

Handelszeitung - Nachricht (Rich Text)

Adressat: handelszeitung

Betreff: Marktstatistik / Ratings / UBS / Staatsanleihen-Blase

## Liebe Anleger

Das Aktienjahr 2008 wird mit einem Rückgang des **Swiss Market Index** von über 35% in die Geschichtsbücher eingehen. Lediglich die Jahre 1931 und 1974 waren noch schlechtere Aktienjahre. Das gibt den einen schon wieder Hoffnung: Gemäss den Analysten der Zürcher Kantonalbank stehen die Chancen rein statistisch gesehen nicht schlecht, dass 2009 eine positive Performance resultieren wird: «Es kommt sehr selten vor, dass gleich zwei Jahre hintereinander deutliche Rückgänge an den Aktienmärkten zu verzeichnen sind», so das Fazit der Experten. Fahrlehrer würden dagegen monieren, dass man sich nicht allein auf den Blick in den Rückspiegel verlassen kann, wenn man in eine neue Strasse einbiegt.

Die Ratingagentur **Standard & Poor's** jedenfalls mag dem kommenden Jahr nicht trauen. Sie hat jüngst mehrere Finanztitel in ihren Bonitätsrating herabgestuft, darunter etwa **Goldman Sachs, UBS, Deutsche Bank** und **Morgan Stanley**. Die Agentur verwies auf wachsende Risiken in der Finanzbranche und den sich weltweit abzeichnenden Konjunkturabschwung. Jüngst hatte Goldman Sachs ihren ersten Quartalsverlust seit Börsen-

gang vorgelegt. Auch Morgan Stanley musste im 4. Quartal Verluste bekannt geben.

Andere Banken haben aber offenbar noch genügend Mittel, um gestrauchelten Kollegen aus der Patsche zu helfen. So übernimmt **JP Morgan** von der Investmentbank der **UBS** deren globales Softcommodities-Geschäft sowie das kanadische Rohwaren-Business. Die UBS behält dagegen den Bereich der Rohstoff-ETF weiter für sich - wenigstens hier scheint es vorläufig nicht zu den Fondsschliessungen zu kommen, die in den letzten Tagen die Anleger umgetrieben hatten. Im Gerede ist hier auch die UBS-Konkurrentin **Credit Suisse**, die offenbar kurz vor dem Verkaufsabschluss ihres globalen Fondsgeschäfts stehen soll. Dagegen dürfte der Fonds-Inlandbereich bei der Grossbank verbleiben.

Um das Inland, sprich den Schweizer Retailkunden, bemüht sich auch die UBS: Vor wenigen Tagen erhielten die Kunden einen weiteren Entschuldigungsbrief, von VR-Präsident Peter Kurer und CEO Marcel Rohner persönlich unterzeichnet. Doch fast zeitgleich erfolgte dann die Retourkutsche: Die UBS senkt die Zinsen für die **Spar- und Euro-Konten** teilweise drastisch. Noch per 1. November hatte die UBS die Zinsen für Sparkonti von 0,875 auf 1% erhöht. Damals hiess es, man wolle den Kapitalabfluss aufhalten und Kundengelder zurückgewinnen. Nur wenige Wochen später sinken die Sparkontozinsen auf 0,5%. Die UBS reagiere mit diesem Entschluss auf das gesunkene Zinsniveau am Geld- und Kapitalmarkt. Ob die kurzlebige Zinserhöhung für den gewünschten Effekt auf die Spargelder gesorgt hat, ist nicht bekannt.

In der Zwischenzeit hat die UBS allerdings gewichtigere Investoren gefunden: Die Grossbank soll nun von den Kantonal- und Regionalbanken wieder Geld erhalten. Unter Vermittlung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) wurde ein Durchbruch im stockenden Interbanken-Geldmarkt erzielt. Benutzt werden Pfandbriefe unter Verpfändung von UBS-Hypotheken. Die UBS verpfändet erstklassige Schweizer Hypotheken im Wert von vorerst rund 2 Mrd Fr. bei der **Pfandbriefbank** der schweizerischen Hypothekarinstitute, und diese gibt dann entsprechende Pfandbriefe aus. Gezeichnet werde diese von der Zürcher Kantonalbank (ZKB), der Raiff-

eisen-Gruppe sowie der PostFinance. Mit der gefundenen Lösung kann sich die UBS längerfristig zu attraktiven Zinsen refinanzieren.

Geld fliesst auch den USA zu, und zwar so günstig wie noch selten: US-Staatsanleihen sind bei Anlegern derart gefragt, dass 1-Monats-Papiere zu 0% Zinsen ihre Abnehmer finden. Denn Sicherheit ist für beunruhigte Investoren weiterhin das oberste Gebot. Das führt auch dazu, dass die rauen Mengen Neuausgaben vom Markt weiterhin angenommen werden. Goldman Sachs schätzt, dass bald 2 Bio Dollar an neuen **Staatsanleihen** auf den Markt geworfen werden. Das dürfte über kurz oder lang zu Kurseinbrüchen führen, da die hohen Bewertungen mittlerweile auf den gleich hohen Niveaus wie die Technologiewerte vor dem Platzen der Internetblase angelangt sind.

Bis zur übernächsten Woche, Ihr

**John Dow**

Für Ihre Beobachtungen, Erfahrungen und Fragen schreiben Sie bitte an: johndow@handelszeitung.ch

**AKTIEN-TIPP**

**Telekom-Aktien: Mässiges Risiko, hohe Rendite**



**ANDREAS M. E. LUSSER**

**France Télécom (FTE): Kaufen**  
Mit einem Betriebs-Cashflow von knapp 8 Mrd Euro aus einer breiten Mischung von Festnetz, Mobilkommunikation und Internet steht France Télécom gut da. Insbesondere ist es den Franzosen gelungen, mit Orange eine weltweite Präsenz aufzubauen und sich in wichtigen Zukunftstechnologien gut zu positionieren. **Risiko:** Seit 2002 konnte der Schuldenberg von fast 70 Mrd auf rund 38 Mrd Euro abgebaut werden. Der Titel ist zwar kein Schnäppchen, aber das Verhältnis zwischen einem moderaten Risiko aufgrund des stabilen Cashflows und der Rendite, die sich weit über derjenigen der sicheren Anleihen befindet, machen den Titel trotzdem attraktiv.

Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.)	81
Dividendenrendite (in %)	7.1
Ausschüttungsquote (in %)	65
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2010	9.2
Performance 2008 (in %)	-19

**Vodafone (VOD): Kaufen**  
Als weltweit führendes Mobilfunkunternehmen ist man bei Vodafone Erfolge gewohnt und litt doppelt unter dem sinkenden Kurs und den Auseinandersetzungen zwischen Chris Gent, dem Ex-Chef und Ur-Architekten des Erfolges, und dem heutigen CEO, Arun Sarin. Operativ ist die Gesellschaft weiterhin sehr erfolgreich, wie die Halbjahreszahlen deutlich gezeigt haben, und unterbewertet. **Risiko:** Der Verzicht von Gent auf sein lebenslanges Ehrenpräsidium, verbunden mit dem Rücktritt der letzten Vertreter seiner Crew, kann in den nächsten Wochen auch im Aktionariat für eine Bereinigung und damit zu erhöhter Volatilität führen.

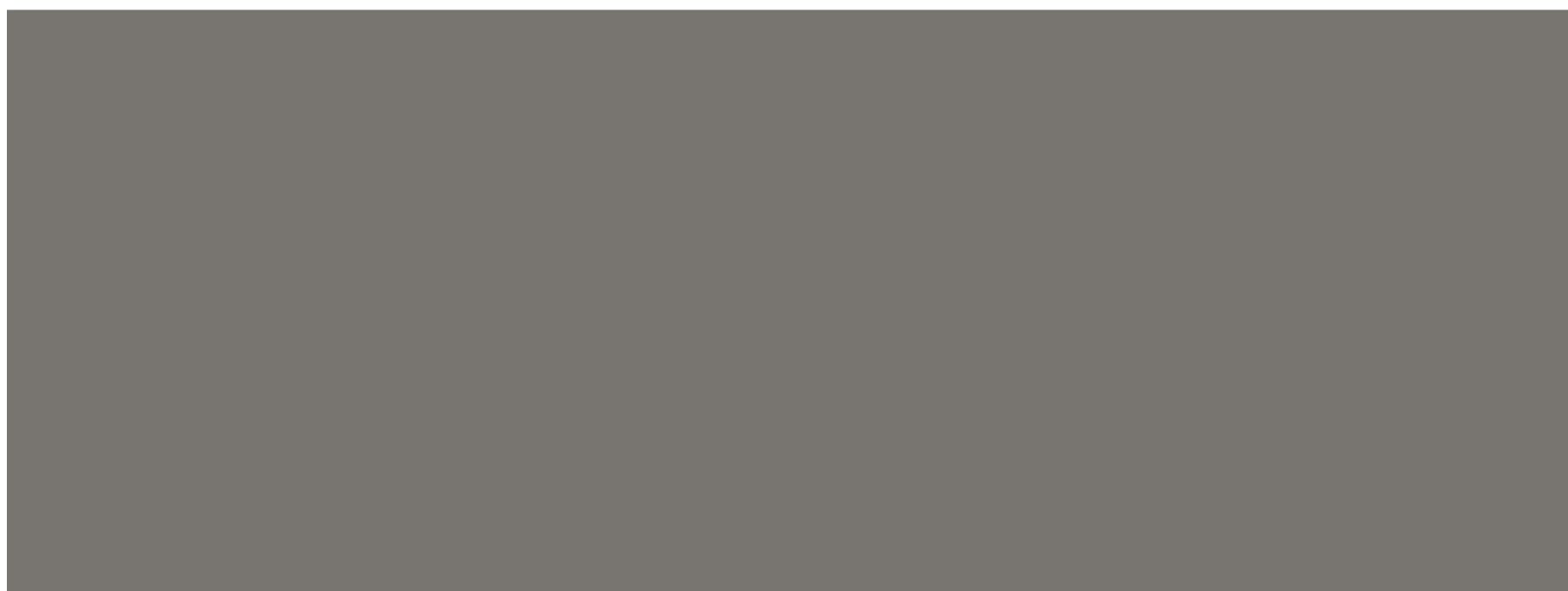
**Astrazeneca (AZN): Kaufen**  
Der schwedisch-britische Pharmakonzern ist speziell in wachstumsstarken Segmenten, wie Krebs-, Herz-, Gefäss- und Magendarmkrankungen, sehr gut positioniert. Der Gewinn pro Aktie lag im 3. Quartal 32% über dem Vorjahreswert und hat der Aktie zu einem Sprung verholfen. Nachdem sich der Kurs nun normalisiert hat, erhält man wieder viel Cashflow und Dividende fürs Geld. **Risiko:** Das Fremdkapital von 30 Mrd Dollar ist durch den Betriebs-Cashflow von rund 8 Mrd Dollar gedeckt, eine Wachstumsverlangsamung muss angesichts der Marktverhältnisse aber erwartet werden.

Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.)	114
Dividendenrendite (in %)	6.1
Ausschüttungsquote (in %)	51.8
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2010	8.5
Performance 2008 (in %)	-31

**Astrazeneca (AZN): Kaufen**  
Der schwedisch-britische Pharmakonzern ist speziell in wachstumsstarken Segmenten, wie Krebs-, Herz-, Gefäss- und Magendarmkrankungen, sehr gut positioniert. Der Gewinn pro Aktie lag im 3. Quartal 32% über dem Vorjahreswert und hat der Aktie zu einem Sprung verholfen. Nachdem sich der Kurs nun normalisiert hat, erhält man wieder viel Cashflow und Dividende fürs Geld. **Risiko:** Das Fremdkapital von 30 Mrd Dollar ist durch den Betriebs-Cashflow von rund 8 Mrd Dollar gedeckt, eine Wachstumsverlangsamung muss angesichts der Marktverhältnisse aber erwartet werden.

Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.)	64
Dividendenrendite (in %)	5
Ausschüttungsquote (in %)	37.3
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2010	7.5
Performance 2008 (in %)	22

Andreas Lusser, CEO Researchfirma www.thescreeener.com



Trügerisches Strandidyll: Zahlreiche Hedge-Fonds haben ihr Domizil auf die Cayman Islands verlegt, weil sie dort nur einer minimalen Regulierung unterliegen. Jetzt drohen Pleiten.

# Rauswurf aus dem Renditeparadies

**HEDGE-FONDS** Hunderte der einst performance-starken Vehikel sind durch die Finanzkrise in ihrem Überleben gefährdet. Ein Massensterben würde auch die Investoren hart treffen.

CARSTEN LOOTZE

Andrew Lahde machte den Abschied kurz. «Bei allem Respekt: Ich steige aus», schrieb der US-Hedge-Fonds-Manager seinen Anlegern letzten Oktober. «Ich werde nicht länger Geld für andere Menschen oder Institutionen verwalten.» Lahde galt als einer der Besten der Branche; die «Financial Times» hatte ihn kürzlich zu einem der erfolgreichsten Manager der vergangenen zwei Jahre gekürt.

Millionen Anleger dürften bald ähnliche Abschiedsbriefe erhalten. Denn Analysten und die Branche selbst gehen davon aus, dass mindestens 20% aller Hedge-Fonds weltweit vom Markt ver-

schwinden werden. «Meiner Meinung nach wird sich die Grösse der Branche um die Hälfte oder gar zwei Drittel reduzieren», sagt Hedge-Legende George Soros.

Die Gründe dafür sind etwa die hohen Mittelabflüsse: 650 bis 700 Mrd Dollar werden Anleger 2008 insgesamt aus Hedge-Fonds abziehen, schätzt der New Yorker Börsenmakler Empirical Research Partners. Anfang des Jahres verwaltete die Branche nach Angaben des Datenanbieters Hedge Fund Research (HFR) knapp 2000 Mrd Dollar. Das würde bis Ende Dezember rund ein Drittel weniger Kapital bedeuten. Die Kapitalflucht dürfte 2009 anhalten. Das Analysehaus Bernstein Research hat Hedge-Fonds-Anbieter gefragt, ob die Abflüsse weitergehen werden. Rund 60% der Befragten schätzen, dass aktuell erst 50% der Abflüsse oder sogar noch weniger erfolgt sind.

**Schmerzhaftes Deleveraging**

Wegbrechende Einnahmen sind die Folge von Anlegerschwund und schlechter Performance. Denn Hedge-Fonds haben zwei Haupt-

lösquellen: Jährliche Verwaltungsgebühren von rund 2% des Anlagebetrags und performanceabhängige Gebühren von im Schnitt 20% der Rendite. Ohne positive Wertentwicklung können die Fonds keine Performancegebühren berechnen. Zudem sinken die Einnahmen aus Verwaltungsgebühren, die von der Höhe des verwalteten Kapitals abhängen.

Die Gebührenauffälle dürften andauern. Denn: Hat 2008 ein Fonds 30% Wertverlust erlitten, müsste er 2009 und 2010 je 20% Zuwachs erzielen, damit der Anteilswert einen neuen Rekord erreicht - Voraussetzung dafür, dass eine Performancegebühr fällig wird. «Das wird viele Anbieter zwingen, abzuwägen», sagt Citigroup-Stratege Tobias Levkovich. Einige Fondsmanager werden sich entschliessen, ihre Geschäfte aufzulösen.

Auch das Deleveraging trifft die Branche hart. Dieser Prozess bedeutet, dass sich Hedge-Fonds ebenso wie andere Unternehmen

entschulden müssen. In den vergangenen Jahren haben die Fonds zusätzlich zum Anlegerkapital günstige Kredite aufgenommen. Mit diesem «Hebel» (Leverage) konnten sie ihre Gewinn- und Verlustchancen erhöhen.

Doch im Zuge der Kreditkrise haben die Banken ihre Kreditlinien gekürzt oder gestrichen. Daher können die Fonds nur noch geringere Hebel als früher ansetzen. Das Deleveraging ist noch nicht abgeschlossen. Bernstein Research gegen-

**In einem Jahr dürften nur noch 70 Prozent der Vehikel übrig bleiben.**

über haben 37% der befragten Hedge-Fonds-Manager angegeben, sie hätten den Prozess aktuell höchstens zur Hälfte durchlaufen. Eine Marktberreinigung wird das Ergebnis schwindender Investoren, sinkender Einnahmen und fehlenden Fremdkapitals sein. Von 1999 bis 2007 sind jährlich etwa 4 bis 6% der Hedge-Fonds weltweit vom Markt verschwunden, zeigen Zahlen des Datenanbieters Hennessee Group. Damit wird es diesmal nicht getan sein.

Aktuell gibt es HFR zufolge weltweit rund 3100 Hedge-Fonds. Marktbeobachter schätzen die tatsächliche Zahl aber weitaus höher ein, da die Fonds zumeist auf kleinen Karibikinseln wie den Cayman Islands beheimatet sind, wo sie keinerlei Aufsicht unterliegen. Lyxor geht von rund 7000 Produkten aus. Wie viele davon wird es in einem Jahr noch geben? Credit Suisse geht von rund 70% aus.

**Grosser Einfluss auf die Kurse**

Das muss auch die Anleger von «traditionellen» Investments interessieren. Denn die Hedge-Fonds-Pleiten werden den gesamten Aktien-, Anleihe- und Rohstoffmarkt treffen. Schon die Kurseinbrüche der letzten Monate gingen teils aufs Konto von Hedge-Fonds. Diese verkauften Papiere, um sich für kommende Abflüsse zu rüsten. Die Analysten von Kepler verdeutlichen die noch zu erwartenden Auswirkungen: «Die Hedge-Fonds-Industrie macht ungefähr 32% des Aktienhandels in den USA aus. Dies bedeutet, dass Notverkäufe einen enormen Einfluss auf Marktbewegungen haben werden.»