



## AXER PARTNERSCHAFT

Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer Steuerberater

Köln • Düsseldorf

Mommensenstraße 160  
50935 Köln

Fon 0221/47 43 440  
Fax 2001/47 43 499  
info@axerpartnerschaft.de

Uerdinger Str. 12  
40474 Düsseldorf

Fon 0211 / 43 83 56 0  
Fax 0211 / 43 83 56 11  
info@axerpartnerschaft.de

## Anleiherenditen und die Schuldnerbonität

### Inhaltsverzeichnis

1. Einführung.....	2
2. Der Ausgangsfall.....	2
Das konkrete Renditebeispiel Bundesanleihe – General Motors .....	3
Die Emissionsrendite .....	3
3. Der Einfluss der Bonität .....	4
Sehr gute Anleihen .....	5
Hohe Qualität .....	5
Gute Anleihen .....	5
Mittlere Qualität .....	5
Spekulative Anleihen .....	5
Sehr spekulative Anleihen .....	5
Ausfallwahrscheinlichkeit im Verhältnis von Laufzeit und Rating .....	6
4. Steuerliche Auswirkungen .....	6
Der Emissionsdiskont .....	6
Unschädlicher Emissionsdiskont.....	7
Zahlungseinstellung des Schuldners.....	9



## Anleiherenditen und die Schuldnerbonität

### 1. Einführung

Die Verzinsung von Bundesanleihen befindet sich derzeit auf einem Nachkriegstief, die Renditen sind im Keller. Für ein zehnjähriges Papier gibt es gerade einmal eine Verzinsung von gut 3 Prozent. Und hiervon ist auch noch die Steuer auf die Kapitaleinnahme abzuziehen. Erschwerend kommt nun hinzu, dass die Kurse solcher Anleihen mit guter Schuldnerbonität deutlich über 100 Prozent liegen, bei Fälligkeit somit eine Verlust programmiert ist. Wer beispielsweise auf die 5,5%ige Bundesanleihe mit Fälligkeit Januar 2031 setzt, zahlt hierfür 125,5%, bekommt aber nur 100% zurück. Das Minus von in diesem Fall mehr als ein Viertel ist lediglich begrenzt innerhalb der einjährigen Spekulationsfrist verrechenbar und fällt ansonsten steuerlich unter den Tisch.

Wer Wechselkursschwankungen vermeiden möchte, muss im Euro-Raum schon auf Emittenten mit schlechter Bonität setzen, sofern er ein besseres Ergebnis erhalten möchte. Das hat – eine Rückzahlung vorausgesetzt – den Vorteil, dass neben den in der Regel höheren Zinsen auch ein Kursgewinn abfallen kann. Der wiederum wird nicht mit Steuern belastet, sofern er außerhalb der Jahresfrist anfällt.

Der Beitrag soll zeigen, welches Potential schlecht geratete Anleihen haben. Sofern Anleger das Ausfallrisiko eingehen und diese Papiere zur Renditesteigerung als Depotbeimischung kaufen, erzielen sie erstaunlich attraktive Nachsteuerergebnisse – trotz aktuellem Zinstief.

### 2. Der Ausgangsfall

Nur wenn Festverzinsliche von der Emission bis zur Fälligkeit gehalten werden, ergeben sich in der Regel keine Kursveränderungen, der Ertrag ergibt sich lediglich aus den zwischenzeitlich gezahlten Zinsen. Die Gesamtrendite einer Anleihe berücksichtigt aber neben den Zinsen auch Kursschwankungen zwischen Kauf- und Verkaufzeitpunkt. Diese können die Rendite positiv oder negativ beeinflussen.

Wird beispielsweise eine 4%-ige Anleihe im Nennwert von 10.000 Euro mit vierjähriger Laufzeit zu einem Kurs von 94 Prozent erworben und bis zur Fälligkeit gehalten, beträgt die Zinsrendite bereits 4,25%. Das ergibt sich aus der Tatsache, dass die Anleihe unter pari erworben wurde. Hinzu kommt rechnerisch noch ein Kursertrag von 60 Euro pro Jahr.

Anleger können die Steuerlast über den Kurserlös minimieren, da der bei Festverzinslichen nach einem Jahr steuerfrei bleibt. Motto: Je höher der persönliche Steuersatz, um so günstiger ist der Erwerb niedrig verzinsten Anleihen mit Kursen unter 100%. Diese Strategie lässt sich allerdings nur in Zeiten mit hohem Zinsniveau bestens nutzen, da hier eine breite Auswahl an Papieren besteht, die deutlich unter pari notieren. Derzeit sind Kurse unter pari bei guten Schuldnern kaum zu finden.



### Das konkrete Renditebeispiel Bundesanleihe – General Motors

Verglichen werden sollen die Renditeaussichten von zwei Anleihen auf Euro-Basis mit einer Laufzeit bis Mitte des Jahres 2011. Hierbei handelt es sich um eine

- General Motors Anleihe (ISIN XS0187751150) mit schlechter Bonität
- Bundesanleihe (ISIN DE0001135184) mit guter Bonität.

Ausgehend von der Annahme, dass beide Anleihen zum Fälligkeitstermin mit ihrem Nennwert zurückgezahlt werden, ergibt sich folgende Rechnung unter Einbezug der steuerlichen Belastung:

Emittent der Anleihe	Bund	GM
Der Nominalzins beträgt	5,00	5,375
Die Anleihe notiert an der Börse zu	112,07	87,50
Rendite über die Laufzeit von 6 Jahren	2,79	8,12
Anleger investiert einen Betrag von	100.000	100.000
Dafür erhält er einen Nominalwert von	89.230	114.286
Zinsertrag pro Jahr	4.461	6.143
Ergibt Zinsen über die Laufzeit	22.307	30.714
Steuerbetrag (Satz des Anlegers 40%)	- 8.923	- 12.286
Kursveränderungen zwischen Kauf und Fälligkeit	- 10.770	+ 14.286
Zuzüglich Zinsen nach Steuer	13.384	18.429
Nettoertrag nach Steuern	2.614	32.714

Das drastische Ergebnis ergibt sich aus der Tatsache, dass der Kursgewinn aus der GM-Anleihe steuerfrei vereinnahmt werden kann, der Verlust aus der Bundesanleihe hingegen steuerlich unter den Tisch fällt.

**Anlage-Tipp:** Sparer finden aber auch noch konservative Bonds, etwa deutsche Pfandbriefe oder Emissionen von Hypothekenbanken, die unter 100 Prozent notieren. Allerdings ist in diesen Fällen der Nominalzinssatz äußerst gering.

### Die Emissionsrendite

Von einer weiteren Form der Rendite spricht man bei der **Emissionsrendite**, die bei der Berechnung für abgezinste Anleihen, wie Nullkupon-Anleihen oder abgezinste Sparbriefe, verwendet wird.



**Beispiel:** Ein Anleger erwirbt eine abgezinste Anleihe (Zero-Bond, Sparbrief) zum Kurs von 40, der nach 15 Jahren mit 100 zurückgezahlt wird. Es errechnet sich eine Emissionsrendite bezogen auf die Laufzeit von 15 Jahren mit 6,30%.

$$((100/40)^{1/15} - 1) * 100 = 6,30\%$$

Nach dieser Formel errechnet man die Emissionsrendite, wenn man Emissionsdatum und -kurs in die Berechnung einbezieht, zu anderen Zeitpunkten bekommt man die aktuelle Rendite.

Banken weisen bei ihrer Werbung für abgezinste Sparbriefe nicht die Emissionsrendite, sondern den durchschnittlichen Wertzuwachs pro Jahr aus. Dieser ist höher, sollte Sie aber nicht in die Irre führen, da Sie mit dem Taschenrechner schnell vergleichen können.

**Beispiel:** Angebot eines Kreditinstitutes: Abgezinster Sparbrief, vier Jahre Laufzeit, Ausgabepreis 755,81 €, Rückzahlung 1.000 €. Der durchschnittliche Wertzuwachs pro Jahr beträgt

$$(1.000 - 755,81) / 755,81 / 4 * 100 = 8,08\%.$$

Wenn man nun nach der obigen Renditeformel rechnet, kommt man nur auf eine Rendite von

$$((1.000 / 755,81)^{1/4} - 1) * 100 = \mathbf{7,25\%},$$

also 0,83% weniger!

Eine unterjährige Zinszahlung, die bei einigen Anleihen (Floatern, US-Treasurys) gezahlt wird, wirkt sich positiv aus. Faustregel Je häufiger die Zinszahlung, umso höher die Rendite. Auf Grund des Zinseszinseseffektes sind die unterjährigen Auszahlungen bereits vorzeitig wieder verzinslich anzulegen. Eine 10%-ige Anleihe zum Kurs von 100% bringt bei halbjährlicher Ausschüttung einen Renditevorsprung von jährlich 0,25%.

### 3. Der Einfluss der Bonität

Die Bonität gibt Auskunft über die Fähigkeit eines Schuldners zur Zinszahlung und Schuldentilgung. Bei Anleihen ist neben den Ausstattungsmerkmalen von größter Wichtigkeit, wie hoch die Wahrscheinlichkeit einer Rückzahlung durch den Emittenten (= Schuldner) ist.

Der Käufer einer Anleihe geht davon aus, dass er am Ende der Laufzeit sein eingezahltes Kapital zurückbekommt. Voraussetzung hierfür ist, dass der Schuldner im Rückzahlungszeitpunkt zahlungsfähig ist. Bei Konkurs oder ähnlichen Schwierigkeiten besteht die Gefahr, zusammen mit anderen Schuldnern nichts oder nur einen Teil zu erhalten.

Als Grundsätze gelten:

- Je höher die Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung, umso weniger Zinsen muss der Schuldner als Risikoprämie zahlen.
- Je besser die Bonität umso niedriger ist die Rendite.
- Je schlechter die Bonität umso größer ist das Risiko des Anlegers.

Die Bonität ist besonders seit der Zahlungseinstellung Argentiniens vor gut drei Jahren wieder in den Blickpunkt gerückt. So hatten sich viele deutsche Sparer von den hohen Anleiherenditen des



südamerikanischen Landes zum Kauf verleiten lassen, ohne das schlechte Rating des Staates zu beachten.

Jüngst machten die Abstufungen der großen amerikanischen US-Autobauer von sich reden, was die Anleihekurse dieser Papiere einbrechen ließ.

Verantwortlich für die Einstufung der Bonität sind objektive amerikanische Rating-Agenturen wie Standard & Poor`s und Moody`s Investor Services. Sie bewerten die wichtigsten Schuldner (Firmen und Länder) in einem sehr aufwendigen Prozess bezüglich ihrer Fähigkeit, eine Anleihe fristgerecht bedienen zu können (Zins, Rückzahlung), sowie der dem Anleiheinhaber im Fall eines Konkurses gewährten Sicherheiten.

Die Bewertung bzw. das Rating wird international angewandt und in folgenden Einteilungen vorgenommen:

Bonitätsbewertung	Moody`s	S&P
<b>Sehr gute Anleihen</b>		
Beste Qualität, geringstes Ausfallrisiko	Aaa	AAA
<b>Hohe Qualität</b>	Aa 1	AA+
aber etwas größeres Risiko als die Spitzengruppe	Aa 2	AA
	Aa 3	AA-
<b>Gute Anleihen</b>	A 1	A+
Gute Qualität, aber auch Elemente, die sich bei veränderter Wirtschaftsentwicklung negativ auswirken können.	A 2	A
	A 3	A-
<b>Mittlere Qualität</b>	Baa 1	BBB+
aber mangelnder Schutz gegen die Einflüsse sich verändernder Wirtschaftsentwicklung	Baa 2	BBB
	Baa 3	BBB-
<b>Spekulative Anleihen</b>	Ba1	BB
Spekulative Anlage, nur mäßige Deckung für Zins- und Tilgungsleistungen	Ba2	BB
	Ba3	BB
<b>Sehr spekulative Anleihen</b>	B 1	B+
generell fehlende Charakteristika eines wünschenswerten Investments, langfristige Zinszahlungserwartung gering	B 2	B
	B 3	B-
<b>Müllanleihen (Junk-Bonds)</b>	Caa	CCC
Niedrigste Qualität, geringster Anlegerschutz, in Zahlungsverzug oder indirekter Gefahr des Verzugs	Ca	CC
	C	C



Beim Rating AAA/Aaa spricht man oftmals vom sog. „Triple-A“. Das Ausfallrisiko beim Rating BB beträgt bereits 25%. Diese Bewertungen werden von S & P sowie Moody`s in regelmäßigen Abständen veröffentlicht; rund 99% aller Emissionen am US-Anleihemarkt sowie 70% am europäischen Markt haben ein offizielles Rating. Grundsatz: Je ungünstiger eine Bonität bewertet wird, desto höhere Zinsen muss dieser Emittent für sein schlechtes Rating zahlen. Umgekehrt verläuft es bei einer Aufstufung wie jüngst bei der Deutschen Telekom. Dies führt dazu, dass der Bonner Konzern bei künftigen Emissionen weniger Zinsen anbieten muss, um seine Anleihen am Rentenmarkt zu platzieren.

In Bezug auf Anleihen und Schuldnerbonität muss der Anleger zwischen Chance (höhere Zinsen) und Risiko (Zweifel an der Kreditwürdigkeit) abwägen und seine persönliche Entscheidung treffen. Das Rating bietet hierbei einen Anhaltspunkt für das Risiko eines Zahlungsausfalls. Ob die Rendite attraktiv genug ist, muss jeder Anleger für sich selber entscheiden. Weiterhin gilt: Das Rating kann sich während der Laufzeit jederzeit verändern.

Dabei spielt auch die Laufzeit eine wichtige Rolle. Eine mittlere Bonität stellt beispielsweise nur ein geringes Risiko dar, sofern die Laufzeit der Anleihe nur zwei Jahre beträgt. Sind es hingegen zehn Jahre, liegt das durchschnittliche Ausfallrisiko schon bei 20 Prozent.

#### Ausfallwahrscheinlichkeit im Verhältnis von Laufzeit und Rating

Laufzeit	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre
Aaa	0,00	0,00	0,14	0,35	0,77
Aa	0,03	0,09	0,36	0,64	0,99
A	0,01	0,20	0,50	0,85	1,55
Baa	0,12	0,74	1,67	2,67	4,39
Ba	1,29	6,03	11,1	15,2	20,63
B	6,47	18,5	23,3	35	43,91

#### 4. Steuerliche Auswirkungen

Kursschwankungen bei Anleihen wirken sich nur aus, wenn die Wertpapiere innerhalb eines Jahres verkauft oder fällig werden. Dann liegt ein privates Veräußerungsgeschäft nach § 23 EStG vor. Verluste außerhalb dieses Zeitraums oder Zahlungseinstellungen sind nichtsteuerbare Vorgänge auf der Vermögensebene.

##### Der Emissionsdiskont

Kursgewinne bei Anleihen bleiben nach mehr als einem Jahr steuerfrei. Wer also Bonds unter pari erwirbt, kann bis zur Fälligkeit mit einer Extrarendite in der Differenz zu 100 Prozent Nennwert rechnen, ohne dass Abgaben ans Finanzamt fällig werden.

Steuerlich zu beachten ist jedoch der Emissionsdiskont. Diesen Abschlag vom Nennwert akzeptiert die Finanzverwaltung bei Anleihen nur innerhalb bestimmter Bandbreiten, berechnet am Ausgabebetrag. Ein Emissionsdisagio entsteht, wenn ein festverzinsliches Wertpapier unter pari aus-



gegeben wird. Es handelt sich grundsätzlich um Einnahmen in Höhe des Differenzbetrags und nicht um einen steuerfreien Kursgewinn.

Ausnahme: Aus Vereinfachungsgründen entfällt die Besteuerung, wenn folgende Disagiosätze bei der Emission nicht überschritten werden. Das BMF hat die Disagiosätze vorgegeben, die bei der Emission nicht überschritten werden dürfen (BMF 24.11.1986, IV B 4 - S 2252 - 180/86, BStBl 1986 I S. 539). Dies sind bei fünf Jahren Laufzeit beispielsweise 3% und bei zehn Jahren 5%. Sind die Grenzen überschritten, handelt es sich um Finanzinnovationen, Kursgewinne gelten unabhängig von Haltefristen als Kapitaleinnahmen.

### Unschädlicher Emissionsdiskont

Laufzeit in Jahren	Disagio in %
unter 1	*
1 bis 2	1
2 bis 4	2
4 bis 6	3
6 bis 8	4
8 bis 10	5
über 10	6

\* Bei Laufzeiten von unter einem Jahr werden Emissionsdisagio oder Emissionsdiskont nur dann steuerlich nicht erfasst, wenn sie umgerechnet auf eine Laufzeit von einem Jahr höchstens 1 Prozent des Nennwerts betragen (OFD Düsseldorf vom 6.5.1996, S 2252 A - St 121, StEd 1996 S. 366, FR 1996 S. 432). Es ist also umzurechnen:

$$\frac{\text{Emissionsdisagio/-diskont in \%} \times 12}{\text{Laufzeit in Monaten}} = \text{Disagio/Diskont für 1 Jahr}$$

Werden die oben genannten Prozentsätze überschritten, ist zur Berechnung des Kapitalertrags das BMF-Schreiben vom 24. 1.1985 (IV B 4 - S 2252 - 4/85, BStBl 1985 I S. 77) während der gesamten Laufzeit der Emission anzuwenden. Der aus dem Kursertrag resultierende Gewinn kann daher nach der Emissionsrendite oder nach der Kurswertmethode angesetzt werden.

Werden die oben genannten Prozentsätze nicht überschritten, stellt der umlaufbedingte Unterschiedsbetrag zwischen Marktpreis und höherem Nennwert wirtschaftlich eine Abwertung des Kapitalstamms dar, der in der Regel durch eine seit dem Zeitpunkt der Emission eines festverzinslichen Wertpapiers eingetretene Steigerung des Kapitalmarktzinses bedingt ist. Der Unterschiedsbetrag gehört deshalb im Falle der Veräußerung oder bei Einlösung des Wertpapiers nicht zum Kapitalertrag, sondern zur einkommensteuerrechtlich unbeachtlichen Vermögensebene. Dasselbe gilt für den Fall, dass der Marktpreis eines festverzinslichen Wertpapiers umlauf-



bedingt den Nennwert infolge einer seit dem Zeitpunkt der Emission eingetretenen Senkung des Kapitalmarktzinses übersteigt.

**Hinweis:** Die erlaubten Abschläge beziehen sich nur auf den Emissionszeitpunkt, beim späteren Kauf spielt die Höhe des Discounts keine Rolle mehr. Von inländischen Schuldern ausgegebene Anleihen beachten die steuerlichen Grenzen. Nur bei ausländischen Emittenten sollte das Emissionsdisagio bei der Bank erfragt werden.

Aber Vorsicht: Die Steuerfreiheit gilt nur für normal verzinsten Anleihen innerhalb einer bestimmten Bandbreite, berechnet am Tag der Ausgabe. Bei Zerobonds oder abgezinsten Sparbriefen beispielsweise setzt sich der gesamte Zinsertrag aus der Differenz zwischen dem Abgeld und dem später auszuzahlenden Nennwert zusammen.

Steuerlich sind beim Disagio sechs Grundfälle zu unterscheiden:

1. Ein Disagio stellt für den Erwerber eine Minderung seiner Anschaffungskosten für die Anleihe oder des Optionsscheines dar, für den Veräußerer vermindert das Abgeld den Veräußerungspreis und somit den gesamten Erlös. Das Disagio gehört nicht zum Kapitalertrag, da es sich wirtschaftlich um die Abwertung des Kapitalstammes handelt, der durch die Steigerung des Kapitalmarktzinses verursacht worden ist.
2. Die rechnerischen Zinsen aus dem Disagio bei nicht laufenden verzinsten Wertpapieren sind zu versteuern und berechnen sich nach der Emissions- oder alternativ nach der Markttrendite.
3. Ein Emissionsdisagio entsteht, wenn ein festverzinsliches Wertpapier unter pari ausgegeben wird. Es handelt sich grundsätzlich um Einnahmen in Höhe des Differenzbetrags und nicht um einen steuerfreien Kursgewinn. Ausnahme: siehe oben.
4. Wird das Anleihevolumen aufgestockt, gelten für das aufgestockte Volumen die vorgenannten Sätze nicht, wenn zwischen Erstemission und Aufstockung nicht mehr als ein Jahr vergangen ist. Folge: Werden in Folge von Zinserhöhungen laufende Anleihen aufgestockt, so ist ein Disagio – unabhängig von seiner Höhe – innerhalb der vorgenannten Grenzen steuerfrei.
5. Bei der Darlehensauszahlung wird vom Darlehensgeber oftmals ein Disagio einbehalten. Es führt zu einer Minderung des ausgezahlten Betrages, die Rückzahlung muss jedoch zur vollen Darlehenssumme erfolgen. Für den Gläubiger liegen Einnahmen aus Kapitalvermögen in Höhe des Differenzbetrags vor.
6. Wird bei einer Emission von festverzinslichen Wertpapieren dem Erwerber ein Abschlag deshalb eingeräumt, weil er eine größere Menge von Wertpapieren erwirbt, handelt es sich insoweit stets um einen steuerpflichtigen besonderen Vorteil.

**Anlage-Tipp:** Beim Kauf einer Anleihe über die Börse können Anleger meist nur schwer feststellen, zu welchem Kurs das Papier einmal ausgegeben wurde. Faustregel: Bundesanleihen sowie festverzinsliche Wertpapiere, die von inländischen Schuldern ausgegeben werden, halten sich an die steuerlichen Grenzen. Nur bei ausländischen Emittenten sollten Sie vor dem Kauf bei Ihrer Bank nach dem Emissionsdisagio fragen, denn die beachten die rein deutschen Regeln nicht immer.



## Zahlungseinstellung des Schuldners

Die Anleihen von Emittenten mit schlechter Bonität notieren aber in der Regel nicht deshalb unter pari, weil sie mit einem Diskont ausgegeben wurden, hier spielt das Rating während der Laufzeit eine Rolle. Sinkt die Bonität, fällt der Kurs. Daher müssen Anleger in der Regel nicht auf den Abschlag bei Ausgabe achten, sondern vielmehr das Risiko eines Zahlungsausfalls einkalkulieren.

Wie das Beispiel Argentinien zeigt, kann dies dramatische Folgen haben, die mit einem Kapitalverlust von rund 70 Prozent enden können. Diese Verluste erkennt die Finanzverwaltung aber nicht mehr als negative Kapitaleinnahmen an.

Bei der Emission waren Argentinien-Bonds ganz normale festverzinsliche Anleihen. Auf Grund der Zahlungsschwierigkeiten setzte das Land Zinszahlung und Tilgung aus. Die Wertpapiere wurden nunmehr von den Banken als Finanzinnovation einklassifiziert, weil bei notleidenden Papieren kein offener Ausweis von Stückzinsen erfolgen darf. Die Wertpapiere werden seitdem flat gehandelt.

Aus steuerlicher Sicht gelten Veräußerungsverluste bei Finanzinnovationen als negative Kapitaleinnahmen i.S.d. § 20 Abs. 2 Nr. 4 EStG. Ausdrücklich als Finanzinnovation weist § 20 Abs. 2 Nr. 4c EStG Schuldverschreibungen aus, bei denen Stückzinsen nicht gesondert in Rechnung gestellt, also flat gehandelt werden.

Laut BMF-Schreiben vom 14.7.2004 (IV C 1 – S 2252 – 171/04, DB 2004 S. 1584, BStBI 2004 I S. 611, DStR 2004 S. 1339, FR 2004 S. 970, StEd 2004 S. 510) wird ein ursprünglich festverzinsliches Papier aber nicht durch eine spätere Zahlungsaussetzung zur Finanzinnovation. Maßgebend sind vielmehr die Verhältnisse im Zeitpunkt der Emission; nachträgliche Veränderungen sind steuerlich irrelevant. Eine solche spätere Umklassifizierung wie im Falle der Argentinien-Bonds führt nicht zur Einstufung als Finanzinnovation.

Das bedeutet: Anleger können bei Anleihen mit schlechter Bonität zwar Kursgewinne steuerfrei einstreichen. Geht die Spekulation auf eine Rückzahlung aber nicht auf, bleiben sie steuerlich auf ihren Verlusten sitzen.

**Hinweis:** Anleger sollten ihre Verluste aus Finanzinnovationen weiterhin als negative Kapitaleinnahme geltend machen und ein Ruhen des Verfahrens beantragen. Denn beim BFH sind derzeit zwei Verfahren zu diesem Thema anhängig:

FG Berlin vom 22.04.2004, 1 K 1100/03, EFG 1450, Revision unter VIII R 48/04

FG Köln 15.07.2004, 13 K 6946/01, EFG 1598, DStRE 05 250, Revision unter VIII R 67/04



Ihre Ansprechpartner bei der Axer Partnerschaft zu Fragen der Vermögensanlage:

**Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht**  
**Rolfjosef Hamacher**  
**Fon 0221/47 43 440**  
**Fax 0221/47 43 499**  
**hamacher@axerpartnerschaft.de**

oder

**Rechtsanwalt, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater**  
**Dipl.-Betriebswirt Bernhard Fuchs**  
**Uerdinger Strasse 12 \* 40474 Düsseldorf**  
**Fon: 0211/43 83 560**  
**Fax: 0211/43 83 5611**  
**E-Mail: bernhard.fuchs@rafuchs.de**  
**E-Mail: fuchs@axerpartnerschaft.de**