

Schiffe als Anlageklasse für institutionelle Anleger

Prof. Dr. Wolfgang Bessler, Prof. Dr. Wolfgang Drobetz und Lars Tegtmeier



Investments in Schiffe galten schon immer als eine attraktive Anlagemöglichkeit, auch wenn sie aus verschiedenen Gründen vielfach nur für einen kleinen Investorenkreis geeignet waren. Der stetig gestiegene interkontinentale Handel und die Weiterentwicklung der Transportmöglichkeiten haben in den vergangenen Jahren zu sehr hohen Wachstumsraten geführt, die im Zuge der Finanzkrise allerdings revidiert wurden. Heute bietet die Schifffahrt vielfältige Anlagemöglichkeiten, die seitens der Autoren Prof. Dr. Wolfgang Bessler, Prof. Dr. Wolfgang Drobetz und Lars Tegtmeier ausführlich dargestellt werden. Der Beitrag beschreibt die Charakteristika der Schifffahrtsmärkte und geht auf die insbesondere für institutionelle Anleger interessanten Investmentformen ein. Die Autoren zeigen, wie eine Einbeziehung der Anlageklasse Schiff in ein institutionelles Portfolio erfolgen kann.

1. Einführung

In der Schifffahrtsindustrie wird für das Jahr 2010 mit einem Finanzierungsbedarf von über 200 Mrd. US-Dollar gerechnet. Dieser Betrag ist auf die immer noch hohen Auftragsbestände zurückzuführen, die sich aus dem Boom auf den Schiffsmärkten in den Jahren von 2003 bis Mitte 2008 ergaben. Auch wenn die erwarteten Finanzierungsvolumina für das Jahr 2011 auf 150 Mrd. US-Dollar und für das Jahr 2012 sogar auf 55 Mrd. US-Dollar zurückgehen dürften, zählt die Schiffahrt mit ihren weltweit etwa 30.000 Unternehmen zu den kapitalintensivsten Industrien der Welt (UniCredit (2010)). Der hohe Kapitalbedarf innerhalb der Schiffahrt, verbunden mit dem globalen Charakter der Branche hat dazu geführt, dass eine breite Palette an Finanzierungsinstrumenten entwickelt wurde. Dabei stellt der langfristige Bankkredit in Form des Schiffshypothekendarlehens die dominierende Finanzierungsform in der Schiffahrt dar. Daneben haben sich in den letzten Jahren aber auch zahlreiche alternative Finanzierungsinstrumente fest etabliert, die von Private Equity, Anleiheemissionen und Börsengängen bis hin zu Leasing-Finanzierungen, Private Placements und Islamic-Finance-Produkten reichen (Stopford (2009)). Dies eröffnet Anlegern die Möglichkeit, in eine ihren individuellen Präferenzen entsprechende Anlagealternative zu investieren.

In Deutschland hat die Anlageklasse Schiff eine lange Tradition und stellt eine bedeutende Form der Kapitalanlage dar. So investierten private Kapitalanleger bis zum Jahr 2008 über 30 Mrd. Euro in geschlossene Schiffsfonds (Feri (2009)). Die boomenden Schiffahrtsmärkte mit stark steigenden Schiffspreisen und Volatilitäten bis ins Jahr 2008 sind Gründe dafür, dass sich zunehmend

institutionelle Anleger für Investitionen in die Schiffahrt interessieren. Aus diesem Grund wurden weitere Instrumente für Schiffsinvestitionen geschaffen, die im Vergleich zu geschlossenen Schiffsfonds den Anforderungen institutioneller Anleger besser Rechnung tragen. Im Mittelpunkt stehen dabei professionell gemanagte Shipping Trusts in Form einer Schifffahrts-AG oder eines offenen Schiffsfonds. Deren Vorteile beziehen sich vor allem auf die Flexibilität und die Kostenstrukturen. Ziel dieses Beitrags ist es, institutionellen Anlegern einen Überblick über die Anlageklasse Schiff zu geben. Dazu werden in Abschnitt 2 die Funktionsweise der Schiffahrtsmärkte und in Abschnitt 3 die verschiedenen Anlageinstrumente dargestellt. Anschließend werden in Abschnitt 4 die Eigenschaften der Anlageklasse Schiff als Einzelanlage und im Portfoliokontext empirisch analysiert.

2. Grundlagen der Schiffahrtsmärkte

2.1 Branchencharakteristika

In der Schiffahrt spiegelt sich wie in kaum einer anderen Branche die Globalisierung wider. Über zwei Drittel des weltweiten Handels werden auf dem Seeweg abgewickelt. Von den im interkontinentalen Verkehr beförderten Waren werden rund 95% auf dem Seeweg transportiert, womit im Rahmen des globalen Langstreckenverkehrs der Seefrachtenmarkt den mit Abstand wichtigsten Transportmarkt bildet. Die Schiffahrt zählt somit zu den größten Gewinnern der Globalisierung. Geht man davon aus, dass das Ausmaß der internationalen Arbeitsteilung weiter wächst, dann ist zu erwarten, dass sich auch in Zukunft große Chancen für die Schiffahrt und für Anlagen in diese Branche ergeben werden.

Die Nachfrage innerhalb der Handelsschiffahrt ist aber nicht aus sich selbst heraus bestimmt. Sie ist vielmehr eine abgeleitete Nachfrage, die aus dem Wachstum von Weltwirtschaft und Welthandel resultiert. Durch die Vorteile der globalen Arbeitsteilung wuchsen der Welthandel und damit die Schiffahrt in den letzten Jahrzehnten überproportional zur Weltwirtschaft. Die Effizienzvorteile des standardisierten „Systems Container“ haben dazu geführt, dass die Containerschiffahrt – die gerade für Deutschland eine zentrale Bedeutung besitzt – noch stärkere Wachstumsraten verzeichnen konnte. Auch wenn die Entwicklung von Nachfrage und Kapazitäten in der Schiffahrt langfristig weitgehend parallel verläuft, so kann es kurzfristig zu unterschiedlichen Entwicklungen mit erheblichen Auswirkungen auf die Märkte kommen. Folglich unterliegen die Schiffahrtsmärkte zyklischen Schwankungen, die sich aus den unterschiedlichen Entwicklungen von Nachfrage und Kapazität ergeben. Einige der wichtigsten Faktoren werden im Folgenden diskutiert.¹

Ein Grund für die zyklischen Schwankungen an den Schiffahrtsmärkten ergibt sich aus der Abhängigkeit von der weltwirtschaftlichen Entwicklung und dem Welthandel, die keine stetige Entwicklung aufweisen. Vielmehr sind sie selbst durch Konjunkturzyklen gekennzeichnet. Da Schiffe als langlebige Wirtschaftsgüter über mehrere Konjunkturzyklen eingesetzt werden und nicht kurzfristig der Nachfrage entsprechend gebaut und verschrottet werden können, resultieren allein hieraus gewisse Schwankungen an den Schiffahrtsmärkten. Ein weiterer Grund für die zyklischen Schwankungen ist die relativ lange Realisierungszeit für Schiffahrtprojekte.

Diese ist abhängig von der Planungs- und Genehmigungszeit, der Verfügbarkeit von Werftkapazitäten und der Bauzeit, die in Abhängigkeit vom Schiffstyp zwischen einem und vier Jahren betragen kann. Damit sind die langen Planungs- und Bauzeiten von erheblicher Bedeutung für den Zeitpunkt der Investitionsentscheidung. Da die Bestellung neuer Kapazitäten mit hohen Investitionsausgaben verbunden ist, erfolgen diese in der Regel in der Hochphase eines Konjunkturzyklus, wenn die Auslastung der vorhandenen Schiffe und das Niveau an den Chartermärkten hoch sind. Die bestellten Schiffe kommen aber erst ein bis vier Jahre nach der Bestellung in den Markt, und zu diesem Zeitpunkt kann sich die Weltkonjunktur bereits wieder im Abschwung befinden. Die Folge des erweiterten Angebots wären weiter sinkende Charterraten und eine Verstärkung des Abwärtstrends an den Chartermärkten, der allerdings durch eine zunehmende Verschrottung von Schiffen abgefedert werden kann. In der Regel verläuft ein solcher Zyklus über etwa sieben Jahre (Stopford (2009)). Weitere Gründe für die zyklischen Schwankungen der Schifffahrtsmärkte sind externe Einflüsse wie Kriege, politische Spannungen und durch staatliche Subventionen verursachte Allokationsverzerrungen.

Die Schwankungen an den Chartermärkten können durch den Abschluss von Zeitcharterraten teilweise geglättet werden. Dabei wird das Schiff über einen festgelegten Zeitraum, der mehrere Jahre betragen kann, für eine feste Rate pro Tag vermietet. Diese Form der Vercharterung ist innerhalb der Containerschifffahrt dominierend. Die Mehrzahl aller Tanker- und Bulkerschiffe wird jedoch nicht auf Zeitcharterbasis, sondern auf dem Spot-

Markt kurzfristig für eine oder mehrere Reisen verchartert. Bei dieser Form der Vercharterung spricht man deshalb auch von Reisecharter. Allerdings besteht ein enger Zusammenhang zwischen Zeit- und Reisecharterraten. Zeitcharterraten sind vom erwarteten Niveau der zukünftigen Reisecharterraten abhängig und können ein zusätzliches spekulatives Element enthalten. Da kurzfristige Einflüsse kaum Wirkung auf die Zeitcharterraten haben, ist ihr Verlauf geglättet und weniger volatil. In Abhängigkeit von den Erwartungen über die Entwicklung der Reisecharterraten kann es dann zu einem Auf- oder Abschlag gegenüber dem Reisecharterratenniveau kommen. Die empirische Analyse der Erwartungstheorie der Frachtratenzeitstrukturkurve von Kavussanos und Alizadeh (2002) deutet darauf hin, dass Zeitcharterraten im Durchschnitt mit einem Abschlag gegenüber den erwarteten Reisecharterraten gehandelt werden. Die Höhe des Abschlags nimmt mit der Länge des Zeithorizonts zu.

Eine für institutionelle Anleger interessante Art der Vercharterung ist die Bareboat-Charter für die zeitweilige Überlassung des „nackten“ Schiffes an den Charterer. Der Charterer übernimmt das Schiff in voller Verantwortung und trägt sämtliche reiseabhängigen und reiseunabhängigen Kosten. Der Vercharterer muss über keine reedereispezifische Erfahrungen verfügen. Die Bareboat-Charter stellt daher prinzipiell keinen Transportvertrag, sondern eine Form der Schiffsfinanzierung durch den Anleger in der Position als Vercharterer dar. Sie kommt sehr häufig bei Leasing-Finanzierungen zum Einsatz.

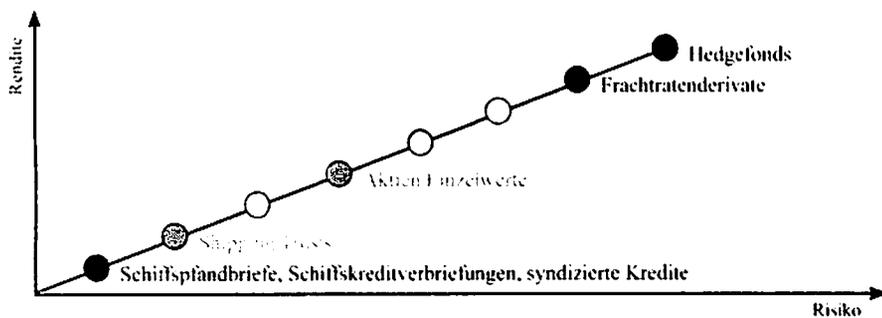
2.2 Teilmärkte

Eine weitere Besonderheit der Schifffahrtsmärkte stellt ihre hohe

Mobilität dar. In Abhängigkeit vom jeweiligen Schiffstyp sind Schiffe weltweit einsetzbar, ihr Standort ist nicht fixiert, und ihre Verfügbarkeit ist nahezu unbegrenzt. Jedoch können Schiffe nur für die ihrer Bauart entsprechenden Nutzungsmöglichkeiten eingesetzt werden, was zu einer Marktsegmentierung führt. Es existiert daher kein homogener Schiffsmarkt, und die einzelnen Teilmärkte können eine unterschiedliche Entwicklung aufweisen. Die drei größten Teilmärkte innerhalb der Handelsschifffahrt bilden der Wet-Bulk-Markt (Tanker), der Dry-Bulk-Markt (Bulker) und der Containermarkt.

Mit einem Anteil von rund 39% – gemessen an der Tragfähigkeit – bilden Tanker das größte Segment innerhalb der Welthandelsflotte. Generell besteht die Ladung für Tankerschiffe aus flüssigem Massengut, insbesondere Erdöl und Ölprodukte. Daneben gibt es spezielle Tanker, die Chemikalien, Gas und Speiseöle sowie Trinkwasser und Saftkonzentrate transportieren. Bulcarrier oder Massengutfrachter bilden mit einem Anteil von rund 38% das zweitgrößte Segment. Auch die Bulkschifffahrt zählt zu den Massengutmärkten. Im Gegensatz zur Tankschifffahrt handelt es sich hier um trockene Massen- oder Schüttgüter wie Kohle, Eisenerz oder Getreide. Die Containerschifffahrt mit einem Anteil von etwa 14% stellt das drittgrößte Segment der Welthandelsflotte dar. Das „Transportsystem Container“ ermöglicht durch die Standardisierung der Containergröße die Transformation heterogener Ladungen in homogene Ladungen. Dadurch können in Containern fast alle Handelsgüter transportiert werden. Dies hat im Zeitraum von 1999 bis 2009 zu einem durchschnittlichen Wachstum der Containerflotte von 9% pro Jahr geführt. Die

1 Rendite-Risiko-Profile verschiedener Anlageklassen in Schiffe



Quelle: In Anlehnung an HSH Corporate Finance GmbH (2008)

Aufgrund der starken Abhängigkeit von der weltwirtschaftlichen Entwicklung ist die Schifffahrt von der aktuellen Finanzmarktkrise stärker betroffen als die meisten anderen Branchen. Allerdings bieten die stark gefallenen Schiffspreise, Charterraten und Aktienkurse börsennotierter Schifffahrtsunternehmen wieder ein attraktives Umfeld für einen Einstieg in die Anlageklasse Schiff.

3. Anlagealternativen für institutionelle Anleger

Die Schifffahrt bietet Anlegern eine Vielzahl von verschiedenen Anlageinstrumenten. Eine Möglichkeit ist ein direktes Investment in Schiffe. Diese Strategie ist allerdings für den „normalen“ Anleger aufgrund der Regulierungen und des hohen Aufwandes des tatsächlichen Schiffsbetriebs nicht zielführend. Zudem fehlt beim direkten Investment zumeist der „Hedge“ in Form von Ladungskontrakten, die eine langfristige Beschäftigung des Schiffes sicherstellen. Die weiteren Anlagealternativen lassen sich grob unterteilen in Forderungstitel, Beteiligungstitel und Alternative Investments. Innerhalb dieser Anlageklassen können Investoren wiederum zwischen verschiedenen Instrumenten auswählen. Diese unterscheiden sich zunächst in Bezug auf ihr Rendite-Risiko-Profil, wie in Abbildung 1 dargestellt.

3.1 Forderungstitel

In den Bereich der Forderungstitel fallen Schiffspfandbriefe, syndizierte Kredite, Schiffskreditverbriefungen, Unternehmensanleihen und Zertifikate. Das risikoärmste Anlageinstrument sind Schiffspfandbriefe. Inhaberschiffspfandbriefe können nur mit staatlicher Emissionsgenehmigung in den Verkehr gebracht werden und sind börsennotiert. Namensschiffspfandbriefe sind nicht börsenfähig. Schiffspfandbriefe sind

Segmente Tanker und Bulker verzeichneten in diesem Zeitraum ein durchschnittliches Flottenwachstum von lediglich 3,3 % bzw. 3,5 % pro Jahr.

Allerdings kann es zu Verschiebungen zwischen dem weltweiten Seehandelsaufkommen und der Welt handelsflotte kommen. Die Gründe hierfür liegen unter anderem in der Unschärfe der Zuordnung von Ladungskategorien zu Schiffstypen. Beispielsweise führt die Steigerung des Containerisierungsgrades zu einer schrittweisen Substituierung von konventionellen Stückgut- und teilweise Massengutverkehren durch Containerverkehre. Ein weiterer Grund ist der Einfluss von Geschwindigkeit und Distanz. Die genannten Anteile der einzelnen Güter am Seehandelsvolumen stellen auf die reine Tragfähigkeit ab. Dagegen bezieht die Transportleistung auch zusätzlich die zu bewältigende Entfernung mit ein. Folglich erfordern durchschnittlich längere Distanzen je transportierter Ladungseinheit mehr Schiffskapazität, und es kommt zu einer Verknappung des effektiv verfügbaren Schiffsraumes, wenn vermehrt längere Strecken gefahren werden (Tonnenmeilen-effekt). Gleichzeitig sorgt eine höhere Geschwindigkeit dafür, dass weniger Schiffe durch schnellere Umläufe die gleiche Transportleistung erbringen können. Beispielsweise fahren Containerschiffe auf-

grund der höherwertigen Ladung im Vergleich zu Bulkern und Tankern mit relativ hoher Geschwindigkeit.

2.3 Ökonomische Bedeutung der Schifffahrt für Deutschland

Auch für Deutschland ist die Schifffahrt ein entscheidender Wirtschaftsfaktor. Einen wesentlichen Anteil dazu leisteten in der Vergangenheit die geschlossenen Schiffsfonds. Aufgrund der steuerlich günstigen Rahmenbedingungen für geschlossene Schiffsfonds (Tonnagebesteuerung) wurde von deutschen Emissionshäusern und Banken im Verbund mit Reedern und Werften durch die Mobilisierung privaten Kapitals die Grundlage für eine Spitzenposition innerhalb der maritimen Wirtschaft geschaffen.² Diese Konstellation ermöglichte deutschen Reedern, die größte und modernste Containerflotte der Welt zu finanzieren. Weiterhin kontrollieren deutsche Reeder über 50 % der weltweiten Charter-Containerflotte. Die in Hamburg ansässigen Befrachtungsmakler decken etwa 75 % der auf dem Markt verfügbaren Containerschiff-Chartertonnage ab, womit Hamburg der größte Containerschiff-Zeitchartermarkt der Welt ist. Von den weltweit erfassten Kreditzusagen (samt Leasing-Finanzierungen) in der Schifffahrt in Höhe von rund 380 Mrd. US-Dollar im Rekordjahr 2008 werden 30 % deutschen Banken zugeordnet (Maritime Services (2009)).

mündelsicher und deckungsstockfähig, weil die umlaufenden Schiffspfandbriefe jederzeit durch Schiffshypotheken von mindestens gleicher Höhe und gleichem Zinsertrag gedeckt sein müssen. Namensschiffspfandbriefe verfügen zudem über eine hohe Flexibilität in der Ausgestaltung, was diese Pfandbriefe besonders attraktiv für institutionelle Anleger macht. Sie weisen bei sehr geringem Ausfallrisiko in der Regel eine Rendite auf, die über der von Anleihen der öffentlichen Hand, aber unter der Rendite von ungedeckten Bankanleihen liegt (Boehme (2007)).

Schiffskreditverbriefungen – und bis zu einem gewissen Grad auch syndizierte Kredite – stellen aus Sicht des verbriefenden Unternehmens („Sponsor“) eine Form der Kreditversicherung dar, weil die Kreditausfallrisiken an potenzielle Anleger übertragen werden können. Aus der ursprünglich illiquiden Kreditförderung entsteht eine handelbare Anlageklasse (Schlattermund (2007)). Während Schiffskreditverbriefungen bislang selten zu beobachten waren (ein Beispiel sind die Ocean-Star-Transaktionen der HSH Nordbank), sind syndizierte Kredite, bei denen verschiedene Banken gemeinsam Kredite herauslegen, fester Bestandteil des Finanzierungsinstrumentariums. Entsprechend stellten im Jahr 2008 syndizierte Kredite durch institutionelle Anleger knapp 30% des gesamten Neukreditvolumens in der Schifffahrt dar (Maritime Services (2009)). Bei den Unternehmensanleihen (Shipping Bonds) handelt es sich fast immer um High-Yield-Anleihen. Sie bieten aufgrund des erhöhten Ausfallrisikos eine höhere Verzinsung, die in der Vergangenheit im Durchschnitt bei 10% pro Jahr lag (Stopford (2009)). Seit der ersten High-Yield-Anleihe von Sea Con-

tainers Ltd. im Jahr 1992 wurden bis Ende 2008 Shipping Bonds im Wert von insgesamt ca. 36 Mrd. US-Dollar platziert (Maritime Services (2009)). Die Ausfallraten dieser Anleihen waren relativ hoch. In der bei Grammenos, Nomikos und Pappastolou (2008) untersuchten Stichprobe fiel ungefähr ein Viertel der Schuldner aus. Die Autoren dokumentieren aber, dass der Ausfall eines Shipping Bonds mittels öffentlich verfügbarer Informationen über den Emittenten (z. B. Gearing-Ratio) mit relativ hoher Genauigkeit prognostiziert werden kann. Trotz des hohen Risikos kann man selbst während der anhaltenden Finanzmarktkrise einige neue Emissionen beobachten. Allerdings ist es im aktuellen Marktumfeld nur für renommierte Gesellschaften möglich, sich über Anleihen am internationalen Kapitalmarkt zu refinanzieren (Beispiele sind Maersk, Navios Maritime, OSG und Teekay). Schließlich besteht für Anleger innerhalb der Gruppe der Forderungstitel die Möglichkeit, in Zertifikate zu investieren. Ein Beispiel dafür ist das Zertifikat auf den ShipInx als Basiswert, der in Abschnitt 4 näher betrachtet wird.

3.2 Beteiligungstitel und alternative Investments

Im Bereich der Beteiligungstitel können Anleger zwischen geschlossenen Schiffsfonds (KG-Fonds), Shipping Trusts wie eine deutsche Schifffahrts-AG oder offene Schiffsfonds, Aktien börsennotierter Reedereien und maritimen Branchenaktienfonds wählen. Im Bereich der alternativen Investments sind zudem noch Frachtraterivate und Shipping Hedge Funds zu nennen. Als Basiswerte für Frachttermingeschäfte und Frachtoptionen dienen die Frachtratenindizes der Baltic Exchange (z.B. Baltic Capesize In-

dex, BCI).³ Shipping-Hedgefonds wie der Tufton Oceanic Hedge Fund, Castalia Springs Ltd, oder der Clarksons Shipping Fund setzen regelmäßig Frachtraterivate ein. Beispiele für Hedgefonds-Strategien, die mit Frachtraterivaten umgesetzt werden können, sind **direktionale Wetten auf einzelne Routen oder Indizes, Long/Short-Positionen in Routen mit kurzfristigen Abweichungen von der langfristigen Gleichgewichtsbeziehung sowie komplexe Arbitrage-Positionen, die Rohstoff- und Frachtraterivate kombinieren (Alizadeh und Nomikos (2009)).**

3.3 Direkte und indirekte Investments

Aus der Sicht institutioneller Anleger ist neben dem direkten Investment eine weitere Unterteilung in indirekte Investments in Schiffe, Investments in Schifffahrtsgesellschaften sowie in neue Asset-Management-Produkte bedeutsam. Im Folgenden werden die wichtigsten Unterschiede zwischen Schiffsinvestitionen (d.h. indirekten Investments in Schiffe) und Investitionen in die Schifffahrt in Bezug auf die Beteiligungstitel erläutert (siehe Abbildung 2).

Obwohl es sich um eine unternehmerische Beteiligung handelt, ist der geschlossene Schiffsfonds neben Schiffspfandbriefen, Shipping Bonds und synthetischen Produkten zu den indirekten Investments in die Anlageklasse Schiff zu zählen. Ein geschlossener Schiffsfonds stellt eine langfristige Schiffsinvestition (mit Laufzeit 15–25 Jahre) dar, die dadurch gekennzeichnet ist, dass der Geschäftszweck des Investitionsvehikels zunächst der Erwerb und die Vercharterung sind, und am Ende dann der Verkauf eines oder mehrerer dieser Schiffe steht. Damit generiert dieses Investitionsvehikel ausschließlich Cashflows aus dem operativen Schiffsbetrieb (Friedrichs, Wegner

2 Möglichkeiten der Anlage in Schiffe über Beteiligungstitel

Investitionen in die Schifffahrt			
Indirektes Investment in Schiffe			
	Geschlossene Schiffsfonds	Shipping Trusts (Schiffahrts-AG, offene Fonds etc.)	Börsennotierte Schiffahrtsgesellschaften
Geschäftszweck und Rechtskonstruktion	Erwerb und Betrieb eines oder mehrerer Schiffe. GmbH & Co KG ist Fondsgesellschaft und Eigentümerin. Anleger ist Kommanditist (direkt oder über Treuhänder).	Erwerb und Betrieb sowie Verkauf von Schiffen (aktives Asset-Management). Anleger wird Aktionär einer AG oder Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV), die indirekt über Einschiffgesellschaften Eigentümerin der Schiffe ist.	Anleger wird Aktionär einer börsennotierten AG, deren operatives Geschäft gänzlich oder in Teilen im Bereich Schifffahrt und Transport (Logistik) liegt.
Kapital	Geschlossen nach Vollplatzierung des Fonds.	Offen durch Kapitalerhöhungen bzw. keine Beschränkung des Fondsvolumens	Offen durch Kapitalerhöhungen
Fungibilität	In der Vergangenheit gering, durch Etablierung von Zweitmärkten erhöht.	Börsentäglicher Handel bzw. Rücknahmeverpflichtung der Aktien durch die Investmentgesellschaft, ggf. mit zeitlicher Verzögerung	Börsentäglicher Handel
Diversifikation	Keine Diversifikation bei Einschiffsfonds. Diversifikation bei Dachfonds	Hohe Diversifikation über verschiedene Schiffstypen und Schiffgrößen.	Hängt von der jeweiligen Flotte des Unternehmens ab. Häufig spezialisiert auf einen Trade
Kostenstruktur	Hoch	Gering	Gering
Anlegerstruktur	Privatanleger	Institutionelle Investoren und vermögende Privatanleger	Institutionelle Investoren und Privatanleger

Quelle: Eigene Darstellung

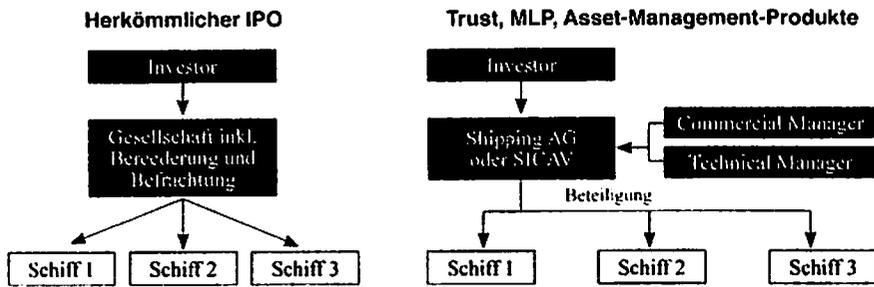
und Richter (2007); Drobetz, Tegmeier und Topalov (2008a)) und stellt letztlich eine unternehmerische Beteiligung dar, die für private Anleger aus Diversifikationsgesichtspunkten attraktiv sein kann. Für institutionelle Anleger ist das Modell geschlossener Schiffsfonds hingegen kaum geeignet. Die Gründe liegen in der fehlenden Depotfähigkeit und den „Weichkosten“, die zumindest bei Publikumskommanditgesellschaften oft höher sind als die Kosten eines Börsenganges. Nachteilig ist auch, dass der Anleger an Marktschwankungen nicht partizipieren kann, weil bei geschlossenen Schiffsfonds die laufenden Cashflows aufgrund der Langzeitvercharterung fixiert sind. Der tatsächliche Wert der Beteiligung steht erst nach Liquidation des Fonds fest, und somit ist eine laufende Bewertung des Investments im Anlagevermögen eines institutionellen Anlegers schwierig. Schließlich widersprechen die extrem langen Laufzeiten dem Liquiditätsbedürfnis institutioneller Anleger, dem auch durch die Einführung von Handelsplattformen für Schiffsbeteiligungen (Zweitmärkte) nicht ausreichend Rechnung getragen wird (Drobetz, Tegmeier und Topalov (2008b)).

3.4 Börsengang und Shipping Trust

Investitionen in die Schifffahrt sind auch über Anlagen in Aktien börsennotierter Gesellschaften möglich. Die Marktkapitalisierung aller weltweit börsennotierten Schiffahrtsgesellschaften ist von rund 300 Mrd. US-Dollar Ende 2007 auf 121 Mrd. US-Dollar Ende 2008 gesunken, womit sich der Anteil an der Weltaktienmarktkapitalisierung von 0,49% auf 0,37% reduziert hat (Maritime Services (2009)). Auch wenn börsennotierte Schiffahrtsgesellschaften nur ein kleines Anlagesegment darstellen, das von der aktuellen Finanzmarktkrise aufgrund der Zyklizität der Schifffahrtsmärkte besonders negativ getroffen wurde, haben sich Börsengänge an den internationalen Schifffahrtsmärkten in den letzten Jahren zu einer bedeutenden Alternative entwickelt, um den erhöhten Kapitalbedarf in der Schifffahrt zu decken. Das gesamte Emissionsvolumen (Börsenerstmissionen plus Kapitalerhöhungen) ist von nur 300 Mio. US-Dollar im Jahr 2000 auf rund 17 Mrd. US-Dollar im Jahr 2007 rasant angewachsen, im Jahr 2008 allerdings wieder auf 2 Mrd. US-Dollar zurückgegangen (Mari-

time Services (2009)). Haupthandelsplätze waren New York, Hongkong, Oslo und Singapur. Die Aktien vieler börsennotierter Schiffahrtsgesellschaften stellen aber oftmals keine reinen Schiffsinvestitionen dar, weil es sich bei börsennotierten Linienreedereien um Logistikunternehmen handelt, die in erster Linie ihre Einnahmen aus der Beförderung von Fracht erzielen und somit einen anderen Geschäftszweck als Schiffsinvestitionen haben. Weiterhin stellt die Schifffahrt bei vielen börsennotierten Unternehmen nur einen von mehreren Geschäftsbereichen dar. Daher muss auf Unternehmensebene geprüft werden, welchen Anteil die Schifffahrt am Unternehmensergebnis hat. Kavussanos, Juell-Skielse und Forrest (2003) dokumentieren, dass das Marktbeta börsennotierter Schiffahrtsgesellschaften davon abhängt, wie hoch der Umsatz in der Schifffahrt relativ zum Gesamtumsatz ist. Drobetz, Tegmeier und Schilling (2010) verwenden globale Mehrfaktorenmodelle, um die Sensitivitäten von Schiffahrtsaktien gegenüber makroökonomischen Risikofaktoren (Wechselkurse, Rohstoffpreise, Inflation, Industrieproduktion etc.) zu ermitteln. Die

3 | Typische IPO-Strukturen im Schifffahrtsmarkt



Quelle: In Anlehnung an HSH Corporate Finance GmbH (2005)

empirischen Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich das Risiko-profil der Schifffahrtsaktien deutlich von Länder- und Branchenindizes unterscheidet. Schifffahrtsaktien eignen sich daher gut zur Diversifikation von Risiken in Portfolios. Sie können als eigenständige Anlageklasse mit spezifischem Rendite-Risiko-Profil interpretiert werden. Der Erfolg von klassischen Börsengängen (Initial Public Offering, IPO) kann aufgrund von Interessenkonflikten zwischen Alteigentümern und neuen Investoren erschwert werden. Anleger bemängeln häufig die hohen Kosten aufgrund stetig gewachsener Organisationsstrukturen, ihre geringen Kontrollmöglichkeiten (Corporate-Governance-Defizite) sowie mögliche Abweichungen der Marktbewertung vom Net Asset Value (NAV). Aus diesen Gründen wurden neue Asset-Management-Produkte entwickelt, die auf Trust-Strukturen beruhen und eine breite Palette von fungiblen Anlagevehikeln wie offene Schiffsfonds, eine deutsche Schifffahrts-AG, den Singapore-Trust sowie die US-amerikanische Master-Limited-Partnership (MLP) abdecken. Diese alternativen IPO-Strukturen eröffnen auch institutionellen Anlegern die Möglichkeit, über eine AG oder über eine Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) in die Schifffahrt zu investieren und ihr Portfolio zu diversifizieren. Die Investmentgesellschaft stellt den

börsennotierten Firmenmantel ohne operatives Geschäft dar und ist indirekt über Einschiffsgesellschaften die Eigentümerin der Schiffe. Die Grundstruktur eines Trusts wird in Abbildung 3 mit der eines herkömmlichen IPOs verglichen. Beim Trust wird zwischen wirtschaftlichen Eigentümern (Anteilseigner) und dem rechtlichen Eigentümer (Trust-Manager) unterschieden. Aufgabe des Trust-Managers ist es, ein diversifiziertes Schiffsportfolio aufzubauen und stabile Erträge aus der Vercharterung dieser Schiffe zugunsten der Anteilseigner zu erwirtschaften. Ähnlich wie ein geschlossener Schiffsfonds generieren Shipping Trusts ihre Cashflows zunächst aus dem operativen Schiffsbetrieb. In der hier eingeführten Klassifikation handelt es sich daher um ein indirektes Investment in Schiffe. Häufig können die von den Schiffen generierten operativen Cashflows als steuerfreie Dividende an die Anteilseigner ausgeschüttet werden, woraus sich ein wesentlicher Vorteil gegenüber einer „normalen“ börsennotierten Schifffahrtsgesellschaft ergibt, in der nur der Buchgewinn ausgeschüttet werden kann. Die Rendite der Anteilseigner ergibt sich im Shipping Trust zu einem wesentlichen Teil aus der Höhe der Ausschüttungen und nicht durch die Realisierung von Kursgewinnen. Im Gegensatz zum geschlossenen Schiffsfonds können Shipping Trusts und börsennotierte

Schifffahrtsgesellschaften aber zusätzlich einer Asset-Play-Strategie gerecht werden. Während Trusts mit einfachem Geschäftsmodell ein diversifiziertes Schiffsportfolio aufbauen und die Schiffe passiv auf der Basis langlaufender Charterverträge (>10 Jahre) betreiben, verfolgen andere Trust-Strukturen aktive Asset-Management-Strategien. Beispielsweise kann ein Trust seine Schiffe kurzfristig am Spot-Markt beschäftigen und durch gezieltes Timing des An- und Verkaufs von Schiffen zusätzliche Erträge erwirtschaften. Ein Beispiel ist die Schiffsbeteiligungsgesellschaft Vilmaris GmbH & Co. KGaA am Regulierten Markt der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg (Röder und Walkshäusl (2009)). Häufig sind die Erträge aus diesem Asset-Play sogar höher als die aus dem operativen Schiffsbetrieb. Eine weniger aktive Trust-Strategie mit geringerer Cashflow-Volatilität könnte hingegen einen Fokus auf ein bestimmtes Segment der Schifffahrt (z.B. Container) legen und die Schiffe auf Basis kürzerer Zeitcharterverträge (2–3 Jahre) im Pool beschäftigen. In einem Schiffspool werden die Einnahmen und Kosten mehrerer in der Charterbewertung vergleichbarer Schiffe zusammengefasst und anschließend durch die Anzahl der Poolschiffe geteilt. Die Differenzen zwischen den Einnahmen der einzelnen Schiffe und dem Durchschnitt des Pools werden liquiditätswirksam über den Pool nach einem festgelegten Schlüssel ausgeglichen, woraus sich eine Verstetigung der Einnahmen für das einzelne Schiff bei reduziertem Marktrisiko ergibt.

Im Gegensatz zu Shipping Trusts verfolgen geschlossene Schiffsfonds immer eine passive Buy-and-Hold-Strategie, weil eine Veräußerung des Fondsschiffes zur Liquidation der Gesellschaft führt. Ein weiterer

renditen auf als die internationalen Aktien- und Anleihemärkte (siehe Abbildung 5). Allerdings sind die hohen Renditen des Shiplnx und des SFI primär auf die boomenden Schifffahrtsmärkte in den Jahren 2003 bis 2007 zurückzuführen. Betrachtet man die jährlichen geometrischen Durchschnittsrenditen der vergangenen fünf Jahre, so weist der Shiplnx mit 2,29% eine immer noch höhere Durchschnittsrendite als weltweite Aktien- und Anleiheanlagen auf. Der SFI schneidet hingegen mit einer Durchschnittsrendite von -5,82% deutlich schlechter ab. Im Jahr 2009 erzielte der Shiplnx eine Rendite von 20,35%, wohingegen der SFI mit einer Rendite von -57,33% erhebliche Verluste verzeichnete. Die Gründe für diese hohen Renditedifferenzen liegen primär in den verschiedenen Geschäftsmodellen der Investitionsvehikel. Die Entwicklung des Shiplnx hängt stark von der allgemeinen Aktienmarktentwicklung ab, so dass dieser zum Teil von den stark steigenden Aktienmärkten im Jahr 2009 profitieren konnte. Allerdings verzeichnete der MSCI World Index in diesem Jahr mit 26,72% eine deutlich höhere Rendite. Im Gegensatz dazu hängt die Wertentwicklung des SFI ausschließlich von der Entwicklung der operativen Geschäftstätigkeit der im Indexportfolio enthaltenen Einschiffsgesellschaften ab. Anders als auf den internationalen Aktienmärkten haben sich die wirtschaftlichen Perspektiven an den Schifffahrtsmärkten weiter verschlechtert. Dies lässt sich mit dem durch die Rezession bedingten Einbruch des Welthandels und mit den dadurch drastisch eingebrochenen Charraten begründen. Weiterhin wird in den nächsten zwei Jahren eine Vielzahl von Neubauten auf den Markt kommen, so dass die dadurch entstehenden erweiterten Kapazitäten

auch in den kommenden Jahren verstärkt Druck auf die Charraten ausüben sollten. Es ist daher zu vermuten, dass es noch einige Zeit dauern wird, bis es zu einer Erholung an den Schifffahrtsmärkten und damit auch wieder zu positiven Entwicklungen der operativen Geschäftstätigkeit der Einschiffsgesellschaften kommen wird.

Beide Indizes weisen über alle Betrachtungszeiträume eine deutlich höhere Standardabweichung als internationale Aktien- und Anleiheanlagen auf. Auffallend sind weiterhin die signifikanten Autokorrelationen erster und zweiter Ordnung des SFI. Die Ursache für diesen Effekt könnte in Bewertungsproblemen liegen. Die Bewertung der im Indexkorb des SFI enthaltenen Einschiffsgesellschaften erfolgt auf Basis des Net Asset Value (NAV). Dieser berechnet sich aus dem Marktwert des Schiffes zuzüglich einer etwaigen Liquiditätsreserve auf Ebene der Einschiffsgesellschaft und abzüglich des Marktwertes des Fremdkapitals, der dem aktuellen Stand des Schiffshypothekendarlehens entspricht. Im Vergleich zu den Aktienmärkten, die durch eine hohe Liquidität und ständige Preisfeststellungen charakterisiert sind, weisen die Secondhand-Märkte für Schiffe eine deutlich geringere Liquidität auf. So veröffentlichen Schiffsmakler Secondhand-Preise für Schiffe, die als Basis für die NAV-Bewertung dienen, üblicherweise nur wöchentlich. Die Bewertung der einzelnen Einschiffsgesellschaften des Indexportfolios des SFI erfolgt dagegen im Rahmen der Indexberechnung monatlich. Die hohen Autokorrelationen des SFI dürfen darauf zurückzuführen sein, dass zwischen den Preisfeststellungen oftmals längere und auch unregelmäßige Zeiträume liegen. Hohe Autokorrelationen führen zu einer

Unterschätzung der Volatilität und damit zu einer Überschätzung der Sharpe-Ratio.

Für eine detaillierte Analyse ist es erforderlich, zusätzliche Rendite-kennzahlen in Form der höheren Verteilungsmomente mit einzubeziehen. Mit Ausnahme des J.P. Morgan Government Bond Index Global weisen alle Indizes eine negative Schiefe auf. Dies deutet darauf hin, dass im Vergleich zur Normalverteilung eine höhere Wahrscheinlichkeit für negative Monatsrenditen besteht, was wiederum ein höheres Verlustrisiko impliziert. Dieses Verlustrisiko ist bei den beiden Schiffsindizes besonders ausgeprägt, wie deren höherer Value at Risk (VaR) und deren höhere Semivolatilität im Vergleich zu den Aktien- und Bondindizes zeigen. Zusätzlich weisen alle Indizes eine positive Überschuss-Kurtosis auf. Somit treten extreme Renditeausprägungen im Vergleich zur Normalverteilung mit einer höheren Wahrscheinlichkeit auf. Die Schiffsindizes weisen im Vergleich zum MSCI World Index eine höhere Überschuss-Kurtosis auf. Schließlich zeigt die Jarque-Bera-Teststatistik, dass mit Ausnahme des MSCI World Index keiner der betrachteten Indizes einer Normalverteilung folgt.

4.2 Portfolioeffekte

Trotz der höheren Verlustrisiken erscheinen die beiden Indizes für die Anlageklasse Schiff aufgrund ihrer höheren Sharpe-Ratios im Vergleich zu Aktien- und Bondanlagen als Einzelanlage sehr attraktiv. Für eine Portfoliobetrachtung und damit für die Aufnahme dieser Investmentvehikel in ein bereits diversifiziertes Portfolio sind allerdings auch die Korrelationsstrukturen maßgeblich. Abschließend werden daher die Diversifikationsmöglichkeiten im Mean-Variance-Ansatz untersucht.

Dazu sind in Abbildung 6 die Korrelationsstrukturen aller vier Indizes dargestellt. Aufgrund der geringen Korrelationen des SFI mit den globalen Aktien- und Anleihemärkten und der negativen Korrelation zwischen dem ShipInx und den globalen Anleihemärkten ist davon auszugehen, dass durch eine Erweiterung der traditionellen Aktien- und Anleiheportfolios um die Anlageklasse Schiff das Rendite-Risiko-Verhältnis eines Portfolios verbessert werden kann.

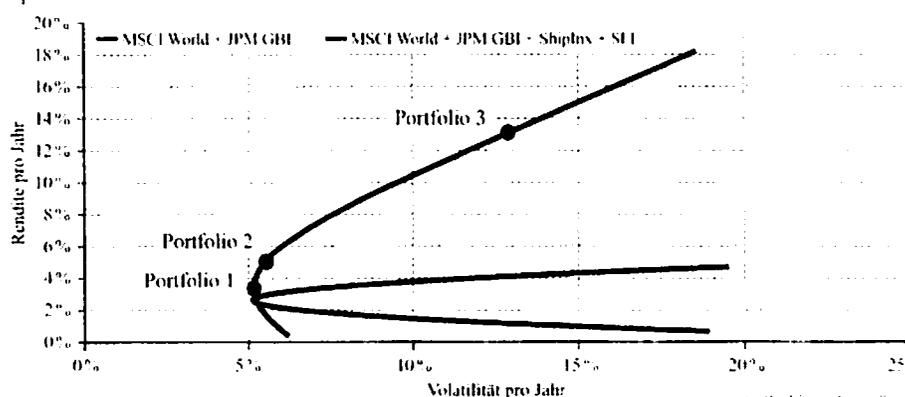
Abbildung 7 verdeutlicht, dass es durch Aufnahme aller vier Indizes in ein Portfolio zu einer Verschiebung der Effizienzkurve nach links oben kommt und damit das Rendite-Risiko-Spektrum eines institutionellen Anlegers gegenüber reinen Aktien- und Bondanlagen erweitert werden kann. Ausgangspunkt ist das Minimum-Varianz-Portfolio (Portfolio 1). Dieses ist zu 84% im J.P. Morgan Government Bond Index Global und zu 11% im MSCI World Index investiert. Der ShipInx wird mit einem Gewicht von 5% in das Portfolio aufgenommen. Entlang der Effizienzkurve wird der klassische Risiko-Rendite-Zielkonflikt ersichtlich; eine höhere erwartete Rendite kann nur durch Übernahme eines höheren Risikos erzielt werden. Dies geschieht durch höhere Gewichtung des ShipInx und Aufnahme des SFI in das optimale Portfolio. Portfolio 2 besteht immer noch zu 82% aus dem J.P. Morgan Government Bond Index Global, aber bereits zu 14% aus dem ShipInx und zu 4% aus dem SFI. Aufgrund seiner geringen Sharpe-Ratio während der Untersuchungsperiode findet der MSCI World Index keinen Eingang mehr in dieses Portfolio. Schließlich besteht Portfolio 3 zu jeweils rund einem Drittel aus dem J.P. Morgan Government Bond Index Global, dem ShipInx und dem SFI. Die

6 Korrelationsmatrix

Monatsdaten vom 30.09.2002 bis 31.12.2009				
Shiplnx	1,00	0,24	0,72	-0,31
SFI		1,00	0,22	0,16
MSCI World			1,00	-0,15
JPM GBI				1,00

Quelle: Luxor Darstellung

7 Effizienzkurven mit und ohne die Anlageklasse Schiff



Quelle: Luxor Darstellung

deskriptiven Statistiken dieser drei Portfolios werden in Abbildung 5 gegenübergestellt. Dabei wird deutlich, dass Portfolio 3 eine attraktive Sharpe-Ratio und aufgrund des Diversifikationseffektes gleichzeitig ein relativ geringes Verlustrisiko aufweist. Auch wenn diese „effizienten“ Portfolios möglicherweise ein typisches institutionelles Anlegerportfolio nicht realistisch nachzubilden vermögen, kann dieser vereinfachte Mean-Variance-Ansatz den grundsätzlich positiven Einfluss der Anlageklasse Schiff auf das Risiko-Rendite-Spektrum aufzeigen.

5. Fazit

Die Schifffahrt ist einer der größten Gewinner der fortschreitenden internationalen Arbeitsteilung. Sie weist im Vergleich zu anderen Branchen allerdings einige Besonderheiten auf, die Anleger vor einer Anlageentscheidung genauer analysieren sollten. Dem institutionellen Anleger steht eine große Vielfalt an Anlageinstrumenten zur Verfügung, wobei Trust-Strukturen in den letz-

ten Jahren sehr stark an Bedeutung gewonnen haben. Die empirische Analyse konnte verdeutlichen, dass die Anlageklasse Schiff in der langfristigen Betrachtung interessante Rendite-Risiko-Charakteristika aufweist. Zudem eröffnen Schiffsanlagen in Verbindung mit traditionellen Aktien- und Anleiheanlagen zusätzliche Diversifikationsmöglichkeiten. Aufgrund der spezifischen statistischen Eigenschaften der verwendeten Schifffahrtsindizes sind die hier gezeigten Ergebnisse der Mean-Variance-Optimierung aber nur begrenzt aussagekräftig. Deshalb sollten im Rahmen der praktischen Anwendung weitere Ansätze, wie beispielsweise ausfallrisikoorientierte Portfoliooptimierungsmodelle (Syriopoulos und Roumpis (2009) oder makroökonomische Mehrfaktorenmodelle (Drobtetz, Schilling und Tegtmeier (2010)), implementiert und eingesetzt werden.

Die momentane Krise in der Schifffahrt wird das Spektrum an Anlageinstrumenten, das institutionellen Anlegern in der Anlageklasse Schiff

zur Verfügung steht, noch erweitern. So ist zu erwarten, dass zunehmend Private-Placement-Deals von Fremd- oder Eigenkapital an institutionelle Anleger an Bedeutung gewinnen werden. Dabei können schiffsfinanzierende Banken als Arrangeure anlegerspezifische Risiko-Rendite-Strukturen generieren. Zudem dürften Mezzanine-Strukturen an Bedeutung gewinnen, bei denen Banken und institutionelle Anleger ebenfalls gemeinsam auftreten. Zur Vergütung des im Vergleich zum vorrangigen Fremdkapital höheren Risikos partizipiert der Mezzanine-Geber meist zusätzlich zu einer festen Verzinsung

Literatur

- Alizadeh, A. und N. Nomikos (2009): Shipping Derivatives and Risk Management. Palgrave.
- Batchelor, R., A. Alizadeh und I. Vissikis (2007): Forecasting Spot and Forward Prices in the International Freight Market. International Journal of Forecasting 23, 101-114.
- Boehme, A. (2007): Refinanzierung durch Schiffspfandbriefe, in: Henning W., C. Henning und M. Gerhard (Hrsg.): Grundlagen der Schiffsfiananzierung. Frankfurt am Main, 817-825.
- Bessler, W., W. Drobetz und J. Seidel (2008): Ship Funds as a New Asset Class: An Empirical Analysis of the Relationship between Spot and Forward Prices in Freight Markets. Journal of Asset Management 9, 102-120.
- Drobetz, W., D. Schilling und L. Tegtmeier (2009): Common Risk Factors in the Returns of Shipping Stocks. Maritime Policy & Management 37, 93-120.
- Drobetz, W., L. Tegtmeier und M. Topalov (2008a): Die Bewertung von Kommanditanteilen geschlossener Schiffsfonds mit dem Ertragswertverfahren. Finanz Betrieb, 399-411.
- Drobetz, W., L. Tegtmeier und M. Topalov (2008b): Handelsplattformen für Schiffsbeteiligungen: Analyse und Vergleich von Zweitmärkten für Schiffsbeteiligungen unter Finanzgesichtspunkten. Finanz Betrieb, 57-67.
- Ferri EuroRating Services AG (2009): Ferri Gesamtmarktstudie Beteiligungsmodelle 2009. Bad Homburg.
- Friedrichs, R., C. Wegner und I. Richter (2007): Eigenkapitalfinanzierung über geschlossene Schiffsfonds, in: Henning W., C. Henning und M. Gerhard (Hrsg.): Grundlagen der Schiffsfiananzierung. Frankfurt am Main, 851-892.
- Granmenos, C., N. Nomikos und N. Papapostolou (2008): Estimating the Probability of Default for Shipping High Yield Bond Issues. Transportation Research Part F 44, 1123-1138.
- Hoptler, K. (2007): Schiffsfiananzierung als strategisches Geschäftsfeld von Banken – ein Überblick, in: Henning W., C. Henning und M. Gerhard (Hrsg.): Grundlagen der Schiffsfiananzierung. Frankfurt am Main, 3-42.
- ISH Corporate Finance GmbH (2008): Shipping: Einführung in eine Asset-Klasse. Hamburg.
- Kavassanos, M. und A. Alizadeh (2002): The Expectations Hypothesis of the Term Structure and Risk Premia in Dry-Bulk Shipping Freight Markets, An EGARCH-M Approach. Journal of Transport Economics and Policy 36, 267-304.
- Kavassanos, M., A. Juell-Skiesle und M. Forrest (2003): International Comparison of Market Risk across Shipping-Related Industries. Maritime Policy & Management 30, 107-122.
- Kavassanos, M. und I. Vissikis (2007): Derivatives and Risk Management in Shipping. Whitehys.

am Wertzuwachs des Unternehmens (Equity-Kicker). Schließlich wurden kürzlich Finanzierungsstrukturen nach Scharia-Regeln aufgelegt, die vor allem institutionellen Anlegern aus dem arabischen Raum den Zugang zur Anlageklasse Schiff ermöglichen sollen (z. B. von QInvest, Fortis und König & Cie). Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Schiffe eine wenig bekannte, aber insbesondere für institutionelle Anleger interessante Anlageklasse darstellen, die einen positiven Risiko-Rendite-Effekt im Portfoliokontext aufweist und in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen wird.

Lemper, Burkhard (2007): Volkswirtschaftliche Aspekte der Schiffahrt, in: Henning W., C. Henning und M. Gerhard (Hrsg.): Grundlagen der Schiffsfiananzierung Frankfurt am Main, 115-156.

Maritime Services 2009, IISL Research, www.iisl.org.uk

Röder, K. und C. Walkshausl (2009): Vtmars: Ein ungewöhnlicher Börsengang. Finanz Betrieb, 605-607.

Schlattermund, S. (2007): Schiffskreditverbriefungen, in: Henning W., C. Henning und M. Gerhard (Hrsg.): Grundlagen der Schiffsfiananzierung Frankfurt am Main, 817-825.

Stopford, M. (2009): Maritime Economics, 3. Auflage, Routledge.

Syriopoulos, T. und F. Ruompis (2009): Asset Allocation and Value at Risk in Shipping Equity Portfolios. Maritime Policy & Management 36, 57-78.

UniCredit (2010): General Trends in Ship Finance. Präsentationsunterlagen von Ingmar Loges beim Reeder & Makler Club Hamburg e.V.

Fußnoten

- 1) Eine ausführliche Einführung in die Schiffahrtsmärkte bieten Lemper (2007), Stopford (2009) sowie Alizadeh und Nomikos (2009).
- 2) Bei der Tonnagesteuer handelt es sich nicht um eine spezielle Steuer für Schiffahrtbetriebe, sondern um eine pauschale Form der Gewinnermittlung. Der Gewinn wird nicht wie bei der Regelbesteuerung durch Betriebsvermögensvergleich ermittelt, sondern pauschal anhand des Rauminhalts des Schiffes erfasst.
- 3) Eine empirische Analyse des Zusammenhangs zwischen Spot- und Terminfrachtraten liefern Batchelor, Alizadeh und Vissikis (2007) und Bessler, Drobetz und Seidel (2008).
- 4) Im Rahmen der Analyse erfolgt in Bezug auf die Kostenstrukturen auf Ebene der im Index enthaltenen Fin Schiffsgesellschaften eine Modifizierung. Der von der Wertpapierbörse Hamburg veröffentlichte SFI TKL Ship Fund Index dokumentiert die Wertentwicklung geschlossener Schiffsfonds, die mit vergleichsweise hohen Kosten behaftet sind (www.hamburg-maritime.de). Der hier verwendete SFI-Index wurde so modifiziert, dass die Kostenstruktur der institutioneller Vehikel entspricht. Die zugrunde gelegten Kosten wurden den Emissionsprospekten der HCL Hammonia Shipping AG und der Marenave Schiffahrt AG entnommen. Beide Gesellschaften sind Beispiele für weniger aktive Trust-Strukturen, wie sie in Abschnitt 3.4 diskutiert wurden.

Wir danken Stefan Albertin und Tim Richter für wertvolle Kommentare.



Prof. Dr. Wolfgang Bessler
Professur für Finanzierung und Banken
Justus-Liebig-Universität Giessen
Giessen



Prof. Dr. Wolfgang Drobetz
Lehrstuhl für Unternehmens-
und Schiffsfiananzierung
Universität Hamburg
Hamburg



Lars Tegtmeier
Geschäftsführer
TKL.Fonds GmbH
Hamburg