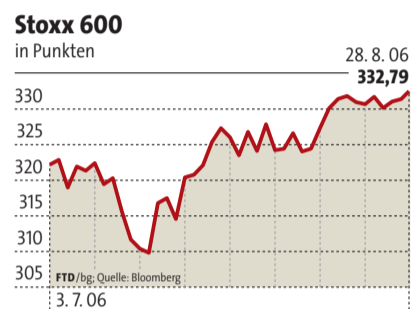


MONTAG	INVESTMENTFONDS
DIENSTAG	MÄRKTE & TRENDS
MITTWOCH	DERIVATE
DONNERSTAG	IMMOBILIEN
FREITAG	GELD & BÖRSE

### Anleger ignorieren zunehmende Risiken

Es hat den Anschein, als würden Investoren den weltweit wachsenden Krieg- und Terrorrisiken keine Beachtung schenken. Trotz Krieg im Libanon, Bombengefahr in Deutschland, dem versuchten Anschlag in Großbritannien und der anhaltenden Auseinandersetzung mit dem Iran stieg der Dow Jones Stoxx 600 Index zwischen dem 11. Juli und dem 10. August um 0,5 Prozent. Der Ölpreis legte ebenfalls 0,5 Prozent zu, und die Unze Gold verteuerte sich 3,2 Prozent. Das Edelmetall gilt in Krisenzeiten als sicherer Hafen für Investoren. Nach Ansicht von Bob McKee, Chefvolkswirt bei Independent Strategy in London, preisen Investoren die Risiken einer immer gefährlicheren Welt nicht ausreichend ein. „Institutionelle Investoren sind häufig zu kurzfristig eingestellt, um auf geopolitische Schocks zu reagieren“, sagt McKee, dessen Gesellschaft



mehr als 100 Institutionen, Unternehmen und Regierungen bei Kapitalanlagen berät. „Privatanleger mit ihren Rentenkonten sind demgegenüber oft zu passiv und langfristig eingestellt.“ Sollte es zu einer richtigen Katastrophe kommen, die sie aufrüttelt, wird das laut McKee voraussichtlich zu einer überaus heftigen Reaktion führen. Die Finanzmärkte preisen derzeit allerdings alles andere ein als ein apokalyptisches Szenario. So schloss der Volatility Index der Chicago Board Options Exchange vergangene Woche bei 12,31 Punkten. Der Index zeigt an, mit welcher Volatilität gerechnet wird. In ihm fließen die Preise für Optionen auf den US-Leitindex S&P 500 ein. Der Index notiert 9,4 Prozent unter seinem Jahresschnitt und knapp halb so hoch wie zu seinem Jahreshoch bei 23,81 Punkten am 13. Juni.

### Umsätze geschlossener Fonds rückläufig

Im ersten Halbjahr 2006 haben die Initiatoren geschlossener Fonds 5,1 Mrd. € Eigenkapital eingesammelt. Das hat Analyst Stefan Loipfinger ermittelt. Die Summe ist rund 1 Mrd. € niedriger als im Jahr zuvor, was Loipfinger mit Vorzieheffekten auf Grund der ab 1. Juli 2005 vorgeschriebenen BaFin-Gestattung erklärt. Seitdem muss die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht jeden Verkaufsprospekt prüfen und genehmigen. Im Vergleich zu den ersten drei Monaten dieses Jahres stieg der Umsatz von April bis einschließlich Juni um rund 50 Prozent. Besonderen Anteil daran hatten die Immobilienfonds, wobei Beteiligungen im Ausland gefragt sind als Fonds mit deutschen Objekten. Ganz oben in der Gunst der Anleger stehen in diesem Jahr US-Immobilien. Das verwundert insofern, als der Großteil der US-Fonds in riskante Entwicklungsmodelle und Dachfonds investiert. Rund jeder vierte investierte Euro floss bislang in Schiffe. Vor allem die an der Börse notierten Emissionshäuser MPC und HCI steigerten im zweiten Quartal ihren Umsatz. Ebenfalls beliebt sind Beteiligungen an Private-Equity-Fonds. In diesem Segment rechnet Loipfinger Ende des Jahres mit 1,7 Mrd. € Eigenkapital, was einen Rekord bedeuten würde. Gelitten haben dagegen die Umsätze der IV-Zweitmarktpolicen. Mit rund 400 Mio. € investierten Anleger ein Drittel weniger als im ersten Halbjahr 2005. Die Initiatoren haben zunehmend Probleme, ausreichend Policen zu rentablen Preisen zu bekommen. Vor dem Hintergrund der ermittelten Zahlen geht Loipfinger von einem Gesamtergebnis in Höhe von 9 bis 10 Mrd. € Eigenkapital im Jahr 2006 aus (2005: 12,3 Mrd. €). Allerdings räumt der Analyst ein, dass ein Teil seiner Ergebnisse auf Schätzungen beruht. So haben große Emissionshäuser wie Atlantic, Bankhaus Wölbner, Hannover Leasing und König & Cie. keine Quartalszahlen geliefert. MARKUS GOTZI

# Hochzinsanleihen droht Rückschlag

Experten warnen Anleger vor Einstieg Konjunkturertrübung und Euro-Anstieg belasten Bonds

VON YASMIN OSMAN

Trotz der beachtlichen Gewinne der letzten Jahre warnen Analysten und Fondsmanager zunehmend vor einem Einstieg in den Markt für Hochzinsanleihen. „Wenn man nicht bereits in Hochzinsanleihen investiert ist, bietet sich derzeit kein günstiger Einstiegsmoment“, sagt Martin Engstler, Portfoliomanager Renten von HSBC Trinkaus Capital Management. Auch Jochen Felsenheimer, Leiter Kreditstrategie der HypoVereinsbank, bewertet den Zeitpunkt für einen Einstieg als ungünstig.

Es sind mehrere Faktoren, die den Experten Sorgen bereiten. Zum einen warnen Rating-Agenturen vor einer Verschlechterung der Bonitätsnoten bei Unternehmen. Beispiele dafür gibt es bereits in Deutschland: So senkte Standard & Poor's (S&P) vergangene Woche das Rating des Spezialchemiekonzerns Cognis von „B+“ auf „B“. S&P begründete dies mit gestiegenen Rohstoffkosten und schlechteren Finanzkennziffern. Beim Automobilzulieferer Schefenacker brachen die Anleihekurse nach schwachen Quartalszahlen und einer Senkung der Ergebnisprognosen ein.

Die Beispiele zeigen, dass das wirtschaftliche Umfeld für viele Unternehmen schwieriger geworden ist. „Es war bislang so gut, dass es sich eigentlich nur eintrüben konnte“, sagt Jan Holthusen, Leiter Zinsstrategie der DZ Bank. In den vergangenen zwei Jahren hatten die Firmen von der Konjunkturerholung und von niedrigen Zinsen profitiert. Dank niedriger Ausfallraten lockten die Renditeaufschläge der bonitätschwächeren Firmen auch vorsichtige Anleger in den Markt.

Probleme drohen aber von der Konjunkturseite. „Angenommen, die Wachstumsraten in Europa erreichen nicht mehr zwei Prozent, dann wird es für viele Unternehmen schwierig“, warnt daher Felsenheimer. Zudem seien zahlreiche europäische High-Yield-Unternehmen stark exportgetrieben. „Für sie wäre es also auch problematisch, wenn der Euro aufwertet.“ Doch genau damit ist nach Ansicht vieler Devisenmarktexperten in den nächsten Monaten zu rechnen. Denn in den USA wird mit einem Ende der Leitzinserhöhungen gerechnet, während die Europäische Zentralbank ihre Schlüsselsätze vorerst weiter erhöhen dürfte. Die sinkende Zinsdifferenz sollte daher den Euro stärken.



**Düsterer Ausblick I** Im Februar senkte Standard & Poor's (S&P) die Bonitätsnote des Rüstungskonzerns Heckler & Koch auf „B-“. Grund war der erreichte Verschuldungsgrad. Das Unternehmen nahm zusätzliche Schulden auf – zum Teil, um Zahlungen an die Aktionäre zu finanzieren –, obwohl das Geschäft 2006 vor Herausforderungen steht.

**Düsterer Ausblick II** Der Automobilzulieferer Schefenacker musste seine Gewinnprognosen reduzieren. Das Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen wird unter dem Niveau von 2005 liegen. Das könnte dazu führen, dass der Konzern bestimmte Finanzschutzklauseln nicht einhalten kann. Der Bond, der nach schwachen Quartalszahlen schon auf 70 Prozent seines Nennwerts gerutscht war, brach um 20 Prozentpunkte ein und notierte am Freitag bei der Hälfte seines Nennwerts. Das S&P-Rating liegt bei „B-“.



**Fette Gewinne** Am Markt für Hochzinsanleihen war in den vergangenen Jahren viel Geld zu verdienen. Das zeigt die Entwicklung des Merrill Lynch European Currency High Yield Index. Selbst in diesem Jahr warfen Bonds, deren Kreditwürdigkeit unter der Note „BBB-“ liegt, mehr ab als konservative Staatsanleihen. Doch das Umfeld trübt sich ein.



Durch die steigenden Zinsen wird aber nicht nur die Refinanzierung teurer. „Die Zinsniveaus für risikoärmere Alternativen sind gestiegen und damit attraktiver geworden“, erläutert Holthusen. Dies sei tendenziell negativ für Hochzinsbonds, da die Gefahr besteht, dass Anleger Gelder umschichten. Zudem habe sich bei den Unternehmen eine aktionärsfreundlichere Tendenz durchgesetzt. Auch das schrecke Bondbesitzer ab. Zum Zitterthema dürften zusätzlich die Ausfallraten werden. Vor allem Unternehmen, die von Finanzinvestoren übernommen wurden, sind hoch verschuldet. Zuletzt genehmigten sich Private-Equity-Firmen sogar häufig Ausschüttungen, die über den Fremdkapitalmarkt finanziert wurden. Mittlerweile sind die Verschuldungsgrade beängstigend hoch.

„Wenn sich die optimistischen Schätzungen, mit denen die hohen Verschuldungsgrade gerechtfertigt werden, nicht realisieren lassen, könnte dies zu Problemen führen“, sagt Engstler. „An vielen Neuemissionen haben wir uns nicht beteiligt“, sagt Roman Gaiser, Portfoliomanager von Threadneedle Investment Asset Management. Auch die Rating-Agenturen warnen angesichts der niedrigen Ratings vieler neuer Bonds vor steigenden Zahlungsausfällen in den nächsten zwei bis drei Jahren. Dann könnte auch die gute Stimmung kippen.

„Ein größerer Zahlungsausfall oder massive Konjunktursorgen könnten zum Auslöser dafür werden, dass Anleger die Reißleine ziehen“, warnt Engstler. Andere High-Yield-Experten verweisen auch sorgenvoll auf den Aktienmarkt. Dort seien die Anleger schon vorsichtiger geworden: „Zwar haben zwei Drittel der Unternehmen die Ergebniserwartungen übertroffen, doch die positiven Kursreaktionen fielen gering aus“, sagt ein Londoner Fondsmanager.

Zuversichtlicher ist DWS-Fondsmanager Per Wehrmann, der nur mit einem leichten Anstieg der Renditeaufschläge rechnet. Er erwartet bis Ende 2007 einen Anstieg der Ausfallraten auf 2,7 Prozent und geht davon aus, dass Anleger erst bei einem Niveau von vier Prozent nervös werden. Als störend empfindet Wehrmann allerdings, dass es immer weniger neue Anleihen gibt, diese dafür immer größer werden – eine Folge der fremdfinanzierten Übernahmen von Finanzinvestoren. „Dem Markt fehlen die kleineren Transaktionen von Mittelständlern, die eine größere Diversifizierung erlauben würden.“

### FTD/FERI-UMFRAGE

## Bonds steigen in der Gunst der Profis

VON ELISABETH ATZLER

Die deutschen Profianleger wenden sich verstärkt Anleihen zu. Sie blicken im August so optimistisch auf den Rentenmarkt wie noch nie seit Start der Feri/FTD-Umfrage vor gut zwei Jahren. Die Zuversicht zeigt sich auch bei den Investitionen: Die Anleihekäufe erreichten einen Höchststand. Am Aktienmarkt weicht ebenfalls die Skepsis, und die Anleger beginnen, ihre Aktienquote wieder etwas aufzustoßen. Nach der jüngsten Phase der Zurückhaltung wagen sich die Investoren nun hervor. Sie mindern ihre Liquidität deutlich stärker als in den Vormonaten.

Dies sind die wichtigsten Ergebnisse der aktuellen Umfrage von Feri Rating & Research und der FTD. Seit Juli 2004 befragt die Beratungs- und Rating-Gesellschaft Feri Finance Group monatlich Profianleger. An der August-Umfrage beteiligten sich 78 Altersversorger, Genossenschaftsbanken und Sparkassen, Industrieunternehmen sowie Versicherer. Sie verwalten zusammen ein Vermögen von rund 335 Mrd. €.

Im August steigt der Erwartungsindikator für Renten auf 19, den mit Abstand höchsten Wert seit Umfragebeginn. Das bedeutet, dass 31 Prozent der Befragten gemessen

am Deutschen Rentenindex REX auf Sicht von sechs Monaten mit steigenden Anleihekursen rechnen und gut zwölf Prozent mit fallenden. Der Rest erwartet unveränderte Kurse. Bis zum vergangenen Mai waren die Erwartungen an den Anleiheindex per saldo in allen Monaten negativ gewesen. Im Mai und Juni lag der Indikator bei null, im Juli drehte er mit dem Wert neun erstmals ins Plus.

### „Man muss die Liquidität unterbringen“

Geschäftsführer einer Anlagegesellschaft

Besonders Industrieunternehmen, gefolgt von Versicherern und Banken, gehen von steigenden Anleihekursen aus. Altersversorger rechnen mit schwächeren Notierungen.

Auslöser für den Stimmungsumschwung waren Anzeichen einer Konjunkturabschwächung in den USA, was sich auch auf die europäische Wirtschaft und damit auf die dortigen Renten auswirken dürfte. Erst in der vergangenen Woche sorgten eine Serie schwacher US-Konjunkturdaten sowie moderate Inflationszahlen für Kaufbereitschaft am Anleiheindex. Selbst die Zinsanhebung der Europäischen Zentralbank (EZB) Anfang August und eine mögliche weitere Erhöhung des Leitzinses im Oktober hält die Investoren derzeit nicht von Anlagen in Anleihen ab.

Der Umschichtungsindikator für Anleihen, der sich aus geplanten und realisierten Käufen sowie Ver-

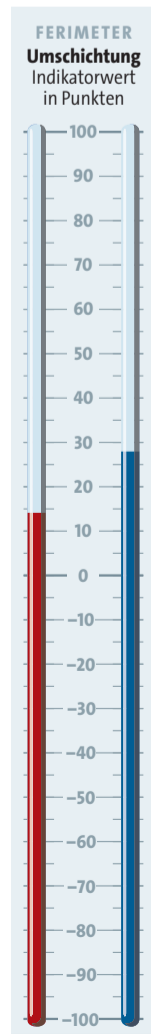
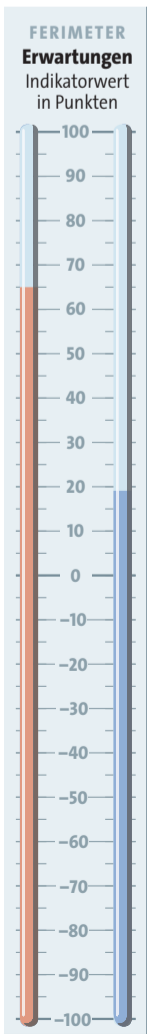
käufen zusammensetzt, erreicht mit 28 ebenfalls einen Rekord. Damit schließt sich die Lücke zwischen Erwartungen und Umschichtungen weiter. Bis zum Frühjahr hatten die Investoren per saldo Anleihen gekauft, obwohl sie mit fallenden Kursen rechneten. Die stärksten Käufer sind Altersversorger und Versicherer.

Ein weiterer Grund für den Run auf Anleihen könnte der Investitionszwang sein. „Man muss die

Liquidität unterbringen“, sagt der Geschäftsführer einer Anlagegesellschaft. Nach dem Kursrutsch im Mai/Juni hatten die Investoren sich mit Aktienkäufen deutlich zurückgehalten und zeitweise relativ wenig Liquidität abgebaut. Im August erreicht der entsprechende Umschichtungsindikator den Rekordwert von minus 35, was eine hohe Anlagebereitschaft der Befragten Anleger signalisiert.

Am Aktienmarkt wächst die Zuversicht im August leicht: Der Erwartungsindikator, der sich am europäischen AuswahlindeX Stoxx 50 orientiert, klettert von 64 im Vormonat auf 65. 71 Prozent erwarten steigende Aktienkurse, sechs Prozent fallende Kurse. Der Rest geht von einer Seitwärtsbewegung aus.

Die Anleger wagen sich auch bei Aktienkäufen wieder etwas hervor: Der Umschichtungsindikator legt von 10 auf 14 zu. Die einzelnen Investorengruppen agieren allerdings sehr unterschiedlich: Industrieunternehmen und Banken stocken den Bestand an Anteilscheinen deutlich auf. Der Umschichtungsindikator liegt bei 23 beziehungsweise 21. Bei Altersversorgern erreicht der Wert 15. Versicherer hingegen trennen sich von Aktien (minus drei). Europas Börsen hatten sich zuletzt weiter von den jüngsten Kursverlusten erholt, notieren aber bei weitem noch nicht auf dem Niveau vom April.



► Zum 26. Mal haben die Beratungsgesellschaft Feri und die FTD Profianleger befragt.

► Das linke Ferimeter zeigt die Markterwartungen für Aktien und Renten in den nächsten sechs Monaten. Großer Optimismus drückt sich durch einen Skalenerwartungswert nahe +100 aus und umgekehrt.

► Das rechte Ferimeter zeigt die Umschichtungen. Geplante Investments auf Sicht von sechs Monaten (zu zwei Dritteln gewichtet) und erfolgte Anlageänderungen fließen ein. Nähert sich der Wert +100, wird viel Kapital umgeschichtet.

	AKTIEN		RENTEN	
	Aug	Juli	Aug	Juli
Erwartung	+65	+64	+19	+9
Umschichtung	+14	+10	+28	+23

● ● Aktien ● ● Renten

### STRATEGIE

## Auf den Kopf gestellt



Die Bundesregierung versucht, mit der geplanten Unternehmenssteuerreform die „Naturgesetze“ auf den Kopf zu stellen. Sie will die steuerliche Attraktivität des Standorts Deutschland verbessern, ohne den größten Teil der Unternehmen wirklich zu entlasten. So profitieren vor allem ertragsstarke Unternehmen mit geringer Ergebnisvolatilität und einer starken Eigenkapitalbasis. Unternehmen dagegen, die sich ohnehin bereits in einer angespannten Gewinnsituation befinden, laufen sogar Gefahr in ihrer Substanz besteuert zu werden. Die Ertragsteuer würde damit zu einer Vermögenssteuer. Betroffen wären hiervon vor allem zyklische sowie junge, innovative Firmen. Auf der Habenseite ist lediglich zu verbuchen, dass die deutschen Unternehmen in den vergangenen Jahren ihre Hausaufgaben gemacht, ihre Bilanzen „repariert“ und den Verschuldungsgrad deutlich gesenkt haben. Eines ist jedoch sicher: Die nächste Gewinnrezession wird kommen, und für den Aktienmarkt hätte die Reform dann eine prozyklische, den Abwärtstrend verstärkende Wirkung. Weitestgehend außer Acht gelassen wurden bislang die indirekten Auswirkungen der Reform auf die Absatzmärkte. So wird sich die Kreditwirtschaft auf eine strukturell sinkende Nachfrage nach Fremdkapitalfinanzierungen einstellen müssen. Die geplante „Leasingsteuer“ wird nicht ohne Auswirkungen auf die Autoindustrie bleiben. Weitere Leidtragende wären der deutsche IPO-Markt (höhere Risikoprämie für junge Firmen), der geplante deutsche REIT-Markt (sinkende Attraktivität von Sale-and-Lease-back-Transaktionen) und die Private-Equity-Branche (höhere Rekapitalisierungskosten). Schade, schade. Die Spielräume für eine echte Reform sind angesichts sprudelnder Steuereinnahmen so gut wie lange nicht mehr. Wie wäre es etwa mit einer steuerlichen Abzugsfähigkeit von Eigenkapitalzinsen?

HENDRIK GARZ ist Chefstrategie Deutsche Aktien bei der WestLB.