr. DE204746333

**V.i.S.d.P.**  
Volker Altvater

**Copyright**  
Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Vervielfältigung und  
Weiterverbreitung nur mit schriftlicher Genehmigung gestattet.

**Bildnachweis**  
Handstand - © Dario Diamant - Fotolia.com

### Haftungshinweise/Disclaimer

Alle in dieser Publikation bereitgestellten Informationen stammen aus Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Dennoch übernehmen wir keine Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Die getroffenen Aussagen sind Darstellungen und Meinungen der jeweiligen Autoren, die nicht notwendigerweise mit denen des Herausgebers übereinstimmen. Die Haftung für Schäden materieller oder ideeller Art, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht werden, ist auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit beschränkt.

Die in dieser Veröffentlichung gemachten Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Insbesondere stellt die Herausstellung eines Wertpapiers oder einer Nachricht keine Kauf- oder Verkaufsempfehlung dar. Bevor der Leser von den dargebotenen Informationen Gebrauch macht, empfehlen wir die eingehende Prüfung und die Nutzung weiterer Informationsquellen sowie eine persönliche Beratung durch einen fachkundigen Berater.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass jede Prognose Risiken und Unsicherheiten beinhaltet. Finanzanlagen bergen neben Chancen auch Risiken, bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals. Um Risiken zu minimieren, sollen Kapitalanleger ihr Vermögen grundsätzlich breit streuen.