

Sehr geehrte Fonds-Freunde

Aktueller Börsenüberblick

An der Wall Street wurden die in den letzten Wochen veröffentlichten Wirtschaftsdaten ganz überwiegend positiv aufgenommen. Der Präsident der amerikanischen Notenbank Ben Bernanke hatte Anfang Dezember zwar noch vor Inflationsgefahren gewarnt, auf ihrer turnusmäßigen Sitzung des Offenmarktausschusses beließ die Federal Reserve Bank die Leitzinsen aber bei 5,25 %. Die Kommentierung dieser Entscheidung beruhigte dann die Befürchtungen, die für das erste Halbjahr 2007 erwartete Leitzinssenkung würde zunehmend unwahrscheinlich.

Der Dow Jones Industrial Average Index erreichte vor diesem Hintergrund in den letzten

Wochen ein Allzeit-Rekordhoch nach dem anderen. Mitte Dezember bestätigte der Dow Jones mit 12.445 seinen Aufwärtstrend. Der S&P-500 beendete erstmals seit über fünf Jahren eine Woche über 1.420 Punkten. Der Aufwärtstrend an der **Nasdaq**-Börse blieb bislang flacher. Der Nasdaq-100 kam noch nicht deutlich über 1.800 voran, der Nasdaq Composite Index notierte Mitte Dezember bei 2.457 Punkten. Ein Treiber für die Aktienurse blieben die zahlreichen Fusionen und Unternehmenskäufe. Mit der Übernahme von Mellon Financial durch die Bank of New York für 16,5 Mrd. Dollar entsteht einer der größten Vermögensverwalter der USA.

Der Speicherchiphersteller LSI Logic kündigte die Übernahme seines Konkurrenten Agere Systems für 4 Mrd. Dollar an. Für deutlich steigende Aktienurse sorgten auch Spekulationen um Zusammenschlüsse von US-amerikanischen Fluggesellschaften, namentlich bei Continental Airlines und Northwest Airlines. Dagegen zeigten Kurseinbrüche bei den Pharmakonzernen Pfizer und Nuvelo die Risiken des Pharmageschäfts: Beide Konzerne mussten schwere Rückschläge bei der Entwicklung neuer Medikamente hinnehmen. Auch die Aktien des kanadischen Netzwerkausrüsters Nortel Networks fielen zeitweise stärker zurück, weil die veröffentlichten Geschäftsaussichten deutlich unter den Erwartungen lagen. Der Konzern verkauft für 320 Mio. Dollar Teile seines Mobilfunk-Ausrüstungsgeschäfts an den französischen Alcatel-Konzern.

Auch die europäischen Börsen erreichten im Kielwasser freundlicher Vorgaben aus New York und guter Nachrichten neue 5-Jahres-Hochs.

Gute Geschäftsergebnisse und Übernahmen blieben auch diesseits des Atlantiks Gründe für steigende Aktienurse. Premier Foods will mit Übernahme des Backwarenherstellers RHM zum größten britischen Lebensmittelhersteller aufsteigen. In Spanien profitierten die großen Versorgerkonzerne von Übernahmen, in Italien Finanzdienstleister. Der **STOXX-50** stieg bis Mitte Dezember auf 3.732 Punkte und der **Euro-STOXX-50** auf 4.141 Punkten. Der Deutsche Aktienindex (**DAX**) berührte am Abrechnungstag der Terminbörse, dem sogenannten „Hexensabbat“, die Marke von 6.600 Punkten.



Auch in Asien überwogen die Kursgewinne. Nachdem die japanische Börse lange Zeit relative Schwäche gezeigt hatte, verhalf insbesondere der letzte Tankan-Bericht, der eine Aufhellung der Wirtschaftstimmung anzeigte, der Börse Tokio zu steigenden Kursen.

Bis Mitte Dezember kam der **Nikkei-225** auf 16.914 voran und der **Topix** bis 1.657. Damit steht der Ausbruch aus der ausgeprägten Seitwärtskonsolidierung aber noch aus. Beim japanischen Elektronikonzern Sony tritt der Schaden aus der Auslieferung von fehlerhaften Laptop-Akkus in den Hintergrund angesichts des guten Verkaufsstart der „Play Station 3“ in Japan und den USA. Sony und Matsushita wurden von der Credit Suisse gute US-Geschäfte bescheinigt. Spekulationen um Aufkäufe ließen die Aktien von japanischen Stahlwerken steigen. Die übrigen asiatischen Aktienmärkte befinden sich ohnehin in intakten mittelfristigen Aufwärtstrends. So stieg der **Hang Seng** in Hongkong auf 19.111 Zähler und der **Strait Times Index** in Singapur auf 2.931.

Fazit: Der Kursaufschwung sollte zunächst bis ins nächste Jahr hinein reichen. Für den weiteren Jahresverlauf und damit das Gesamtjahr 2007 bleiben die Chancen an den Aktienmärkten gut, wenngleich nach vier guten Jahren die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Vergleiche mit 1999 / 2000 sind aber nicht angebracht, denn im Gegensatz zu damals sind die Aktien jetzt immer noch unterbewertet und statt großer Euphorie herrschen bei vielen Anlegern Skepsis und Vorsicht.

Insofern ist die Ausgangslage beim Jahreswechsel 2006 / 2007 eher mit der Situation 1997 / 1998 oder 2003 / 2004 vergleichbar. Es folgte jeweils ein gutes, aber nicht unterbrechungsfrei aufwärtsgerichtetes Börsenjahr.

Immobilienfondsdachfonds

Eine vergleichsweise junge Unterart der Dachfonds (Investmentfonds-Sondervermögen) sind die Immobilienfondsdachfonds. Neben ein erstes Pionierprodukt, das bereits seit einigen Jahren am deutschen Markt angeboten wird, tritt nun ein zweites. Angesichts des Erfolgs sind weitere Fonds dieser Richtung zu erwarten. Grund genug, sich einmal mit dem Phänomen zu beschäftigen.

Ein Dachfonds investiert bekanntlich nicht wie „herkömmliche“ Fonds direkt in Einzeltitel wie Aktien, Renten oder Immobilien, sondern in andere Investmentfonds; daher auch der häufig gebrauchte Begriff vom „fund of funds“. Immobilienfondsdachfonds investieren unter dem Oberbegriff „Immobilien“ ausschließlich in Zielfonds, die in unterschiedlicher Weise mit der Thematik als solcher vereinbar sind. Im wesentlichen kommen in diesem Zusammenhang drei Gattungen in Frage:

Offene Immobilienfonds: Offene Immobilienfonds sind die Klassiker unter den Immobilienfonds. Sie investieren in ein breites Portfolio aus Gewerbeimmobilien unterschiedlicher Nutzungsart, wie z.B. Büro- oder auch Logistikimmobilien. Der Kauf der Objekte kann regional beschränkt sein, muss es aber nicht. Privat genutzte Immobilien spielen, wenn überhaupt, eine untergeordnete Rolle. Der Gesetzgeber schreibt eine Mindestliquidität dieser Fonds in Höhe von 5% vor. Die Immobilienkapitalanlagegesellschaften haben sich eine Mindestquote von 10% auferlegt und halten zumeist mehr als 15%, die am Geldmarkt oder in kurzlaufenden Renten investiert sind.

Neben den jederzeit verfügbaren klassischen offenen Immobilienfonds finden sich auch **offene Immobilienfonds für Großanleger**, die in der Regel Mindestanlagesummen von 500.000 Euro oder mehr fordern und mit Anlagezeiträumen oder Rücknahmegebühren verbunden sind. Diese Fonds können angesichts der besseren Planbarkeit der Mittel auch mit niedrigeren Liquiditätsquoten arbeiten und angesichts der Tatsache, dass die Immobilienrenditen höher als die Erträge der Kassenhaltung ausfallen auch etwas höhere Gewinne erwirtschaften.

Immobilienfondsspezialfonds: Immobilienspezialfonds bleiben Privatanlegern normalerweise verschlossen. Sie sind institutionellen Anlegern wie z.B. Stiftungen und Pensionskassen vorbehalten. Mehrere zumeist juristische Personen investieren unter gemeinschaftlichen Vorgaben für einen zeitlich begrenzten Zeitraum in ein Portfolio mehrerer Objekte. Der Vorteil dieser Spezialfonds liegt in einer klar umrissenen Anlegerstruktur, einem Mitspracherecht der Investoren und höchster Planbarkeit der zu verwaltenden Mittel. Im Regelfall sollten die Renditen vor diesem Hintergrund auch besonders hoch ausfallen. Als problematisch erweist sich im Umkehrschluss die Verfügbarkeit der investierten Mittel.

Immobilienaktienfonds: Wie der Name schon sagt investieren diese Fonds ausschließlich in Immobilienaktien, die aus steuerlichen Gründen überwiegend börsennotiert sind, es aber keineswegs zwingend Übrigens...

sein müssen. Immobilienaktiengesellschaften verwalten und betreiben entweder eigene Objekte oder / und Fremdimmobilien wie z.B. Gewerbeimmobilien, Hotels oder Infrastrukturimmobilien. Die Immobilienaktien können auch steuerlich begünstigte **Real Estate Investment Trusts (REITs)** sein, sind es aber nur dann, wenn diese entsprechende "Sonderstellung" im Herkunftsland auch gesetzlich vorgesehen ist (*wird in Deutschland gerade eingeführt*), der überwiegende Teil der Einkünfte der Aktiengesellschaften aus dem Immobiliengeschäft resultiert, und die Erträge in Form von Dividenden annähernd vollständig an die Aktionäre ausgeschüttet werden. In diesem Fall werden die Gewinne erst beim Endanleger und nicht bereits auf der Unternehmensebene besteuert.

Immobilienaktienfonds werden gerne mit dem Argument einer gelungenen Kombination von Ertrag (*Aktien*) und Sicherheit (*Immobilien*) beworben. Tatsächlich handelt es sich dabei allerdings nach unserer Einschätzung um spezialisierte Branchenaktienfonds, mit damit verbundenen höheren Risiken im Vergleich zu beispielsweise breiter streuenden internationalen Aktienfonds.

Zurück zu den Immobiliendachfonds! Sie können sich an den beschriebenen Zielfondsarten beteiligen und werden von dieser Möglichkeit je nach Risikamentalität des Immobiliendachfondsmanagements in unterschiedlichen Gewichtungen Gebrauch machen. Der konservative Teil des Portfolios entfällt dabei auf die Kasse des Immobiliendachfonds und die Anteile offener Immobilienfonds und Großanlegerfonds. Diesem Basisinvestment werden bei Bedarf je nach Markteinschätzung unterschiedliche Mengen an Immobilienaktienfonds beigemischt, um die Rendite des Fonds zu optimieren. Die Beteiligungsmöglichkeit an Immobilienspezialfonds wird differenziert gesehen. Während den einen der möglicherweise hohe Ertrag und die Transparenz reizvoll erscheinen, sind andere von der mangelnden Verfügbarkeit und der Angst, von den Mitinvestoren unter Umständen bei entscheidenden Fragen überstimmt zu werden, abgeschreckt.

Immobilienfondsdachfonds sind aus unserer Sicht eine Bereicherung des Fondsuniversums. Entscheidend kommt es darauf an, ihr Risikoprofil richtig einzuschätzen. Sie sind offensiver als die herkömmlich bekannten offenen Immobilienfonds, sollten angesichts dieser Tatsache in der Zukunft auch eine höhere Schwankungsbreite in der Kursentwicklung erwarten lassen. **Sie empfehlen sich als Beimischung in einem größeren Immobilienfondsportfolio zur Renditeoptimierung, denn sie lassen im langjährigen Schnitt einen höheren Ertrag als die meisten offenen Immobilienfonds erwarten.** Die Anbieter werden unseres Erachtens alles daran setzen, längere negative Wertentwicklungsphasen zu vermeiden. Es kann allerdings nicht ausgeschlossen werden, dass zwischenzeitlich die Erträge der offenen Immobilienfonds im Dachfondsportfolio durch Verluste der Beteiligungen an den Immobilienaktienfonds kannibalisiert werden.

Hedgefonds: Nutzen sie die nächste Chance?

Seitdem das „Investmentmodernisierungsgesetz“ 2004 die Voraussetzungen für Hedgefonds in Deutschland geschaffen hat, ist es den entsprechenden Produkten und Anbietern bis heute nicht gelungen, die gewünschte Akzeptanz zu erringen. Während sich institutionelle Investoren häufiger, aber nicht stark für Hedgefonds interessieren, bleiben private Anleger deutlich auf Distanz. Gründe gibt es viele:

Mystifizierung: Die Diskussionen zwischen Befürwortern und Gegnern schwanken zumeist zwischen Extremen. Während die einen davon träumen noch einmal wie George Soros Milliarden mit Spekulationen gegen das britische Pfund zu verdienen, warnen die anderen vor Schief lagen Marke „LTCM“ oder „Amaranth“, und sehen die Finanzmärkte von den Hedgefonds an den Rande des Abgrunds geschoben. Sachlich differenzierte Sichtweisen: Fehlanzeige. Ein schönes Beispiel für den pauschalen Stil dieser Diskussion lieferte der Präsident der BaFin vor einiger Zeit, als er erklärte, der nächste von den Hedgefonds ausgelöste Knall sei für ihn weniger eine Frage des „ob“, als vielmehr des „wann“.

Unzureichende Risikoklassifizierung der Hedgefonds: Bis heute entsteht beim überwiegenden Teil der mit Hedgefonds konfrontierten, fachlich unvorbelasteten Anlegerkreise der Eindruck, es handle sich grundsätzlich um Produkte der höchsten Risikoklassifizierung, um nicht zu sagen „Zockerfonds“. Wen wundert diese Sichtweise, wenn dank staatlicher Regelung der Schriftzug „... Totalverlust möglich“ die Verkaufsprospekte zieren muss.

Die bewusst angeordnete Abschreckung hat Konsequenzen. In diesem Zusammenhang wird die erforderliche Differenzierung der verschiedenen Strategien und der mit ihnen verbundenen Risiken vernachlässigt. Um es deutlich zu sagen, ein großer Teil der Hedgefonds geht kleinere Risiken ein als viele der spezialisierten herkömmlichen Fonds und Zertifikate.

Übrigens...

Staatliche Regulierung: Die „Totenkopfverordnung“ stellt aber nur eines der Probleme dar, die aus den aufsichtsrechtlichen Vorschriften resultieren. So dürfen Single-Hedgefonds z.B. nach wie vor nur von Finanzdienstleistungsinstituten vertrieben werden. Zudem reichen die Transparenzvorschriften teilweise soweit, dass viele ausländische Produkthanbieter dem deutschen Markt fern bleiben und die ersten Wirtschaftsprüfer Mandate für Hedgefonds ablehnen, weil sie sich mit den zu attestierenden Sachverhalten überfordert fühlen.

Bisher enttäuschende Wertentwicklung. Der Betrachtungszeitraum umspannt aus Sicht deutscher Anleger die Zeit von 2003, als die ersten ausländischen Lösungen in Deutschland Anwendung fanden, spätestens seit 2004, als heimische Lösungen angeboten wurden, bis heute. In dieser Zeit haben die meisten Single- und Dach-Hedgefonds mit ihren Renditen wenig überzeugen können. Das Niveau lag im Schnitt unterhalb der Erträge gut gemanagter offener Immobilienfonds. Was aus Sicht der Hedgefonds noch schlimmer war, sowohl die Aktien- als auch die Rentenfonds konnten im gleichen Zeitraum sehr ansehnliche Ergebnisse vorweisen, weshalb die Mehrheit der Marktteilnehmer wenig motiviert war, alternative Anlageinstrumente näher zu prüfen. Als besonders schwierig für die Hedgefondsstrategien erwies sich die in diesen Jahren zu beobachtende und historisch ungewöhnliche hohe Korrelation der unterschiedlichen Assetklassen. Selten war ein derartiger Gleichklang zwischen Aktien, Renten, Rohstoffen und Währungen der Emerging Markets zu beobachten. Und zwar sowohl in den Auf-, als auch in den Abwärtsbewegungen.

Erwartungshaltung: Viele Anbieter von Hedgefonds werfen den Anlegern eine unrealistische Erwartungshaltung gegenüber ihren Produkten vor. Nicht selten werden mit Hedgefonds die berühmten „eierlegenden Wollmilchsäue“ assoziiert. Sie sollen niedrige Korrelationen zu den herkömmlichen Anlageklassen aufweisen und bei steigenden und bei fallenden Kursen an den Märkten stabile und vergleichsweise hohe Renditen erwirtschaften. Die Kritik ist berechtigt! Leider wird aber übersehen, wer diese Erwartungshaltung geweckt und geschürt hat. Sie wurde von der Hedgefondsindustrie in ihren Anfängen selbst ausgelöst, als in Informationsunterlagen und Verkaufsgesprächen mit derartigen Argumenten zu punkten versucht wurde.

Zählt man zu den genannten Problemen noch die zumeist eingeschränkte Liquidität der Hedgefonds und die vergleichsweise hohen Gebührenstrukturen hinzu, rundet sich das Bild ab. Angesichts der Tatsache, dass sich Hedgezertifikate in Deutschland ungleich besser vertreiben lassen als Hedgefonds, muss angenommen werden, dass die häufig eingeschränkte Verfügbarkeit der in Hedgefonds investierten Gelder von vielen Marktteilnehmern als unflexibel empfunden wird. Erforderlich werden die Fristen unter anderem in Folge von Fremdkapitalhebelungen. Bei den Kosten steht sich die Hedgefondsindustrie selbst im Weg. Verwaltungsgebühren um die 2% und weitere Erfolgsbeteiligungen summieren sich in Single- und noch mehr in Dach-Hedgefonds nicht selten zu mehr als 4% ,die die Bruttorendite kannibalisieren.

Fazit: Viele der Problemstellungen ließen sich lösen. Das Marktumfeld wird vielleicht schon 2007 den Hedgefondsstrategien mehr entgegenkommen. Wenn Aufsichtsbehörden und Anbieter die Gunst der Stunde nutzen, die eine oder andere Überregulierung beseitigt wird, Imagekampagnen wie die der „Heuschrecken“ unterbleiben und die Kostenspirale etwas gebremst wird, könnten die Hedgefonds einen anderen als den bisher erlangten Stellenwert erreichen.

Mit freundlichen Grüßen



Marten Jeschke

Informationen erhalten Sie bei:

TOP Investment GmbH

Gut Linden

D-82390 Eberfing

Tel.: +49 (0)180-500 99 01

Fax: +49 (0)180-500 99 02

e-Mail: Post@TOP-Investment.info



Die Übrigens... erscheint bei **Drescher & Cie** Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH, Postfach 2165, 53744 Sankt Augustin. Trotz sorgfältiger Auswahl und Zusammenstellung kann für die Richtigkeit des Inhalts nicht gehaftet werden. Die gemachten Angaben können ein Beratungsgespräch nicht ersetzen und sind kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren. Allein verbindliche Grundlage ist der jeweils gültige Verkaufsprospekt! Kein Teil der Übrigens... darf (auch auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert oder nachgedruckt werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verleger. (c) 2006 Drescher & Cie GmbH

Übrigens...