



M. M. WARBURG & CO

1798



BETEILIGUNGSREPORT

Erste Ausgabe 2015

Inhalt	Seite
Vorwort <i>Uwe Boehmer</i>	3
Großbaustelle Infrastruktur: Reparaturstau bei Energie- und Verkehrsnetzen sowie bei den gesetzlichen Rahmenbedingungen <i>Falko Schulz</i>	4–5
Flugzeugfonds: Schwere Zeiten für den Überflieger A380 <i>Fabian Roggemann</i>	6–7
Hilft das günstige Öl? Sehr viel Not, aber auch wieder etwas Hoffnung in Teilen der Schifffahrt <i>Uwe Boehmer</i>	8–9
Der schmale Grat zwischen Vernunft und Versuchung in Zeiten niedriger Zinsen <i>Wolfgang Conrad</i>	10–11

Hinweise

Unsere Prognosen und Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir für zuverlässig halten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen. Vollständigkeit und Genauigkeit können wir nicht garantieren. Diese Veröffentlichung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Wir behalten uns vor, unsere dargestellte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. /Januar 2015

Vorwort

Die aktuelle Frage zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Beteiligungsreports war: Ist der niedrige Ölpreis ein Segen? Und wenn ja, für wen?

Der starke Rückgang des Ölpreises freut nicht nur die Autofahrer, die so günstig tanken können wie zuletzt vor vier Jahren. Auch auf die Wirtschaft wirkt das billige Öl wie Doping. Damit sollte es der Bundesregierung noch leichter fallen, Mittel zur Stärkung der Infrastruktur bereitzustellen. Es sei an die als Junckers Liste bekannte Aufzählung von europäischen Infrastrukturinvestitionen in Höhe von mehr als EUR 300 Mrd. und deren ungeklärte Finanzierung erinnert. Leider dürften Mittel aus dem Staatshaushalt angesichts des enormen Bedarfs allein nicht ausreichen, so dass unverändert private Investoren gesucht werden. Hierzu sind wiederum einige Probleme zu bewältigen, wie im Artikel „Überall Baustellen in der Infrastruktur“ ausgeführt.

Die Luftfahrtbranche gilt als größter Nutznießer des billigen Öls, denn der Treibstoff macht knapp ein Drittel der Betriebskosten aus. Ob es angesichts dieses Schubs eine gute Idee ist, sich als Privatanleger mit Flugzeugsfonds zu beschäftigen, diskutiert der Beitrag „Schwere Zeiten für den Überflieger A380“.

Kosteneinsparungen winken ebenfalls den Logistik-Konzernen und der Container-Schifffahrt. Deutschlands größte Reederei Hapag-Lloyd zum Beispiel kaufte im ersten Halbjahr um gut 5 % günstiger ein. Hilft das billigere Öl den Anlegern in Schiffsfonds? Auf kurze Sicht vermutlich noch nicht, aber es gibt laut unserem dritten Beitrag Hoffnung.

Der niedrige Ölpreis dürfte vor allem eines ankurbeln: den privaten Konsum. Für die privaten Haushalte verstärkt der Liquiditätszufluss das Problem, eine Vermögensanlage zu finden, die realen Zuwachs verspricht. Dabei geraten scheinbar bekannte und sichere Anlageformen wie Unternehmensanleihen mit hohen Renditen von deutlich über 5 % in den Fokus. Wir raten zu Vorsicht, guter Auswahl und vor allem zu Beratung.

Das Team der Produktauswahl und -kontrolle der Warburg Bank wünscht Ihnen eine aufschlussreiche und kurzweilige Lektüre.

Uwe Boehmer

Der Autor leitet die Abteilung Produktauswahl und -kontrolle der M.M. Warburg & CO.

Großbaustelle Infrastruktur:

Reparaturstau bei Energie- und Verkehrsnetzen sowie bei den gesetzlichen Rahmenbedingungen

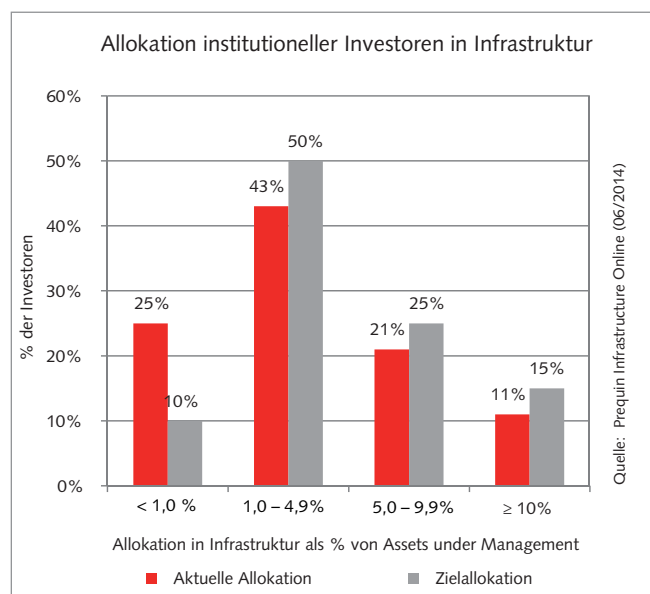
Der weltweite Investitionsbedarf im Bereich Infrastruktur wird bis 2030 im städtischen Raum von der OECD auf USD 40 Bill. geschätzt. Die Europäische Kommission beziffert den Investitionsbedarf für Infrastrukturnetze in Europa in den Bereichen Verkehr, Energie und Telekommunikation bis 2020 auf EUR 1 Bill. Deutlich greifbarer und für jeden Autofahrer nachvollziehbar ist die Schätzung der Kommission „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“, wonach der Finanzierungsbedarf für Verkehrsinfrastruktur in Deutschland aktuell jährlich EUR 7 Mrd. beträgt. So sind beispielsweise 46% aller Brücken und 20% der Autobahnen in einem nicht ausreichenden Funktionszustand. Vor dem Hintergrund, dass unterlassene Sanierungsmaßnahmen am Ende etwa zehnmal so teuer sind wie eine permanente Wartung, besteht also akuter Handlungsbedarf. Da die Politik jedoch auch die Entschuldung der Staatshaushalte vorantreibt, sollten sich für Investoren zahlreiche Möglichkeiten bieten, um sich im Infrastruktursektor zu engagieren.

Zugleich sind insbesondere Versicherungen und Pensionskassen auf der Suche nach Investitionsmöglichkeiten, die sichere, konstante und damit langfristig planbare Cashflows liefern, um auch im aktuellen Niedrigzinsumfeld ihren Verpflichtungen gegenüber ihren Versicherungsnehmern und Rentenbeziehern nachkommen zu können. Die Struktur und Renditen von Infrastrukturinvestments können hierbei teilweise Abhilfe schaffen. Dies wird durch die Ergebnisse der Studie „Öffentliche Ausgaben und private Investitionen“ bestätigt. Teilgenommen haben 105 Investoren, die 70% des Ge-

samtkapitals der deutschen institutionellen Anleger und somit ein Anlagevermögen von EUR 1,3 Bill. repräsentieren. 87% der Befragten sind bereits mit einem Volumen von EUR 9,4 Mrd. in Infrastruktur investiert und planen in den nächsten zwei bis drei Jahren ihre Investitionen um weitere EUR 14 Mrd. aufzustocken. Als präferierte Segmente wurden erneuerbare Energien, Netze und öffentlich-private Partnerschaften (PPP) genannt.

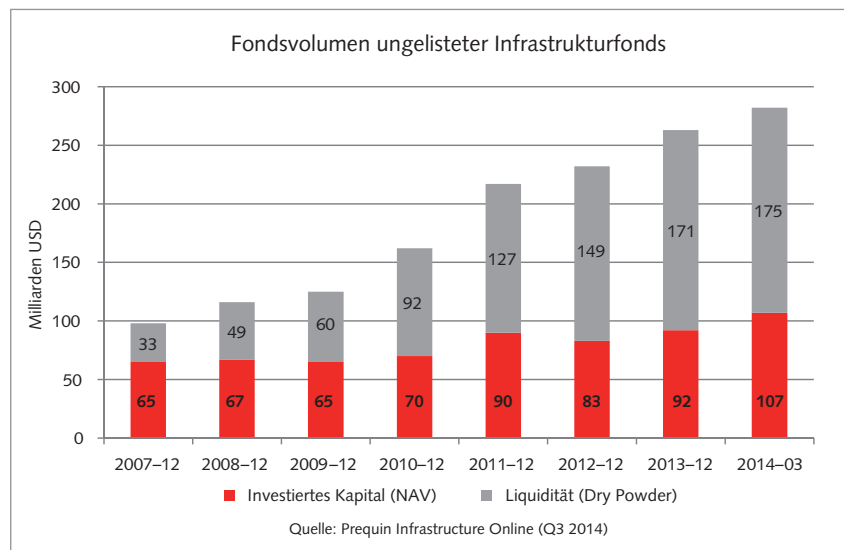
Obwohl die Politik also nach Kapital zur Finanzierung von Ausbau und Erhalt der öffentlichen Infrastruktur sucht und in Versicherungen und Pensionskassen sogar ein potenzieller Partner bereitsteht, der die demographisch bedingten Probleme in der Altersvorsorge etwas lindern könnte, sind Kooperationen zwischen Staat und Investoren in Deutschland schwierig. Anders als in zentralistisch ausgerichteten Staaten wie Großbritannien oder Frankreich mit einer gewissen Tradition in PPP, sorgt in Deutschland auch das föderale System für Probleme. Zwar hat die große Koalition im Koalitionsvertrag festgehalten, PPP transparent, wirtschaftlich und mittelstandsfreundlich auszurichten, wobei konkrete Schritte noch ausstehen. So richtet der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft in einem Positionspapier aus dem August 2014 den Wunsch an die Politik, einen konkreten Fahrplan für Infrastrukturprojekte in den kommenden Jahren aufzustellen. Eine derartige Infrastrukturagenda würde die langfristigen Kapitalanlagenplanung der Versicherer und die Bereitstellung finanzieller Mittel für Infrastrukturprojekte vereinfachen. Ferner wird die geplante Anpassung der Anlageverordnung seitens der Versicherer begrüßt, da diese zur Verbesserung der Anlagemöglichkeiten in Infrastruktur beiträgt. Das Angebot der Versicherungen, ein „verlässlicher Partner für die öffentliche Hand“ zu sein, wird jedoch mit der Forderung verbunden, die Bedingungen für Infrastrukturinvestments unter Solvency II zu verbessern. So ist in der Anfang 2016 in Kraft tretenden Reform der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für die Versicherungswirtschaft aktuell vorgesehen, dass Eigenkapitalinvestitionen in Infrastruktur mit 49% Eigenmittel unterlegt werden müssen und somit die gleiche Risikobehandlung erfahren wie Schwellenländeraktien, Private Equity oder Hedgefonds. Die Versicherer schlagen in ihrem Positionspapier eine Reduzierung des Risikofaktors auf 20% vor, sofern die Investitionen einem gewissen Kriterienkatalog (z.B. reguliertes Geschäftsumfeld oder öffentliche Garantien, keine nennenswerten Projekt- oder Baurisiken) genügen.

Die Auseinandersetzung zwischen Politik und Investoren deckt sich mit dem Ergebnis der Studie „Öffentliche Ausgaben



und private Investitionen“, in der mögliche Änderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen das meistgenannte Risiko der institutionellen Investoren sind. Ein mahnendes Beispiel aus jüngster Vergangenheit ist hierbei die Ankündigung des norwegischen Energieministeriums, die Durchleitungsgebühren für Gas ab 2016 um bis zu 90% zu reduzieren. Hierunter leidet neben dem Staatsfonds von Abu Dhabi und einer kanadische Pensionskasse auch ein großer deutscher Versicherer, der an den Gasleitungen beteiligt ist, die norwegisches Gas nach Großbritannien und Europa transportieren.

Die Risiken bei Infrastrukturinvestments liegen jedoch nicht nur im regulatorischen Umfeld. Steigenden Ankaufspreise, die durch den zunehmenden Kapitalfluss im Infrastruktursegment bedingt sind, können ein weiteres Risiko darstellen. So befinden sich laut Preqin (Spezialist für Datenanalysen im Bereich alternativer Investments) zurzeit sowohl die Anzahl der Fonds in der Platzierungsphase als auch die freie Liquidität von bereits geschlossenen Fonds („dry powder“) auf ihrem Allzeithoch. In diesem Umfeld ist es besonders wichtig, dass Investitionen im Infrastruktursegment Ergebnis eines stringenten Auswahlprozesses sind. Im Rahmen des Prozesses werden die Fondsmanager selektiert, die Zugänge zu den erfolgversprechendsten Projekten überzeugend darlegen können. Trotz der höheren Kosten im Vergleich zu Einzelfonds



können Dachfonds eine probate Lösung liefern. Über die Berücksichtigung verschiedener sektoraler wie auch geographischer und damit politischer Komponenten kann eine breitere Diversifikation als bei Einzelfonds erreicht werden. In diesem Zusammenhang ist die Berücksichtigung deutscher Infrastrukturinvestments hierbei folglich ebenso über Direktinvestitionen ohne die hiermit ansonsten verbundenen Klumpenrisiken möglich.

Falko Schulz

Der Autor ist Analyst in der Produktauswahl und -kontrolle der M.M. Warburg & CO.

Flugzeugfonds: Schwere Zeiten für den Überflieger A380

„Den A380 werden wir entweder mit sparsameren Triebwerken modernisieren oder die Produktion einstellen.“ – Mit dieser durchaus überraschenden Randbemerkung auf einer Investorenveranstaltung in London hat Airbus-Finanzchef Harald Wilhelm nicht nur für großes Medienecho gesorgt und die Aktie des Europäischen Flugzeugbauers auf Talfahrt geschickt. Er hat zudem zahlreiche Anleger verunsichert, die in A380-Flugzeugfonds investiert haben oder über ein derartiges Investment nachdenken. Aus diesem aktuellen Anlass zeigen wir auf, was bei Flugzeugfinanzierungen tatsächlich zu beachten ist.

Erste Anhaltspunkte dafür, warum Flugzeugfonds grundsätzlich eine gute Investmentidee sein können, sind schnell gefunden: Als Gesamtgebilde betrachtet, bleibt der weltweite Luftverkehr ein rasanter Wachstumsmarkt. Glaubt man dem internationalen Luftfahrtverband IATA, dann ist das weltweite Passagieraufkommen in nur fünf Jahren von 2,5 Mrd. Passagieren im Jahr 2009 auf über 3,3 Mrd. Passagiere im Jahr 2014 angewachsen. An Europa und Nordamerika geht dieses Wachstum weitgehend vorbei. Hier findet eher eine Umverteilung der Verkehre statt. Angetrieben von der chinesischen Volkswirtschaft, legt Asien in dieser Zeit um fast 8 % zu, im Mittleren Osten sorgen die Airlines in der Golfregion für ein Plus von 9,4 %, und in strukturschwächeren Gebieten und Entwicklungsmärkten wie Indien, Lateinamerika (+5,7 %) oder dem Afrikanischen Kontinent (+7,7 %) haben es erst die Billigflieger geschafft, das Flugzeug als Reisemittel für Jedermann zu etablieren.

Auch die mittelfristige Perspektive stellt sich positiv dar. So rechnet Airbus zuversichtlich zwischen 2013 und 2032 mit einem jährlichen globalen Wachstum des Passagieraufkommens von 4,7 % sowie mit einem Bedarf von über 29.000 neuen Passagier- und Frachtflugzeugen im Gesamtwert von mehr als USD 4,4 Bill. Diese Zahlen dürfen durchaus kritisch hinterfragt werden. Schließlich sind diejenigen, die diese Flugzeuge in dem angegebenen Zeitraum bauen werden – also das Duopol Airbus und Boeing – die einzigen, die in der Lage sind, derartige Zahlen zu liefern.

Dabei ist das allgemein gängige Modell des geschlossenen Flugzeugfonds immer das gleiche: Eine Fondsgesellschaft akquiriert in der Regel ein einzelnes Flugzeug, welches im Sale-and-lease-back-Verfahren vom Orderbook einer Fluggesellschaft bestellt wird und langfristig zu einer fest vereinbarten Leasingrate an diese verleast wird. Die Airline entlastet somit ihre Bilanz und trägt dafür im Gegenzug das volle operative Risiko. Der Anleger trägt zwar das Klumpenrisiko, profitiert aber von den langfristig festen Einnahmen aus dem Leasingvertrag. Der Kapitalerhalt ist bei manchen Fonds im



Optimalfall und bei Berücksichtigung bestehender Verlängerungsoptionen bereits über Laufzeit und Leasingrate gegeben. Am Ende der Laufzeit steht planmäßig die Veräußerung des Flugzeugs an, nach welcher der Fonds aufgelöst wird. Entscheidend für den Erfolg dieses Fondsmodells sind somit nicht nur die Akquisition des „richtigen“ Flugzeugs und das Management des Flugzeugfonds, sondern außerdem der Sekundärmarkt des Flugzeugs.

Zu Beginn stellt sich die Frage, in welches Flugzeug investiert werden soll. Hier gilt grundsätzlich die Faustregel, Exoten zu meiden. Standardrumpfflugzeuge wie die 737 von Boeing oder der A320 von Airbus sind auf Kurz- und Mittelstrecken das Maß aller Dinge und werden das auch auf absehbare Zeit bleiben. Egal ob Netzwerk-Carrier, Billigflieger oder Charterbetrieb, rund um den Globus kommt um diese Flugzeuge fast keine Airline herum. Eine laufende Modellpflege ermöglicht Airlines einen gemischten Parallelbetrieb älterer und neuer Modelle, was Fonds-Anlegern perspektivisch den Markt erhält. Zuverlässig und bewährt, sind hier Kinderkrankheiten oder gar ein technisch bedingtes weltweites Flugverbot wie bei Boeings neuem 787 *Dreamliner* nicht zu erwarten.

Das „falsche“ Flugzeug erweist sich dagegen bereits im Betrieb als unwirtschaftlich. Verändern sich dann noch die Marktbedingungen ungünstig, kann es für den Anleger innerhalb kurzer Zeit zu Wertverlusten kommen: Das Ultralangstreckenmodell Airbus A340-500 sprach von Anfang an nur wenige Airlines an. Zum einen geht der Trend gegen Ultralangstrecken; Airlines verknüpfen heute eher ihre Netze als dass sie alle Kontinente selbst anfliegen. Zum anderen gerieten die Vierstrahler gegenüber Zweistrahlern wegen der lange Zeit steigenden Rohölpreise immer mehr ins Hintertreffen. Vier A340-500 wurden 2005 von Thai Airways zum Listenpreis von USD 196 Mio. erworben. Nach zweieinhalb Jahren wurde der Flugbetrieb dieser Flugzeuge mangels Wirtschaftlichkeit temporär eingestellt und diese intern auf USD 66,9 Mio. abgewertet.

Nach mehreren gescheiterten Verkaufsversuchen betrug das Höchstgebot im Jahr 2010 USD 23 Mio. pro Flugzeug. Das entspricht 88 % Wertverfall in fünf Jahren.

Direkt auf den Schrottplatz ging es für zehn nicht einmal zwei Jahre alte Flugzeuge des Typs Airbus A318, betrieben von Frontier Airlines. Mit dem kurzen A318 hatte Airbus versucht, Regionaljets von Embraer oder Bombardier das Wasser abzugraben. Nach der Rechnung von Airbus würde der breitere Rumpfquerschnitt bauartbedingt zu etwas höheren Betriebskosten führen, durch die Vorteile einer homogenen Flotte (Crews, Ausbildung, Ersatzteile etc.) aber wieder wettgemacht werden. Die Airlines rechneten anscheinend genauer: Der A318 floppte, die wenigen bestellten Flugzeuge waren im Betrieb nicht wettbewerbsfähig und praktisch wertlos.

Ein derartiges Szenario ist für den Airbus A380 nicht zu erwarten. Der ist als größtes Passagierflugzeug der Welt zwar auch ein Exot. Durch die konkurrenzlos hohe Kapazität spricht er jedoch nur einen sehr überschaubaren Kundenkreis von Airlines an, die sowohl über das nötige Passagier-Netzwerk als auch das Know-how verfügen, dieses Modell zu betreiben. Für den A380 spricht allerdings, dass dieses Flugzeug am Markt praktisch ohne Konkurrenz dasteht. Für Anleger bedeutet das konkret: Solange die Airline ihren Leasingvertrag erfüllt, besteht kein Grund zur Sorge.

In der Golfregion boomt die Luftfahrt, und Emirates ist mit dem A380 mittendrin: Die Airline profitiert nicht nur vom direkten Kapitalzugang und niedrigen Beschäftigungskosten; im gigantischen Drehkreuzsystem am geographisch zentralen Standort Dubai ist der A380 das entscheidende Puzzleteil. So wie Emirates kann keine andere Gesellschaft dieses Flugzeug betreiben.

Dass Airbus vom technisch hochgepriesenen A380 bisher nur ein Viertel der prospektierten Exemplare verkauft hat und dass die Suche nach weiteren Käufern derzeit stockt, ist kein Geheimnis. Emirates ist mit 140 Exemplaren der mit Abstand größte A380-Kunde. 55 Maschinen fliegen bereits, und bei einem Flottendurchschnittsalter von 6,4 Jahren wird der erste 2008 gelieferte A380 die Flotte verlassen haben, bevor der letzte ausgeliefert worden ist. Nun wird die Gesamtmittelrückflussrechnung eines jeden Flugzeugfonds ganz wesentlich durch den Veräußerungserlös am Ende der Laufzeit beeinflusst. Beim prognostizierten Verkaufserlös aktueller A380-Fonds in der Platzierungsphase gehen die Meinungen der unabhängigen Gutachter immerhin um fast 25 % auseinander. Fakt ist, dass es noch keinen Sekundärmarkt gibt; alle Gutachten basieren auf mathematischen Modellrechnungen. Bedenkt man, dass die nächstgrößeren Betreiber des A380 derzeit Singapore Airlines, Qantas und Lufthansa mit 24, 20 und 14 Exemplaren sind, stellt sich die Frage, wer die 140 Flugzeuge der Emirates-Flotte nach 8 bis 12 Betriebsjahren künftig betreiben wird. Emirates übernimmt derzeit in derartig hoher Frequenz Neufugzeuge, dass

der bisher nicht existente Zweitmarkt für dieses Flugzeug in ein paar Jahren regelrecht überflutet werden dürfte. Während Leasingrückläufer der Typen A320 oder 737 dank des enorm großen Marktes über den Preis schnell einen Käufer finden, wird dieser Mechanismus beim A380 voraussichtlich nicht funktionieren, weil es wohl nicht genug Kunden für diese Gebrauchtflugzeuge gibt.

Im schlimmsten Fall landet die Flugzeugzelle lange vor dem Erreichen ihrer werksseitig vorgesehenen Lebensdauer zum Schrottwert auf einem Flugzeugfriedhof in der Wüste. Für die Anleger wird sich dieses Investment dann unter Umständen nicht gelohnt haben. Airbus in Toulouse ist nach dem heftigen Medienecho schon wieder einen Schritt zurückgerudert: Es werden alle Möglichkeiten geprüft, den A380 weiter zu verbessern; das Unternehmen stehe geschlossen hinter dem Projekt. Den geplanten und aktuell aufgelegten A380-Fonds, deren Platzierung durch die Nachricht einen herben Dämpfer erlitten haben, dürfte das nur bedingt helfen.

Fabian Roggemann

Der Autor arbeitet derzeit als Junior-Analyst in der Produktauswahl und -kontrolle der M.M. Warburg & CO.

Hilft das günstige Öl?

Sehr viel Not, aber auch wieder etwas Hoffnung in Teilen der Schifffahrt

Eine gute und eine schlechte Nachricht, die gute zuerst: Der Ölpreis ist derzeit auf dem niedrigsten Stand seit vier Jahren, und die Analysten der Nord/LB prognostizieren ein solch niedriges Niveau bis 2016. Und die schlechte Nachricht für die arg gebeutelten Anleger in der Schifffahrt: Dies wird (noch) keine Auswirkungen auf die Branche haben, denn die Reedereien geben die niedrigen Bunkerkosten nicht weiter. Es scheint so, dass kurzfristig nicht auf Slow-Steaming-Effekte verzichtet wird und insofern deutliche Erhöhungen der Fracht- und indirekt der Charraten eher unwahrscheinlich sind.¹

Seit der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise ab 2008 kämpft die gesamte Schifffahrtsbranche ums Überleben. In regelmäßigen Abständen, gefühlt quartalsweise, machen die großen deutschen Tageszeitungen mit dem Thema Schifffahrtskrise und den Auswirkungen für die Privatanleger auf. Häufig sind die Inhalte nicht neu, denn die Krisenursachen sind leidlich bekannt. Diese liegen einerseits in der enormen Überbauung der Schifftonnage in den drei größten Teilbereichen Container-, Öltanker- und Bulkerschifffahrt und andererseits in der extrem restriktiven Finanzierung bis hin zu einem substantiellen Volumenabbau von Krediten seitens der überwiegend öffentlichen Schiffsbanken wie HSH Nordbank, Nord/LB und Commerzbank. In der Reederei- wie Schiffsbankenbranche regiert ein Selbsterhaltungstrieb, der durch die Folgen der Finanzkrise ausgelöst wurde und nach eigenen Bekundungen wohl noch einige Zeit fortauern wird.

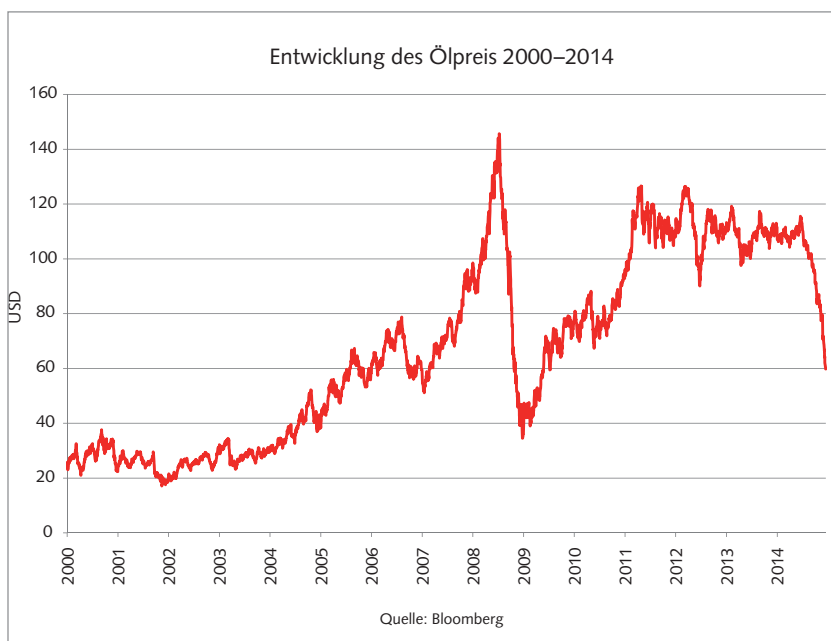
Zudem hat ein langanhaltender Anstieg des Ölpreises die Bunkerkosten explodieren lassen und trotz Überkapazitäten neue Investitionen in sehr große Schiffe mit neuen treibstoffsparenden Designs erzwungen. Hinzu kommt die Umstellung im Schiffsbetrieb auf die bereits erwähnte langsamere, treibstoffsparende Geschwindigkeit (Slow Steaming). Der Kraftstoffverbrauch je transportierter Frachteinheit wurde so mit neuer Tonnage um zweistellige Prozentsätze gesenkt. Die Wettbewerbsfähigkeit älterer in den Fonds gebundener Schiffe reduzierte sich signifikant oder ging vollständig verloren, wie an einer Vielzahl von Insolvenzen zu erkennen ist. Unterdessen scheint die Entwicklung der Flotte jedoch weiterzugehen: Im Jahr 2013 hat sich die Zahl der Neubaufträge trotz des insgesamt schwachen Schifffahrtsmarktes wieder erhöht.

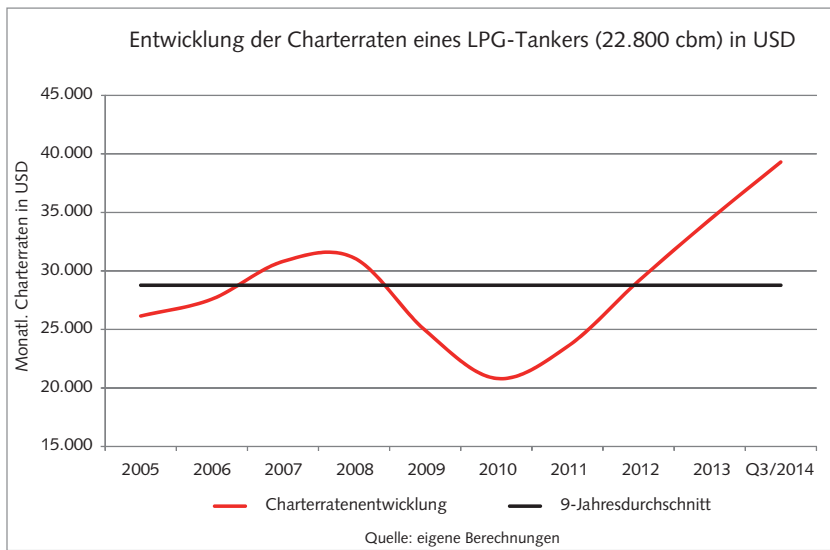
Dabei ist durchaus Wirtschaftswachstum und damit Nachfragezuwachs vorhanden. Der Internationale Währungsfonds (IWF) prognostizierte im Oktober für 2014 ein globales Wirtschaftswachstum von 3,3 % und für 2015 von 3,8 %. 2013 waren es ebenfalls 3,3 %.

Es ist zu befürchten, dass auch 2015 weder die deutlich gesunkenen Bunkerkosten noch die aus Sicht der Euro-Anleger günstige Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro eine nachhaltige Entlastung oder gar Trendumkehr für die Investoren erbringen wird. Mittelfristig dürfte in speziellen (Neben-)Fahrtgebieten der Bunker-Preisverfall von 20 % allein im Oktober Konsequenzen haben. So ist die Fahrtgeschwindigkeit der Schiffe mittlerweile wieder in den Fokus gerückt,

was Hoffnung für den Einsatz von schnellerer Alttonnage macht. Allerdings führt das Slow Steaming bzw. Extra Slow Steaming im Containersegment zu einer Auslastung an zusätzlichen Kapazitäten von ca. 1,3 Mio. TEU oder annähernd 7 % der Gesamtkapazität.

Hoffnung machen auch die Marktaussichten in dem Nischenbereich der Flüssigastankerschifffahrt. Böse Zungen behaupten, dass Gastanker gar keine Schiffe, sondern schwimmende Pipelines seien. Die Branche weist aktuell durch den Gas-Boom in den USA ein rasantes Wachstum auf. So ist die Entwicklung für einjährige LPG-Zeitchartern (für Schiffe mit einer Ladekapazität von 22.800 cbm) sehr günstig verlaufen. Der Anstieg der Raten reflektiert die positiven Erwartungen einer – wenn auch zyklisch bedingten – zunehmende Nachfrage nach petrochemischen





Produkten, der steigenden Schiefergas-Förderung in den USA und der fehlenden Überbauung in der Gesamttonnage. Für die Werften sind Container- oder Bulker-Neubauten mit einer höheren Wertschöpfung verbunden, als die Hulks der Gas-tanker, deren Tanks und Aggregate i. d. R. zugeliefert werden.

Die hohen Anforderungen der Befrachter an technische Ausrüstungen sowie Sicherheitsstandards erfüllen außerdem nur wenige etablierte Werften. Es sei daran erinnert, dass es zu Beginn der Krise für die Reeder eine Überlegung war, die Risiken aus den Orderbüchern für Containerschiffe in Bestellungen von Gas-tankern umzuwandeln, Schiffe, die am Markt noch durchgängig eine Nachfrage fanden und finden. Es ist durchaus als Managementleistung eines Reeders zu werten, solche profitablen und nachhaltig überlebensfähigen Nischen zu erkennen und im richtigen Moment zu investieren. Ein Blick in die Angebote des Zweitmarkts könnte lohnen.

Unverändert bleibt es das Ziel der allermeisten Fonds, die Schiffe durch die Krise zu steuern, wobei insbesondere die schwierige Liquiditätslage plagt. Es gilt unverändert, die Hoffnung nicht zu verlieren, denn „nach der Ebbe folgt die Flut.“

Uwe Boehmer

Der schmale Grat zwischen Vernunft und Versuchung in Zeiten niedriger Zinsen



In der Vergangenheit konnten Bankkunden, die die Wirtschaftspresse weniger aufmerksam verfolgten, die durch die EZB festgelegte Entwicklung der Leitzinssätze mittelbar über die Guthabenverzinsung ihres Bankkontos nachvollziehen. Da die Tagesgeldsätze zahlreicher Kreditinstitute jedoch schon seit geraumer Zeit bei null liegen, wird die im September 2014 beschlossene Senkung des Leitzinses von 0,15 % auf 0,05 % vielen Sparern nicht weiter aufgefallen sein. Jedoch lässt sich argumentieren, dass sich die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit spätestens dann wieder auf die Arbeit der EZB richten wird, wenn die ersten Banken die Weigerung aussprechen, weitere Sparereinlagen entgegenzunehmen, um Strafzinsen der EZB zu vermeiden.

So oder so sorgt die jahrelange Niedrigzinspolitik der Notenbanken dafür, dass die von den privaten Haushalten bevorzugten, weil risikoarmen Anlageformen wie Spareinlagen, Festgeld, Staatsanleihen oder Lebensversicherungen immer unattraktiver werden. Trotz der niedrigen Inflationsrate liegt die Realverzinsung vieler festverzinslicher Anlagen unter null, was zu einem Nettovermögensverlust bei den Anlegern führt. Auch Immobilieninvestments können nur bedingt Abhilfe schaffen, da Objekte in guten Lagen aufgrund der stetig steigenden Preise ebenfalls nur noch sehr geringe Renditen versprechen.

Im gleichen Umfang wie die mangels vertretbarer Anlagealternativen angehäuften Liquiditätsbestände quasi aller Wirtschaftssubjekte, so wuchs in den letzten Jahren auch die Auswahl an Anlageformen, die dem Anlagedruck der Haushalte Linderung verschaffen sollten. Viele dieser neu geschaffenen Produkte können unter dem Sammelbegriff „komplexe Produkte“ zusammengefasst werden. Anhand dieser Einstufung ist nach WpHG geregelt, ob ein Wertpapier durch die Finanzinstitute als reines Ausführungsgeschäft zum Kauf angeboten werden darf und in welchem Umfang eine Risikoaufklärung

durch den Anlageberater zu leisten ist. Die Festlegung, ob ein bestimmtes Finanzprodukt nun komplex oder nicht komplex ist, fällt jedoch insofern schwer, als der Gesetzgeber keine gattungsbezogene Klassifikation erstellt, sondern lediglich einige Negativkriterien für nicht komplexe Produkte definiert hat: Nicht komplex sind laut § 7 der WpDVerOV insbesondere Geldmarktinstrumente und Schuldverschreibungen, sofern kein Derivat darin eingebettet ist sowie separat regulierte Investmentfonds (OGAW) und bestimmte Finanzterminkontrakte.

Nicht komplex sind weiterhin Finanzinstrumente, die regelmäßig zu allgemein zugänglichen Marktpreisen veräußerbar sind und den Investoren über die Zahlung des Kaufpreises hinaus keine weiteren Verpflichtungen auferlegen. Zudem müssen über das Produkt in angemessenem Umfang öffentliche Informationen verfügbar sein, die für einen durchschnittlichen Privatkunden verständlich genug sind, um auf ihrer Grundlage eine sachkundige Anlageentscheidung treffen zu können.

Eindeutig als komplex einzustufen sind z. B. Hebelprodukte wie Optionsscheine oder Knock-out-Zertifikate, die nach Ablauf ihrer Laufzeit oder nach Überschreiten einer bestimmten Kursschwelle wertlos verfallen können. Da die vom Gesetzgeber gewählten Formulierungen durchaus Raum für Interpretationen lassen, bedarf es in vielen Fällen einer genauen Analyse, um herauszufinden, ob die Voraussetzungen für die Qualifizierung eines bestimmten Anlageproduktes als komplexes Produkt im Sinne der Regulierung erfüllt sind. So ähneln beispielsweise Contingent Convertible Bonds (CoCo-Bonds) je nach Ausgestaltung in den meisten Punkten einer gewöhnlichen nachrangigen Bankanleihe und werden auf den einschlägigen Finanzportalen im Internet grundsätzlich auch als solche dargestellt. Erst ein Blick in die Anlagebedingung der Anleihen gibt Aufschluss darüber, dass es bei dieser Anlageform zu einer Zwangswandlung in Aktien der Emittentin oder zu einer vorübergehenden oder definitiven Herabschreibung in voller Höhe des Nennbetrages kommen kann, wenn beispielsweise die Kernkapitalquote der Emittentin eine bestimmte Schwelle unterschritten hat. Während die britische Finanzaufsicht FCA den Verkauf von CoCo-Bonds an Privatanleger strikt verboten hat, hat die BaFin lediglich eine allgemeine Warnung abgegeben, dass CoCo-Bonds aufgrund ihres Risikogehalts für nicht professionelle Investoren ungeeignet sind.

Immerhin ist im WpHG geregelt, dass ein reines Ausführungsgeschäft nicht möglich ist, wenn eine Anlageform als komplexes Produkt qualifiziert wurde. In diesem Fall hat der Anlageberater zum Schutz des Kunden eine Angemessenheits-

prüfung vorzunehmen, um sicherzustellen, dass dem Kunden die besonderen Risiken des gewünschten Produktes hinreichend bekannt sind. Besondere Vorsicht ist darüber hinaus jedoch bei Wertpapieren geboten, die qua Produktgattung als nicht komplexes Produkt im Sinne der WpDVerOV gelten, bei genauerem Hinsehen jedoch tiefer liegende Risiken offenbaren. Ein Beispiel hierfür sind mit Vermögenswerten unterlegte Wertpapiere, die als täglich liquide Inhaberschuldverschreibungen mit festem Zins- und Rückzahlungsanspruch strukturiert werden und sich somit als nicht komplexe Produkte präsentieren. Durch den Zugriff auf die zugrunde liegenden Vermögenswerte wird zudem der Eindruck erweckt, die Anleihen böten eine zusätzliche Sicherheit im Vergleich zu klassischen Unternehmensanleihen. Allerdings stellt ein durch die Anleiheerlöse finanziertes Kreuzfahrtschiff auch den einzigen Vermögenswert dar, über den der Emittent verfügen kann. Dadurch unterscheidet sich die betreffende Anleihe in ihrem Risikoprofil nicht wesentlich von geschlossenen Fonds, die mittlerweile streng reguliert werden. Zwar haben Schiffsanleihen eine höhere Liquidität, das eigentliche Asset bleibt jedoch illiquide. Die Rückzahlung des eingeworbenen Kapitals kann in beiden Fällen nur aus den Erlösen aus dem Verkauf des Schiffes erfolgen.

Öffentliche Warnungen in Bezug auf sogenannte Mittelstandsanleihen erfolgten kaum, obwohl sich die Emittenten im Mittelstandssegment mit vergleichsweise hohen Kupons, geringen Stückelungen, bekannten Markennamen und alternativen Vertriebswegen in Form von Online-Zeichnungsboxen gezielt an private Investoren richteten. Mittlerweile hat sich jedoch die Erkenntnis durchgesetzt, dass die erzielbaren Renditen, die in den meisten Fällen zwischen 6% und 9% betragen, nur scheinbar attraktiv, weil viel zu oft nicht risikoadäquat sind. Bei näherer Betrachtung finden sich bei fast allen Mittelstandsanleihen Schwachpunkte, die in den gezahlten Risikoprämien vielfach nicht oder nur unzureichend abgebildet sind: So sinkt die Liquidität der Anleihen meistens bereits wenige Tage nach der Erstnotierung drastisch ab. Besonders in Stressphasen können üppige Spreads für zusätzliche Verluste sorgen. Zudem werden die Anleihen oft von Finanz-Holdings begeben, die keinen direkten Zugang zu den Vermögenswerten der operativen Gesellschaften haben. Im Verwertungsfall werden so zunächst die Fremdkapitalgeber der operativen Gesellschaften bedient, wohingegen sich die Zeichner der Mittelstandsanleihen de facto in Rangrücktritt begeben. Dies wird auch deshalb gern übersehen, weil die üblicherweise von Creditreform oder Scope erstellten Ratings, mit denen sich das Ausfallrisiko der Anleihe scheinbar einfach abschätzen lässt, in den meisten Fällen den Emittenten, nicht aber die Anleihe selbst bewerten. So wird der implizite Nachrangcharakter der Mittelstandsanleihe nicht im Rating reflektiert und kann leicht übersehen werden. Zu guter Letzt kränken zahlreiche Anleiheemittenten schlicht-

weg an mangelnder Bilanzqualität und dem Fehlen eines hinreichend erprobten Geschäftsmodell. Insofern kommen die in letzter Zeit gehäuft auftretenden Zahlungsausfälle wenig überraschend.

Unserer Ansicht nach sind im Hinblick auf die beschriebenen Missstände deutlichere Warnungen hinsichtlich des Mittelstandsanleihe-Segments wünschenswert. Noch brisanter der Fall Prokon: Einem Bericht des Handelsblatts vom 04.02.2014 zufolge war die Aufsicht bereits seit 2009 darüber informiert, dass der inzwischen insolvente Windparkfinanzierer Prokon Altanleger mit dem Geld neuer Anleger auszahlte. Dennoch wurden die Anleger nicht gewarnt und investierten weitere Millionen in Prokon-Genussrechte. Gegenüber der nach der Insolvenz aufbrandenden Kritik erklärte die BaFin, sie sei nicht zuständig.

Ob ein Produkt vom Gesetzgeber nun als komplex oder nicht komplex eingestuft wird, es zeigt sich immer wieder, dass die Privatanleger trotz der nach der Finanzkrise eingesetzten Verschärfung der Finanzmarktregulierung bei der Auswahl geeigneter Finanzprodukte in vielen Fällen auf sich allein gestellt sind. Insofern hat es sich bei M.M. Warburg & CO bewährt, dass die an Privatanleger gerichteten Anlageprodukte einer dezidierten Produktprüfung unterzogen werden, um ihr tatsächliches Risiko-Rendite-Profil gründlich zu durchleuchten und ihre grundsätzliche Eignung für bestimmte Kundengruppen zu ermitteln. Erst dann werden die Produkte gegebenenfalls zum Vertrieb freigegeben. Die durch die Produktprüfung gewonnen Erkenntnisse tragen dazu bei, die Beratungsqualität zu verbessern und den Kunden etwas mehr Orientierung im Produktdschungel zu geben.

Wolfgang Conrad

Der Autor ist Analyst in der Produktauswahl und -kontrolle der M.M. Warburg & CO.



M. M. WARBURG & CO

1798

Private Banking Hamburg
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
Telefon +49 40 3282-2400 · Fax +49 40 3618-1000
privatebanking@mmwarburg.com

Private Banking Köln
Brückenstraße 17 · 50667 Köln
Telefon +49 221 27294-12 · Fax +49 221 2571882

Private Banking Frankfurt
Liebigstraße 6 · 60323 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 505071-70 · Fax +49 69 724298

Private Banking München
Maximilianstraße 2 · 80539 München
Tel. +49 89 255596-0 · Fax +49 89 255596-199

www.mmwarburg.com