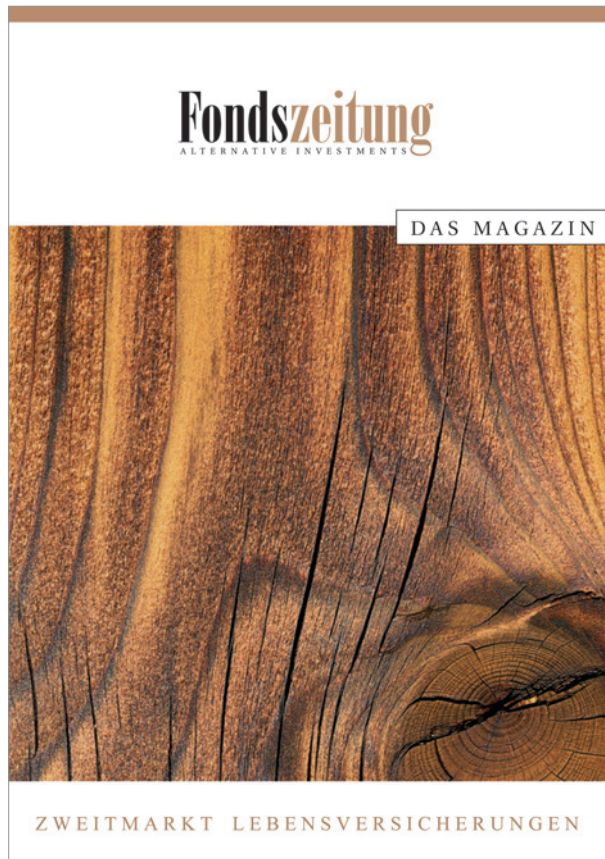


Kunde: Welther Verlag (seit 2002)

Projekt: Fondszeitung, Magazin

Aufgabe: Logo- und CD-Entwicklung

Layoutentwicklung der 14-tägl. erscheinenden Zeitung sowie des Magazins (drei bis vier Ausgaben p.a., 32 bis 36 Seiten)





Börsenzeitung

## Quo vadis Chartermarkt?

Faktoren der kommenden Entwicklung

von Klaus Hursak Holocher

Die Charterraten in der Containerschiffahrt sind seit dem Langzeit-Hoch im letzten Frühsommer um gut 40 Prozent gefallen. Auch wenn sie damit immer noch über dem lang-

fristigen Durchschnitt liegen, bietet dies doch Anlass, sich Gedanken über den Chartermarkt zu machen. Wie die Abbildung zeigt, stellt der Chartermarkt ein Bindeglied zwischen den Schiffbus- und den Seetransportmärkten dar. Containerlinieneresidenzen haben die Hälfte der eingesetzten Tonnage im Eigenum und chartern die andere Hälfte ein. Beim Auftragsbestand ist der Charteranteil leicht auf 47 Prozent gesunken. Die aktuelle Aufteilung von BRS-Alphaliner zeigt, dass mit einem signifikanten Zuwachs an Transportkapazität in der Containerschiffahrt zu rechnen ist. Der Auftragsbestand der Werften umfasste zu Jahresbeginn 2006 54 Prozent der aktuell fahrenden Flotte, das heißt bis etwa 2009 wird die Kapazität der Vollcontainerflotte um gut die Hälfte ansteigen (siehe Tabelle rechts). Nicht nur Vollcontainerschiffe transportieren Container, sondern



Börsenzeitung

## Viel Schwung auf dem Parkett

Zweitmarkt I

von Wjlfahrt Fabarius

In den Zweitmarkt für geschlossene Fonds kommt Bewegung. Zum ersten Mal entsteht ein Zweitmarkt, der nach funktionieren kann, jebeln Teile der Branche. Zweckoptimismus oder realistische Einschätzung? Bevor sich die derzeit aktiven Handelsplattformen entwickeln, waren zahlreiche Bemühungen, einen Zweitmarkt für geschlossene Fonds zu etablieren, im Sande verlaufen. Nun, wo die Börsen in Hamburg und Düsseldorf zwei unabhängig von einander Initiatoren agierende Plattformen installiert und die ersten Emissionshäuser eigene Handelsplattformen eingerichtet haben, scheint der Weg zu einem geregelten Zweitmarkt geebnet. Das derzeitige Augenmerk bei Gebrauchtanfragen liegt auf den Schiffsfonds. Bevor die reinen Tonnagesteuereffekte den Markt dominieren, wurden Schiffsfonds vor allem wegen der Steuerspareffekte gezeichnet. Die daraus resultierenden Vorteile waren auf den Steuersatz des Ertragsrechners zugeschnitten; nur er konnte von den Steuererleichterungen profitieren. Das hat sich mit den reinen

Tonnagesteuereffekten geändert, weshalb der Zweitmarkt für Schiffsfonds erst jetzt so richtig Fahrt aufnimmt. Außerdem sprechen die Tonnagesteuereffekte neue Anlegergruppen an. Die Plattformen Der Umsatz an der Fondsbörse Deutschland zog in den vergangenen Jahren deutlich an. Im Jahr 2006 startete der Zweitmarkt handel an der Börse in Hamburg mit Beteiligungen im Wert von nominal rund 7,5 Millionen Euro im Januar, im Februar waren es weitere 12,2 Millionen. Im Premium-Segment sind mittlerweile sieben Initiatoren gelistet, darunter die Schiffsfondsinitiatoren Hansa Treuhand, HCI und König & Cie. Die Vertriebe bekommen beim Zweitmarkthandel immer stärkeres Gewicht. Die Maklergesellschaft der Fondsbörse Deutschland und die Vertriebspools von BI Treuhand, Bremer Capital, Jung DNS & Cie, Pool und UK-Consult haben einen Kooperationsvertrag unterschrieben. Inhalt der Vereinbarung

Medienfonds 2004



CGP: Männer wie wir

**Konzeption I  
Risiko reduzieren durch Defeasance-Strukturen?**

Inner mehr Medienfonds greifen auf Defeasance-Strukturen zurück. Dabei wird das Wort Defeasance gleichgesetzt mit „Garantie“ und unter dem Schlagwort „Garantiefonds“ dem Investor als Zuberbrot für die Absicherung seiner investierten Gelder präsentiert. Die wenigsten sind sich jedoch darüber bewusst, was hinter dem Begriff „Defeasance“ tatsächlich steckt.

**Ausgangssituation**

Ein Filmvertrieb erwirbt im Rahmen eines Lizenz- oder Vertriebsvertrages von dem Fonds als Produzenten die Auswertungsrechte an einem Film, den der Fonds herstellt. Als Gegenleistung für die erworbenen Rechte zahlt der Filmvertrieb an den Fonds eine so genannte Minimum-Garantie. Durch diese Minimum-Garantie sichert er dem Fonds eine bestimmte Höhe an Erlösen zu. Überschreiten die Erlöse, die seitens des Filmvertriebs an den Produzenten zu zahlen sind, diese Minimum-Garantie, so ist der Filmvertrieb verpflichtet, dem Fonds diese zusätzlichen Erlöse anzuzahlen. Die Minimum-Garantie wird entweder zum Ende der Laufzeit des Fonds oder in Teilbeträgen verteilt über die gesamte Laufzeit fällig; in seltenen Fällen kann Fälligkeitsvoraussetzung auch allein die Überlassung der Auswertungsrechte zur Nutzung sein. In den Fällen, in denen Minimum-Garantien zum

Ende der Laufzeit des Fonds zu leisten sind, wird dem Filmvertrieb häufig auch eine Kaufoption zum Marktpreis eingeräumt, auf die der als Minimum-Garantie zu leistende Betrag regelmäßig angerechnet wird.

**Defeasance – was ist das?**

Der Begriff „Defeasance“ lässt sich schlecht ins Deutsche übersetzen. Inhaltlich sind darunter jedoch solche Gestaltungen zu verstehen, bei denen eine Bank (meist eine deutsche Großbank) im Rahmen eines befreiten Schuldübernahmevertrages die Zahlung der Minimum-Garantie zu dem vereinbarten Zahlungsstermin(en) übernimmt. Da sein Abschluss Teil der Investitionskriterien eines Fonds ist, wird er bereits parallel zum Abschluss der Produktionsverträge abgeschlossen.

**Die Schuldübernahme**

Der Schuldübernahmevertrag wird zwischen dem Gläubiger (Fonds), der Bank und dem Schuldner (Filmvertrieb) geschlossen. Durch den Schuldübernahmevertrag verpflichtet sich die Bank gegenüber dem Filmvertrieb unwiderruflich und mit schuldbeitragsmäßiger Wirkung, die Verpflichtung zu übernehmen, an den Fonds die im Lizenz- oder Vertriebsvertrag vereinbarte Minimum-Garantie zu leisten. Gleichzeitig entlässt der Fonds den Filmvertrieb mit schuld-

freiender Wirkung aus der Pflicht zur Leistung der Minimum-Garantie und genehmigt die befreiende Schuldübernahme durch die Bank. Diese Freistellung erfolgt jedoch nur, sofern der Filmvertrieb der Bank (zu deren Absicherung) die im Schuldübernahmevertrag vereinbarten Schuldübernahmegelder gezahlt hat, die in der Regel dem Barwert (zum Beispiel 80 Prozent) an die Bank, der Filmvertrieb aber nur den (gegenwärtlich nicht unerheblich niedrigeren) Barwert (zum Beispiel 80 Prozent) an die Defeasance-Bank zahlen muss. Sind die Schuldübernahmegelder eingezahlt, so stellt die Schuldübernahmevereinbarung eine vollständige Einbindung des Filmvertriebs von den Verpflichtungen dar, die Minimum-Garantie zu leisten. Entscheidend für die Bank ist bei dieser Schuldübernahme jedoch, dass es sich nicht um eine übernommene Garantie handelt, sondern der Bank sämtliche Einreden und Einwendungen erhalten bleiben.

**Das Währungs- und Bonitätsrisiko**  
Die Einzahlung der Schuldübernahmegelder erfolgt regelmäßig in Euro, um ein >>



SCM: Alexander

parent und verständlich sein und ihm eine direkte Einflussnahme ermöglichen. Die Umsetzung erfolgt dabei in der konstituierenden Gesellschafterversammlung sowie – in der Folge – durch den fachkompetenten Beirat. Daneben hat sich aus unserer Sicht deutlich heraus gestellt, dass Anleger einen sicheren, schnellen und realistischen Rückfluss ihres investierten Kapitals wünschen. Ein schneller Rückfluss wird dabei möglichst durch so genannte Bruttoerlöse, das heißt die Fondsgesellschaft wird nach dem eigentlichen Herausbringungskosten bevorzugt gegenüber den anderen beteiligten Partnern behandelt. Es erscheint nachvollziehbar, dass diese Bruttoerlöse in der Höhe begrenzt sein müssen. Daneben partizipiert die Fondsgesellschaft selbstverständlich an den sogenannten Nettoerlösen, also nach Abzug der üblichen Kosten der Filmmontage und Vermarktung, sowie der im Vorfeld vereinbarten Gewinnbeteiligung zwischen den Beteiligten. Der Verkauf der Filmmrechtebibliothek ist ebenfalls der Höhe nach an dem Erfolg der Filme angeschlossen. Um sichere Rückflüsse zu garantieren, bietet sich die Aufteilung in fixe und variable Erlöse an. Am Beispiel unseres aktuellen Fonds IMF 4 (IMF Internationale Medien und Film GmbH & Co. 4, Produktions KG) werden die fixen Erlöse durch eine Schuldübernahme der Helado Dublin garantiert. Die Bank tritt dabei schuldfreiend zwischen die Produktionsgesellschaft und den Fonds. Die variablen Erlöse sind letztlich erfolgsabhängig und sollen dem Fonds – über den

Absicherungsstatus hinaus – in die Gewinnzone tragen. Diese Chance für den Anleger, direkt von einem Erfolg des Films profitieren zu können, grenzt unsere Beteiligung von konventionellen Fonds ab. Bei der Frage möglicher Reinvestitionen der Erlöse aus den ersten Filmprojekten zeigte es sich, dass diese in Anbetracht der dargestellten straffen Konzeption nur schwer durchführbar sind, zumal die erwarteten Erlöse von der Höhe und vom Zeitpunkt her nicht großartig sind. Anders als bei den Vorgängerfonds, die stärker unternehmerisch ausgerichtet waren, haben wir beim aktuellen Fondsgesellschaft auf diese Komponente verzichtet. Verzichtet über müssen Anlegerberater wie Initiatoren künftig auch im Hinblick auf die eigene Gewinnmarge. Denn die im Prospekt dargestellten Restrukturierungsmaßnahmen sind nötig, die sogenannten Weichkosten auf ein Mindestmaß zu reduzieren. Zum Vorteil für Anleger aber letztendlich auch zum Vorteil für Vertriebe, die auf eine lange Kundenbindung setzen können.

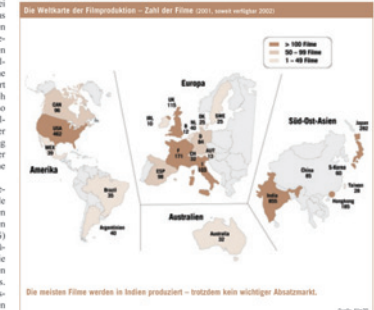
**Zusammenfassung**  
Der Medienmarkt bietet nach wie vor hohe Chancen für Anleger. Gerade die stärkere Zusammenarbeit mit internationalen Studios eröffnet dabei Möglichkeiten, sinnvolle Sicherheitskomponenten in Medienfonds einzubauen. Hiervon profitieren letztendlich alle: Anleger, Vertriebe wie Fondsgesellschaften, aber auch die Studios selbst, die auf eine lange Zusammenarbeit mit dem beteiligten Partnern setzen können.

**Rolle der Produktionsfirmen**

Eine wichtige Rolle bei den Medienfonds der nächsten Generation übernehmen die internationalen Produktionsfirmen. Und zwar gleich in mehrfacher Hinsicht. So sichern diese den permanenten Zugang zu anspruchsvollen Filmstoffen, die auch wirtschaftlich



Yvo Jankers  
Vorstand der Deutschen Capital Management AG



Die meisten Filme werden in Indien produziert – trotzdem kein wichtiger Absatzmarkt.

Quelle: IACI



**Analyse**  
**Ein quantitativer Ansatz zur Analyse von US-Risikolebensversicherungs-fonds**

Mit einem Marktanteil von 3,7 Prozent und einem platzierten EK-Volumen von 295 Millionen Euro zählen die Lebensversicherungs-Selbstmarktmarktfonds 2003 zu den größten Gewinnern im Markt der geschlossenen Fonds.

TKL-Fonds hat eine vergleichende Analyse zu US-Risikolebensversicherungs-fonds erstellt, deren Grundlage ein quantitativer Ansatz ist. Mit diesem Ansatz hat unser Haus einen aus einer ganzen Reihe möglicher Analyseansätze gewählt. Selbstverständlich sind wir uns dessen bewusst, dass eine quantitative Analyse der aktuell am Markt befindlichen Produkte nicht alle für den Erfolg derartiger Beteiligungen relevanten Faktoren berücksichtigt. In einem weiteren Schritt halten wir die Erweiterung von Analysen in diesem Markt um qualitative Ansätze für wünschenswert und werden die qualitative Analyse von US-Risikolebensversicherungs-fonds auch durch unser Haus antreiben. Seit Veröffentlichung der TKL-Analyse zu US-Lebensversicherungs-fonds im Februar 2004 wurde vielfach die Frage an uns gerichtet, warum TKL-Fonds ausschließlich einen quantitativen Analyseansatz gewählt hat. Aus unserer Sicht hat sich

diese Vorgehensweise empfohlen – und tut es noch – weil mit dem gewählten, stark finanzmathematischen Ansatz zunächst grundsätzliche Aussagen über die Gesamtheit der am Markt angebotenen Produkte gemacht werden können. Diese können, so unsere These, ihrerseits zur Ableitung qualitativer Analyse herangezogen werden. Es ging also zunächst darum, grundsätzliche Eckdaten für Lebensversicherungs-fonds zu identifizieren. US-Risikolebensversicherungs-fonds kaufen in den USA über Settlement-Gesellschaften Versicherungspolice an, zahlen in den folgenden Jahren die anfallenden Versicherungsprämien und empfangen bei Eintritt des Versicherungsfalles die Ablaufleistung. Folglich kann für jeden Fonds eine Zahlungsreihe aufgestellt werden, die sich ausschließlich auf die Versicherungspolice bezieht. Aus dieser Zahlungsreihe lässt sich ein interner Zinsfuß (im folgenden als Rendite aus den Lebensversicherungen bezeichnet) bestimmen. Dieser gibt an, welche Rendite die Initiatoren aus den Versicherungspolice erzielen müssen, um die eigentliche Prospektprognose einhalten zu können. Das spezielle Fondskonstrukt oder die Fondskosten werden hierbei zunächst nicht

betrachtet. Im Ergebnis liegen die aus den Lebensversicherungen der Fonds berechneten Renditen zwischen circa 14 und 30 Prozent p.a. Das ist eine außerordentliche Spannweite, die nach einer Erklärung verlangt. Auch renommierte Settlement-Gesellschaften geben, auf erzielbare Renditen aus Versicherungspolice hin befragt, 14 bis 15 Prozent p.a. als realistisch an. Auch wir sind der Meinung, dass sich die realisierten Renditen aus den Lebensversicherungspolice nicht dramatisch unterscheiden werden. Woher kommen die Unterschiede in den Kalkulationen der verschiedenen Initiatoren? Ein wesentlicher Punkt, der die Rendite beeinflusst, ist der zeitliche Anfall der Zahlungen aus den Polices. Dieser wird ausschließlich von den Lebenserwartungen der versicherten Personen bestimmt. Die Lebenserwartungen werden von sogenannten Medical Underwritern im Lebensversicherungsgeschäft prognostiziert. Unterschiede in der Rendite lassen sich somit durch Unterschiede in der Schätzung der Lebenserwartung erklären. Konservative und realistische Schätzungen führen dazu, dass man zu geringeren erwarteten Renditen gelangt. Schätzungen mit tendenziell (zu) kurzen Lebenserwar-

Zusammenhang zwischen den prognostizierten Renditen aus den Lebensversicherungen und den prognostizierten Renditen der Kommanditisten



**Märkte I**  
**Der Zweitmarkt für Kapitallebens- und Rentenversicherungen**

Fast 50 Prozent aller in Deutschland abgeschlossenen Kapitallebens- und Rentenversicherungen werden vor ihrem vereinbarten Ende der Vertragslaufzeit storniert. Gründe dafür können ein finanzieller Engpass, eine veränderte familiäre Situation oder eine bessere Kapitalanlagemöglichkeit sein. Derzeit bestehen mehr als 90 Millionen Versicherungsverträge, von denen allein im Jahr 2002 über zehn Millionen abgeschlossen wurden. Diese Zahlen dokumentieren, dass die Deutschen, nicht zuletzt wegen der Schwäche an den Aktienmärkten, weiter auf Kapitallebensversicherungen setzen.

Bislang profitierten vorrangig die Versicherungsunternehmen vom vorzeitigen Vertragsausstieg ihrer Kunden: Sie bieten Rückkaufwerte an, die, auf Grund der Kostenstruktur zu Beginn der Laufzeit einer Police, deutlich unter den geleisteten Prämien- und Zinszahlungen liegen.

In den letzten Jahren hat sich ein gut funktionierender Zweitmarkt für Kapitalversicherungen entwickelt. Unternehmen kaufen Polices von den Versicherungsnehmern, stellen Portfolios zusammen, verkaufen diese, und veräußern sie teilweise auch wieder an Fondsgesellschaften. Von diesem Handel mit Zweitmarkt-Polices profitieren letztlich alle Beteiligten: Der Versicherungsnehmer erhält für seine Polices von der ankaufernden Gesellschaft mehr als den von der Versicherungsgesellschaft gebotenen Betrag, er muss darüber hinaus den Todesfallschutz nicht aufgeben. Der Versicherungsmakler behält seine Bestandsprovision, da der Versicherungsvertrag bestehen bleibt. Das Versicherungsunternehmen kann den Vertrag fortsetzen und verbessert damit seine Stornostatistik. Außerdem bleibt das Kapital im Deckungsstock und kann auch weiterhin von der Versicherungsgesellschaft verwaltet werden.

Emissionshäuser konzipieren aus den Versicherungspolice geschlossene Fonds in Form von Kommanditgesellschaften, an denen sich Anleger beteiligen und damit eine attraktive Rendite bei relativ hoher Sicherheit realisieren können.

Angeboten werden Fonds mit deutschen, englischen und amerikanischen Versicherungspolice. Unterschiede liegen beispielsweise in der Aktienquote. Bei deutschen Versicherungsgesellschaften liegt die gesetzlich zulässige Aktienquote bei maximal



35 Prozent des zinstragenden Kapitals, bei britischen Lebensversicherungen liegt sie bei bis zu 100 Prozent. Die tatsächlichen Aktienquoten liegen heute in Deutschland bei durchschnittlich etwa acht Prozent, bei britischen Gesellschaften bei circa 45 Prozent. Die höhere Aktienquote hat in den vergangenen zwei bis drei Jahren dazu geführt, dass die britischen Kapitallebensversicherungen deutlich hinter ihren ursprünglichen Renditeerwartungen zurückblieben.

Ableben der Versicherten sowie aus einer stetigen, staatlich organisierten Versicherungsaufsicht, dem so genannten Aktar. Diese stellen sicher, dass bei der Berechnung der Prämien und der Deckungsrückstellung eines Versicherten die gesetzlichen Vorschriften eingehalten werden. Sie müssen die Finanzlage des Unternehmens daraufhin überprüfen, ob die dauerhafte Erfüllbarkeit der sich aus den Versicherungsverträgen ergebenden Verpflichtungen jederzeit gewährleistet ist und ob das Unternehmen über ausreichende Mittel verfügt.

Gerade im Hinblick auf die wirtschaftliche Entwicklung der letzten Jahre ist diese Anlagelform sehr interessant. Der ökonomische Erfolg einer Beteiligung an einem Fonds mit deutschen Kapitalversicherungen wird in erster Linie bestimmt durch ein unter Risiko- und Renditeaspekten optimal diversifiziertes Portfolio.

Überdurchschnittliche Renditen können insbesondere dann erzielt werden, wenn Prämienzahlungen, Ablaufleistungen und Ausschüttungen bestmöglich aufeinander abgestimmt sind und darüber hinaus auch ein Finanzierungsrisiko vorliegt, das keinem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt ist. ■

Die Sicherheit deutscher Kapitalversicherungen resultiert aus einer geringeren Aktienquote im Deckungsstock des Versicherers, der Unabhängigkeit gegenüber dem

Einblick 1 von 14  
**Kapitallebensversicherung:** Die Kapitallebensversicherung an sich ist die Regel Todesfallversicherung und Sparanlage. Die Versicherungssysteme sind weltweit im In- oder Ausland als attraktive Kapitallebensversicherungen werden meist zur Absicherung der Familie, zum Kapitalaufbau oder der Absicherung von Darlehen abgeschlossen.

