

BB

SCHWEIZER MAGAZIN FÜR KOLLEKTIVE
UND STRUKTURIERTE INVESTMENTS

PORTFOLIOSTRATEGIE
**BOND-INVESTMENTS ENTLANG
DER ZINSKURVE OPTIMIEREN**

ASSET MANAGEMENT
**EUROPA – ZWISCHEN HOFFEN UND BANGEN,
SCHEITERN UND AUFBRUCH**

FORUM
**RISIKOMANAGEMENT:
MEHR LEISTEN, WENIGER DÜRFEN**

56

März 16

CHF 10.-



MAINFIRST GLOBAL EQUITIES FUND

Nur wer Kreativität und Wissen kombiniert, kann die Möglichkeiten von Industrie 4.0, mobilem Internet und disruptiven Technologien effektiv nutzen.

Die Querdenkerin.

Character. For More Performance.

MAINFIRST

M

MAINFIRST BANK AG, Kennedyallee 76, D-60596 Frankfurt, fonds@mainfirst.com, www.mainfirst.com
* Benchmark Performance 2015: 10,42% / **DISCLAIMER:** Allein verbindliche Grundlage für den Anteilswerber sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen (Verkaufsprospekt, KIID, Halbjahres- und Jahresbericht). Diese sind in deutscher Sprache bei der Verwaltungsgesellschaft MainFirst Affiliated Fund Managers S.A., 16, rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach, sowie bei der MainFirst Bank AG, Kennedyallee 76, D-60596 Frankfurt am Main, erhältlich. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapiere und sonstige Vermögenswerte, das Risiko von Verlusten. Aus diesem Grunde ist eine positive Performance in der Vergangenheit keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft.





Rainer Landert
Markus Röthlisberger

LIEBE LESERIN, LIEBER LESER

Sicher ist gar nichts, erst recht nicht im Anlagegeschäft. Ungewissheit bildet die eigentliche Geschäftsgrundlage, und Informationsvorsprünge sind matchentscheidend, wenn es darum geht, aus einem Geschäft, das im Wesentlichen auf das Motiv Hoffnung baut, Wertzuwachs zu erzielen. Ob Fondsmanager oder Privatanleger: Wer hierbei nicht bereit ist, Risiken einzugehen, kann weder Kapitalerträge noch Kapitalgewinne erwarten. Es ist allen Wirtschaftens eigen, dass Entscheide stets unter Unsicherheit und unvollständiger Information erfolgen. Annahmen werden getroffen, Szenarien gebildet und Wahrscheinlichkeiten zugeordnet – eine an sich für alle Marktteilnehmer faire Ausgangslage. Ein Quentchen mehr an Information kann rasch einmal eine erhebliche Verbesserung der Rendite-Risiko-Situation zeitigen. Dies ist entscheidend, denn noch mehr als bei anderen Wirtschaftszweigen lebt unser Geschäft von Risiken. Wer mit ihnen richtig umgeht, sie kalkulierbar macht, sie richtig verteilt und wo nötig zu vermeiden versteht, schlägt den Markt. Vielerorts ist ein Risk Manager bereits Teil der Geschäftsleitung geworden – im Interesse von Kunden zum einen, aber auch im Interesse eines gesunden Fortbestehens der eigenen Unternehmung im Wettbewerb zum anderen. Risiken im Griff haben ist heute strategische Erfolgsvoraussetzung Nummer 1, ein gut aufgestelltes Risk Management primärer Erfolgsfaktor. Das Fachpanel dieser Ausgabe gibt Einblick.

Wenn Informations- und Wissensvorsprung im betrieblichen Risk Management eine derart zentrale Rolle spielen, dann sollte nicht davor zurückgeschreckt werden, auch unorthodoxe Informationsquellen anzuzapfen. Keine Mittel und Wege darf vorweg ausschliessen, wer sich rühmt, ein verlässliches Bild über eine konkrete Situation oder über bestimmte Umstände erhalten und neue Erkenntnisse gewinnen zu wollen. Blicken wir auch im Rahmen des B2B für einmal weit über unseren alltäglichen Horizont hinaus und betrachten die Geschehnisse aus einer ganz anderen Warte, aus der Astrologie nämlich. Tatsache ist, dass sich zwischen dem Lauf der Gestirne und den Geschehnissen auf dieser Erde nicht unerwartet vielerlei Entsprechungen und Gesetzmässigkeiten ableiten lassen. Lesen Sie dies und jenes an spannenden und interessanten Inhalten in der aktuellen Ausgabe.

Viel Spass bei der Lektüre.

Rainer Landert und Markus Röthlisberger

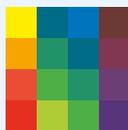


Moneysoft®

Die Fondsbuchhaltung
für jede Grösse

Featuring

- Fund Admin & NAV-Bewertung von Aktien-Fonds, Obligationen-Fonds, Money Market Funds, Funds of Funds, Hedgefonds, Poolfonds, Dachfonds, Fonds mit Klassen und/oder Tranchen und vielen mehr.
- Berechnung von Steuerwerten wie Zwischengewinn, Aktiengewinn, Europäische Zinsbesteuerung, Abgeltungssteuer & KEST.
- Automatischer Versand der Preise inklusive aller relevanten Steuerwerte.
- SIX Telekurs XML Assetreport, XML SNB Quartalsreport sowie Quartalsberichte für die FMA (FL).
- Umfangreiche Reporting Datenbank.
- Verwaltung von Corporate Actions.
- Verwalten von Deltas und Poolfaktoren zur Bewertung der Derivat Risiken.
- Erstellung von Geschäftsberichten inkl. TER & PTR.
- Erstellung von relevanten Daten für die Transparenzbescheinigung.
- Voll integriertes Anteilsregister mit den gesetzlich geforderten Investoren-Angaben.
- Verbuchen und drucken von Emissions- und Rücknahme-Scheinen.



megos

Das 1965 gegründete Unternehmen zum Zweck der Entwicklung und Vertrieb von Software sowie Erbringung der damit zusammenhängenden Dienstleistungen. Individuelle Anpassungen sind jederzeit kostengünstig möglich. Consulting und Manpower Aufträge werden von gut ausgebildeten Mitarbeitern erbracht. Der Support steht Ihnen rund um die Uhr zur Verfügung. Made in Switzerland.

+41 56 461 70 10 • www.megos.ch • info@megos.ch



MÄRZ 2016

editorial	1
forum Risk Management im Anlage- und Fondsgeschäft	4
portfoliostrategie Kohlenstoffblase – eine unterschätzte Gefahr Turbulenter Jahresauftakt: Was erwartet uns? Indexfonds – einfach überzeugend Bond-Investments entlang der Zinskurve optimieren Negative Zinsen – teure Aktien: Wie weiter?	20 23 26 30 32
firmenstrategie Vielfältige Expertise und lokale Verankerung	34
asset management Liquide alternative Strategien für Wachstum Europa – Ein Kontinent mit Möglichkeiten CoCo Bonds: Renditeperlen im Härtetest Anlagerisiken und -chancen des Klimawandels Europäische Hochzinsanleihen haben Potenzial	37 40 42 45 46
alternative beurteilungen Saturn/Neptun-Zyklus: Zwischen Verantwortlichkeit und Nachgiebigkeit	48
pro memoriam info & edu center / impressum trägerschaft	52 53



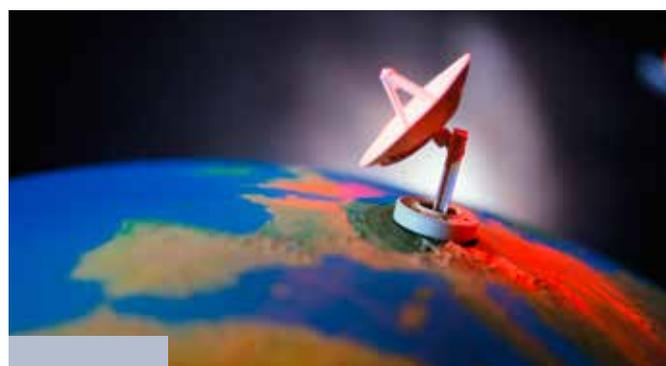
forum Risk Management gewinnt in unserem Geschäft an Bedeutung. Das aktuelle Fachgespräch gibt Einblick in die Risikodiskussion und zeigt vor dem Hintergrund der Rechtsentwicklung auf, wie modernes Risk Management funktioniert. Ab Seite

4



portfoliostrategie Obligationen-Investments bleiben herausfordernd. Die Positionierung auf der Renditekurve kann drastische Folgen für die Erträge haben. Ein Textbeitrag zeigt, dass auch mit ETFs ein flexibles Engagement möglich ist. Ab Seite

30



asset management Zwischen Hoffen und Bangen, Scheitern und Aufbruch – so präsentiert sich Europa seit Jahren. Viele Argumente sprechen jedoch für ein Engagement. Wie man von den Chancen in Europa profitieren kann, lesen Sie auf Seite

40



RISK MANAGEMENT IM ANLAGE- UND FONDSGESCHÄFT

MEHR RISIKEN, GERINGERE HANDLUNGSFREIHEIT

Mehr noch als in anderen Branchen ist in unserem Geschäft bewusstes Eingehen von Risiken Daseinsberechtigung und Geschäftsgrundlage zugleich. Das war schon immer so. Was sich aber in den letzten Jahren verschärft hat, sind die von Markt und Regulator vorgegebenen Geschäftsbedingungen: Wer zum einen heute Performance erzielen und im Wettbewerb bestehen will, muss laufend grössere Risiken eingehen; zum andern wird der Handlungsspielraum der Akteure seitens Regulatoren zunehmend eingeschränkt. So gilt für die ganze Branche schicksalhaft: immer mehr leisten und gleichzeitig immer weniger dürfen. Nachfolgend soll dieses Dilemma vertieft ausgeleuchtet werden. Dabei soll aufgezeigt werden, wie sich das Risk Management in einem stets komplexer werdenden Geschäft seit Ausbruch der letzten grossen Krise ab 2008 entwickelt hat, welcher Art heute die Risiken sind, wie die Anbieter damit umgehen und welche Anforderungen aktuell an ein modernes Risk Management gestellt werden.

Am Risk Management-Gespräch nehmen folgende Fachexperten teil: Heidi Dyer [CACEIS Bank Switzerland], Andreas Hogg [Swisscanto Fondsleitung AG], Daniel Koller [GAM Investment Management (Switzerland) AG], Jürg Leu [KPMG AG] und Philip Skiba [RBC Investor & Treasury Services].

Einst war es Aufgabe eines jeden Unternehmers, primär einmal Erträge zu erwirtschaften und Gewinne zu erzielen - im Interesse von Kunden zum einen, aber auch im Interesse eines Fortbestehens der eigenen Unternehmung im Wettbewerb. Jedem war klar, dass dies nicht gratis und ohne das bewusste Eingehen von Risiken zu haben ist. Bis heute zumindest. Mittlerweile scheint die Ausgangslage eine ganz andere zu sein. Es macht den Anschein, dass Risikovermeidung zum Business Case wird und bald wichtiger ist als das Geldverdienen selbst.

Hogg: Die letzte Krise, insbesondere die Finanz- und Bankenkrise, hat ein weiteres Mal zu einem verstärkten Augenmerk auf die Risiken geführt. Dass Risikovermeidung zum Business Case wird, würde ich zwar nicht behaupten, aber die Auseinandersetzung mit den Risiken bei der Beurteilung einer Business-Opportunität hat einen sehr hohen Stellenwert erhalten. Oft werden die potenziellen Risiken leider höher gewichtet als Business-Opportunitäten selbst. Eine zunehmende Risikoaversion ist beobachtbar, vor allem auch im aktiven Asset Management: Hierbei wird oft zu nahe an der festgelegten Benchmark verwaltet, anstelle aktive Risiken einzugehen und damit Outperformance-Quellen zu suchen.

Koller: «Risikovermeidung» als Business Case ist gar ein wenig übertrieben. Von der Tendenz her kann ich der Aussage

«Ein effizientes Risikomanagement ist abhängig vom Zugang zu entscheidenden Daten sowie von Kompetenz und Dialogfähigkeit aller Beteiligten.»

Heidi Dyer

aber zustimmen. Tatsache ist, dass Risikoüberlegungen heute ebenso wichtig sind wie Ertrags- und Kostenaspekte. Bevor eine neue Produktidee umgesetzt werden kann, sind heute oftmals unzählige Hürden zu nehmen, was durchaus als innovationshemmend empfunden werden kann. Nun besteht die Kunst gerade darin, Strukturen zu schaffen, welche die Entwicklung neuer Produkte begleiten und nicht primär hemmen. Begleiten heisst hier, dass wir nicht zuerst nach Gründen suchen, etwas nicht zu machen im Sinne der Risikovermeidung. Vielmehr geht es darum, die Kompetenzen verschiedener Bereiche so zu bündeln, dass neue Ideen so weit entwickelt werden können, bis eine umfassende Evaluation der Chancen und Risiken möglich wird.

Dyer: Risiken sollten identifiziert, verstanden sowie angemessen eingeschätzt und antizipiert werden, wobei dies der erste Schritt ist, um nicht in Risikovermeidung um jeden Preis zu münden. Nachhaltiger Erfolg basiert auf fokussierter Strategie, welche Hand in Hand mit intaktem Risikobewusstsein gehen sollte. Auch andere Faktoren tragen natürlich zum wirtschaftlichen Erfolg bei; so u.a. hochwertige Kundenbeziehungen, eine Kultur des Verantwortungsbewusstseins und die Entwicklung eines auch in Zukunft tragfähigen und effizienten operationellen Modells. Das Kunden- und Investoreninteresse muss im Vordergrund bleiben.

Skiba: Die Kredit- und Liquiditätskrise hat zuvor unerkannte systematische Risiken aufgezeigt, welche Regulatoren und Institutionen nun mit allen Mitteln angehen. Der Fokus auf Risikovermeidung hat in den letzten zehn Jahren sicherlich zugenommen, jedoch wäre es inkorrekt, dies als neue Zielsetzung eines Unternehmens zu generalisieren. Vielmehr ist in den letzten Jahren eine Vielzahl von neuen Schwerpunkten in den Fokus gerückt: so zum Beispiel vor allem Transparenz und Investorenschutz. Im Grunde birgt jedes Geschäft ein gewisses Mass an Risiken. Totale Risikovermeidung dürfte in der Geschäftswelt kaum je zum Erfolg führen. Viel eher ist ein Konzept von «Risikoappetit» oder «Risikotoleranz» angebracht, welches dazu führen sollte, die «richtigen» Risiken in einem angemessenen Umfang einzugehen. Dieser Risikoappetit muss natürlich in die globale und lokale Strategie der Organisation eingebunden werden und – ganz wichtig in unserer Branche – den Risikobedürfnissen der Kunden entsprechen.

Im Wirtschaftsleben ist praktisch nichts wirklich sicher; dies gilt erst recht nicht für das Anlagegeschäft. Risiken eingehen – so wurde eben erörtert – gehört zur Tagesordnung und bildet Geschäftsgrundlage. Wer nachhaltig Performance erzielen und im Wettbewerb bestehen will, also Marktanteile aufbauen, erhalten respektive



ausbauen möchte, muss im aktuellen Marktumfeld im Unterschied zu früher offenbar aber laufend höhere Risiken eingehen. Worin zeigt sich das konkret?

Koller: Ich würde eher sagen, dass die Aufwände gestiegen sind, um die – auch durch die Regulierung – vielfältiger gewordenen Risiken unter Kontrolle zu behalten. Für bestimmte Arten von Risiken besteht kaum eine Wahl bezüglich des Risikoappetits. Ein Asset Manager, welcher zum Beispiel bewusst an Ressourcen im Bereich Investment Controlling spart, wird heute nicht lange vor der Revision und Aufsicht bestehen können. Auf der Ertragsseite nehmen die Risiken insofern zu, als dass ein Grossteil der Erträge jeweils aus vergleichsweise wenigen Produkten stammt. Der durchschnittliche Anleger ist weniger geduldig geworden. Eine Fokussierung auf die gerade derzeit erfolgreichsten Produkte ist aber – sowohl aus Sicht des Kunden wie des Unternehmens – keine nachhaltige Strategie. Eine gezielte Diversifikation auf der Produktseite ist daher wichtig, bedingt aber eine Planung – auch der Risikoseite – über die gesamte Prozesskette hinweg.

Dyer: Entscheidungen hinsichtlich Allokation von Anlagen und Portfolio-Strukturierung sind zwangsläufig eng mit Risk Management-Fragen verbunden. Die Quintessenz im Asset Management ist letztendlich, einen optimalen Weg zu finden, vordefinierte und von Investoren akzeptierte Risikobudgets bestmöglich auszunützen und gleichzeitig eine höchstmögliche Rendite zu erwirtschaften. Dabei kommen Ansätze wie Risikodiversifikation und Risikoabsicherung ins Spiel. Im Risk Management geht es ja nicht nur darum, den Einfluss von Risiken zu mindern, sondern klar auch um Renditesteigerung.

Das Anlagegeschäft sei generell komplexer und daher riskanter geworden. Was muss man sich darunter vorstellen? Woraus ergeben sich denn diese neuen oder eben erhöhten Risiken, wie manifestieren sie sich im geschäftlichen Alltag?



Koller: Die Komplexität ergibt sich einerseits aus den Produkten selbst, bei denen wir einen Trend hin zu komplexeren Instrumenten sehen. So verfügen wir bei GAM beispielsweise über eine grosse Expertise in Absolute Return-Produkten. Diese sind zwar per se defensive Anlagelösungen, stellen aber durch ihre Komplexität grosse Anforderungen an das Risk Management. Andererseits werden aber auch die Setups der Fonds komplexer, da sie eine grössere Zahl externer Parteien – Sponsor, Manager, Administrator, Valuation Agent, Collateral Management Agent und weitere Intermediäre – involvieren. Der Fondsleitung obliegt die Aufgabe, sowohl die Koordination dieser Parteien als auch eine laufende Due Diligence sicherzustellen. Hinzu kommen die immer zahlreicher werdenden regulatorischen Auflagen; neben der eigentlichen Fondsregulierung sind auch national variierende Regelungen für die Meldung substanzieller Beteiligungen, die EU-Shortselling-Vorschriften sowie Konventionen wie jene bezüglich Streumission oder auch Sanktionen zu beachten. Diese Komplexität übersetzt sich direkt in zunehmende operationelle Risiken, die systematisch erfasst und kontrolliert werden müssen. Ausserdem besteht zunehmend die Notwendigkeit, sämtliche durchgeführten Kontrollen gegenüber dem Revisor zu dokumentieren oder gar replizieren zu können. Diese Auflagen machen es verständlich, dass manche Marktteilnehmer sich hinsichtlich der Fondsleitungsfunktion für ein Outsourcing entscheiden und eine Private Labeling-Lösung in Betracht ziehen. Wir sehen viele Asset Manager, welche nicht mehr gewillt sind, sich um all diese Dinge selber zu kümmern und ihre Kompetenz primär auf die Investment-Entscheidung oder den Vertrieb konzentrieren möchten. In diesen Fällen kann eine Private Labeling-Lösung die richtige Entscheidung sein.

Dies alles verändert auch den Markt. Zunehmende Spezialisierung und Effizienz sind heute gefragter denn je. Man kann dies auch als vermehrte Professionalisierung umschreiben.

«Das Führen eines Risikodialoges muss zur DNA eines jeden Asset Managers und jeder Fondsleitung gehören.»

Andreas Hogg

Koller: Das ist in der Tat so. Letztlich geht es darum, die Effizienz der immer komplexer werdenden Prozesse zu steigern und gleichzeitig die operationellen Risiken im Auge zu behalten. GAM bietet neben einer breiten Palette an eigenen Anlagelösungen wie angedeutet auch Private Labeling-Lösungen an. Weil bei uns alle Produkte – eigene wie auch Private-Labeling-Fonds – auf denselben Kernprozessen und -kompetenzen beruhen, können wir Skaleneffekte hinsichtlich Infrastruktur und Knowhow nutzen. Dies kommt



den Private Labeling-Kunden zugute, die sich beispielsweise ganz auf das Anlagegeschäft konzentrieren wollen, und alle anderen Aufgaben an eine professionelle Fondsleitung abgeben möchten. Dies ermöglicht den Playern im Markt, sich auf ihre jeweiligen Kernkompetenzen zu fokussieren – worin immer diese auch bestehen.

Von Risiken zum Risk Management: Was heisst Risk Management vor dem Hintergrund des stets komplexer werdenden Geschäfts?

Skiba: Wesentliche Ansatzpunkte, um die immer komplexer werdende Geschäftswelt im Risk Management abzubilden, sind der Wissens- und Erfahrungsstand der verantwortlichen Mitarbeiter und auch deren kommunikative Fähigkeiten. Ausgangspunkt ist dabei die so genannte Second Line of Defence, repräsentiert durch Risk Management und Compliance. Diese steht in der Verantwortlichkeit, eigene Kompetenzen zu entwickeln, aber auch einen Austausch auf Augenhöhe mit den Business Lines – der First Line of Defence – zu führen. Hier sind Organisationen im Vorteil, welche eine offene und integrative Unternehmenskultur pflegen, um diesen Austausch auch wirkungsvoll sicherstellen zu können. Wir glauben, dass Mitarbeiter, welche sich möglicher Risiken bewusst sind und sich laufend mit Geschäftsrisiken proaktiv befassen, nicht nur ihre Fachkenntnisse weiterentwickeln, sondern auch das Compliance Level einer Organisation stärken.

Hogg: Lassen Sie mich das grad aufnehmen, was eben als «offene und integrative Unternehmenskultur» angesprochen wurde. In einem zunehmend komplex werdenden Umfeld wird es tatsächlich immer schwieriger, Risiken zu antizipieren und adäquat zu beurteilen, da diese nicht immer erkennbar und die Zusammenhänge oft nicht auf Anhieb ersichtlich sind. Für das Risk Management heisst dies, sich mit immer mehr Business-Partnern zu vernetzen, um die Risiken identifizieren, verstehen und aus unterschiedlichen Blickwinkeln heraus analysieren zu

können. Risk Management darf nicht im «Elfenbeinturm» stattfinden, sondern bedingt den fortlaufenden Dialog mit allen an der Wertschöpfung beteiligten Einheiten. Gerade im Anlagegeschäft werden immer komplexere Anlagestrategien – oft unter Einsatz von intransparenten Finanzinstrumenten – gewählt, deren Risiken sich nicht immer adäquat mit mathematischen Modellen messen und abbilden lassen. Hier braucht es den Mut, Risiken vermehrt im Dialog mit dem Asset Manager anzusprechen, zu verstehen und zu beurteilen.

Koller: Eine der bekannten Schwierigkeiten besteht eben auch darin, einerseits immer mehr Regulierung zu verdauen und andererseits aber dennoch den nötigen Handlungsspielraum in der Gestaltung des Risk Managements zu bewahren. Man muss als Organisation in der Lage sein, stets auch auf allerlei neue Bedrohungen richtig und angemessen reagieren zu können. Es darf nicht sein, dass das Risikomanagement sich als rein administrative Funktion versteht und allein dem Regulator zuzudienen hat.

Welche Anforderungen werden denn an ein modernes Risk Management gestellt?

Dyer: Bestehende Risk Management-Systeme und -modelle in unserem Geschäft basieren oft vorwiegend auf historischen Daten und sind somit vergangenheitsorientiert. Sie geben oft unzureichende Angaben hinsichtlich der Risikotragweite von Portfolios und der Wahrscheinlichkeit zukünftiger Probleme. Sie erlauben auch keine Rückschlüsse auf mögliche zukünftige Renditen. Andererseits können falsche Schlussfolgerungen gezogen werden im Falle der Benutzung fehlender, unvollständiger oder inkorrekturer Datenreihen. Zukunftsweisenden Faktoren wird oft zu wenig Gewicht beigemessen. Proaktivität beim Management von unbekanntem Risiken ist oft unterentwickelt und das Risk Management nicht selten nur auf einfache Risikoidentifikation reduziert. Zu einer qualifizierten Risikoidentifikation gehören Simulationen, Szenarien oder kontinuierli-





che Beobachtungen des Umfelds in Bezug auf definierte Risikofelder. Der Aufbau eines Frühwarnsystems und eine ganzheitliche Sichtweise möglicher Risikoquellen sind dabei Kernpunkte. Methoden zur Identifizierung reichen von Befragungen bis hin zu Brainstorming und Ursache-Wirkungs-Diagrammen. Qualitative und quantitative Risikoanalyse mit Beurteilung der Eintrittswahrscheinlichkeiten und Folgeabschätzungen tragen zum Management potenzieller Risiken wirksam bei. Um mögliche Risiken frühzeitig zu identifizieren, ist es unumgänglich, kontinuierlich sämtliche Geschäftsaktivitäten und exogenen Einflüsse zu beobachten und den Identifikations- und Analyseprozess fortlaufend zu durchlaufen und zu erweitern.

Leu: Die KKV-Finma, die am 1. März 2016 in Kraft getreten ist, äussert sich eingehend zu den Anforderungen an das Risk Management im Rahmen von Fondsleitungen, KAG-Vermögensverwaltern oder SICAVs. Sie übernimmt dabei die Grundsätze, die wir schon aus der Bankenregulierung kennen. Der Verwaltungsrat ist dabei für die Einrichtung eines internen Kontrollsystems und dessen Überwachung verantwortlich. Dessen Ausgestaltung muss auf einer systematischen Risikoanalyse basieren, wobei die Art, der Umfang und die Risiken sowie die Komplexität der Geschäftstätigkeit in Betracht gezogen werden müssen. So sollen alle wesentlichen Risiken des betreffenden Instituts,

aber auch der verwalteten kollektiven Kapitalanlagen und übrigen Mandate angemessen und wirksam festgestellt, bewertet, gesteuert und überwacht werden. Der Geschäftsleitung kommt sodann die Aufgabe zu, die Vorgaben des Verwaltungsrats umzusetzen. Hierfür muss sie geeignete Verfahren entwickeln, damit in den Arbeitsprozessen des Unternehmens die Kontrollaktivitäten richtig eingebettet und eine angemessene Risikokontrolle sichergestellt sind. Damit der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung ihrer regulatorischen Pflichten, aber auch der unternehmerischen Verantwortung nachkommen können, muss unter anderem ein entspre-

«Die Schwierigkeit besteht darin, einerseits immer mehr Regulierung zu verdauen, andererseits aber dennoch den nötigen Handlungsspielraum in der Gestaltung des Risk Managements zu bewahren.»

Daniel Koller

chendes Berichterstattungswesen auf allen Stufen eingerichtet werden.

Hogg: Wie voranstehend bereits ausgeführt: Wichtigste Anforderung aus meiner Sicht ist, dass ein Risikodialog mit allen Stakeholdern in der Organisation geführt wird. Risiken werden oft nur rapportiert, aber zu wenig diskutiert, und es findet keine ausführliche inhaltliche Auseinandersetzung mit den Risiken statt. Dieser Risikodialog sollte auf unterschiedlichen Ebenen geführt werden. Einerseits muss ein Risikodialog zwischen Fondsleitung und delegiertem Asset Manager geführt werden, andererseits gehört zu einer guten Risikokultur auch ein Risikodialog innerhalb des Asset Managements und zwar zwischen dem Portfoliomanagement und einer eigenständigen Risikoeinheit. Im Rahmen dieser Auseinandersetzungen mit möglichen Risiken sollte überhöhtes, unbeabsichtigtes, aber auch ungenügendes «risk taking» sowie zu hohe Risikokonzentrationen einzelner Wetten thematisiert werden. Da das Handhaben von Risiken integraler Bestandteil der Aufgabe eines Portfoliomanagers ist, tun sich viele Portfoliomanager noch immer schwer, einen konstruktiven Risikodialog mit einer unabhängigen Risikoeinheit zu führen. Zu einem guten Risikodialog gehört aber eben auch das Auseinandersetzen mit einer Aussensicht respektive mit Drittmeinungen.

Welche praktischen Aspekte des Risk Managements haben durch die Finanzkrise ab 2008 besonders an Bedeutung gewonnen?

Skiba: Heutzutage sind unternehmerische Risiken einem weitaus grösseren Kreis an Mitarbeitern bewusst und Teil des täglichen Geschäfts. In der Vergangenheit hätte beispielsweise der Vertrieb vor Abschluss eines Geschäfts das Risikomanagement um Bestätigung einer Transaktion angefragt. Heutzutage ist dieser Vorgang viel proaktiver, wobei der Vertrieb ein Geschäft bereits vorab im Sinne der Risikotoleranz prüfen würde. Die Konsultation des Risikomanagements findet gleichwohl früher statt und ist durch ein höheres Mass an Interaktion geprägt.

Dies führt im Resultat zu einem effizienteren Prozess. Somit ist Risikomanagement heutzutage keine Checkliste am Ende eines Prozesses, sondern integraler Teil der Wertschöpfungskette.

Dyer: Der Druck im Rahmen des Risk Managements und der Compliance hat innerhalb der Finanzindustrie merklich zugenommen. Für CACEIS als Experte im Asset Servicing und dem Depotbankgeschäft für Investmentfonds ist es vor dem Hintergrund immer schärferer Regulierungen umso wichtiger, über ein rigores und robustes Risk- und Compliance-System zu verfügen. Allerdings mussten wir innerhalb CACEIS jedoch weder wesentliche Änderungen an unserem Ansatz vornehmen, noch die Strukturierung unserer Risk- und Compliance-Funktionen ändern. Es ist jedoch offensichtlich, dass die Finanzkrise im Anlage- und Depotbankenbereich Risiken ans Tageslicht befördert hatte, welche bislang praktisch kaum grosse Beachtung gefunden hatten; es handelt sich notabene unter anderem vorab um die Liquiditätsrisiken. Auch operationelle Risiken werden heute selbstverständlich aus ganz anderen Blickwinkeln heraus betrachtet. Es wurden Grenzen aufgezeigt bezüglich der Risikobewertung eingesetzter Modelle. Ganz neue Risiken kamen zum Vorschein; Ausfallrisiken bei nicht-börsengehandelten Transaktionen gewannen an Bedeutung.

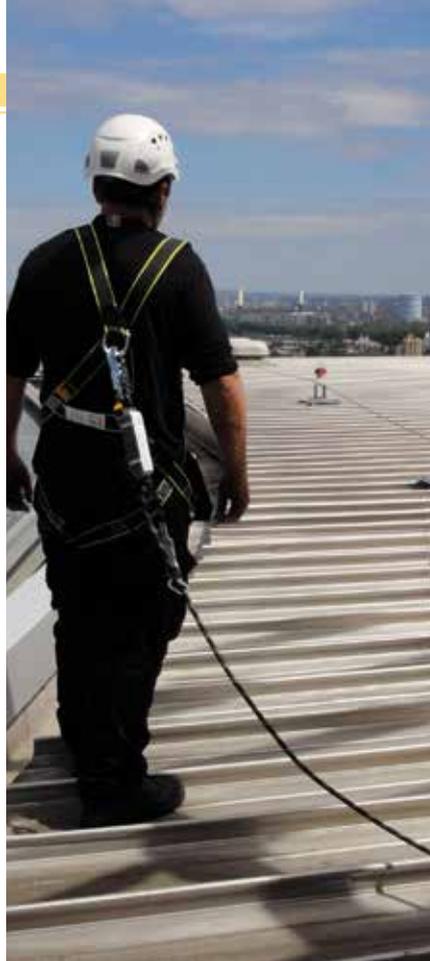
Hogg: Seit der Finanzkrise hat meines Erachtens insbesondere das Management von Gegenpartei- und Liquiditätsrisiken stark an Bedeutung gewonnen. Der Ausfall von Lehman Brothers hat uns allen vor Augen geführt, dass auch vermeintlich kapitalgeschützte Produkte dem Anleger keine absolute Sicherheit bieten. Ausserdem wird der Fondsanleger für das Ausfallrisiko beim Einsatz von OTC-Derivaten oder Zertifikaten nicht entschädigt. Deshalb gilt es, dieses Ausfallrisiko zu diversifizieren und zu limitieren. Während der Finanzkrise mussten einige vorab ausländisch domizilierte Anlagefonds für Rücknahmen geschlossen werden. Dies hat die Anleger verunsichert und dazu geführt, dass die Regulatoren im In- und Ausland Vor-



schriften für den Umgang mit Liquiditätsrisiken erlassen haben, die darauf abzielen, eine Fondsschliessung zu vermeiden und die Gleichbehandlung der Anleger sicherzustellen. Heute wird der Grad der Liquidität eines Anlagefonds anhand verschiedener Kriterien gemessen. Die Messung erfolgt abhängig von der allgemeinen Marktliquidität täglich, wöchentlich oder monatlich. Ab einem gewissen Liquiditätsgrad müssen vorbereitende Massnahmen getroffen werden, welche bei einer Verschlechterung des Liquiditätsgrades sofort greifen.

Koller: Auch aus meiner Sicht sind es die Gegenparti- und Liquiditätsrisiken, welche in den Vordergrund gerückt sind. Zudem – und auch nicht ganz unwichtig – hat sich die Einsicht eingestellt, dass sich die Welt nahezu von heute auf morgen völlig verändern kann. Deshalb ist es umso wichtiger, dass im Rahmen des Risk Managements auch das Bestehende und Bewährte laufend hinterfragt und neu bewertet wird. Heute sind wir mit einer grossen operationellen Komplexität konfrontiert. Umso unerlässlicher ist ein umfassendes Monitoring der internen und externen Prozesse, um Schwächen in den Kontrollen zu erkennen. Deshalb haben wir in den letzten Jahren stark in den Ausbau des operationellen Risikomanagements investiert – was selbstverständlich auch vielfältige Due Diligence-Prozesse einbezieht.

«Risiken eingehen» versus «Risiken vermeiden» – eine schwierige Gratwanderung im Betrieb: Welche Gefahren birgt der betriebsinterne Wettbewerb zwischen Geschäftsfront und Risk Management, wenn es darum geht, dass der eine darauf abzielt, möglichst interessante Geschäftsmöglichkeiten anzubahnen und der andere ihn gleichzeitig in einem internen Risk Management-Bericht an die Geschäftsleitung davon abhalten und zurückpfeifen möchte. Während dem einen bei solchen Auseinandersetzungen seitens Regulator immer mehr der Rücken gestärkt wird, macht der Markt dem anderen das Leben schwer,



denn für immer weniger Rendite wird immer mehr Risikobereitschaft gefordert. Was braucht es, um hierbei den optimalen Weg zu finden?

Skiba: Die Zusammenarbeit von Geschäftsfront und Risk Management hat in den letzten Jahren in vielen Organisationen signifikant zugenommen. An der Front ist die Wahrnehmung für die frühzeitige

«Es sind nicht nur die Regulatoren, die ein Risk Management auf internationalem Niveau verlangen, sondern auch die institutionellen Anleger.»

Jürg Leu

Erkennung von Risiken und Compliance-Themen gestärkt worden, und die entsprechenden Funktionen haben ihrerseits Kenntnisse in Bezug auf Kundenstrukturen und Verkaufsprozesse entwickelt. Es bedarf der richtigen Entscheidungen, um die Herausforderungen des heutigen Marktumfeldes zu meistern; diese müssen auf umfassende Identifikation und Bewertung von Risiken abgestützt sein. In diesem Zusammenhang ist uns als RBC hierbei eine historisch starke Unternehmenskultur hilfreich, um ineffizienten politischen Verflechtungen aus dem Weg zu gehen.

Hogg: Ein Entscheid der Risikoträger: Die Geschäftsleitung oder der Verwaltungsrat muss entscheiden, wie hoch ihr Risikoappetit ist. Dabei wird die persönliche Risikofreudigkeit eines jeden Entscheidungsträgers eine Rolle spielen. Wichtig bei dieser Entscheidungsfindung ist, dass die Geschäftsoportunitäten, die regulatorischen Vorschriften und die Risiken transparent gemacht werden, um eine möglichst sachliche Diskussion führen zu können.

Koller: Zwischen «Risiken eingehen» und «Risiken vermeiden» ein Optimum zu finden, ist nicht einfach. Was es im Unternehmen dafür aber sicher braucht, ist eine auf allen Stufen gelebte Risikokultur. Diese trägt nicht nur zur Lösung bereits entstandener Probleme bei, sondern wirkt auch präventiv und disziplinierend. Wie alle kulturellen Aspekte muss auch die Risikokultur breit sowie auch «von oben» getragen sein, und darf nicht als Angelegenheit eines einzelnen Teams verstanden werden. Für uns als aktiven, unabhängigen Asset Manager ist ein wirkungsvolles Risikomanagement fundamental. Dabei beaufsichtigt das Audit-Komitee des Verwaltungsrats die Ausgestaltung und Wirksamkeit des internen Kontrollsystems. Die Geschäftsleitung ist für die Implementierung des Risk Management Framework zuständig, welches alle Risiken – sowohl anlage- als auch unternehmensseitig – berücksichtigt. Risikomanagement hört aber nicht bei diesen Gremien oder einzelnen Einheiten auf, sondern gehört zu den Pflichten eines jeden Mitarbeiters.

Dyer: Immer wieder stellen wir Aufklärungsbedarf fest. Es ist zentral, neben Kompetenzen auf allen betrieblichen Ebenen ein Bewusstsein für eine intakte und auch fruchtbare Risikokultur zu schaffen, welche Geschäfte hinsichtlich Risiken sinnvoll hinterfragt und kontrolliert, aber diese nicht proaktiv verhindert resp. verbietet.

Wie steht es um mögliche neue Risiken, welche plötzlich am Horizont auftauchen können?

Koller: Etwas pointiert gesagt, zielen neue Regulierungsmassnahmen meist darauf ab, eine Wiederholung der letzten Krise zu verhindern. Die nächste Krise kann jedoch aus einer ganz anderen Ecke heraus entstehen – und teilweise eben gerade durch Regulierung «katalysiert» werden. Denken wir etwa an Eigenmittelvorschriften der Banken, welche der Liquidität in den Bondmärkten abträglich ist. Deshalb würde ich mir wünschen, dass das Pendel dereinst wieder zurückschlägt, in Richtung einer stärker prinzipien- statt regelbasierter Regulierung. Nur so kann meines Erachtens die Industrie die nötige Flexibilität bewahren, um auf neue Bedrohungen reagieren zu können. Und nur so kann letztlich auch das Risk Management selbst zu einem differenzierenden, ja strategischen Faktor werden – und nicht nur einem blossen Hygienefaktor. Hier hat es aber natürlich jede Firma selbst in der Hand, ihre eigenen Prioritäten zu setzen.

Dyer: Man muss schon anmerken: Neue Risiken entstehen vor allem aus der Flut lokaler und internationaler Regulierungen, nennen wir sie Compliance-Risiken. Andere Risiken ergeben sich generell aus dem Marktgeschehen heraus; zum Beispiel Zins- und/oder Währungsrisiken, Risiken aufgrund politischer Entscheidungen, konjunkturbedingte Geschäftsrisiken etc. Als grundlegendes Risiko des Anlagegeschäftes bleibt das Investitionsrisiko, welches von einer Vielzahl anderer Risiken beeinflusst wird. Als vorrangige Risiken werden für die Zukunft allgemein sicherlich jene der regulatorischen sowie auch steuerlichen Compliance ge-



sehen, wobei diese Risiken sich vielfältig darstellen und zum Teil nur schwer überschaubar sind. Marktteilnehmer sind mit grenzüberschreitenden Regelungen auf verschiedenen Ebenen konfrontiert, welche auch indirekt Einfluss auf die Wertentwicklung von Anlagen haben können. Eine weitere wichtige Thematik bleibt das Reputationsrisiko, welches als Folge der Konfrontation mit anderen Risikokategorien entstehen kann. Auch die Tendenz zu vermehrtem Outsourcing essenzieller Aktivitäten an externe Dienstleister zeigt neue Risiken auf.

Sind Asset Manager heute ausreichend dafür ausgerüstet, ihre Risiken rechtzeitig zu erkennen und ihnen richtig zu begegnen?

Hogg: Bei vielen grossen Asset Managern sind heute Risikotools und -modelle im Einsatz, welche die rechtzeitige Identifikation von Risiken ermöglichen. Ausserdem schreibt der Regulator verschiedene Massnahmen wie etwa das Durchführen von Stresstests für das Risikomanagement vor, um auch die Auswirkungen von Extremszenarien zu verstehen. Ich sehe mehr die Gefahr, dass man sich zu stark auf die Modelle verlässt und dabei den gesunden Menschenverstand ausser Acht lässt. Wie bereits erwähnt, ist das Führen eines Risikodialoges, welcher sowohl eine Innen- als auch eine Aussensicht berücksichtigt, ein zentrales Element für die

«Wir glauben, dass Mitarbeiter, welche aktiv im Umgang mit Geschäftsrisiken involviert sind, nicht nur ihre Fachkenntnisse entwickeln können, sondern auch das Compliance Level einer Organisation stärken.»

Philip Skiba

Identifikation, die Beurteilung und den Umgang mit Risiken. Für eine inhaltlich differenzierte Auseinandersetzung mit Risiken muss Knowhow aus dem Risikomanagement mit Marktnähe und makroökonomischem Verständnis kombiniert werden.

Koller: Die Regulierung ist regelbasiert und wird laufend «feinmaschiger». Das bedeutet zwangsläufig, dass es einen immer grösseren Kontrollapparat erfordert, um all diesen Regeln gerecht zu werden. Unter den grössten betrieblichen Risiken steht heute die Verletzung von Regeln aller Art ganz vorne auf der Liste. Das heisst

letztlich, dass ein immer grösserer Teil der hochqualifizierten Ressourcen für das Aufpassen von Regelverletzungen eingesetzt werden muss. Durch den Detailgrad der Vorgaben bestimmt der Regulator damit implizit, wofür die Ressourcen im Risk Management eingesetzt werden. In manchen Aspekten mag dies sinnvoll sein, aber es lässt den Gestaltungsspielraum der Funktion – bei gleichen Ressourcen – tendenziell schrumpfen. Deshalb ist es umso wichtiger, den verbleibenden Spielraum in der Gestaltung der Risk Management-Funktion sinnvoll zu nutzen.

Greifen wir nochmals auf die erwähnten Liquiditätsrisiken zurück – wir kennen sie insbesondere seit der letzten grossen Krise: Woher kommen sie respektive wie entstehen sie? Welcher Art sind sie und woraus bestehen sie?

Skiba: «Liquiditätsrisiko» heisst, dass eine Position im Portfolio nicht innerhalb hinreichend kurzer Zeit zu angemessenen Kosten veräussert, liquidiert oder geschlossen werden kann und dass dies dazu führt, dass Rücknahmen nicht mehr fristgerecht bedient werden können. Grundsätzlich bestehen zwei Formen von Liquiditätsrisiken. Da geht es zunächst um die Marktliquidität. Sie resultiert aus dem Mangel an Nachfrage. Des Weiteren ist die Finanzierungsliquidität anzusprechen: Sie gründet auf einem Mangel an Krediten oder Transaktionen – durch Geschäftspartner resp. Marktteilnehmer. Liquiditätsrisiken sind mit der letzten Überarbeitung der Basel-Richtlinien weiter in den Fokus gerückt. So ist nun ein eigener Risikoindikator – die Liquidity Coverage Ratio – eingeführt worden, um sicher zu gehen, dass regulierte Banken stets über ausreichende Liquidität verfügen.

Die KKV-Finma wurde unlängst einer Totalrevision unterzogen. Ein wichtiges Thema darin: Risk Management. Welches sind die wesentlichsten Änderungen für das Risk Management und wie beurteilen Sie diese?

Leu: Die wohl umfangreichste Änderung betrifft die Risikokontrolle. In der Vorgän-



gerversion der KKV-Finma wurde die Tätigkeit der Risikokontrolle vor allem im Zusammenhang mit dem Einsatz von Derivaten verstanden, also via den Einsatz der Risikomessverfahren Commitment I, II und dem Modellansatz. Neben diesen drei Risikomessverfahren besteht neu die Pflicht, bei kollektiven Kapitalanlagen die Risiken jeder einzelnen Position und deren Gesamtrisiko festzustellen, zu überwachen und zu bewerten. Es müssen also neben den Risiken von Derivaten auch diejenigen von allen anderen Anlagen der betreffenden kollektiven Kapitalanlage wie Aktien, Obligationen oder auch Immobilien bewirtschaftet werden. Als Mindestrisikokatalog werden die Markt-, Liquiditäts- und Gegenpartei Risiken vorgegeben. Die Risikokontrolle ist daneben auch für die Risiken des Bewilligungsträgers und die Risiken allfälliger übriger Verwaltungsmandate zuständig. Zudem hat die KKV-Finma beim Commitment II-Ansatz Neuerungen eingeführt, die einen beträchtlichen Anpassungsbedarf in der Risikokontrolle mit sich gebracht haben. Die regulatorischen Anforderungen an das Risk Management und die Risikokontrolle sind mit der KKV-Finma beträchtlich gestiegen. Damit hat die Regulierung hierzulande letztlich die europäischen Vorgaben umgesetzt, was eine der Voraussetzungen für einen Marktzugang unter der AIFMD ist. Die ESMA hat denn auch Mitte 2015 für die schweizerische Fondsgesetzgebung eine positive Empfehlung abgegeben. Es sind aber nicht nur die Regulatoren, die ein Risk Management auf internationalem Niveau verlangen, sondern zunehmend auch die institutionellen Anleger. Risk Management ist damit eine Voraussetzung, um im institutionellen Geschäft bestehen und Erfolg haben zu können.

Skiba: Die neuen KKV-Finma-Bestimmungen zu Risikomanagement und Risikokontrolle gelten seit Anfang 2016. Den Verantwortlichkeiten von Fondsleitungen und Vermögensverwaltern wurde ein vollständig neues Kapitel gewidmet. Dieses umfasst auch Aspekte zum Risikoverhalten und der regulären Überprüfung der Effek-



facts

Spezialisten für das Risk Management im Anlage- und Fondsgeschäft

CACEIS

CACEIS ist eine zur Crédit Agricole gehörende und im Asset Servicing für institutionelle Kunden tätige Bankengruppe. Das Leistungsangebot von CACEIS mit Vertretungen in Europa, Nordamerika und Asien umfasst u.a. das Depotbankgeschäft, Custody-Services, Fondsadministration, Trade Execution, Clearing, Middle-Office Outsourcing, Fonds-Distribution sowie Emittenten-Service. Mit 2.5 Mrd. CHF Assets unter Custody und 1.6 Mrd. CHF Assets unter Administration ist CACEIS einer der Weltmarktführer im Bereich Asset Servicing, zweitgrösste Verwahrstelle sowie führender Fondsadministrator für europäische Fonds.

caceis
INVESTOR SERVICES

GAM

Das Unternehmen ist einer der weltweit führenden unabhängigen, reinen Asset Manager. Unter den beiden Marken GAM und Julius Bär-Fonds werden aktive Anlagelösungen und -produkte für Institutionen, Finanzintermediäre und Privatkunden angeboten. Den Bereich Investment Management ergänzt eine Private Labelling-Sparte, die Fondsmanagement- und andere unterstützende Dienstleistungen für Dritte anbietet. GAM beschäftigt rund 1000 Mitarbeiter in 11 Ländern und betreibt Anlagezentren in Zürich, London, Hongkong, New York, Lugano und Mailand. Die Gruppe verwaltet Vermögen von rund 120 Mrd. CHF.

GAM

KPMG SCHWEIZ

KPMG gehört zu den führenden Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaften, global vernetzt sowie in allen Marktregionen präsent und gut etabliert. Dank der starken Präsenz in der Schweiz und in Liechtenstein ist KPMG nahe an den Kunden, zu denen lokal ausgerichtete mittelgrosse Betriebe ebenso gehören wie global tätige Unternehmen in diversen Branchen. Die über 1700 Mitarbeitenden in der Schweiz bauen auf langfristige und vertrauensvolle Beziehungen. Für global tätige Unternehmen wird auf das weltweite Netzwerk von KPMG zurück gegriffen, das rund 173 000 Mitarbeitende in 155 Ländern umfasst.

KPMG

RBC

RBC Investor & Treasury Services / RBC) ist ein weltweit führender Spezialanbieter von Asset Servicing-, Depotbank-, Zahlungsverkehr- und Treasury-Dienstleistungen für die Finanzdienstleistungsindustrie. Es betreut Kunden an 18 Standorten in Nordamerika, Europa, Asien und Australien. Die Geschäftsausrichtung und das angebotene Dienstleistungspaket konzentrieren sich darauf, auf globaler Ebene die Vermögenswerte seitens der Kundschaft zu schützen, stets Liquidität sicherzustellen sowie mögliche Risiken in verschiedenen Ländern und Jurisdiktionen zu kontrollieren.

RBC Investor & Treasury Services

SWISSCANTO FONDSLEITUNG AG

Die regulatorischen Anforderungen wachsen, Kundenbedürfnisse werden vielfältiger. Sämtliche Dienstleistungen für Anlagefonds intern anzubieten ist mit grossen Kosten und Risiken verbunden. Es ist daher unerlässlich, sich auf Kernkompetenzen zu fokussieren und jene Tätigkeiten, welche nicht zum Kerngeschäft gehören, an externe Spezialisten zu delegieren. Um diesen Anforderungen gerecht zu werden, braucht es eine erfahrene und kompetente Fondsleitung. Swisscanto Fondsleitung AG bietet umfassende Dienstleistungen für Anlagefonds entlang der gesamten Wertschöpfungskette.

Swisscanto
Fondsleitung AG

tivität der Risikoricthlinien. Interne Prozesse müssen nunmehr Risiken und deren Mitigation bezeichnen; hierbei sind auch Verantwortlichkeiten konkret zu bezeichnen. Als Depotbank begrüßen wir diese Richtlinie: Wir sehen sie als zentralen Baustein des Schweizer Marktzugangs zur EU. Allerdings ist festzuhalten, dass wie bei allen regulatorischen Änderungen und Anpassungen die grösste Herausforderung jeweils darin besteht, eine Implementation in einem relativ knappen Zeitrahmen zu bewerkstelligen – dies unter Einsatz grosser personeller Ressourcen. Sicherlich sind hierbei grössere Institutionen gegenüber kleineren im Vorteil, da bereits eine Infrastruktur im Legal und Compliance besteht.

Hogg: Anzumerken bleibt dennoch: Die neue KKV-Finma erwähnt das Risk Management zwar explizierter, operiert aber mit Schlagwörtern, welche in der praktischen Umsetzung einen grossen Auslegungsspielraum zulassen und zu einer Verunsicherung bei den Marktteilnehmern führt. Hier wäre eine Auslegungspräzisierung im Sinne von «Best practice»-Richtlinien, wie dies zum Beispiel in Luxemburg der Fall ist, seitens der Aufsichtsbehörde oder seitens des Verbandes wünschenswert.

Welche Möglichkeiten gibt es, das Risk Management auszulagern? Was macht Sinn, was nicht?

Leu: Gemäss Praxis der FINMA müssen Bewilligungsträger das Risk Management und die Risikokontrolle grundsätzlich selbst wahrnehmen und sicherstellen, so dass sie jederzeit über ausreichende fachlich qualifizierte personelle Ressourcen verfügen. Eine Auslagerung dieser Funktion ist zwar möglich, wird von der FINMA aber lediglich auf Zusehen hin im Einzelfall begrenzt akzeptiert, wie im Konzern oder in der Aufbauphase eines KAG-Vermögensverwalters. Wie bei anderen Auslagerungen auch, sind aber die Delegationsgrundsätze, welche die KKV-Finma festschreibt, einzuhalten. Dies bedeutet insbesondere, dass zumindest die personellen Ressourcen und Fachkenntnisse

vorhanden sein müssen, die für die Auswahl, Instruktion, Überwachung und Risikosteuerung des beauftragten Risk Managers notwendig sind. Die Bewilligungsträger müssen also normalerweise zumindest über eine Person, welche die Risikokontrolle wahrnimmt, verfügen, wobei diese Funktion beispielsweise auch mit der Compliance zusammengelegt werden kann.

Hogg: Eine Auslagerung des Risk Managements an einen Dritten ist in der Schweiz grundsätzlich erlaubt. Bei einer Fondsleitung, welche bereits das Asset Management delegiert hat, würde ich aber davon abraten, da sie ansonsten ihre Asset Management-Kompetenz gänzlich verliert und die Überwachung des delegierten Asset Managers sowie ihre originären Risk Management-Aufgaben nicht mehr wirklich erfüllen kann. Das Outsourcing der Berechnung der verschiedenen Risikokennzahlen erachte ich als sinnvoll, da hierfür teure Risikomodelle und Tools nötig sind und dies mit grossen Datenmengen verbunden ist. Die Analysekompetenz sowie die Führung des Risikodialogs sollte aber im Hause behalten werden.

Leu: Bezüglich Auslagerung macht die KKV-Finma nur Vorgaben, wenn wesentliche Aufgaben an einen Dritten übertragen werden und sich dadurch die der Bewilligung zugrunde liegenden Umstände ändern. In diesem Fall ist dann aber auch eine Bewilligung der FINMA einzuholen. Die KKV-Finma umschreibt beispielhaft Fälle, in denen eine Delegation den regulatorischen Anforderungen nicht genügt, weil die Betriebsorganisation nicht mehr als angemessen betrachtet werden kann. Neben den formellen respektive regulatorischen Aspekten muss immer auch bedacht werden, dass eine Auslagerung häufig den Verlust von Knowhow bedeutet. So muss die Rückmeldung eines externen Risk Managers vom internen Risk Management auch korrekt interpretiert, behandelt und allenfalls eskaliert werden. In kritischen Situation muss zeitnah entschieden und gehandelt werden können, was bei ausgelagertem

Knowhow hohe Anforderungen an die Effizienz und Stabilität der Prozesse stellt. Sind diese den Anforderungen nicht gewachsen, können sich wiederum regulatorische Fragen im Zusammenhang mit der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit des Unternehmens und dessen Organen stellen.

Verschiedene Darstellungsformen werden in der Praxis verwendet, wenn Risiken transparent und greifbar gemacht werden sollen. So werden Anleger beispielsweise im Rahmen der KIIDs mit dem SRRI bekannt gemacht: Was ist darunter zu verstehen und wie schätzen Sie den Nutzenbeitrag für die effektive Risikoabschätzung ein?

Hogg: Der SRRI ist eine Volatilitätskennzahl und gibt Auskunft darüber, wie hoch der NAV eines Anlagefonds fluktuieren kann. Die auf dem SRRI basierende Einteilung von Anlagefonds in Risikoklassen gibt dem Anleger eine Indikation über das Risiko einer Fondsanlage. Der SRRI erfasst aber nicht alle Risiken, deshalb empfiehlt es sich, neben dem SRRI auch die im KIID offen gelegten weiteren wesentlichen Risiken für den Anlageentscheid heranzuziehen.

Immer wieder wird auch dem Begriff «Value at Risk» begegnet: Wie lässt sich dieser kurz und bündig erklären und auch für Nichtökonomien greifbar machen?

Hogg: Der Value at Risk gibt an, welche Verlusthöhe innerhalb eines gegebenen Zeitraums mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird. Ein Value at Risk von 10 Mio. CHF bedeutet, dass der potenzielle Verlust der betrachteten Risikoposition nach verbreiteter Kenntnis von einem Tag auf den nächsten mit einer Wahrscheinlichkeit von 97.5% den Betrag von 10 Mio. CHF nicht überschreiten wird. In diesem Sinne macht der Value at Risk eben keine Aussage über die maximale Verlusthöhe, hierfür gibt es andere Kennzahlen wie etwa den «Expected shortfall».



Heidi Dyer
Leiterin Risk,
Compliance &
Finance, Mit-
glied der Ge-
schäftsleitung
CACEIS Bank
Switzerland
Branch, Nyon.



Andreas Hogg
Leiter Risk,
Finance & Ser-
vices, Mitglied
der Geschäfts-
leitung,
Swisscanto
Fondsleitung
AG, Zürich.



Daniel Koller
Mitglied der
Geschäfts-
leitung und
Head Risk
Management,
GAM Invest-
ment Manage-
(Swit-
zerland) AG,
Zürich.

Koller: Gerne vergessen geht, dass der Verlust dann aber auch wesentlich grösser als der Value at Risk sein kann.

KAG-Bewilligungsträger sind gesetzlich dazu angehalten, ein angemessenes und zweckmässiges Risk Management zu unterhalten: Was heisst das konkret?

Dyer: Generell gesehen wird erwartet, dass ein wirksames Risk Management in allen organisatorischen Einheiten vorhanden ist und sich auf die gesamte Geschäftsaktivität bezieht. Die KKV-Finma-Bestimmungen diesbezüglich enthalten einen gewissen Interpretationsspielraum. Dabei sollte stets dem Grundsatz der Verhältnismässigkeit nachgelebt werden. Es gilt auch, der Grösse der Gesellschaft, dem Umfang der operationellen Tätigkeit und der Komplexität der Produkte resp. der Dienstleistungen entsprechend Rechnung zu tragen. Kosten und Nutzen sollten ebenfalls in einem gewissen Gleichgewicht zueinander stehen. Vorab entstehen Kosten auf der Personalebene, wenn es darum geht, eine vollständig funktionale Trennung der Risikokontroll- und Compliance-Funktion von übrigen Funktionen herzustellen. Der Bedarf an hochqualifiziertem Personal in diesem Bereich ist riesig. Kostspielig im Weiteren sind Investitionen in Systeme und Modelle zur Identifikation, Analyse, Bewertung, Steuerung und Berichterstattung im Risk Management. Der Nutzen muss am Ende darin liegen, Unternehmensgewinne zu steigern, indem ungewollte Risiken besser überwacht resp. gemieden oder reduziert werden. Als Marketingtool kann ein effizientes Risk Management einen Wettbewerbsvorteil darstellen und auch in eine verbesserte Berichterstattung für Kunden münden.

Leu: Angemessen und zweckmässig bedeutet, dass kein «One-size-fits-all»-Ansatz verfolgt werden darf. Die Anforderungen an die Betriebsorganisation und damit auch an das Risk Management richten sich im Grundsatz nach den Risiken und der Komplexität der Geschäftstätigkeiten. Dementsprechend werden an das Risk Management eines Single Hedge Funds im Derivatbereich ganz andere Anforderungen gestellt als an das eines Private Equity-Vehikels.

Hogg: Diese Frage lässt sich final nur im Kontext der Grösse und Komplexität einer Organisation beantworten. Einige allgemein gültige Aussagen können aus meiner Sicht dennoch gemacht werden. Das Risk Management muss sicherlich über

Knowhow für die im Asset Management verwalteten Anlagekategorien verfügen. Werden also Hedge Funds oder direkte Immobilienanlagen verwaltet, muss auch das Risk Management über die diesbezüglichen Fachkompetenzen verfügen. Das Risk Management sollte führungsmässig nicht direkt dem Portfoliomanagement Team unterstellt sein. Zu einem «gesunden» Risikodialog gehört meines Erachtens eine unabhängige Aussensicht. Das Risk Management muss über die nötigen Tools, Ressourcen und Skills verfügen, um die Risiken zu identifizieren, zu messen, zu beurteilen und einen Risikodialog mit den relevanten Stakeholdern führen zu können. Der Eskalationsprozess und die diesbezüglichen Verantwortlichkeiten müssen klar geregelt sein.

Komplexe Finanzdienstleistungen – der Begriff taucht immer wieder auf. Woher stammt er und wo findet er heute – in der Schweiz, aber auch in der EU – wie Anwendung im Risk Management?

Leu: Der Begriff der komplexen Finanzinstrumente ist durch die Bestimmungen der MiFID geprägt. So legt bereits die MiFID I fest, dass bei Execution-only von so genannten komplexen Finanzinstrumenten zwingend die Kenntnisse und Erfahrung des Kunden zu beurteilen sind. Konkret muss gefragt werden, ob der Kunde in der Lage ist, die mit dem Finanzinstrument einhergehenden Risiken zu verstehen. Im Rahmen der MiFID II wurde die Unterscheidung zwischen komplexen und nicht-komplexen Finanzinstrumenten und die Pflicht zur Prüfung der Kenntnisse und Erfahrung auch bei der Ausführung reiner «Execution-only»-Aufträge beibehalten. Neu wurde aber mit der MiFID II der Katalog der Finanzinstrumente, welche als komplex einzustufen sind, erweitert. So werden neu etwa sämtliche Produkte, welche eine Derivatkomponente enthalten oder eine Struktur, die es dem Kunden erschwert, die damit einhergehenden Risiken zu verstehen, als komplex eingestuft. Diese Ausweitung des Begriffs der komplexen Fi-

nanzinstrumente kann als eine Reaktion auf die im Rahmen der Finanzkrise erlittenen Verluste mit solchen Produkten gesehen werden. Eine Auflistung sämtlicher als komplex einzustufender Produkte gibt Art. 25 Abs. 4 der MiFID II vor. Diese wird im Rahmen der so genannten Level II- und Level III-Rechtsakte weiter präzisiert. Im Gegensatz zur MiFID II kennt das FIDLEG keine solche Unterscheidung zwischen komplexen und nicht-komplexen Finanzinstrumenten.

Wie grenzen sich die beiden Begriffe «Risk Management» und «Risikokontrolle» voneinander ab? Was sind im Rahmen des KAG konkret die Aufgaben der Risikokontrolle?

Dyer: Die KKV-Finma spricht von der Funktion Risikokontrolle, welche hierarchisch und funktional unabhängig von den operationellen Einheiten und der Front sein muss. Für die Abgrenzung der Risikokontrolle zum Risk Management kann zudem analog das für Banken und Effekthändler geltende FINMA-Rundschreiben 2008/24 «Überwachung und interne Kontrolle Banken» herbeigezogen werden, welches eine Abgrenzung wie folgt beschreibt: «Risikomanagement bezweckt die umfassende und systematische Steuerung und Lenkung von Risiken auf der Grundlage wirtschaftlicher und statistischer Kenntnisse. Risikomanagement umfasst die Identifikation, Messung, Beurteilung, Steuerung und Berichterstattung über einzelne wie auch über aggregierte Risikopositionen. Risikomanagement erfolgt mit adäquaten und den Besonderheiten des Instituts Rechnung tragenden Methoden auf den jeweils geeigneten organisatorischen Ebenen.»

Hogg: Regulatorisch sind die beiden Begriffe hierzulande leider nicht klar definiert und werden oft synonym verwendet. In der Praxis wird der Begriff der Risikokontrolle allerdings häufig für das Sicherstellen der Einhaltung von Risikolimiten – wie etwa Anlagerestriktionen – verwendet. Der Begriff des Risk Managements steht dafür eher für den klassischen Risikoprozess; also Risiken identifizieren,

messen, beurteilen und risikomindernde Massnahmen einleiten.

Skiba: Im Betrieb lassen sich die beiden Begriffe anhand ihrer Zielvorgaben voneinander unterscheiden: Diese sind beim Risk Management die Identifikation von Risikoart und -umfang, den eine Organisation tragen möchte, um ihre strategischen Ziele umzusetzen. Als Richtlinie gilt, dass Risiken grundsätzlich nicht eliminiert, sondern gewandelt werden können – ausser eine Geschäftstätigkeit wird aufgegeben. Ein Beispiel wäre das Marktrisiko, welches einem Fonds durch Wechselkursschwankungen entsteht. Entscheidet sich dieser für ein Hedging-Programm, so wandelt sich das Marktrisiko in ein operationelles Risiko, welches aus der Umsetzung des Hedging resultiert. Dieses operationelle Risiko kann nun durch eine Risikokontrollfunktion geregelt werden, deren Ziel die Messung, Prüfung und Dokumentation ist. Mitunter sind dies auch die Aufgaben, welche das KAG für die Risikokontrollfunktion vorgibt.

Neue Regulierungen am Horizont: Was kommt in Sachen Risk Management mit dem FinfraG zusätzlich auf uns zu?

Leu: Das FinfraG führt für gewisse OTC-Derivatgeschäfte so genannte Risikominderungspflichten ein, die auch für kollektive Kapitalanlagen, Fondsleitungen und unter Umständen auch KAG-Vermögensverwalter gelten. Die konkreten Pflichten sind ganz unterschiedlicher Natur und beziehen sich auf die Abwicklung, die Vertragsgestaltung oder auch den Austausch sowie die Verwahrung von Sicherheiten. Daraus ergeben sich Risiken, mit denen zumindest ein Teil der Betroffenen bislang nicht konfrontiert waren; sie müssen dementsprechend nun auch bewirtschaftet werden.

Skiba: Das FinfraG ist die jüngste abgeschlossene Gesetzesinitiative, welche im Januar 2016 in Kraft getreten ist. Hier handelt es sich im weiteren Sinne um den üblichen Nachvollzug von EU-Recht, welcher zudem eng mit dem US Dodd Frank Act verwandt ist. Ein weiteres Beispiel solch einer Umsetzung wäre das pendente

FIDLEG, welches die MiFID II abbilden sollte. Der Zweck des FinfraG kann in zwei Komponenten zusammengefasst werden: Zum einen geht es um die Offenlegung und Dokumentation bestimmter Derivat- oder Zinsgeschäfte, welche weitestgehend bilateral stattfinden. Die Intention der Aufsichtsbehörden ist es, eine umfassende Transparenz bei dieser Geschäftstätigkeit zu schaffen, welche zum Beispiel beim Lehman-Kollaps nicht verfügbar war. Des Weiteren besteht ein Ziel des Gesetzesvorhabens darin, bestimmte Derivattransaktionen über zentralisierte Gegenparteien abzuwickeln, wie dies heute bereits bei den Futures der Fall ist.

Dr. Jürg Leu

Senior Manager, Regulatory Competence Center, KPMG AG, Zürich.



Philip Skiba

FRM, Risk Officer, RBC Investor & Treasury Services, Zürich.



KOHLENSTOFFBLASE – EINE UNTERSCHÄTZTE GEFAHR

FRÉDÉRIC SAMAMA

Platz die Kohlenstoffblase, drohen erhebliche Marktverwerfungen. Betroffen sind nicht nur Aktien von Kohle-, Öl- und Gasfirmen, sondern auch andere CO₂-intensive Branchen. Inzwischen bietet Amundi Lösungen an, mit denen Investoren Klimarisiken aus ihren Portfolios verbannen können.

Beim Klimagipfel in Paris haben sich 195 Länder verpflichtet, künftig weniger Treibhausgase auszustossen. Auch wenn im Detail noch nicht alle Fragen geklärt sind und ein Abkommen mit verbindlichen Zielen und Sanktionen besser wäre, zeigt der Klimagipfel eines: Erstmals werden alle Länder und nicht nur einige Vorreiter in die Pflicht genommen, die Emission von Treibhausgasen möglichst bald zu reduzieren.

Klimawandel führt zu finanziellen Risiken

War der Klimawandel lange das Aktionsfeld von Umweltschützern, sollten sich jetzt auch Anleger für die Gipfelbeschlüsse interessieren. Hintergrund ist, dass der Klimawandel neben ökologischen und gesellschaftlichen auch erhebliche finanzielle Risiken birgt (vgl. Abbildung Seite 22 oben). Anleger sollten sich also spätestens jetzt mit Begriffen wie «Kohlenstoffblase» oder «Stranded Assets» vertraut machen, entsprechende Parameter in ihre Bewertungsmodelle einfließen lassen und ihre Anlagestrategie von Klimarisiken befreien.

Nachdem die Staatengemeinschaft beschlossen hat, den CO₂-Ausstoss spürbar zu reduzieren, ist es nur eine Frage der Zeit, bis der Verbrauch fossiler Energieträger weiter reguliert und damit teurer wird. Firmen, die viele Treibhausgase austossen und über keine Strategien zu deren Reduktion verfügen, erleiden früher oder später Ertragseinbussen. Ihre Aktien werden mittel- bis langfristig schlechter abschneiden.

Barack Obama:

We're not going to burn it all

Welche Dimensionen Klimarisiken haben, zeigt folgendes Beispiel: Würde man alle bekannten fossilen Rohstoffe verbrennen, hätte dies 2795 Milliarden Tonnen Kohlendioxid zur Folge. Dies steht in einem erheblichen Missverhältnis zum 2-Grad-Erwärmungsziel. Für Energiekonzerne heisst das: Ein Grossteil der Öl-, Gas- und Kohlereserven mutiert zu so genannten «Stranded Assets», die in den Bilanzen heute deutlich zu hoch bewertet sind. Dass dies auch die Aktienbewertung erheblich beeinflussen wird, ist unbestritten. So prognostiziert die Carbon Tracker Initiative, dass bis zu 80 % der bei Energieunternehmen bilanzierten Vorkommen ungenutzt bleiben und als Stranded Assets abgeschrieben werden müssen. Die Non-Profit-Organisation setzt sich dafür ein, dass die Risikoprämien für fossile Rohstoffe korrekt bewertet werden. Aber nicht

nur Abschreibungen sind zu bewältigen. Auch die Neuausrichtung der bisherigen Geschäftsmodelle auf klimafreundlichere Strategien kann richtig viel Geld kosten.

Prominente Anleger steigen aus Kohle aus

Der Ausstieg prominenter Investoren aus Kohle-Investments belegt die wachsende Sensibilität dafür. So investiert beispielsweise die Allianz nicht mehr in Bergbau- und Energieunternehmen, die mehr als 30 % ihres Umsatzes beziehungsweise ihrer Energieerzeugung aus Kohle generieren. Weitere prominente Beispiele sind die Axa, die Church of Sweden sowie der norwegische Staatsfonds.

Das Klimaproblem betrifft aber nicht nur Aktien, sondern auch Anleihen klimabelastender Unternehmen. Eine Abschreibung von Vermögenswerten würde die Finanzierungskosten der betroffenen Unternehmen erheblich verteuern. Amundi arbeitet daher auch auf der Bondseite an klimafreundlichen Lösungen.

Klimarisiken von morgen und heutige Anlagen

Gebremst wurde die Berücksichtigung von Klimarisiken bisher durch drei Faktoren: Erstens materialisieren sich Klimarisiken über längere Zeiträume, während die Anlagemanager eher eine kurz- bis mittelfristige Perspektive haben. Zweitens erfordert die Berücksichtigung dieser Ri-

siken eine umfangreiche Expertise und drittens gab es bisher kaum skalierbare Anlagelösungen, die den Ansprüchen einer grossen Zahl von Investoren gerecht werden. So ist es beispielsweise für professionelle Investoren in der Regel kaum möglich, CO₂-intensive Branchen völlig aussen vor zu lassen, da dies eine erhebliche Abweichung zu den gängigen Vergleichsindizes mit sich bringt, an denen die Manager letztlich gemessen werden.

Investoren wünschen sich mit Blick auf die bisher oft schleppend verlaufenden Klimaverhandlungen folglich Lösungen, die ein Plus bringen, wenn neue Klimaziele festgeschrieben werden und der CO₂-Ausstoss teurer wird. Andererseits sollte die Strategie auch kurz- und mittelfristig keine Nachteile nach sich ziehen, wenn der Verhandlungsdurchbruch doch noch länger auf sich warten lässt

oder in geringerem Ausmass vorangetrieben wird.

Lancierung der MSCI Low Carbon Leaders

Doch wie kann man Anlagen gegen Klimarisiken absichern, ohne zu stark von klassischen Benchmarks abzuweichen? Zur Beantwortung dieser Frage haben Amundi, der Pensionsfonds AP4, der Fonds de Réserve pour les Retraites und MSCI kooperiert. Das Ergebnis ist eine Low Carbon-Indexfamilie auf Basis klassischer MSCI-Indizes, die den CO₂-Ausstoss und Stranded Assets in den Fokus nimmt (vgl. dazu die Darstellung auf Seite 22 Mitte). Durch den Ausschluss besonders belasteter Titel und vor allem durch die Neugewichtung werden CO₂-Emissionen und die Intensität der fossilen Rohstoffreserven in den Unternehmensbilanzen mehr als halbiert. Als CO₂-intensive Aktien gelten

also sowohl Titel mit hohen Treibhausgasemissionen als auch Papiere, deren Notierung stark von der Bewertung ihrer fossilen Rohstoffreserven abhängig ist. Diese Titel sind bei strengeren Umweltauflagen bzw. neuen Umweltsteuern am stärksten betroffen.

Mindestens Halbierung der CO₂-Emissionen

Die einzelnen Low Carbon Leader Indizes bieten für verschiedene Anlageregionen die Möglichkeit, die CO₂-Emissionen und die Intensität hinsichtlich der fossilen Rohstoffreserven in den Unternehmensbilanzen mindestens zu halbieren. Beim MSCI World Carbon Leaders Index werden beispielsweise die 20% grössten CO₂-Emitenten ausgeschlossen, wobei gleichzeitig ein Maximum von 30% pro Branche nicht überschritten wird. So wird eine zu starke Abwei



vermieden. Bis zu einem Maximum von 50% werden zudem Unternehmen mit den grössten fossilen Rohstoffreserven ausgeschlossen. Trotz der eher längerfristigen Ausrichtung der Low Carbon-Strategien haben diese bisher eine leicht bessere Wertentwicklung als ihre traditionellen Indizes gebracht. Der Tracking Error zu vergleichbaren Standard-Indizes liegt unter 1% (vgl. Abbildung unten rechts).

Ergänzend zu Low Carbon-Indexfonds hat Amundi Lösungen zur individuellen «Dekarbonisierung» von Portfolios für institutionelle Investoren entwickelt.

PDC übertrifft ihr Ziel mehrfach

Die Klimakonferenz in Paris hat dem Thema Low Carbon weitere Dynamik verliehen. Die 2015 von den Vereinten Nationen zusammen mit Amundi, der schwedischen Pensionskasse AP4 und dem Carbon Disclosure Project gegründeten Portfolio Decarbonization Coalition hat ihr Ziel, bis Ende 2015 100 Mrd. USD an Anlagegeldern zu dekarbonisieren, weit übertroffen. Bis heute hat sich das Volumen auf über 600 Mrd. USD mehr als sechsfacht. Das Thema Klimarisiken rückt also immer mehr auf den Radar von Investoren. Da immer mehr Regierungen das Momentum nutzen, um ihre klimarelevanten Regulationen zu verschärfen, wird sich dieser Trend in den nächsten Jahren noch verstärken.

Wesentliche Risiken für Anleger

CO2-Emissionen	Stranded Assets
<p>Steuern Heute gibt es kaum Steuern auf CO2-Emissionen. Längerfristig wird es eine Besteuerung negativer externer Effekte wie Umwelt-, Vermögens- und Gesundheitsschäden geben.</p> <p>Subventionen Fossile Energien werden mit 548 Mrd. USD subventioniert¹, die Streichung dieser Subventionen würde zu einem Rückgang des Energieverbrauchs um 4.1% im Jahr 2020 führen⁴.</p>	<p>Bewertung Die Bewertung von Energieunternehmen stützt sich hauptsächlich auf die Reserven.</p> <p>Budgetverletzung Das in den Reserven gebundene CO2 übersteigt das Budget deutlich.</p> <p>Reserven: 2.795 Gt CO2² Budget : 1.437 Gt CO2³</p>

- 1 IWF: Energy Subsidy Reform: Lessons and Implications, 2013.
- 2 CO2-Budget 2000-2050 bei einer 50%igen Wahrscheinlichkeit, unter der 2-Grad-Erwärmungsgrenze gegenüber dem vorindustriellen Niveau zu bleiben. Quelle: Meinshausen et al: Greenhousegas emission targets for limiting global warming to 2°C, 2009.
- 3 Bei einer 50%igen Wahrscheinlichkeit unter der 2-Grad-Erwärmungsgrenze zu bleiben, Menge an CO2, das in den grössten 200 Reserven fossiler Energieträger gebunden ist (ohne nicht-konventionelle Reserven). Quelle: Carbon Tracker Initiative.
- 4 McKinsey: Energy Efficiency: a compelling global resource, as a percentage of the global GDP, 2010.

Methode zur Reduktion der Klimarisiken

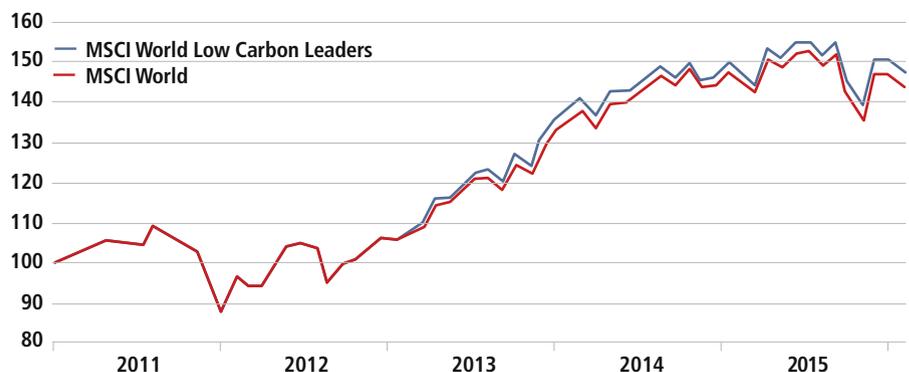
Auswahl des Indexes und der Daten-Provider	Reduktion von Klimarisiken	Reduktion des Tracking Errors
<ul style="list-style-type: none"> • Index-Anbieter wie etwa MSCI • Klimadaten-Anbieter, beispielsweise MSCI 	<ul style="list-style-type: none"> • Carbon Footprint: Ausschluss der x% Firmen mit dem unvorteilhaftesten Carbon Footprint (Emissionsintensität)¹ • Stranded Assets: Reduktion der Co2-Reserven² um y% 	<ul style="list-style-type: none"> • Optimierung der Titeltengewichtung • Regelmässige Überprüfung und Neugewichtung

- 1 Carbon Footprint/Ertrag
- 2 Reserven fossiler Energieträger/Marktkapitalisierung



Frédéric Samama
Deputy Global Head of Institutional & Sovereign Clients, Amundi, Paris.

Performance-Vergleich: MSCI World Low Carbon Leaders versus MSCI World



Quelle: MSCI, Rückrechnung bis 06.01.2014 (ab 07.01.2014 reale Daten)



TURBULENTER JAHRESAUFTAKT: WAS ERWARTET UNS?

STEPHEN DOCHERTY

Die im 4. Quartal 2015 an den internationalen Aktienmärkten herrschende Volatilität hielt auch zu Beginn dieses Jahres an, so dass die Märkte den schwächsten Jahresauftakt seit 2008 verbuchten. Woran lag dies konkret und welche Entwicklungen sind heute denkbar?

Einer der Hauptantriebsfaktoren dieser Volatilität waren die schwächeren Konjunkturdaten aus China. Aber bei näherem Hinsehen ist dies bei weitem nicht das einzige Problem. So schlagen etliche Faktoren, auf die wir Investoren seit einiger Zeit hinweisen, allmählich auf die Märkte durch. Einer davon ist die Geldpolitik. De

facto halten die Bank of Japan und die Europäische Zentralbank an ihrem aggressiven Lockerungskurs fest, wodurch die Renditen von Staatsanleihen so weit wie noch nie in den negativen Bereich gesunken sind. Dennoch spricht wenig dafür, dass sich diese Entwicklung in der Realwirtschaft als Wachstum niederschlägt. In

den USA sinkt die Rentabilität der Unternehmen weiter, während der High Yield Markt unter starkem Druck steht, da die Bond-Investoren Zuflucht in der vermeintlichen Sicherheit von Staatsanleihen suchen. Dieser Markt bricht derzeit stärker ein als Anfang 2008, als die Finanzkrise begann. Angesichts dieses Gesamtszenarios rückt die weithin erwartete Anhebung der US-Zinsen in weitere Ferne, so dass der USD deutlich nachgab.

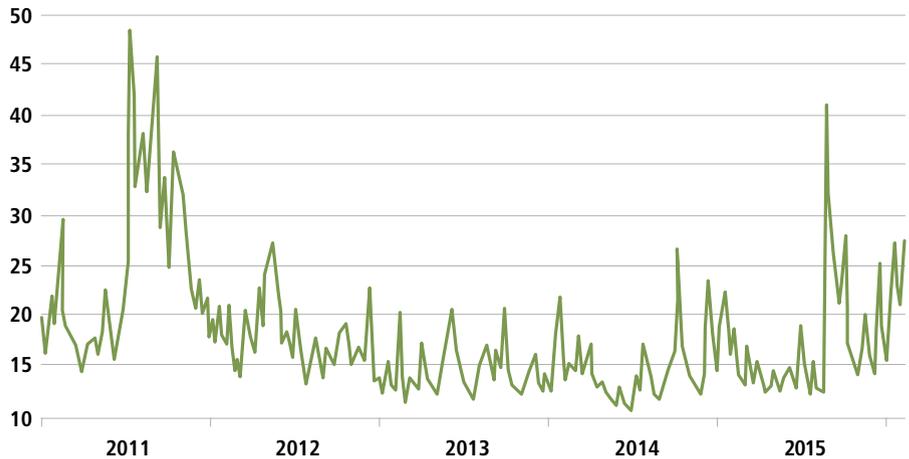
Zwiespältige Aussichten

«Die Konjunkturaussichten stellen sich ungewiss dar. Speziell die Konjunkturerwicklung im Ausland bedeutet ein Risiko für das Wachstum in den USA.» So tönte es im halbjährlichen geldpolitischen Bericht an den Kongress, den Janet Yellen am 10. Februar 2016 verfasste. Aberden Asset Managers weiss, dass sich viele Investoren um die Auswirkungen dieser Volatilität auf ihre Portefeuilles sorgen, und möchte dazu Folgendes anmerken:

Im vergangenen Jahr wurden die Marktrenditen vor allem durch vermeintliche «Wachstumsaktien» aus Sektoren wie Technologie, Gesundheit und Biotechnologie angetrieben. Weil wir diese Werte 2015 gemieden hatten, wurde die Performance deutlich beeinträchtigt. Bei einigen der erwähnten Aktien war jedoch Anfang 2016 eine massive Trendumkehr zu konstatieren, die durch die Dollar-Schwächung noch akzentuiert wurde. So sind Werte wie Alphabet (Google) und Amazon - mit gesamthaft 3.98% durchaus Schwergewichte der US-Benchmark - seit Jahresbeginn um 17.53% eingebrochen. Den technologielastigen Nasdaq Composite ereilte mit -13.48% ein ähnliches Schicksal.

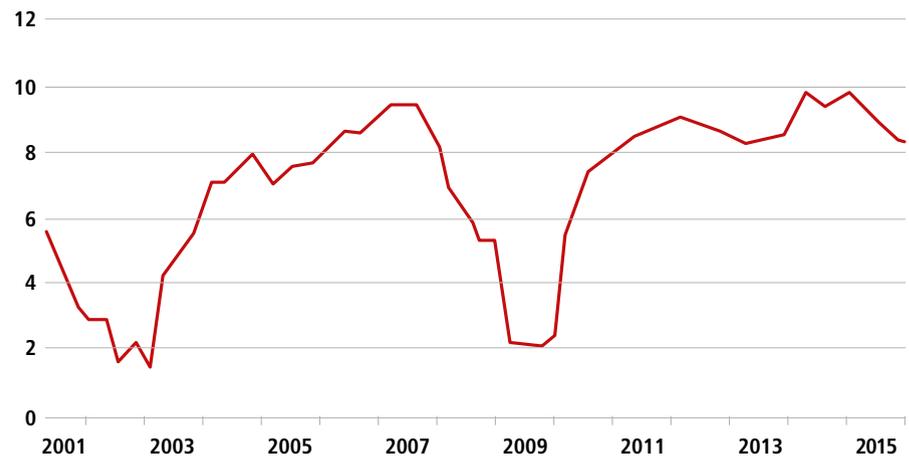
Obwohl sich der Markt eher heterogen entwickelte, konnten sich stärker defensive Sektoren wie Tabak, Pharma und nicht-zyklische Konsumgüter, die durch solide Cashflows und Bilanzen gestützt werden, vergleichsweise gut behaupten. Als sich die vorweggenommenen Posi-

Zunahme der Volatilität



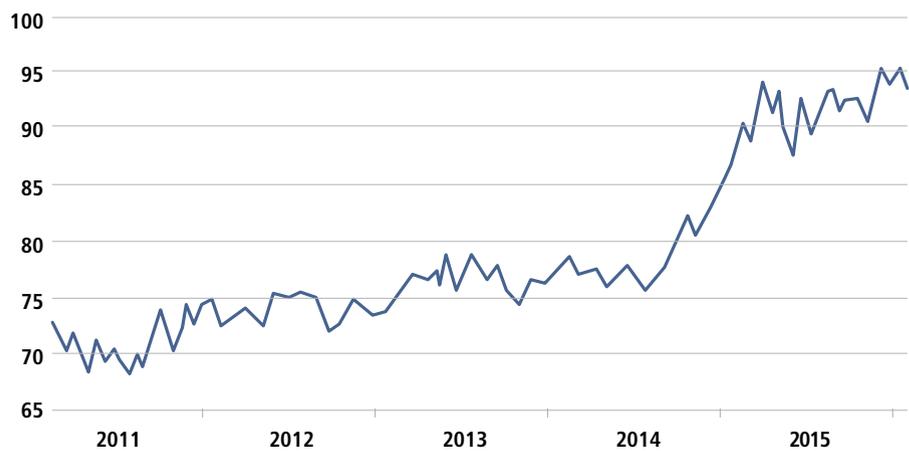
Quelle: VIX-Index, Bloomberg, 15. Februar 2016

Rückgang der Unternehmensgewinne in den USA



Quelle: Operative Marge der Unternehmen des S&P 500 (Bloomberg, 17. Februar 2016)

Kennt der USD nur eine Richtung?



Quelle: Handelsgewichteter USD (Bloomberg 15. Februar 2016)

tiveffekte höherer US-Zinsen allmählich abschwächen, brachen auch Finanzwerte ein.

Allerdings sind dies Verallgemeinerungen, so dass eine sorgfältige Einzeltitelauswahl wichtiger ist denn je. Zum jetzigen Zeitpunkt lässt sich noch nicht erkennen, ob sich die Bewertungen wieder den Fundamentaldaten annähern. Klar ist hingegen, dass Investoren die extremen Bewertungen bestimmter «Wachstumswerte» allmählich in Frage stellen.

Die Rohstoffpreise bleiben auf Talfahrt, wodurch sich der Druck auf die bereits erheblich angeschlagenen Energie- und Grundstoffsektoren weiter verstärkt. In diesen Sektoren belassen wir den Schwerpunkt auf den jeweiligen Champions, die Auftrieb durch kostengünstige operative Modelle und attraktive Beteiligungs-Portfolios erhalten. Derzeit setzen wir nicht

auf eine Erholung am Rohstoffmarkt, vor allem angesichts der noch angespannten Angebots-Nachfrage-Situation. Gleichzeitig bewahren wir volles Vertrauen in die von uns gehaltenen Werte.

Volatilität bietet Anlagechancen

Analog 2015 hat Aberdeen Asset Managers die gegenwärtige Volatilität für einige Veränderungen in der Zusammensetzung des Portfolios genutzt. So wurden seit Jahresanfang einige neue Positionen in Unternehmen aufgebaut, die wir bereits seit Jahren beobachten und für gut befanden, bislang allerdings für übersteuert hielten. Mit diesen Neuzugängen steigt einerseits die Qualität des Portfolios, andererseits auch sein Diversifikationsgrad.

Vorerst ist kein Nachlassen der Volatilität in Sicht, wobei die Effekte weiterer Zentralbankaktionen ebenfalls noch nicht ab-

sehbar sind. Das Aberdeen-Team war bereits etliche Male mit Phasen hoher Volatilität konfrontiert und hält an seinem bewährten Investment-Prozess fest, denn der Fokus auf Qualität hat sich in schwierigen Phasen bislang immer recht gut ausgezahlt.



Stephen Docherty
Head of Global Equities,
Aberdeen Asset Management,
Edinburgh.

LANGJÄHRIGE
ANLAGEEXPERTISE

ZUGANG ZU
LIQUIDITÄT

ERTRÄGE ERZIELEN

SPDR® ETFs: EINE NEUE ÄRA FÜR IHRE RENTENANLAGE

Anleiherträge benötigen das richtige Investmentvehikel und ein Weltklasseteam. In diesem komplexen Umfeld bietet Ihnen SPDR ETFs einen liquiden und kosteneffizienten Zugang zu den Anleihemärkten. Investieren Sie mit einem der weltweit führenden passiven Anleiheanbieter.

Erweitern Sie Ihre Anlagemöglichkeiten mit SPDR Anleihe ETFs auf spxrseurope.com/renten

STATE STREET
GLOBAL ADVISORS
SPDR®

Chancen durch
Vielfältigkeit

DIESE INFORMATIONEN SIND NUR FÜR QUALIFIZIERTE ANLEGER GEM. ART 10 ABS. 3 KOLLEKTIVANLAGEGESETZ („KAG“) UND NICHT ZUR VERÖFFENTLICHUNG AN ANDERE ANLEGER. Herausgegeben von: State Street Global Advisors Limited („SSGA“), ein von der Financial Conduct Authority zugelassenes und deren Aufsicht unterstehendes Unternehmen, Unternehmensnummer 2509928, Eingetragener Sitz: 20 Churchill Place, Canary Wharf, London, E14 5HJ, Vereinigtes Königreich. Internet: ssga.com. SPDR ETFs ist die Plattform von SSGA für börsengehandelte Indexfonds („ETF“) und enthält Fonds, die von europäischen Aufsichtsbehörden als offene OGAW-Investmentgesellschaften („Gesellschaften“) genehmigt wurden. Börsengehandelte Indexfonds (ETFs) werden wie Aktien gehandelt, unterliegen Anlagerisiken und ihr Marktwert schwankt. Es gibt keine Garantie dafür, dass ein ETF sein Anlageziel erreichen wird. Eine Anlage ist mit Risiken verbunden, einschließlich des Risikos eines Kapitalverlusts. Standard & Poor's, S&P und SPDR sind eingetragene Marken der Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Marke der Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones); und diese Marken wurden zur Nutzung durch die S&P Dow Jones Indices LLC (SPDJI) lizenziert und für bestimmte Zwecke an die State Street Corporation unterlizenziiert. Die Finanzprodukte der State Street Corporation werden von SPDJI, Dow Jones, S&P, deren jeweiligen Konzerngesellschaften und Drittlizenzgebern nicht gesponsert, empfohlen, verkauft oder beworben, und keine dieser Parteien gibt Zusicherungen hinsichtlich der Ratsamkeit einer Anlage in dieses Produkt bzw. diese Produkte ab, noch haften sie im Zusammenhang damit, einschließlich für Fehler, Auslassungen oder Unterbrechungen bei einem Index. Die ETFs können teilweise nicht bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“), die als Aufsichtsbehörde in der Schweiz fungiert, registriert sein. Die ETFs können ebenso teilweise nicht von der FINMA als ausländische kollektive Kapitalanlage im Sinne von Art. 120 KAG genehmigt worden sein. Entsprechend dürfen diese nicht registrierten und nicht genehmigten ETFs nicht an nicht qualifizierte Anleger in der Schweiz vertrieben werden. In Bezug auf die registrierten und genehmigten Fonds können Interessenten den aktuellen Verkaufsprospekt, die Satzung, das KIID sowie den aktuellen Halbjahres- und Jahresbericht kostenfrei von der State Street Global Advisors AG, Beethovenstrasse 19, 8027 Zürich, vom Schweizer Repräsentanten oder über spxrseurope.com erhalten. © 2016 State Street Corporation – Alle Rechte vorbehalten. IBGE-2160 Exp. 28/02/2017

INDEXFONDS – EINFACH ÜBERZEUGEND



Indexierte (passive) Anlagestrategien stehen bei Investoren hoch im Kurs. Mit Indexfonds und Exchange Traded Funds stehen ihnen zwei Vehikel zur Verfügung, die jedoch wichtige Unterschiede in ihren Ausstattungsmerkmalen aufweisen.

Aktiv oder doch lieber passiv? Lässt sich mit einer aktiven Anlagestrategie zuverlässig und langfristig Alpha generieren und damit der Markt schlagen? Oder ist es doch besser, den Index abzubilden – sprich: ein Markt-Portfolio zu konstruieren? Die Diskussion um die «richtige» Anlagephilosophie ist nicht neu, aber noch immer von hoher Aktualität.

Neben der Tatsache, dass passive Anlageprodukte aufgrund ihrer Vorteile wie hohe Portfolio-Diversifikation und geringe Kosten auf wachsendes Interesse seitens institutioneller und privater Investoren stossen, sprechen auch zyklische Aspekte für indexierte Anlagen. Die Renditemöglichkeiten sind gegenwärtig über die meisten Anlageklassen hinweg begrenzt und stehen einer gestiegenen Risikoaversion der Anleger gegenüber. In einem solchen Umfeld kommt dem Kostenfaktor einer Anlage eine zentrale Rolle zu. Dies sollte die Nachfrage nach indexierten Anlagen weiter steigern: Gemäss Schätzungen von PwC dürfte sich das indexiert verwaltete Vermögen von 7.3 Bio. USD im Jahr 2012 bis 2020 mehr als verdreifachen und ein Volumen von 22.7 Bio. USD bzw. einen Anteil von 22.3% am weltweit professionell verwalteten Gesamtvermögen erreichen.

Indexiert – direkt oder indirekt

Die Zukunft der indexierten Anlagestrategie wird insbesondere von der Produktpalette abhängen, wobei Anlegern derzeit drei Umsetzungsformen zur Verfügung stehen: Bei der direkten Umsetzung halten die Anleger die Wertschriften auf ihren Namen und verwalten diese selbst oder durch einen externen Asset Manager. Alternativ können sich Anleger für eine indi-

Credit Suisse Indexfonds versus ETFs auf einen Blick

	Credit Suisse Indexfonds	ETFs
Rechtsstruktur	Anlagefonds nach Schweizer oder Luxemburger Recht	Anlagefonds in verschiedenen Domizilen (etwa Schweiz, Luxemburg, Irland, USA)
Benchmark-Nachbildung	Physisch	Physisch oder synthetisch, je nach Anbieter
Gesamtkostenquote	Zwischen 0.15% und 0.22%, je nach zugrundeliegendem Index	Abhängig von unterschiedlichen Faktoren
Kauf und Verkauf	Direkt beim Fondsanbieter oder über die Hausbank	An der Börse
Liquidität	Tägliche Zeichnungen und Rücknahmen	Intraday-Handel
Mindestanlage	1 Anteil	1 Anteil
Handelspreis	NAV plus minimaler Preis-Auf- bzw. Abschlag (Zeichnungs- bzw. Rücknahme-Spread) zur Kompensation der Transaktionskosten im Fonds, die durch die Zeichnung bzw. Rücknahme entstehen	Geld- bzw. Briefkurs zum Zeitpunkt des Handels, zuzüglich Brokerkommissionen
Schweizer Stempelabgabe	Bei Zeichnungen und Rücknahmen und Transaktionen in den Schweizer Fonds fällt keine Stempelsteuer an	Je nach Fondsdomizil (Inland oder Ausland) beträgt die Stempelsteuer 0.075% oder 0.15% des Transaktionsvolumens beim Kauf und Verkauf
Retrozessionen	Keine	Je nach Anbieter
Kundeneignung	Langfristige Strategie	Taktische Allokation

rekte Umsetzung mittels Indexfonds oder ETFs entscheiden. Oftmals werden diese beiden Anlagevehikel in einem Atemzug genannt, da beide einen Referenzindex nachbilden. Bei genauerer Betrachtung ergeben sich jedoch signifikante Unterschiede bezüglich der Handelsfrequenz, der Kosten, des zugrunde liegenden Portfolios sowie steuerlicher Aspekte. Für Anleger sind diese Unterscheidungsmerkmale von Indexfonds und ETFs wichtige Entscheidungskriterien.

Handelsfrequenz

Indexfonds werden einmal täglich bewertet. Der berechnete Nettoinventarwert

gibt dabei an, zu welchem Kurs Anteile auf täglicher Basis gekauft und verkauft werden können. Dagegen ist der Ein- oder Ausstieg bei ETFs jederzeit während der üblichen Handelszeiten möglich. Der Bezug oder die Rückgabe der ETFs kann dabei entweder über den Sekundärmarkt oder aber über einen Authorised Participant erfolgen. Die hohe Handelsfrequenz von ETFs macht sie zu einem geeigneten Instrument für den Intraday-Handel, um taktische Opportunitäten zu nutzen. Im Gegensatz dazu sind Indexfonds ideal, um eine strategische Positionierung in einem interessanten Marktsegment aufzubauen.

Öffnung von 10 Indexfonds der Credit Suisse für Privatanleger

Mit einem kombinierten Fondsvermögen von über 66 Mrd. CHF (per 31.12.2015) zählen die Indexfonds der Credit Suisse (CSIF) zu den grössten Anlagefondsfamilien unter Schweizer Recht. Bislang standen diese Anlagefonds ausschliesslich qualifizierten Anlegern im Sinne von Art. 10 Abs. 3 bis 4 KAG offen. Das anhaltende Interesse von Privatanlegern an Indexfonds hat uns dazu bewogen, zehn Kernfonds auch für Privatanleger zugänglich zu machen: Die Öffnung umfasst die drei Aktienindexfonds auf den SPI, den SMI und den SPI Extra, die sechs Obligationenfonds auf den SBI AAA-BBB und seine Subindizes sowie den Goldfonds, der den Goldpreis (in USD) repliziert.

Fondsname	Referenzindex	Datum Lancierung	Fondsvolumen in Mio. CHF per 31.01.2016	Anteilsklasse	Valorennummer	ISIN-Code
Aktienfonds						
CSIF (CH) Switzerland Total Market Index Blue	Swiss Performance Index (SPI)	14.03.03	7949.88	FA CHF	19077186	CH0190771862
CSIF (CH) Switzerland Large Cap Index Blue	Swiss Market Index (SMI)	27.11.98	2048.53	FA CHF	21440471	CH0214404714
CSIF (CH) Switzerland Small & Mid Cap Index	SPI EXTRA	11.06.10	257.18	FA CHF	22262465	CH0222624659
Obligationenfonds						
CSIF (CH) Switzerland Bond Index AAA-AA Blue	SBI Total AAA-AA TR	14.03.03	2275.06	FA CHF	10175434	CH0101754346
CSIF (CH) Switzerland Bond Index AAA-BBB Blue	SBI Total AAA-BBB TR	16.05.08	6653.99	FA CHF	10175438	CH0101754387
CSIF (CH) Switzerland Bond Index Domestic AAA-BBB Blue	SBI Domest. AAA-BBB TR	18.01.12	333.97	FA CHF	23026041	CH0230260413
CSIF (CH) Switzerland Bond Index Foreign AAA-BBB Blue	SBI Foreign AAA-BBB TR	17.07.12	387.00	FA CHF	18998833	CH0189988337
CSIF (CH) Switzerland Bond Index Corporate Blue	SBI Corporate TR	08.06.15	106.20	FA CHF	28186034	CH0281860343
CSIF (CH) Switzerland Bond Index AAA-BBB 1-5 Y Blue	SBI AAA-BBB 1-5Y TR	10.06.13	1288.12	FA CHF	21497533	CH0214975333
Goldfonds						
CSIF II (CH) Gold Blue	London Gold Fixing PM	23.12.13	134.13	FB CHF	20910678	CH0209106787

Kosten

Kosten sind nach Zeichnungs-/Rücknahmegebühren, Portfolio-Umschlagskosten und der Gesamtkostenquote zu differenzieren. Die Preise von ETFs werden während der Börsenzeit nach den Matching-Regeln der jeweiligen Börse ermittelt. Indexfonds dagegen werden von Anlegern zum Schlusskurs des Handelstags erworben, wobei der NAV einen Verwässerungsschutz zugunsten der bestehenden Investoren beinhaltet. Bei den Portfolio-Umschlagskosten ergeben sich im Fall einer physischen Replikation keine erwähnenswerten Unterschiede, da diese bei beiden Instrumenten im Zuge

einer Indexanpassung anfallen. Aus Gesamtkostensicht (TER) sind gemäss einer empirischen Betrachtung vor allem sehr grosse ETFs, die sich in US-Wertpapieren engagieren, günstiger als Indexfonds. Indexfonds weisen jedoch für alle anderen Märkte eine niedrigere TER auf als entsprechende ETFs.

Replikationsmethode

Indexfonds replizieren den Index physisch durch den direkten und in der Regel vollständigen Kauf der zugrundeliegenden Wertpapiere (Full Replication). Die physische Replikation durch die Optimized Sampling-Me-

thode bei Indexfonds (nicht alle Titel eines Indexes werden gekauft) kann zu einem höheren ex-ante Tracking Error führen. ETFs dagegen können den Index auch synthetisch durch den Einsatz von Derivaten und Swaps replizieren. Bei der synthetischen Replikation ist das damit verbundene Gegenpartierisiko zu beachten, das insbesondere im Zuge der Finanzkrise stärker ins Licht risikobewusster Anleger gerückt ist.

Steuerliche Aspekte

Steuerliche Aspekte spielen ebenfalls eine wichtige Rolle, wobei es zwischen zwei Formen zu unterscheiden gilt: Zum einen fällt

Credit Suisse Index Fund (Lux) – Dachfonds unter Luxemburger Recht

Neben dem Angebot an in der Schweiz domizilierten Fonds hat Index Solutions 2012 auch eine Luxemburger Fondsplattform lanciert, die Credit Suisse Index Funds (Lux). Dabei handelt es sich um UCITS IV-konforme Fonds nach Luxemburger Recht, die ausschliesslich institutionellen Anlegern offen stehen. Der Fonds-Umbrella umfasst zurzeit zwölf Subfonds, die Aktien- und Bond-Indizes nachbilden (entweder unter Anwendung der Marktgewichtungsmethode oder alternativer Methoden). Sieben weitere Fonds werden demnächst lanciert.

Fondsname	Referenzindex	Datum Lancierung	Fondsvolumen in Mio. CHF per 31.01.2016	Anteilsklasse	Valorennummer	ISIN-Code
Aktienfonds						
CSIF (Lux) Equities Europe	MSCI Europe Index	06.11.13	14.12	EB EUR	23151120	LU1004505340
CSIF (Lux) Equities EMU	MSCI EMU Index	23.10.15	30.44	DB EUR	30087489	LU1270843359
CSIF (Lux) Equities North America	MSCI North America Index	06.11.13	35.94	EB EUR	23153304	LU1004506827
CSIF (Lux) Equities Pacific ex Japan	MSCI Pacific ex Japan Index	05.11.13	8.39	EB EUR	23151144	LU1004508104
CSIF (Lux) Equities Japan	MSCI Japan Index	05.11.13	97.82	EB EUR	23151119	LU1004509508
CSIF (Lux) Equities World Fundamental	FTSE RAFI Developed 1000 Index	23.04.12	134.73	EB USD	18194347	LU0760136910
CSIF (Lux) Equities Emerging Markets	MSCI Emerging Markets Index	05.11.12	378.66	EB EUR	19463351	LU0828708221
CSIF (Lux) Equities Emerging Markets Fundamental	FTSE RAFI Em. Markets Index	23.04.12	22.37	EB USD	18194437	LU0760136597
CSIF (Lux) Equities Europe Small Caps	MSCI Europe Small Cap	25.08.15	137.28	DB EUR	29042352	LU1268048490
CSIF (Lux) Equities World Minimum Volatility	MSCI World Min. Volatility Index	08.12.15	19.90	DB CHF	30561442	LU1327429954
CSIF (Lux) Equities Emerging Markets Minimum Volatility	MSCI Em. Markets Min. Volatility Index	19.01.16	225.94	DB USD	30538196	LU1326428775
Obligationenfonds						
CSIF (Lux) Government Bonds EUR	Citigroup EMU Gov. Bond Index	16.11.15	713.54	DB EUR	30086543	LU1307751369

in einigen Rechtsordnungen beim Handel mit ETFs eine Stempelsteuer an. Zum anderen muss berücksichtigt werden, dass die Quellensteuer in Abhängigkeit von Fondsdomizil und eventuellen Doppelbesteuerungsabkommen zwischen Domizilland und dem Land der zugrundeliegenden Wertpapiere variieren kann. So kann sich beispielsweise eine Luxemburger SICAV in Frankreich vollständig von der Quellensteuer auf Dividenden befreien lassen, während ein Schweizer Anlagefonds nur einen Teil der Quellensteuer über das Doppelbesteuerungsabkommen zurückfordern kann.

Tendenz steigend

Die Erfolgsgeschichte der indexierten Anlage, die ihren Ursprung in den siebziger Jahren in den USA fand, dürfte sich auch in Zukunft fortsetzen. Dabei ist die geeignete Form der Umsetzung – Indexfonds oder ETFs – vor allem von der Ausgestaltung des jeweiligen Produkts und von den Anlagezielen der Investoren abhängig. ETFs eignen sich grundsätzlich zur taktischen Positionierung. Im Gegensatz dazu können Indexfonds als kosteneffiziente Basisanlage eingesetzt werden, um Marktsegmente strategisch abzudecken.

Stefan Hirter

Leiter Wholesale Distribution Schweiz und Liechtenstein, Asset Management der Division Credit Suisse International Wealth Management, Zürich.



BOND-INVESTMENTS OPTIMIEREN ENTLANG DER ZINSKURVE

BERNHARD WENGER

Anleger sollten sich 2016 auf Investitionsmöglichkeiten entlang der Zinskurve fokussieren. Denn die Entscheidung, in welchem Bereich man sich auf der Renditekurve engagiert, kann drastische Folgen für die Erträge eines Anleihen-Portfolios haben.

Im letzten Jahr liessen die Massnahmen der Europäischen Zentralbank einerseits sowie die Aktivität der Anleger andererseits die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen im April 2015 auf 0.05% sinken – ein in der modernen Geschichte der Finanzmärkte beispiellos niedriges Niveau. In einem Umfeld,

in dem die EZB ein Programm der quantitativen Lockerung verfolgt und die US-Notenbank mittlerweile auf Zinsstraffungen übergegangen ist (Wirtschaftsexperten von SSGA gehen davon aus, dass es dieses Jahr mindestens eine weitere Zinserhöhung von 25 Basispunkten geben wird), ist es von entscheidender Bedeutung, ob man entlang der gesamten Renditekurve oder nur in bestimmte Laufzeitsegmente investiert.

Historische Renditen von amerikanischen und europäischen Bondmärkten

Der Barclays US Treasury (UST) Index erzielte von 1995 bis 2015 eine Rendite von 217%, wobei es zwischen diesem Zeitraum erheb-

liche Abweichungen entlang der Zinskurve gab. Im ein- bis dreijährigen Index wurden 125% erzielt, während im Index mit mindestens zehn Jahren Laufzeit 410% zu verbuchen waren.

Eine ähnliche Entwicklung war im Markt für Staatsanleihen der Eurozone zu verzeichnen. Von der Einführung der Einheitswährung bis Ende 2015 erzielte der Barclays Euro Treasury 126% – dies im Vergleich mit lediglich 72% beim ein- bis dreijährigen Index und mehr als 195% beim Index mit einer Mindestlaufzeit von zehn Jahren.

Natürlich überrascht es kaum, dass ein erhöhtes Durationsrisiko zu höheren Erträgen führte, zumal die Renditen auf Anleihen der Industrieländer nun seit Mitte der 1980er Jahre rückläufig sind. Allerdings konnten Anleger mit längerfristigen Anleihen nicht jedes Jahr überlegene Erträge für sich beanspruchen, und da die US-Notenbank nun ihre Zinsen erhöht, lohnt es sich in Erinnerung zu rufen, wie sich die Märkte während vormaliger Straffungszyklen entwickelten.

Straffungszyklen der US-Notenbank

Beginn	Ende	Anfangszins	Endzins
04.02.94	01.02.95	3.00%	6.00%
30.06.99	16.05.00	4.75%	6.50%
30.06.04	29.06.06	1.00%	5.25%

Auswirkungen jüngster Straffungszyklen

Beginn	Ende	Rendite 10-jährige US-Treasuries (Δ, Bp)	2- bis 10-jährige US-Treasuries (Δ, Bp)
04.02.94	01.02.95	+179	-118
30.06.99	16.05.00	+64	-72
30.06.04	29.06.06	+61	-189

Quelle: Bloomberg

Marktentwicklung während Straffungszyklen

Sämtliche frühere Straffungszyklen der Fed (vgl. dazu obere Tabelle links) zeichneten sich durch steigende Renditen und eine Verflachung der Zinskurve aus (s. untere Tabelle links). Käufer von US-Staatspapieren machten allerdings sehr unterschiedliche Erfah-



rungen damit. Der Zyklus von 1994 bis 1995 sticht zweifelsohne als der schwierigste hervor; damals wurden in jedem Laufzeitsegment ausser dem ein- bis dreijährigen Verluste erzielt.

In den letzten beiden Straffungszyklen erzielten unterdessen alle Indizes positive Erträge, was etwas überrascht. Während die besten Erträge am langen Ende der Kurve (10 Jahre und mehr) generiert wurden, schnitt der Index mit Laufzeiten von 1-3 Jahren während des Zyklus von 1999-2000 ebenfalls stark ab.

Was heisst dies für Investoren?

Verglichen mit den drei letzten Straffungszyklen scheint die derzeitige Lage am ehesten mit jener von 2004-06 vergleichbar zu sein. Die Zinsen werden erneut gegenüber sehr niedrigen Ausgangsniveaus erhöht, und die Zinserhöhungen dürften in einem wesentlich langsameren Tempo erfolgen als

Mitte der 1990er Jahre. Die wichtigsten Unsicherheiten bleiben jedoch bestehen. Mit mehr als sechs Jahren dauert die derzeitige Erholungsphase bereits länger als einige der Expansionen seit dem Zweiten Weltkrieg. Zugleich gibt es kaum Anzeichen auf eine gefährliche Zunahme des Inflationsdrucks. Angesichts dessen könnte der gegenwärtige Zyklus sich mit bedeutenden Zinserhöhungen schwer tun und bald ins Stocken geraten oder rückgängig gemacht werden.

Der Markt preist unterdessen bereits eine günstigere Zinsentwicklung ein, als die Fed prognostiziert. Eine Erholung der Rohstoffpreise oder höhere Lohnzuwächse könnten angesichts der bereits historisch niedrigen Inflationserwartungen zu einem markanten Renditeanstieg führen.

Welches Szenario sich letztlich auch bewahrheiten wird, das Potenzial für stark voneinander abweichende Erträge aus festver-

zinslichen Anlagen entlang der Kurve ist nicht zu leugnen. Folglich sind Anleger gut beraten, kostengünstige ETFs in Erwägung zu ziehen, um ihr Bond-Engagement im Laufe der weiteren Entwicklung des Zyklus flexibel zu gestalten. Auch eine Kombination diverser Laufzeiten ist denkbar, um Chancen optimal zu nutzen.



Bernhard Wenger
Head SPDR ETF
Switzerland,
State Street
Global Advisors,
Zürich.

NEGATIVE ZINSEN – TEURE AKTIEN: WIE WEITER?



MARKUS SIGNER

Der Preisrückgang und die gestiegene Volatilität in den ersten zwei Monaten des neuen Jahres bestätigen es: Anlegern steht ein anspruchsvolles Jahr bevor. Die ultra-lockere Geldpolitik hat zu grossen Veränderungen der Risiko-Ertrags-Profile etablierter Anlageklassen geführt. Richtig eingesetzt, können marktneutrale Strategien zur Stabilisierung und einer wesentlichen Verbesserung der Ertragsaussichten eines Anlage-Portfolios beitragen.

Mit Inflationsraten und Zinssätzen, welche kaum weiter fallen dürften, muss man davon ausgehen, dass die Renditen an den etablierten Rentenmärkten niedriger und volatiler sein werden, als dies in den letzten 30 Jahren der Fall war. Die Obligationenmärkte werden damit ihre traditionelle Rolle als verlässliche Renditequelle weiter einbüßen. Ähnlich schwierig sieht das Bild bei den Ak-

tienmärkten aus. Pictet Asset Management erwartet über die nächsten fünf Jahre für entwickelte Aktienmärkte inflationsbereinigte Renditen, welche deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt liegen werden.

Schwierig: Traditionelle Risikoreduktion

Die traditionelle Streuung der Anlagen auf die wichtigsten Anlageklassen gilt im Allgemeinen als guter Weg, um das Auf und Ab an den Finanzmärkten zu überstehen. Die starke Abhängigkeit von nur zwei Ertragsquellen kann aber zum Nachteil werden, vor allem wenn wie eingangs erwähnt Obligationen- und Aktienmärkte gleichzeitig in ein schwieriges Marktumfeld geraten.

Eine Möglichkeit, die mit einem solchen Portfolio verbundenen Risiken zu vermindern, besteht darin, einen Teil des Kapitals in Anlagen zu platzieren, die nicht mit jenen der traditionellen Anlagekategorien kor-

reliert sind. Eine solche Beimischung kann zur langfristigen Diversifizierung der Risiko- und Ertragsquellen beitragen. Marktneutrale Strategien weisen solche Merkmale auf.

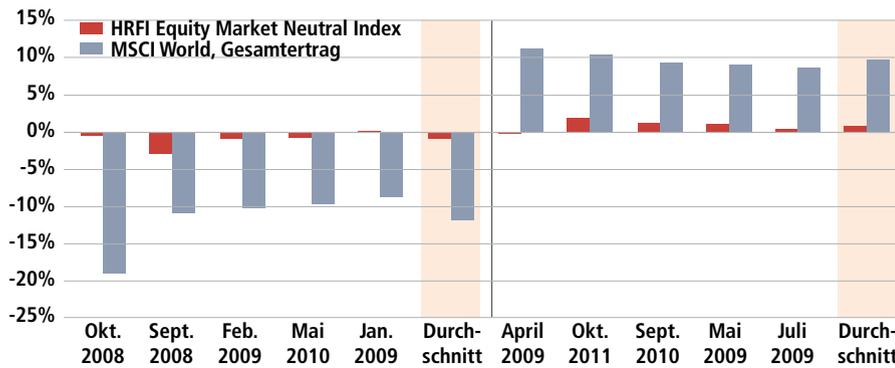
So funktioniert ein marktneutraler Ansatz

Die von aktiv verwalteten traditionellen Long-only Portfolios generierten Erträge bestehen aus zwei Komponenten: Beta (der von der Marktentwicklung abhängige Renditebestandteil) und Alpha (die Mehrrendite, die dank der speziellen Fähigkeiten des Investment-Managers erzielt wird).

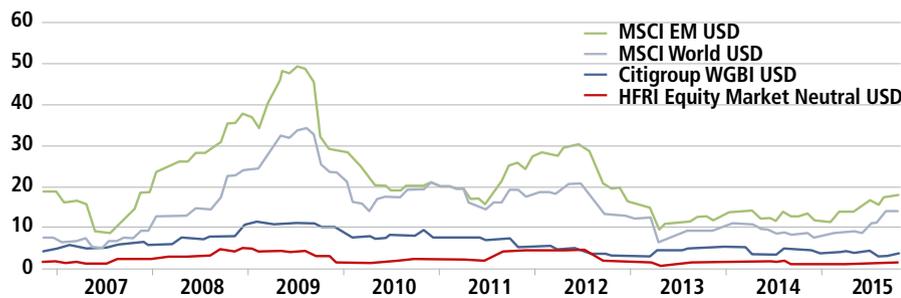
Bei einem marktneutralen Ansatz können die Manager nach freiem Ermessen Long- und Short-Positionen aufbauen und damit das Marktrisiko (Beta) minimieren bzw. das titelspezifische Risiko (Alpha) maximieren. Mit der Befähigung der Investment-Manager, sowohl positive als auch negative Ansichten zu einem Titel zum Ausdruck zu brin-

Marktneutrale Strategie versus Aktien global

Erträge der fünf schlechtesten und besten Monate vom 30.11.2005 bis 30.11.2015 (in USD)



Volatilität und Erträge (Marktneutrale Strategien versus Obligationen und Aktien)



	Citygroup WGBI	MSCI World	MSCI EM	HRFI EMN
Ertrag (p.a.)	3.5%	5.4%	4.4%	2.5%
Volatilität (p.a.)	6.5%	16.4%	23.6%	2.8%
Ertrag/Volatilität	0.5	0.3	0.2	0.9

Quellen: Bloomberg, Pictet Asset Management (Daten vom 30.11.2005 bis 30.11.2015; Volatilität über zwölf Monate rollend berechnet); Erträge in USD

gen, kann voller Nutzen aus ihren Kompetenzen und ihrem Geschick bei der Titelauswahl gezogen werden. Grundsätzlich sollte das aggregierte Beta der Short-Positionen in einem marktneutralen Portfolio mehr oder weniger gleich hoch sein wie das aggregierte Beta der Long-Positionen. Das heisst: die eingegangenen Marktrisiken neutralisieren sich. Der verbleibende Ertrag des Portfolios ist in diesem Fall ausschliesslich auf die Anlagekompetenz des Portfoliomanagers zurückzuführen.

Geringe Korrelation, tiefe Volatilität

Dieser Zusatzertrag hat spezifische Eigenschaften, welche sich sehr positiv auf das Gesamt-Portfolio auswirken können. Der erste Vorteil ist die tiefe Korrelation mit eta-

blierten Anlageklassen. Vergleicht man beispielsweise die fünf schlechtesten und die fünf besten Perioden sowohl für marktneutrale Strategien als auch für den globalen Aktienmarkt, so stellt man fest, dass diese Zeiträume nicht übereinstimmen (vgl. Abbildung ganz oben).

Mit anderen Worten: die Fähigkeit des Investment-Managers, eine Zusatzrendite zu erzielen, korreliert nicht mit positiven oder negativen Phasen der Aktienmärkte. Trifft dies zu, sind die Erträge marktneutraler Strategien eine wertvolle Quelle der Stabilität und Risikodiversifikation für das Portfolio.

Der zweite positive Effekt marktneutraler Strategien besteht in der tiefen Volati-

lität (vgl. untere Grafik). Sie bietet Investoren während Baisse-Phasen ein beträchtliches Mass an Kapitalschutz. Ein Vergleich der grössten beobachteten Verluste (Draw-downs) über die letzten 20 Jahre zeigt, dass diese bei marktneutralen Portfolios um ein Vielfaches unter demjenigen der Aktienmärkte lagen und nur halb so gross wie bei den Bondmärkten waren. Dies führt dazu, dass die risikoadjustierten Erträge (Ertrags-Volatilitäts-Verhältnis) deutlich höher ausfallen als bei Aktien oder Obligationenmärkten (s. auch Tabelle links).

Weitere Diversifikation

dank Multi-Manager-Ansatz

Portfolios können zusätzlich diversifiziert und somit stabilisiert werden, indem man verschiedene neutrale Marktstrategien kombiniert. Man steuert also die Verwaltung über mehrere Investment-Manager, welche auf verschiedene Marktsegmente spezialisiert sind. Portfolios wie der Pictet Alphamatics oder Pictet Diversified Alpha haben mit diesem Ansatz auf lange Sicht sehr überzeugende Resultate erzielt.

Marktneutrale Strategien sind alternative Anlagen, deren Erträge von den Fähigkeiten der Anlageexperten und nicht von den Kursbewegungen des Finanzmarktes abhängen. Wenn diese Strategien gut verwaltet und kombiniert werden, können sie wesentlich zur Verbesserung des Risiko-Ertrags-Profiles eines diversifizierten Portfolios beitragen.



Markus Signer

Head of Intermediaries Switzerland, Pictet Asset Management SA, Zürich.

VIelfÄLTIGE EXPERTISE UND LOKALE VERANKERUNG

ROCHUS APPERT / ANDREA ASTONE / BJÖRN BAHLMANN

BMO Global Asset Management zählt zu den grossen und umfassend aufgestellten Asset Managern. Unter dem Dach vereinigen sich ausgezeichnete Aktienfonds für Emerging Markets, Europa und die USA, aber auch Immobiliengefässe und Produkte mit Responsible Investment-Ansätzen. Es finden sich überdies Strategien im Bond-, Convertible- und Alternative-Bereich. Ausgewiesene Brands wie etwa Pyrford, BMO Real Estate Partners, LGM Investments, TCH (Taplin, Canida & Habacht), Money und F&C Investments sind die Knowhow-Zentren. Das Unternehmen stellte sich in der Schweiz neu auf; Andrea Astone, Björn Bahlmann und Rochus Appert entwickeln gemeinsam das Geschäft. Die B2B-Redaktion traf das Team in Zürich, um sich über die aktuelle Positionierung des Unternehmens, dessen Expertisen und die verfolgten Ziele zu informieren.

Rochus Appert, Sie haben vor ein paar Monaten zu BMO Global Asset Management gewechselt. Was hat sie dazu bewogen?

Appert: Im Grunde genommen sprachen zwei wichtige Aspekte für den Schritt. Zum einen ist die Bank of Montreal bzw. Banque de Montréal ein kanadisches Geldinstitut mit globaler Ausrich-

tung und sehr starker Bilanz. Die Kanadier nennen ihre Bank liebevoll «BiMO». Zum anderen verfügt BMO Global Asset Management mit 250 Strategien über hervorragende Investment-Ansätze. Das Unternehmen baute seit der Finanzkrise seine Plattform systematisch aus. 2014 integrierten sie das europäische Geschäft von F&C Investments mit 100 Mrd. EUR an verwalteten Assets in ihre Plattform.

Ihr Unternehmen kennen wir als Spezialisten für europäische Aktienwerte ...

Astone: Das ist richtig; wir verfügen über verschiedene europäische Strategien mit langen Track records. Die Qualität und die Nachhaltigkeit der Ergebnisse bestätigen Sauren, Feri, Morningstar oder Lipper durch mehrere Auszeichnungen. Unser Haus verfolgt einen qualitativen fundamentalen Ansatz und investiert in hochwertige Unternehmen mit stabilen Cashflows und starken Bilanzen. Über die Zeit generieren wir dadurch eine nachhaltig bessere Performance als die jeweiligen Vergleichsindizes.

Bahlmann: Gesucht werden insbesondere Unternehmen mit bewährten Management-Teams. Sie benötigen einen sogenannten «wide moat», um die hohen Erträge auf nachhaltiger Basis zu schützen. Gekauft werden diese Unternehmen mit einem erheblichen Abschlag zu ihrem inneren Wert. Dies führt zu einem konzentrierten Port-

folio, das auf einer starken Überzeugung basiert und einen geringen Turnover zeigt.

Astone: Insbesondere drei Strategien würde ich hier gerne als nennenswert anfügen: es sind die European Small Caps, die European Equities und die europäischen Growth & Income-Werte.

In welchen Bereichen verfügt Ihr Unternehmen zusätzlich über eine ausgeprägte Expertise?

Appert: Die Asset Management-Einheit ist unseres Erachtens ziemlich breit aufgestellt. BMO Global Asset Management verwaltet rund 204 Mrd. EUR an Kundengeldern in den vier regionalen Investment-Zentren Chicago, London, Hong Kong und Toronto. Das Unternehmen operiert mit 1500 Angestellten in 26 Büros und 16 Ländern. Kompetitive und fundamental aktive Aktienstrategien, aktive Fixed Income-Ansätze und verschiedene alternative Anlagelösungen sind das Produkt eines breiten, diversifizierten und professionellen Knowhows.

Astone: Mit LGM Investments verfügen wir beispielsweise über Spezialisten für Emerging und Frontier Markets. Die entsprechenden Strategien zeigen hervorragende «Down- und Up-Capture»-Eigenschaften mit einer ausgezeichneten Performance.

Appert: Der Bottom-up-Ansatz fokussiert auf Qualitätsunternehmen mit wie-



Das Team von BMO Global Asset Management (v.l.n.r.):

Björn Bahlmann (Sales Director und Key Relationship Manager Institutionals, Zürich),
Rochus Appert (Senior Sales Director und Key Relationship Manager European Wholesale, Zürich) und
Andrea Astone (Sales Director und Key Relationship Manager European Wholesale, Genf).

derkehrenden, nachhaltigen Zahlungsströmen und hohen Erträgen. Während das durchschnittliche Unternehmen aus Schwellenländern nicht über eine nachhaltig zu verteidigende «Sicherheit» verfügt, können über unseren aktiven Ansatz immer wieder Rohdiamanten gefunden werden. Die Produkte solcher Unternehmen sehen eine starke Nachfrage bei einer bloss geringen Marktpenetration. Zusätzlich schaffen hohe Eintrittsbarrieren ein vorteilhaftes Marktumfeld.

Astone: Ich darf noch ergänzen, dass Unternehmen mit einem grossen Marktanteil, einem bekannten Brand und intelligentem Einsatz des Betriebskapitals es immer wieder schaffen, ansehnliche Gewinnspan-

nen, hohe Erträge und entsprechend starke Free Cashflows zu generieren.

Wie steht es um die Immobilien-Seite?

Bahlmann: Mit BMO Real Estate Partners verfügen wir über einen ausgewiesenen Experten für Immobilien-Investments. Die verwalteten Assets liegen hier bei etwa 10 Mrd. EUR. Das entsprechende Team konnte diverse Awards gewinnen, etwa von Investment Week, IDP UK Property Investments oder IDP European Property Investments. Das Unternehmen gehört zu 70% BMO und zu 30% dem Management. Durch die Akquisition von F&C reicht der Ursprung nun mehr als 50 Jahre zurück. Der starke Rückhalt von BMO und das his-

torisch gewachsene internationale Netzwerk zu Family Offices sind elementar, damit Projekte zu etwa 70% in der Eurozone und rund 30% in Grossbritannien realisiert werden konnten.

Appert: Wir verfügen auch über eine starke Kompetenz in indirekten, liquiden Immobilienaktien. Sowohl klassische Long-only- als auch alternative Long/Short-Strategien ermöglichen Anlegern einen liquiden und gut diversifizierten Zugang zu globalen, kotierten Immobilienanlagen. Auch diese Strategien wurden von Lipper ausgezeichnet.

Bahlmann: Das Team investiert in ein konzentriertes, stark von Überzeugungen geführtes Portfolio mit etwa 50 bis



80 Aktien. Das eigene Research kombiniert Bottom-up- mit Top-Down-Ansätzen. Ein disziplinierter und aktiver Anlageansatz nutzt mehrere Renditetreiber, um den bekannten Vergleichsindex FTSE EPRA/NAREIT zu schlagen.

Welche anderen Produkte aus dem Hause BMO Global Asset Management sollten Investoren noch in Betracht ziehen?

Astone: Die neu geschaffene Plattform enthält einige Perlen, die wir dem Schweizer Markt leider nicht komplett als Publikumsfonds anbieten können. Verfügbar sind aber Global Convertible Bond Funds, US Equity sowie US Credit Funds oder die Pyrford's Absolute Return-Strategie. Hinzu kommen die Aktienstrategie mit niedriger Volatilität und Strategic Beta-Ansätze.

Ihr Haus spricht ja auch die institutionellen Kunden hierzulande an. Diese berücksichtigen immer öfters SRI-Konzepte. Wie steht es diesbezüglich bei BMO Global Asset Management?

Astone: Wiederum durch die Akquisition von F&C Investments verfügen wir nun über eine lange und erfolgreiche Tradition beim Responsible Investing. Wir erkennen die wichtige Rolle, welche Umwelt-, Sozial- und Governance-Überlegungen bei der Schaffung von langfristig nachhaltigen

Anlagerenditen spielen. Neben der Politik und Wirtschaft kommt Investoren heute eine immer entscheidendere Rolle bei der Bewältigung von ethischen, sozialen und umweltschützenden Herausforderungen zu. Unsere Anlagelösungen und Dienstleistungen bieten eine Antwort auf diese Herausforderungen und leisten für die Gesellschaft einen positiven Beitrag.

Appert: Seit der Einführung von Europas erstem ethischen Portfolio im Jahre 1984 entwickelten wir über den Aufbau vielfältiger SRI-Ansätze im Aktien- und Obligationensegment vielfältige Kompetenzen. Institutionelle Anleger profitieren etwa von BMOs globalem Engagement und Voting Service «reo®». In diesem Segment vertrauen Kunden uns heute rund 120 Mrd. EUR¹ zur Verwaltung an. 15 ausgewiesene Experten mit preisgekröntem Knowhow arbeiten zur Überwachung der ESG-Kriterien und zur Identifikation von nachhaltigkeitsbezogenen Investitionsmöglichkeiten eng mit unseren Portfoliomanagern zusammen. Die Strategien beweisen, dass gerade mit SRI-Ansätzen Alpha generiert werden kann.

Bleiben wir kurz bei den Vorsorgeeinrichtungen. Diese sind ja durch das Niedrigzinsumfeld stark gefordert.

Welche Empfehlungen können Sie ihnen geben?

Bahlmann: Die Quantitative Easing-Politik der Nationalbanken, die Schwäche der Emerging Markets und das geringere globale Wachstum lassen die Schweizer Vorsorgewerke sich die folgende Frage stellen: Welche Anlageklassen generieren noch ausreichend Rendite, um die Pensionsverpflichtungen nachhaltig zu erfüllen? Wir alle kennen die umfangreich getätigten Investments in internationale, währungsgesicherte Unternehmensanleihen, Convertible Bonds, Private Equity oder Leveraged Loans bestens. Aufgrund des Niedrigzinsumfeldes sehen wir eine steigende Bedeutung des Managements von nicht-übereinstimmenden Durationen im ALM von Pensionskassen. Aus meiner Sicht müssen die hiesigen Pensionskassen zusammen mit ihren Consultants nach Lösungen suchen, die sich dem Liability Driven Investment von Pensionskassen in UK oder den Niederlanden annähern.

Lassen Sie zum Schluss die Leser doch noch wissen, wohin Sie BMO Global Asset Management entwickeln möchten. Wo steht das Unternehmen in etwa 12-18 Monaten?

Appert: Als Team wollen wir für BMO Global Asset Management einen Platz als verlässlicher und nachhaltiger Partner in der Schweiz erarbeiten. Mit unseren Support-Teams in London - etwa für Research, Portfoliomanagement, Produktentwicklung, Marketing und Middle Office - offerieren wir Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette. Wir freuen uns, mit Investoren interagieren zu können und zu deren Wertschöpfung aktiv beitragen zu dürfen. Zur Zeit sind wir damit beschäftigt, die zahlreich in Europa existierenden Anlagestrategien für den Schweizer Markt investierbar zu machen. In einem zweiten Schritt werden wir die schon angesprochenen Kompetenzen aus anderen Standorten nach Europa und in die Schweiz bringen.

¹ Der Betrag ist nicht in den 204 Mrd. EUR an verwalteten Assets von BMO Global Asset Management enthalten.



LIQUIDE ALTERNATIVE STRATEGIEN

WACHSTUM UND STABILITÄT IN VOLATILEN MÄRKTEN

PATRICK BEURET

Wer sich heute mit alternativen Anlagen gegen die Volatilität absichert, kann morgen von Wachstum profitieren.

Traditionelle Anlagestrategien, die sich in der Vergangenheit für Anleger bewährt haben, erfüllen ihren Zweck in Zukunft

möglicherweise nicht mehr. Da niedrigere Aktienmarktrenditen erwartet werden und bei Obligationen mit einer Trendwende im Zinszyklus gerechnet wird, müssen Investoren ihre Strategien überdenken. Viele suchen dabei nach Lösungen, die einerseits eine Diversifikation von traditionellen Marktrisiken ermögli-

chen und eine gewisse Stabilität bieten sowie andererseits das nötige Wachstum generieren, um die langfristigen Anlageziele zu erreichen.

Auf der Suche nach neuen Renditequellen gibt es bekanntlich verschiedene Anlagelösungen und -ansätze. Ein bisweilen vernachlässigtes bzw. oft nur zyklisch in Betracht gezogenes Anlagesegment sind die alternativen Anlagen. Sie können in einem Portfolio mehrere Ziele erfüllen.

Vorteile von liquiden alternativen Anlagen

Investoren können mit liquiden alternativen Anlagen sowohl von Aktienmarkt- als

auch von Obligationenerträgen profitieren, während Portfoliomanager dazu befähigt werden, unerwünschte Risiken abzusichern. Zudem sind die von liquiden alternativen Strategien verfolgten Anlagestile weniger restriktiv und in der Regel Benchmark-unabhängig. Die Flexibilität der Strategien sowie die Fähigkeiten und die starke Überzeugung der verantwortlichen Manager sind in der Regel die entscheidenden Faktoren, welche hinter den Renditen und dem Risikomanagement stehen.

Was spricht derzeit für liquide alternative Anlagen?

Wir sehen primär drei Punkte, welche die Anlageklasse derzeit attraktiv machen.

Zum einen lässt sich das Anlagespektrum deutlich erweitern. Zum anderen dämpfen die Investments die Portfolio-Volatilität und drittens dienen die Vehikel als Absicherung gegen unerwünschte Marktrisiken.

Was versteht man konkret unter liquiden alternativen Anlagen?

Entsprechende Strategien ermöglichen Anlegern Investitionen in Hedge Funds und andere alternativen Anlagestrategien, die bisher nur über nicht-regulierte Vehikel zugänglich waren. Sie stellen eine Erweiterung von vielen Anleihen- und Aktienstrategien dar, welche Investoren schon kennen und bereits in ihren Portfolios implementiert haben. Mit liquiden alternativen Strategien können Anleger überdies ihr Engagement in bestimmten Märkten gezielt erhöhen oder auch verringern. Portfoliomanager verfügen durch die Anlageklasse über zusätzliche Möglichkeiten, um ihre bevorzugten optimistischen oder pessimistischen Markteinschätzungen entsprechend umzusetzen, wobei oftmals Geldmarktanlagen oder Derivate zur Verringerung und Absicherung von Risikoengagements zum Einsatz gelangen.

Unterschiedliches Engagement - je nach Markt

Im Aktienbereich lassen sich beispielsweise durch die Integration entsprechender Fonds auf längere Frist Marktvolatilitäten ausgleichen, währenddem sich mittels Beimischung von alternativen Bond-Produkten das Zinsrisiko reduzieren lässt. Durch spezifische Vehikel lässt sich auch der Diversifikationseffekt steigern, etwa mittels Integration von Rohstofffonds (vgl. dazu die obere Abbildung Seite 39).

Wie investiert man in liquide alternative Anlagen?

Die Beimischung von liquiden alternativen Anlagen zu einem Portfolio sollte über drei Schritte erfolgen. Zuerst gilt es zu eruieren, wie hoch der prozentuale Anteil der Assets ausfallen soll. Angestrebt

ANLAGEIDEEN

J.P. Morgan Asset Management offeriert diverse Strategien im Bereich der Liquid Alternatives.

JPMorgan Funds – Multi-Manager Alternatives Fund

Ein diversifiziertes Portfolio alternativer Strategien, das Investments in erstklassige, etablierte Hedge Funds ermöglicht.

C (acc) – USD – LU1303367798

C (acc) – CHF (hedged) – LU1303368176

JPMorgan Investment Funds – Global Macro Opportunities Fund

Ein diversifiziertes Portfolio alternativer und traditioneller Strategien, das unabhängig vom Marktumfeld positive Renditen anstrebt.

C (acc) – USD – LU0095623541

C (acc) – CHF (hedged) – LU1306424034

JPMorgan Funds – Systematic Alpha Fund

Ein diversifiziertes Portfolio alternativer Strategien, das Zugang zu verschiedenen Hedge Fund-Stilen eröffnet.

C (acc) – EUR – LU0406668342

C (acc) – CHF (hedged) – LU0953617494

JPMorgan Funds – US Opportunistic Long/Short Equity Fund

Long/Short-Strategie, die nach höchsten Überzeugungen in US-Aktien investiert und attraktive langfristige Renditen anstrebt. Um das Risiko gegenüber Long-only-Aktienstrategien zu verringern, wird das Marktrisiko aktiv gesteuert.

C (perf) (acc) – USD – LU1297692201

werden sollte eine Quote von 10–20%. Dann gilt es festzulegen, zulasten welcher Anlagekategorie diese Quote aufgebaut werden soll. Hierbei ist natürlich das Zielvorhaben massgeblich – also die Frage, ob damit eine Beta-Reduktion, der Diversifikationsausbau oder eine Zinsrisiko-Verringerung erwirkt werden soll. Letztlich stellt sich dann noch die Frage, welche Anlagelösungen man konkret wählen soll (vgl. dazu die untere Abbildung rechts).

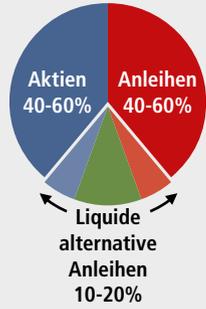
Anleger können liquide alternative Anlagen in ihren Portfolios selbstverständlich unterschiedlich kombinieren, um Risiko-Engagements gezielt zu vergrössern oder zu verkleinern. Wichtig ist dabei, sich zu vergewissern, dass nicht alle liquiden alternativen Anlagen gleich sind. Die Umsetzung im Portfolio variiert je nach Risiko- und Renditezielen. Das Marktbeta unterscheidet sich je nach Strategie deutlich und die besonderen Anlageprozesse der einzelnen Fonds führen zu unterschiedlichen Anlageergebnissen.

Marktengagement nach Wertschriftenkategorie

Alternative Aktienanlagen	Anlagen zur Diversifizierung von Kernpositionen	Alternative Obligationenanlagen
<p>Sie trauen den Aktienmärkten nicht, benötigen jedoch langfristige Wachstumsanlagen?</p>  <p>Aktien Anleihen</p>	<p>Sie wollen Ihren Anlagemix erweitern?</p>  <p>Aktien Anleihen</p>	<p>Sie befürchten steigende Zinsen?</p>  <p>Aktien Anleihen</p>
<p>Steuern Sie Ihr Beta aktiv mit alternativen Anlagen, mit denen Sie Marktschwankungen langfristig abfedern können.</p>	<p>Anlagen zur Diversifizierung Ihrer Kernpositionen erweitern Ihr Portfolio um Währungen, Rohstoffe, Aktien und Anleihen.</p>	<p>Reduzieren Sie Ihr Zinsrisiko mit alternativen Anleihenanlagen und erweitern Sie gleichzeitig Ihre Anlagemöglichkeiten.</p>

Wie investiert man in liquide alternative Anlagen?

❶ Wie hoch sollte der Anteil von liquiden alternativen Anlagen im Portfolio sein?
Angestrebt werden sollte ein Anteil von 10-20%



❷ Womit finanziere ich die Allokation?
Die Umschichtung der Allokation sollte sich nach dem gewünschten Ergebnis richten

Verringerung des Aktienbeta	Erhöhung der Diversifikation	Verringerung des Zinsrisikos
←	→	→
75% aus Aktien, 25% aus Anleihen	50% aus Aktien, 50% aus Anleihen	25% aus Aktien, 75% aus Anleihen

❸ In welche Strategien sollte man investieren?
Eine Mischung aus verschiedenen liquiden Anlagen schaffen

Alternative Aktienanlagen	Anlagen zur Diversifizierung von Kernpositionen	Alternative Obligationenanlagen
Diversifizierung von Long-only-Aktienpositionen durch die Investition in alternative Aktienanlagen	Diversifizierung des gesamten Portfolios durch die Investition in diversifizierte alternative Strategien	Diversifizierung von Long-only-Anleihenpositionen durch die Investition in alternative Anleihenanlagen



Patrick Beuret
Country Head Schweiz von J.P. Morgan Asset Management, Zürich.

Dient rein illustrativen Zwecken. Sämtliche Anlageentscheidungen sollten auf den aktuell vorherrschenden Marktbedingungen sowie auf den Umständen und finanziellen Verhältnissen des einzelnen Investors beruhen.

EUROPA – EIN KONTINENT MIT MÖGLICHKEITEN

RETO MEISSER

Zwischen Hoffen und Bangen, zwischen Scheitern und einem Aufbruch zu neuen Erfolgen – in dieser Gemengelage präsentiert sich Europa seit Jahren. Für Anleger gibt es wohl eine Reihe von Gründen, die Finger vom alten Kontinent zu lassen – deutlich mehr überzeugende Argumente sprechen jedoch für ein Engagement.

Was für eine Achterbahnfahrt! Als Griechenland am 23. April 2010 nach einem Rettungspaket rief, nahm die Eurokrise ihren Lauf. In der Folge rutschten Länder in Süd- und Südosteuropa in die Rezession, die Arbeitslosigkeit stieg und mit ihr



Reto Meisser
CEO Invesco
Asset Management (Schweiz)
AG, Zürich.

die politische Instabilität. Erste Zweifel an der Zukunft des Euro wurden laut. Panik ist dennoch fehl am Platz, denn all das ist nur eine Seite der Medaille.

Historisch betrachtet gingen den meisten Veränderungen – oder genauer: Verbesserungen – grosse Probleme voraus. Das gilt für die Wirtschaftsreformen Margret Thatchers in den 1980er Jahren ebenso wie für die schwedischen Arbeitsmarktreformen in den 1990ern und auch die Hartz-Reformen in Deutschland Anfang dieses Jahrtausends. Politische Blockaden erforderten oft radikale Massnahmen, die trotz aller anfänglichen Proteste letztendlich akzeptiert wurden. Am Ende ging jedes Land gestärkt aus der jeweiligen Krise hervor.

Vieles deutet darauf hin, dass sich die wirtschaftliche Lage in Europa heute ähnlich präsentiert. Die Gemeinschaftswährung ist weit weniger vom Zerfall bedroht als noch vor zwei Jahren. Mehr noch: die letzten Jahre könnten später einmal als Beginn einer echten Währungsunion gelten – und nicht als Anfang vom Ende des Euro. Bis zum Jahr 2010 fehlten der Währungsunion zentrale Elemente. Erst die Eurokrise machte den Weg für die Banken- und die Fiskalunion frei und beseitigte Schief lagen wie etwa das Übergewicht

des Finanzsektors in Irland und die Immobilienblasen in Spanien und Portugal.

Im Vorwärtsgang

Im Jahr 2015 wuchs die Wirtschaft der Eurozone um etwa 1.5% und damit stärker als im Jahr zuvor. Alles deutet darauf hin, dass die Europäische Zentralbank ihre wachstumsfreundliche Politik weiterführen und – wie von Mario Draghi mit seiner Bazooka-Rede angekündigt – alles tun wird, was nötig ist, um den Euro zu retten. Besondere Situationen erfordern besondere Massnahmen. Der EZB-Präsident und die meisten seiner Kollegen im Rat haben sich auf die Herausforderungen vorbereitet.

Auch wenn die Mitgliedsländer der EU nicht immer einer Meinung sind und Kompromisse oft erst in letzter Minute gefunden werden, ist die Idee einer politischen und wirtschaftlichen Union mit einer gemeinsamen Währung ein Erfolgsmodell – und die Rückkehr zu einem Patchwork kleiner europäischer Einzelstaaten keine Lösung. Die interessanten Anlagemöglichkeiten, die aktuell im Euroraum auf Grund der jüngsten Reformschritte entstehen, sind dafür ein Beleg.

Bewertungsanomalien nutzen

Eine Anlagelösung, um von den Chancen in Europa zu profitieren, bietet der Invesco



Euro Equity Fund. Der Fonds basiert auf fundamentalen Ansätzen und agiert unabhängig von einer Benchmark. Statt einem starren Anlagestil zu folgen, können die Fondsmanager in jeder Marktlage unabhängig vom jeweiligen Umfeld flexibel handeln und in alle Länder, Sektoren, Aktien und Märkte des Euroraums investieren – je nachdem, wo sich aktuell die besten Chancen bieten.

Neben seinem flexiblen Investment-Ansatz besteht eine Besonderheit des Fonds darin, gezielt Bewertungsanomalien zu nutzen. Ziel des Teams ist es, in Aktien zu investieren, die unterhalb ihres Substanzwerts notieren, um auf diese Weise Erträge für die Investoren zu generieren. Der Vergleichsindex dient dabei nur der Orientierung. Verfolgt wird überdies eine langfristige Strategie, anstatt auf kurzfristige Trends wie das Momentum oder andere technische Faktoren zu setzen. An-

geführt wird das Team von Jeff Taylor, der zugleich Leiter des europäischen Aktien-teams ist und über mehr als 30 Jahre Erfahrung in der Finanzbranche verfügt.

Stabilere Wertentwicklung dank Low Volatility

Einen ganz anderen Weg, um das Potenzial der Eurozone auszuschöpfen, wählt der Invesco Euro Structured Equity Fund. Seine Aktienauswahl basiert auf einem speziell entwickelten quantitativen Modell, das ein aktives Volatilitäts-Management einschließt. Ziel ist es, Marktschwankungen über einen kompletten Marktzyklus hinweg abzufedern, so dass sich der Fonds stabiler entwickelt als der breite Markt. Auf der Grundlage einer Low Volatility-Strategie ist der Invesco Euro Structured Equity Fund darauf ausgelegt, möglichst wenige Abwärts- und möglichst viele Aufwärtsbewegungen des Marktes abzubilden.

Dank der niedrigen Volatilität können Anleger voll am langfristigen Potenzial von Euroland-Aktien teilhaben, allerdings zu einem geringeren Risiko als es der Gesamtmarkt zeigt. Zu diesem Zweck gehen die Fondsmanager sehr selektiv vor und investieren gezielt in jene Aktien, die sie für besonders attraktiv halten. Sie meiden dagegen Index-Schwergewichte, wenn sie bei diesen weniger Potenzial sehen. Alles in allem profitieren Anleger insbesondere von einem Schutz in Bärenmärkten und einer wirkungsvollen Diversifizierung.

Mit beiden Anlagelösungen kann das Potenzial einer ganzen Region auf einfache Weise erschlossen werden. Statt von immer mal wieder auftretenden negativen Nachrichten über Europa aufzuschrecken, lassen sich über die beiden Fonds auf unterschiedliche Weise neue Perspektiven für den alten Kontinent entdecken.



COCO BONDS

RENDITEPERLEN IM HÄRTETEST

MAURIZIO PEDRINI

CoCo-Bonds wurden bis vor kurzem wegen ihres attraktiven Rendite-Volatilitäts-Profiles hoch geschätzt. Derzeit sind die Risiken des jungen Anleihe-typs in den Vordergrund gerückt. Der Härtetest bietet Investoren eine Kaufgelegenheit.

Das hat Seltenheitswert: CoCos waren Anfang Februar dieses Jahres sogar der deutschen «Bild» eine Schlagzeile wert: «Lösen CoCos die nächste Bankenkrise aus?» titelte das Boulevardblatt. Was passiert? CoCos waren im Zuge der Ergebnisvorlage des grössten deutschen

Geldhauses in den medialen Fokus geraten, weil plötzlich Sorgen die Runde machten, die stattlichen Coupons der Coco-Anleihen könnten nicht mehr bedient werden – und zwar nicht nur jene der Deutschen Bank. Weil das insgesamt schlechte Umfeld für Banken natürlich

auch auf das Marktsegment drückt, werden das Risiko von Banken einerseits und das Aktienwandelungsrisiko von CoCos andererseits plötzlich deutlich höher eingeschätzt. Bankaktien korrigierten in den letzten Monaten um 30–40%, wobei der Kursrückgang bei CoCos mit rund 10% noch einigermaßen überschaubar ist, vor allem mit Blick auf die sehr guten Renditen der letzten drei Jahre.

Mit diesen Marktverwerfungen erleben CoCos ihre Feuertaufe. Das Ausmass der jüngsten Korrektur ist allerdings gut mit der Korrektur nachrangiger Bankschulden in der zweiten Jahreshälfte 2011 vergleichbar. Investoren bekommen nun das für CoCos geltende Risiko deutlich vor Augen geführt. Zuvor war der Blick eher auf die Renditen gerichtet, zumal sich die Anlageklasse in den letzten vier Jahren durch eine fast inexistenten Volatilität auszeichnete. Tatsächlich ist der Wert von CoCos eng an die Eigenkapitalausstattung der emittierenden Banken geknüpft. Von dort lässt sich Positives vermelden. Die Banken haben in den vergangenen Jahren im Zuge der Anforderungen von Basel III ihre Eigenmittelausstattung markant verbessert – genauer gesagt: verdreifacht. Alle wichtigen «systemrelevanten» Banken (vgl. obere Abbildung Seite 44) weisen per Ende 2015 ein hartes Eigenkapital über der regulatorisch geforderten Mindestquote von zehn Prozent aus.

CoCos als Kinder der Finanzkrise

Die europäischen Regulatoren hatten in der Folge der Finanzkrise mit Contingent Convertibles (CoCos) einen neuen Anleihtypus geschaffen – dies mit dem Ziel, einerseits die Risiken zu verlagern – weg von den Steuerzahlern, hin zu den Investoren – und andererseits den Banken einen machbaren Weg zu öffnen, um das fehlende Eigenkapital zu tragbaren Konditionen zu beschaffen. Seit der ersten Emission der britischen Lloyds Ende 2009 wurden in den vergangenen Jahren Anleihen im Gegenwert von insgesamt mehr als 120 Mrd. EUR begeben. Dabei haben sich mehrheitlich

europäische Banken des neuen Instruments bedient, zuletzt kamen einige asiatische Adressen hinzu. Ein weiteres Wachstum bis auf bestenfalls ca. 400 Mrd. EUR ist möglich, falls alle europäischen Banken das regulatorische Maximum an CoCo-Emissionen ausschöpfen (1,5% der risikogewichteten Bilanzsumme). Bisher sind in Europa nur die nationalen «Champions» an den Markt gelangt. Dies ist sicherlich ein positiver Faktor, weil das mit einer Ausweitung der Investorenbasis einhergehen wird. Auch bleiben CoCos für die Banken das mit Abstand günstigste Eigenkapital – die Kosten belaufen sich nach Steuern auf weniger als die Hälfte dessen, was bei einer Finanzierung mittels Aktienkapitalerhöhung anfällt (siehe untere Abbildung Seite 44).

Die detaillierte Funktionsweise des Rekapitalisierungs-Mechanismus wurde von

einigen Investoren hingegen weniger beachtet. CoCos, die meist als nachrangiges «Additional Tier 1-Capital» emittiert werden, funktionieren auf zwei unterschiedliche Arten, die zum Ziel haben, der emittierenden Bank im Stressfall unter die Arme zu greifen und so ihr Überleben zu sichern. Eine Möglichkeit sieht vor, dass CoCos in Aktien zwangsgewandelt oder abgeschrieben werden, wenn die Kernkapitalquote unter ein bestimmtes Niveau fällt. Die Grenzen liegen typischerweise bei 7% oder 5,25%. Doch schmelzende Kernkapitalquoten waren es nicht, die Investoren zuletzt so beunruhigt haben. Das Augenmerk richtete sich auf den zweiten Schutzmechanismus, nämlich die Möglichkeit, dass CoCo-Schuldner eine (oder gar mehrere) Coupon-Zahlungen aussetzen müssen. Die Kurse einzelner CoCo-Bonds kamen

SWISSCANTO INVEST:

Der Pionier in der aktiven Verwaltung von CoCo-Portfolios reagiert auf Marktturbulenzen

Swisscanto Invest hat im Mai 2011 den Fonds Swisscanto (LU) Bond Fund COCO lanciert und verfügt damit heute über einen annähernd fünfjährigen Performance-Ausweis in diesem Segment. In dieser Zeitperiode hat sich die Risikoneigung der Investoren immer wieder verändert. Die Leistung des Unternehmens kann also vor dem Hintergrund unterschiedlicher Marktszenarien beurteilt werden. Es darf festgehalten werden: Die Performance liegt über den Zeitraum von fast fünf Jahren bei 5,82% p.a. (Mai 2011 bis Ende Januar 2016, in CHF). Damit muss der Fonds den Vergleich mit anderen Investitionsmöglichkeiten wie zum Beispiel Bankaktien, High Yield Bonds oder Produkten der Konkurrenz nicht scheuen.

Die Zürcher Kantonalbank, die ihre Obligationenfonds nach der Übernahme von Swisscanto unter der Marke «Swisscanto Invest» vereint, verfolgt beim Swisscanto (LU) Bond Fund COCO einen aktiven Anlagestil. Einerseits liegt das Ziel darin, diejenigen Obligationen zu identifizieren und zu kaufen, welche eine hohe Kompensation für das Risiko offerieren, andererseits wird auf eine effiziente Portfolio-Konstruktion und -Diversifikation gesetzt. Dabei wird auch die aktuelle Entwicklung des CoCo-Marktes berücksichtigt, etwa während der Turbulenzen im Januar/Februar dieses Jahres. Die Risiken wurden in dieser Phase unter anderem durch eine Erhöhung der Cash-Quote und über eine Absicherung gegen die Ausweitung der Kreditrisikoprämien zurückgefahren – dies mit dem Ziel, das Portfolio und die Investoren vor den aktuellen Marktturbulenzen zu schützen.

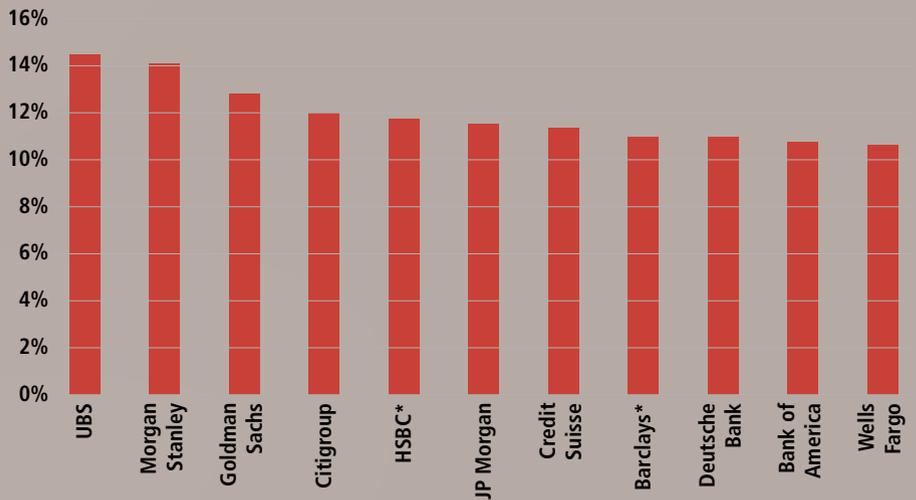
derart stark zurück, dass damit drei Jahre Coupon-Ausfall in Folge in den Kursen diskontiert wurden. Coupons dürfen nicht bezahlt werden beim Unterschreiten von aufsichtsrechtlichen Soll-Grössen bei den Kapitalquoten (pro Bank unterschiedlich – im Durchschnitt bei ca. 9% Kernkapitalquote) und beim Fehlen von ausschüttungsfähigen Posten auf der Bilanz. Die Gefahr derartiger Coupon-Ausfälle ist sicherlich real, vor allem falls es unerwartet doch zu einem schärferen Konjunkturunbruch kommen würde. Andererseits werden die Banken alles unternehmen, um die Coupons zu zahlen. Der Massnahmenkatalog ist hierbei recht lang: Kapitalerhöhung, Verkäufe von Assets, Verkäufe von Geschäftsbereichen, Mergers und weitere bilanzverbessernde Anpassungen beim Geschäftsmodell. Ein potenzieller Coupon-Ausfall verschliesst sonst einen sehr günstigen Kanal zu benötigtem Eigenkapital. Zusätzlich wäre es ein untrüglich schlechtes Signal für die Manövrierfähigkeit des Managements. Somit dürfte die Markteinschätzung zurzeit zu negativ geprägt sein.

Anlageklasse für risikofähige Anleger weiterhin geeignet

Im Niedrigzinsumfeld bleiben CoCo-Anleihen in der Form eines breit diversifizierten, aktiv verwalteten Portfolios eine der wenigen Anlageformen im Fixed-Income-Segment, mit der noch auskömmliche Renditen generiert werden können. Die Bankbranche absolviert seit der Finanzkrise eine Art «Langzeit-Fitnessprogramm» – bekannt unter dem Namen Basel III – angereichert mit verschiedensten regulatorischen Zusatzübungen. Allein in den letzten fünf Jahren haben die Banken ihre Eigenmittel im Durchschnitt verdreifacht. Noch steht aber ein langer Weg vor vielen Instituten und in Einzelfällen bedeutet das, noch strategische Einschnitte vorzunehmen.

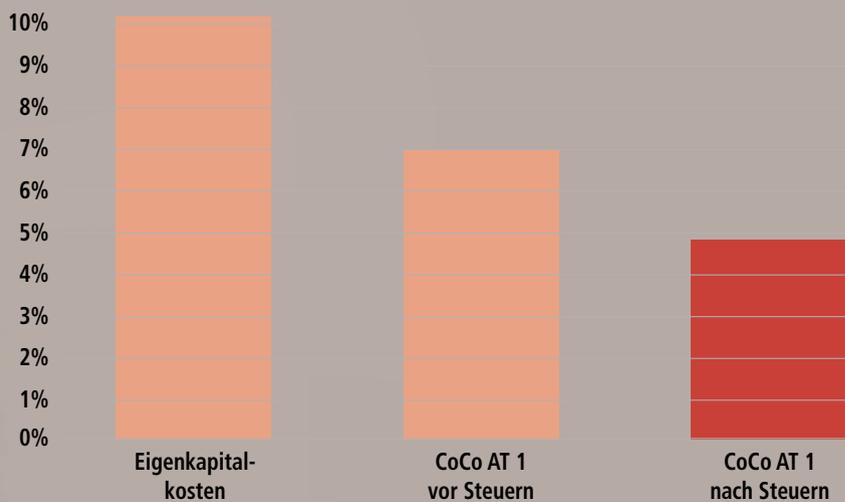
Der Markt konzentriert sich derzeit sehr stark auf die Risiken und nimmt für den Bankensektor eine sehr düstere Entwicklung vorweg. Ohne Frage wird die Lage

Kernkapitalquoten wichtiger Banken per Ende 2015



* Zahlen per 30.09.2015
Quelle: Angaben der Banken

CoCo-Anleihen sind auch für Emittenten attraktiv (nach Steuern)



aufgrund der Mischung von weniger positivem konjunkturellem Umfeld, Abschreibern aus dem Energie- und Schwellenländer-Bereich und noch zurückzulegendem Weg beim Kapitalaufbau sehr anspruchsvoll. Insgesamt ist der von den Regulatoren ausgeübte Druck zu sicheren Bankbilanzen aber sehr positiv für die CoCo-Investoren – wir sehen den Kursrückschlag als Kaufgelegenheit. Allerdings sollten nur Investoren mit einer ausreichenden Risikofähigkeit in diese Anlageklasse investieren.

Maurizio Pedrini

Leiter Credit Fixed Income bei der Zürcher Kantonalbank, Zürich.



RESPONSIBLE INVESTING

ANLAGERISIKEN UND -CHANCEN DES KLIMAWANDELS

PIERIN MENZLI

Vom Anstieg der Temperaturen und des Meeresspiegels bis hin zu extremen Wetterphänomenen - der Klimawandel hat immer stärkere Auswirkungen auf die Entwicklung der Gesellschaft und Wirtschaft. Längst machen sich die negativen Folgen auch in den Portfolios bemerkbar. Mit Hilfe von aktiven und vorausschauenden Anlagestrategien lassen sich diese «Klimarisiken» jedoch reduzieren und auch neue Anlagechancen erschliessen.

An der Pariser Klimakonferenz im Dezember 2015 wurden ambitionierte Ziele zur Bekämpfung des Klimawandels vereinbart und strengere, global wirkende Regulierungen in Aussicht gestellt. Insbesondere bei CO₂-Emissionen will die internationale Staatengemeinschaft so rasch wie möglich eine signifikante Reduktion erreichen. Damit geraten vor allem jene Unternehmen unter Druck, die direkt oder indirekt hohe CO₂-Emissionen ausweisen, zum Beispiel Energieversorger oder Öl- und Gasunternehmen, aber auch Zementhersteller, Bergbau- und Stahlunternehmen, (Rück-)Versicherer oder Automobilbauer. Daher sind zahlreiche Unternehmen, die breit investierte Anleger halten, erhöhten Klimarisiken ausgesetzt.

«Klimarisiken» im Portfolio identifizieren

Angesichts der sich beschleunigenden Klimaschutz-Dynamik sind Anleger gut beraten, so genannte «Klimarisiken» möglichst frühzeitig und detailliert zu identifizieren. Wichtige Voraussetzungen dafür sind einerseits die Kenntnis bevorstehender regulatorischer Entwicklungen und andererseits eine solide Methodik zur Messung der CO₂-Emissionen in den Portfolios. Um die Höhe der CO₂-Konzentration in einem Portfolio zu ermitteln, verwendet die Bank J. Safra Sarasin die publizierten oder allenfalls die geschätzten jährlichen CO₂-Daten (Scope 1+2) aller Unternehmen im MSCI World DM (Developed Markets) Index. Mithilfe dieser Daten lassen sich Portfolios mit optimiertem CO₂-Fussabdruck konstruieren, sodass vorausschauende Anleger drohenden «Klimarisiken» besser begegnen können.

Renditechancen aktiv ausschöpfen

Aus Anlegersicht birgt der Klimawandel jedoch nicht nur Risiken, sondern auch

Chancen. So können zum Beispiel jene Unternehmen von einer gesteigerten Nachfrage profitieren, deren Produkte und Dienstleistungen zur Energieeffizienz beitragen. Dies erfolgt beispielsweise über thematische Anlagen - etwa im Bereich erneuerbarer Energien - oder über Best-in-Class-Ansätze. Sie lassen sich auch kombinieren, was institutionellen Investoren die Möglichkeit gibt, ihre Anlagestrategie individuell zu definieren.



Pierin Menzli

Head Sustainable Investment Research bei der Bank J. Safra Sarasin, Basel.

EUROPÄISCHE HOCHZINSANLEIHEN HABEN POTENZIAL

PAOLO CORREDIG

T. Rowe Price kennt das Geschäft mit Hochzinsanleihen schon seit mehr als drei Dekaden. Die Gruppe führt ein spezialisiertes Team, das sich seit 2009 auf europäische High Yield Bonds konzentriert, wobei man die entsprechende Anlageklasse seit über 15 Jahren aktiv verfolgt. Die Erfahrung des Portfoliomanagers Mike Della Vedova reicht sogar noch weiter zurück. Er operiert im Marktsegment, seit sich dieses 1997 zu entwickeln begann. Diese Erfahrung ist essenziell, wenn es darum geht, Zyklen zu verstehen und die besten Ein- bzw. Ausstiegszeitpunkte für bestimmte Anleihen zu finden, erläutert Paolo Corredig, Schweizer Länderchef von T. Rowe Price, gegenüber der B2B-Redaktion im Interview.

Paolo Corredig, warum sollten Investoren das Segment der europäischen Hochzinsanleihen aktuell in Betracht ziehen?

Europäische High Yield Bonds zählen zu den am stärksten wachsenden Anlageklassen. Das investierbare Anlageuniversum besteht derzeit aus etwa 650 unterschiedlichen Obligationen von 350 verschiedenen Emittenten. Das Marktvolumen hat sich in den letzten fünf Jahren verdreifacht und beläuft sich nun auf circa 500 Mrd. EUR, was rund einem Drittel des vergleichbaren US-Marktsegments entspricht. Die Emis-

sionstätigkeit in Europa stieg seit 2008 in jedem Jahr an, während sie in den USA seit dem Höchststand 2012 rückläufig tendiert. Der Wert aktiv verwalteter UCITS aus dem europäischen High Yield Bond-Segment verdreifachte sich zwischen Oktober 2012 bis Oktober 2015 ebenfalls beinahe; er stieg von 23,7 Mrd. auf 63,1 Mrd. EUR.

Welchen Ansatz wählt T. Rowe Price für die Bearbeitung dieses Marktes?

Wir glauben an die fundamentale Kreditanalyse mit tiefgreifenden Untersuchungen sowohl quantitativer als auch qualitativer Art. Durch die langjährige Erforschung verschiedenster Unternehmen und zahlreicher Gespräche mit Geschäftsleitungen sind wir in der Lage, jene Firmen zu identifizieren, welche Schulden reduzieren, Erträge generieren oder die Kreditseite aufblähen. Weil die meisten von ihnen über ein äusserst fähiges Management verfügen, führen nur intensive Arbeit und viel Ressourcen zu aussagekräftigen Resultaten. Wir sind der Ansicht, dass sich die implementierten Prozesse für Kunden und uns gleichermaßen auszahlen.

Wo verorten Sie derzeit die vielversprechendsten Anlagen?

Wir denken, dass sich die besten Chancen aktuell bei Firmen mit einem B-Rating finden lassen. Viele von ihnen gelangten erstmals an den Kapitalmarkt und offerieren at-

traktive Prämien. Die Gewichtung von Anleihen mit B-Ratings im Portfolio liegt in der Regel zwischen 50 % und 70 %, dies gegenüber 35 % bei der Benchmark. Unserer Ansicht nach beinhaltet dieses Anleihen-Segment einen höheren Anteil falsch bewerteter Titel als andere. Der Aufwand, diese Wertschriften zu identifizieren, ist zwar relativ hoch, aber durchaus lohnenswert.

Fühlen Sie sich wohl dabei, ein höheres Kreditrisiko einzugehen als es die Benchmark vorgäbe?

Anleger vergessen oft, dass es im High Yield-Segment gerade die Kreditrisiken sind, welche für die Erträge zentral sind. Dieses Kreditrisiko müssen wir als Asset Manager verstehen und vollständig einpreisen. Wir haben schon immer gedacht, dass Bonds mit B-Ratings den Investoren mehr Möglichkeiten eröffnen, allerdings bedarf es mehr Arbeit und Hingabe als bei anderen Segmenten. In einem bonitätsorientierten Markt gibt es keine einfachen Rezepte. Es bedarf an Ressourcen, also vieler spezialisierter und höchst erfahrener Analysten. Wer über diese verfügt, kann das Universum optimal durchforsten, um für Kunden letztlich eine grössere Prämie zu generieren.

Wie versuchen Sie, mit der Volatilität umzugehen?

Viele Marktteilnehmer konzentrieren sich auf die Renditen oder die Spreads; wir

Paolo Corredig
Country Head
der T. Rowe Price
(Schweiz)
GmbH, Zürich.



hingegen schauen auch auf die Coupons und das Ertragspotenzial. Die Fähigkeit, auf die Erlöse von Einzeltiteln zu schauen statt bloss auf absolute Erträge oder relative Bewertungen, ist ein zentraler Punkt, um Perioden mit kurzfristig starken Ausschlägen zu verringern.

Können Sie den Lesern ein Beispiel geben, vielleicht eine attraktive Schweizer Firma?

Das will ich gerne tun. Ich nehme hierzu SIG Combibloc, ein Hersteller von Kartonverpackungen für Nahrungsmittel und Getränke. Das Unternehmen verfügt über eine starke Präsenz in verschiedenen Ländern und kann zusammen mit Tetra Pak in diesem Segment als führend bezeichnet werden. Der Fokus liegt auf umweltfreundlichen Verpackungen mit langer

Haltbarkeit. Wir halten derzeit Bonds mit einem Rating von CCC+ und Verfall 2023, die einen vortrefflichen Coupon von 7.75% zahlen.

Und wie beurteilen Sie die starken M&A-Aktivitäten; werden sie Bestand haben?

Das Umfeld hierfür ist nachhaltiger als früher und ich denke, dass auch die Zusammenschlüsse und Aufkäufe vielfältiger sind. Firmen, die sich in einem solchen Segment bewegen, sind heute bezüglich Leverage konservativer aufgestellt. Die Kosten für geliehenes Kapital sind niedriger und die Bilanzen insgesamt gesünder. Wir sehen heute vermehrt, dass Firmenzukäufe innerhalb des gleichen Sektors erfolgen. Wichtig ist für uns vor allem die Tatsache, dass wir jede M&A-Aktion

als eigenständigen Fall betrachten. Ein gutes Beispiel sind etwa die multinationalen Telekomfirmen.

Inwiefern dies?

Altice etwa wuchs in den vergangenen drei Jahren stark durch Akquisitionen. Erworben wurden unter anderem Numericable, SFR sowie Portugal Telecom und auch der Eintritt in den US-Markt erfolgte unlängst. Vor nicht allzu langer Zeit war es überdies für eine der grössten Transaktionen verantwortlich, deren Umfang 16.7 Mrd. USD betrug. T. Rowe Price hatte verschiedene Treffen mit dem Management einerseits und dem Firmengründer andererseits, sodass wir die Strategie und die durch die Akquisitionen zu erwartenden Wertzuwächse besser einschätzen können.

B2B und Wirtschaftszyklen - für einmal aus dem Blickwinkel eines Astrologen

WHAT GOES UP, MUST COME DOWN

(red.) Historisch tiefe Zinsen, Anleihen vom Bund, welche im Negativbereich rentieren, richtungslose und risikoreiche traditionelle Aktienmärkte, verbreitete Lethargie im Rahmen der Schwellenländer und Hoffnungslosigkeit bei den Rohstoffpreisen: Schon seit geraumer Zeit ist das aktuelle Wirkungsumfeld für Anleger wahrlich alles andere als erfreulich. Trotz massiver Geldschwemme seitens der EZB kommen Investitionen und die Wirtschaft kaum in Fahrt. Wie sollen auf längere Sicht hinaus sowohl institutionelle als auch private Investoren ansprechende Anlagerenditen erzielen können? Dass neben Ratlosigkeit sich vermehrt auch Nervosität ausbreitet, ist allzu verständlich, denn ausnehmend lange bereits hat die Börsenhausse ab 2009 gedauert. Für viele, vorab auch professionelle Anleger, scheint der einzige Ausweg heute darin zu bestehen, von der Anlageausrichtung her – d.h. in Bezug auf Anlagestrategien, Anlagetechniken, Anlagestile und Anlageklassen – ganz neue Wege zu beschreiten. Viel Unbekanntes kommt ins Kalkül, oftmals wird Neuland betreten; damit zwangsläufig verbunden sind höhere Risiken. Viele so genannte alternative Anlagen sind bekanntlich weniger liquide, die Märkte komplexer, der Einsatz exotischer Anlagen und moderner Techniken im Derivat- und Swap-Bereich im Rahmen des betrieblichen Risk Management wesentlich anspruchsvoller, das hochgelobte so genannte Alpha meist nur Ausdruck von Risiken, die man zum Voraus nicht gekannt hat. Je spezialisierter die Anlageausrichtung, desto kleiner auch die verfügbaren Investitionsmöglichkeiten. Die Märkte sind schnell «ausgekauft», und wer dann mal aussteigen will, kreierte rasch einmal seinen eigenen Kursabsturz. Ob sich risikoreichere Anlageausrichtungen insbesondere für das Pensionskassenwesen langfristig lohnen, muss vor der Frage be-

antwortet werden, wie sich das im Rahmen des Leistungsauftrages mit dem Versprechen vereinbaren lässt, volkswirtschaftlich wertvolles Vorsorgekapital zu sichern und zu mehren. Mit mehr Risiko auch mehr Return zu erzielen, um damit etwas gegen Underperformance, sinkenden Deckungsgrad und schleichende Vermögensvernichtung zu unternehmen, erscheint heute doch vielen als die falsche Strategie zum falschen Zeitpunkt. Guter Rat ist also teuer, und richtige Antworten – zum einen zur Einschätzung der aktuellen Lage, zum andern in Bezug auf die Wahl der richtigen Strategie zum rechten Zeitpunkt – können heute wohl selbst hochdekorierte Anlagespezialisten und Consultants nicht so einfach aus den Ärmeln schütteln. Grund genug, etwas über den eigenen Tellerrand hinauszublicken und von der gewohnt ökonomisch-rationalen Einschätzungskultur abzurücken. Lassen wir vor dem aktuellen Hintergrund die Astrologie zu Worte kommen.

Tatsache ist, dass sich zwischen dem Lauf der Gestirne und den Geschehnissen auf dieser Erde vielerlei Entsprechungen und Gesetzmässigkeiten ableiten lassen. Auffallend ist, dass aufgrund bisheriger Kenntnisse zahlreiche der führenden Exponenten der Astrologie heute in vielen Dingen eher der Vorsicht zugeneigt sind. Sie weisen auf verschiedene, völlig voneinander unterschiedliche und vor allem unterschiedlich lange Zyklen, welche allesamt darauf hindeuten, in Wirtschafts- und Finanzfragen heute eher weniger Risiken einzugehen als mehr. Vor dem Hintergrund grosser Unsicherheiten, unzähliger Krisenherde weltweit und einer EU, welche unter der Last der Immigration zu ersticken droht, also höchste Zeit, die Geschehnisse für einmal aus einer ganz anderen Warte zu betrachten.



CLAUDE WEISS

Es gibt Zyklen, die so offensichtlich sind, dass sie keiner Erklärung bedürfen. Dazu gehört der Zyklus von Tag und Nacht, der mit der Drehung der Erde um ihre Achse im Zusammenhang steht. Ein weiterer, allen geläufiger Zyklus ist jener des Jahreslaufs der Sonne um den Tierkreis mit den vier Jahreszeiten. Für jene, die kosmische Abläufe studieren, gibt es jedoch eine ganze Reihe von weiteren Zyklen, die von Interesse sind. So lässt sich beobachten, dass der Mond in knapp 28 Tagen den Tierkreis umläuft, während der Planet Jupiter dafür knapp zwölf Jahre und Saturn knapp 30 Jahre braucht. Eine Vierteilung des Mondzyklus ergibt in etwa die Zeiteinheit einer Woche, während ein Viertel des Saturn-Zyklus das berühmte-berühmte Zeitmass von 7-7.5 Jahren auf

VOM LANGJÄHRIGEN SATURN/NEPTUN-ZYKLUS

ZWISCHEN VERANTWORTLICHKEIT UND NACHGIEBIGKEIT

den Plan bringt, was im Volksmund dem «verflixten 7. Jahr» entspricht.

Sichtbare und berechenbare Einfach- und Doppelzyklen

Während die oben genannten Beispiele einfache Zyklen verkörpern, bei welchen gemessen wird, wie lange ein Himmelskörper für den Durchgang durch den Tierkreis braucht, gibt es auch Doppelzyklen, bei denen die Zeit von der einen so genannten Konjunktion zweier Planeten (da, wo sich die zwei besagten Planeten auf dem Tierkreis überlagern) bis zur nächsten das Maß für die Länge des Zyklus abgibt. Dies lässt sich am besten am Sonne/Mond-Zyklus illustrieren, bei welchem es knapp alle dreissig Tage eine Sonne/Mond-Konjunktion, einen so genannten Neumond gibt, mit - in der Mitte

zwischen zwei Neumonden - einem Vollmond, der sich jeweils 14-15 Tage nach dem Neumond ereignet. Auch dieser Zyklus ist ein von blossen Auge sichtbares Phänomen, und es ist interessant, dass sich viele Geschichten um die Aufgekratztheit der Menschen drehen, die kurz vor dem Vollmond zu vermehrten Polizeieinsätzen führen soll.

Für die Astronomen und die Astrologen gibt es allerdings eine ganze Reihe weiterer Doppelzyklen von völlig unterschiedlicher Länge, je nach Geschwindigkeit der zueinander in Beziehung stehenden Himmelskörper. Dauert der Doppelzyklus von Sonne/Mond lediglich 30 Tage, erstreckt er sich im Falle der langsam laufenden Planeten Neptun und Pluto auf ganze 492 Jahre, fast fünf Jahrhunderte. Dazwischen gibt es mittellan-

ge Zyklen von 20-45 Jahren, die den Planeten Saturn als Langsamläufer ins Spiel bringen. Diese Zyklen sind aus astrologischer Sicht deshalb von besonderem Interesse, weil Saturn als Planet der Wirklichkeit, der physischen Welt und der Schwerkraft im Doppelaspekt die Qualitäten des ihn aspektierenden zweiten Langsamläufers exemplarisch ins Bewusstsein der Menschen bringt. Wie dies geschieht, lässt sich am Beispiel des Saturn/Neptun-Zyklus illustrieren, von welchem es zurzeit (2015/16) mit einem Quadrat zwischen beiden Himmelskörpern einen wichtigen Aspekt (Beziehungsfeld zwischen zwei Planeten) gibt.

Verschiedene Phasen eines Zyklus

Betreffend die verschiedenen Phasen eines Zyklus' ein paar Begriffe vorweg: Astrologen

reden diesbezüglich von so genannten Aspekten. Es gilt im Kreisverlauf vier verschiedene zu unterscheiden: Überlagerungen – spricht: Konjunktionen (Analogie zur Neumondstellung) – von Gestirnen resp. Gegenüberstellungen – spricht: Oppositionen (Vollmondstellung) – sowie die Quadrate, das heisst jene Aspekte, bei denen die beiden Gestirne im 90 Grad Winkel zueinander stehen – eine Stellung, die beim Sonne/Mond-Zyklus dem zunehmenden oder abnehmenden Viertelmond (am Himmel als Halbmond sichtbar) entspricht. So gesehen gibt es bei jedem Zyklus vier Hauptphasen: Etwas Neues entsteht beim Neumond (Konjunktion); es wird beim ersten Viertelmond in seiner Dynamik und Ausrichtung getestet und die Früchte des bei der Konjunktion neu begonnenen Zyklus werden bei der Opposition (Vollmond) sichtbar. Damit beginnt aber auch die Phase der Aussaat, während welcher das, was zur Zeit der Opposition sichtbar wurde, verteilt und von den Menschen assimiliert wird; ein Prozess, der beim abnehmenden Quadrat einen Höhepunkt erreicht. Schliesslich läuft der Zyklus mit seinem Ende einer nächsten Konjunk-

tion zu, die den Beginn einer neuen Entfaltung symbolisiert. Im Falle des Saturn/Neptun-Zyklus, dessen Dauer von Konjunktion zu Konjunktion 36 Jahre beträgt, finden alle neun Jahre wichtige Etappen statt, welche die Synthese der Qualitäten beider Planeten zum Ausdruck bringen.

Im Zeichen des Saturn/Neptun-Zyklus – Schummeln verboten

Dazu ist es natürlich wichtig zu wissen, welche Qualitäten astrologisch dem Saturn und dem Neptun zugesprochen werden. Neben der Tatsache, dass Saturn die Eigenschaften des aspektierten Planeten – in diesem Falle Neptun – in die Sichtbarkeit und auf die Ebene des Bewusstseins bringt (s. Kästchen Seite 51 oben), gilt er als Planet der Kausalität. So verkörpert er das Prinzip «Was man sät, das erntet man». Er entspricht auch der Ernsthaftigkeit, die erforderlich ist, um sich etwas solide zu erarbeiten. So beleuchtet er im Aspekt mit anderen Planeten Schwachstellen und Fehlverhalten, die sichtbar werden, wenn unzulässige Abkürzungen genommen, unsachgemässe Mittel und Methoden zum Einsatz kamen sowie unverhältnismässige Risiken eingegangen wurden, eigennütziges Handeln und Missbräuche irgendwelcher Art überhandnahmen und nicht sämtliche Schritte, die zu einem soliden Aufbau erforderlich wären, unternommen wurden. Solche Themen werden aufgrund des 36 Jahre dauernden Saturn/Neptun-Zyklus im Abstand von jeweils neun Jahren (ein Viertel des Zyklus) aktuell. In der Tat häufen sich zusehends solche Vorkommnisse; dies sowohl in Politik als auch in der Wirtschaft, unabhängig von Grösse und Bedeutung von Staaten und Unternehmen (man muss nur einmal die Zeitungen aufschlagen). VW liefert das zurzeit wohl eindrücklichste Beispiel aus der Wirtschaft. Um zu verstehen, worum es angesichts der aktuellen Planetenkonstellation geht, sollte man jedoch wissen, welche Eigenschaften (und Schwächen) Neptun verkörpert: Während Saturn dem festen Aggregatzustand entspricht, hat Neptun mit Flüssigkeiten und Gasen zu tun. Er symbolisiert im Weiteren Träume, Eingebungen, Erwartungen,

36-JÄHRIGER SATURN/NEPTUN-ZYKLUS UND DIE GESCHICHTE DES SOZIALISMUS

1846 Konjunktion

Bund der Kommunisten und kommunistisches Manifest (Marx und Engels)

1882 Konjunktion

Gründung zahlreicher sozialistischer Parteien in Europa

1917 Konjunktion

Russische Revolution

1952/53 Konjunktion

Tod Stalins (und Geburt Putins)

1989 Konjunktion

Fall der Berliner Mauer und des Eisernen Vorhangs

2026 Konjunktion

?

UNTERZYKLEN VON SATURN/NEPTUN

1989/90: Konjunktion

Ende des Kommunismus. 1. Golfkrieg, Immobilienkrise in Japan und der Schweiz

1998/99: Quadrat

Russlandkrise, Zusammenbruch des Hedgefonds LTCM. Rohöl: Tief auf knapp über 10 USD pro Barrel

Herbst 2005–2007: Opposition

Aufstände in den französischen Banlieues, Drohungen Putins gegen den Westen an der Münchner Sicherheitskonferenz von Februar 2007, Libanonkrieg, Irankrise, Subprimekrise. Rohöl: Zwischentief auf 50 USD pro Barrel, danach Anstieg auf 150 USD (im Jahr 2008)

2015/16: Quadrat

Drohung durch den «Islamischen Staat», Attentat auf «Charlie Hebdo» im Januar und terroristischer Anschlag vom 13. November 2015 in Paris. Drohgebärde Russlands an der Münchner Sicherheitskonferenz vom vergangenen Februar 2016. Rohöl sinkt auf unter 30 USD (Januar 2016), Russlandkrise, China-krise, Banken- und Schuldenkrise, Flüchtlingsströme und Destabilisierung Europas

Wunschdenken, Illusionen und Süchte (vgl. Kästchen Seite 51 oben). Allerdings wird ihm auch Hilfsbereitschaft zugesprochen und er neigt im Politisch-Sozialen zur Kameradschaft und zur Kommune. So ist die Geschichte des Sozialismus und des Kommunismus von Neptun geprägt, was allerdings auch darüber zum Ausdruck kommt, dass sich das System, sobald es zur Staatsform avancierte, als Illusion entpuppte.

Beispiel aus der Geschichte – nicht ohne Aktualitätsbezug

Und es gibt doch erstaunliche Entsprechungen: Saturn/Neptun und die Ge-

schichte des Sozialismus zum Beispiel: Wie sehr die Geschichte des Sozialismus und des Kommunismus sowie Russlands mit Saturn/Neptun-Themen verknüpft ist, zeigen die Stationen der letzten Saturn/Neptun-Konjunktionen seit 1846 (siehe Kästchen Seite 50 unten). Um die Saturn/Neptun-Konjunktion von 1846 nahm die Vorstellung einer sozialistischen und kommunistischen Ordnung Gestalt an. 1847 wurde von Marx und Engels der Bund der Kommunisten gegründet und 1848 das kommunistische Manifest verfasst. Um die nächste Konjunktion von 1882 kam es in ganz Europa zur Gründung sozialistischer Parteien. Bei der anschliessenden Konjunktion von 1917 fand die russische Revolution statt. Als 1952/53 Saturn und Neptun wiederum eine Konjunktion bildeten starb Stalin (und Putin wurde geboren). Als sich 36 Jahre später erneut eine Konjunktion bildete, stürzte die Berliner Mauer ein – ein überzeugendes Symbol, wenn man bedenkt, dass Saturn dem Berg und der Mauer entspricht, während Neptun Auflösung und Unterspülung symbolisiert.

Saturn/Neptun-Unterzyklen: Finanzblasen, Skandale und Verunsicherungen

Wie wir sehen, begann mit der Konjunktion von 1989 ein neuer Saturn/Neptun-Zyklus. Die Entsprechungen dazu sind im Kästchen auf Seite 50 oben wiedergegeben. Bei den Unterzyklen von Saturn/Neptun seit 1989 herrschen häufig Übertreibungen und eigentliche Finanzblasen vor, die im Zusammenhang mit Skandalen explosive Situationen schaffen. So waren der Zusammenbruch des Hedge Funds LTCM im Jahre 1998 und die Russlandkrise Vorboten einer Instabilität der Finanzmärkte, die ab 2000 zu einem Zusammenbruch der Technologiebörse NASDAQ und in der Folge auch anderer Finanzmärkte führte. 2007 brach entsprechend die Subprimekrise aus, die letztlich im Börsensturz von 2008/2009 resultierte. Seit August 2015 und insbesondere ab Januar 2016 sind weitere Gefahrenherde spürbar, die die Investoren heftig verunsichern. Auffallend sind auch

EIGENSCHAFTEN VON SATURN UND NEPTUN	
Saturn	Neptun
Verantwortlichkeit	Nachgiebigkeit
Wirklichkeit	Illusion
Ergebnisse zählen	Absichten zählen
Zielorientiert	friedfertig
Zweckmässigkeit	Intuition
Skepsis, kritisch	Vertrauen, bis blinder Glaube
Schuld	Vergebung
Beamter / Verwalter	Consultant, Coach, Heiler

die Immobilienkrisen, die häufig mit diesem Aspekt einhergehen, insbesondere jene von Japan und der Schweiz im Zusammenhang mit der Konjunktion von 1989/90 und die Subprimekrise, während das Phänomen zurzeit insbesondere chinesische Immobilieninvestitionen und faule Kredite an Erdölfirmen tangieren könnte.

Auffallend sind schliesslich weiter die Tiefsturse beim Erdöl, die die Saturn/Neptun-Aspekte prägen, wie der Tiefstand der Jahre 1998/99 knapp über 10 USD pro Barrel und der Zeit von 2006/07 mit Zwischentief auf 50 USD pro Barrel. Das letzte Tief vom Januar 2016 unter 30 USD fügt sich nahtlos in diese Reihe ein.

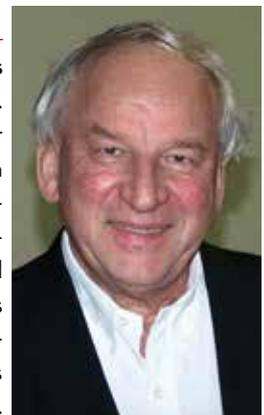
Postmoderne mit Pluralismus und Wertelerativismus

Generell fallen die Saturn/Neptun-Aspekte für das westliche kapitalistische System negativ aus. In solchen Zeiten tritt Verdrängtes an die Oberfläche und bisher als solide erachtete Werte, materielle wie etwa Immobilien, aber auch immaterielle, geraten ganz der Symbolik des Neptun entsprechend «unter Wasser». Die Wirtschaft kommt ins Stottern, es finden Wirtschaftskrisen und häufig kleinere oder grössere Rezessionen statt. Die grossen Börsenkrisen ereignen sich allerdings meist 1–2 Jahre später: 2000/2001 1–2 Jahre nach dem Quadrat von 1998/99, 2008/09 1 Jahr nach der Opposition von

2005–2007 und dieses Mal möglicherweise ebenfalls 1 Jahr nach dem Quadrat der Jahre 2015/2016. Man kann zwar unter solchen Aspekten erkennen, dass vorab auch im Wirtschafts- und Finanzumfeld einiges nicht mehr in Ordnung ist (künstliches Tiefhalten der Zinsen und Flutung der Märkte mit Liquidität unter Inkaufnahme zusätzlicher Schulden, grössere Risikoneigung bei der Anlage von Vorsorgekapitalien etc.), aber die markantesten Auswirkungen kommen erst später. Auf die Börsen- und Kreditzyklen bezogen, lassen sich Gesetzmässigkeiten insbesondere beim Saturn/Neptun-Zyklus ausreichend zuverlässig beobachten. Werden die Dinge ein weiteres Mal den gewohnten Verlauf nehmen?

Claude Weiss

Dipl. Ing. agr. ETH, Gründer der Astrodata AG, Herausgeber «Astrologie Heute» und Präsident des Schweizer Astrologenbundes (SAB), Wettswil.



LINKS & AGENDA

Kollektive und strukturierte Investments

SFAMA: News, KAG-Atlas (Rechtsformen), Dokumentationen über diverse Fondsgattungen und Selbstregulierung
www.sfama.ch

EFAMA: Comments on ESAs' Discussion Paper on automation in financial advice
www.efama.org

IRS: Aktualisierungen, Dokumente und Formulare und FAQs zu FATCA
www.irs.gov

ALFI: FINTECH – A game-changer in fund distribution
www.alfi.lu

BVI: Bewertung des Regierungsentwurfs zur Investmentsteuerreform
www.bvi.de

BVAI: vierteljährlicher BAI-Newsletter
www.bvi.de

KPMG: Fund News
www.kpmgnews.ch

PWC-Publikation: Base erosion and profit shifting (BEPS)
www.pwc.ch

EY: Managing complexity and change in a new landscape: global survey on asset management investment operations
www.ey.com

Deloitte: Blockchain – Enigma, Paradox And Opportunity
www.deloitte.ch

Fondsliteratur (Business & Administration): Fonds und andere Kollektivanlagen. Rainer Landert; 3. Auflage 2015
www.fuw.ch

SKSF Fondskonferenz
 24. Juni 2016 in Zürich
www.sksf.ch

AUSBILDUNG

Fachkurse und Lehrgänge

Compliance-Trainings:
 Finanzdienstleistungs-Compliance
 D: Start April 2016 (6 Halbtage in Zürich)

Level 1: Know the FUNDamentals
 Grundlagen
 D: 24.08. bis 14.09.2016 (4 Nm. in Zürich)

Level 2: Fund Compliance & Operations Management FA
 Vorkurs zum Swiss Fund & Asset Management Officer
 D: 28.09. bis 03.10.2016 (3 Tage in Zürich)

Level 3: SFAMO Swiss Fund & Asset Management Officer FA/IAF
 D: 27.10.2016–27.01.2017 (10 Tage in Zürich)

Level 4: IFAMO International Fund & Asset Management Officer
 E: 6. Durchführung zwischen 22.09.2016 und 27.01.2017 (internationaler Fondslehrgang in Luxemburg, Paris, London, Brüssel; Dauer 8 Tage)

Auskünfte und Anmeldung:
 Fund-Academy AG, Zürich
 Telefon +41 44 211 00 13
www.fund-academy.com

FRIENDS OF FUNDS

Nächste Daten in Zürich (Zyklus 26):
 12.04.16 / 10.05.16 / 31.05.16 / 28.06.16

Nächste Daten in Genf (Zyklus 10):
 07.06.16 / 06.09.16 / 06.12.16



www.friends-of-funds.ch

IMPRESSUM

Herausgeber / Redaktion

Rainer Landert, Fund-Academy AG, CH-8001 Zürich
 Tel. +41 44 211 00 13
rainer.landert@fund-academy.com

Markus Röthlisberger, R Consult, CH-5022 Rombach
 Tel. +41 62 827 37 47
roethlisberger@r-consult.ch

Anschrift

B2B-Magazin, c/o Fund-Academy AG,
 Sihlstrasse 99, CH-8001 Zürich
www.b2b-magazin.ch

Fotos / Illustration

Sandra Guaresi, Christian Lanz, Marcel Studer

Anzeigen

R Consult, Tel. +41 62 827 37 47, info@r-consult.ch

Layout und Produktion

a3 communication ag, CH-5022 Rombach
info@a3ag.ch

Druck

Kromer Print AG, CH-5600 Lenzburg

Erscheinung und Auflage

4-5 x jährlich, Auflage 11 800 Ex.

Redaktionsschluss

Ausgabe 57/16: 15. Mai 2016

Wichtige Hinweise für Leser

Wir bedanken uns an dieser Stelle herzlich bei unseren Partnern des Jahres 2016. Die Angaben in diesem Heft, insbesondere jene auf der Seite 53 sind für die Schweiz von Relevanz, gelten mithin im Ausland nicht, und stellen keine Offerte bzw. Aufforderung zum Erwerb von Finanzinstrumenten oder zur Inanspruchnahme von Dienstleistungen dar (Angaben gemäss Trägerschaft). Die in den Beiträgen dargestellten Inhalte reflektieren die persönlichen Ansichten der Autoren. Alle Angaben über historische Wertentwicklungen stellen keine Garantie für zukünftige Renditen dar.

Die nächste Ausgabe erscheint im Juni 2016.

	Asset Management										Produkte										Dienstleistungen / Support									
	Quantitative Analysen	Qualitative Analysen	Aktiv-Manager	Passiv-Manager / ETF	Value Manager	Growth Manager	Socially Responsible Investing	Duration Management	Behavioral Finance	Alternative Anlagen	Institutionelle Fonds	Immobilienanlagen	Strukturierte Produkte	Vorsorgelösungen für Private	Vorsorgelösungen für Firmen	Fondsplattform (Info / Handel)	Fondsanalyse	Fondbasierte VV	Vertreter-Services	Depotbank-Services	Custody-Services	Labeling	IT-Solutions	ALM	Investment Consulting	Legal Advice	Tax Advice	Ratings und Rankings	Revision	Fondsadmin. / -buchhaltung
Aargauische Kantonalbank, Aarau																														
Aberdeen Asset Managers Switzerland, Zürich																														
Amundi Suisse SA, Genf																														
AXA Investment Managers Schweiz AG, Zürich																														
Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich																														
Bank J. Safra Sarasin AG, Basel																														
Bellevue Asset Management AG, Küsnacht																														
Berenberg Bank (Schweiz) AG, Zürich																														
BHF-Bank/Frankfurt-Trust, Frankfurt																														
BNP Paribas Investment Partners (Schweiz) AG, Zürich und Genf																														
CACEIS (Switzerland) SA, Nyon																														
Carnegie Fund Services AG, Genf																														
cash zweiplus ag, Zürich																														
ComStage ETF, Zürich																														
Credit Suisse Group, Zürich																														
Eaton Vance Management, London																														
Ethenea Independent Investors S.A., Wollerau																														
FinOps AG, Zürich																														
GAM Investment Management (Switzerland) AG, Zürich																														
INREIM AG, Zürich																														
Invesco Asset Management Schweiz AG, Zürich																														
Investissements Fonciers SA, Lausanne																														
IPConcept (Schweiz) AG, Zürich																														
J.P. Morgan Asset Management, Zürich																														
Jupiter Asset Management, Zweigniederlassung Zürich																														
Kellerhals Carrard, Zürich																														
LB(Swiss) Investment AG, Zürich																														
Liechtensteinische Landesbank AG, Vaduz																														
M&G International Investments Ltd., Zürich																														
Man Investments AG, Pfäffikon																														
Neue Bank AG, Vaduz																														
New Capital Funds (EFG Asset Management), Zürich																														
Niederer Kraft & Frey AG, Zürich																														
NPB Neue Privat Bank AG, Zürich																														
Petercam SA, Zweigniederlassung Genf																														
Pictet Funds SA, Genf																														
Pioneer Global Investments Ltd., Zürich																														
Principal Global Investors, London																														
Raiffeisen Capital Management Österreich, Wien																														
RAM Active Investments, Genf																														
RBC Investor & Treasury Services, Zürich																														
Reichmuth & Co Privatbankiers, Luzern																														
Sauren Finanzdienstleistungen GmbH & Co. KG, Zug																														
Schroder Investment Management (Switzerland) AG, Zürich																														
SIX Swiss Exchange, Zürich																														
Solufonds SA, Signy-Centre																														
Standard Life Investments, Dublin und Zürich																														
State Street Bank GmbH München, Zürich und SSgA, Zürich																														
Swiss Fund Data AG, Zürich																														
Swiss Life Asset Managers, Zürich																														
Swisscanto Fondsleitung AG, Bern und Zürich																														
T. Rowe Price, Zürich																														
Tom Capital AG, Küsnacht																														
Twelve Capital AG, Zürich																														
UBS AG, Basel und Zürich																														
Vescore AG, St. Gallen																														
Walder Wyss Rechtsanwälte, Zürich																														
Zürcher Kantonalbank (Swisscanto Invest), Zürich																														

Free thinking. High potential.

Unconstrained Investing



Potential. Delivered.



Unsere „Unconstrained“-Investmentstrategie zeichnet sich, wie all unsere anderen Anlageentscheidungen bei Standard Life Investments, durch einen rigorosen Anlageprozess und disziplinierten Fokus aus.

Unsere indexunabhängige Investmentstrategie ermöglicht uns die Freiheit, nur die besten Ideen unseres Teams auszuwählen. Somit kann sie:

- gegen den Strom schwimmen und von Einblicken profitieren, die wir mit unserer „Focus on Change“-Philosophie identifizieren
- bessere Chancen für höhere Gesamtergebnisse und unkorreliertes Alpha liefern

- Portfolios im vollen Bewusstsein aller Risiken aufbauen
- beneidenswerte Erfolge in verschiedensten globalen und europäischen Strategien vorweisen

Weitere Informationen zu unserem freien Denkansatz finden Sie unter de.standardlifeinvestments.com/unconstrained

Zehner-Ranking	Seit Einsetzung des Fondsmanagers ¹
Global Equity Unconstrained*	1
European Equity Unconstrained	1

Equities · Fixed Income · Real Estate · Multi-asset · Private Equity

Standard Life
Investments

Der Wert einer Anlage kann sowohl steigen als auch fallen und wird nicht garantiert. Die bisherige Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Diese Werbung richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und sollte nicht an Privatkunden weitergegeben oder von diesen als Informationsgrundlage genutzt werden. 1. Quelle: Morningstar, 31.12.2015. 1. Daten der Einsetzung des Fondsmanagers: 01.07.2010 für den Global Equity Unconstrained, 11.04.2008 für den European Equity Unconstrained. *Dieser Fonds steht Anlegern seit dem 09.12.2014 als SICAV zur Verfügung. Angaben zur SICAV-Performance finden sich auf unserer Webseite. Standard Life Investments Limited ist eine in Schottland (unter der Nummer SC123321) eingetragene Gesellschaft mit Sitz in 1 George Street, Edinburgh EH2 2LL. Standard Life Investments Limited ist in Großbritannien von der Financial Conduct Authority zugelassen und wird von dieser beaufsichtigt. www.standardlifeinvestments.com © 2016 Standard Life, lizenzierte Bilder.