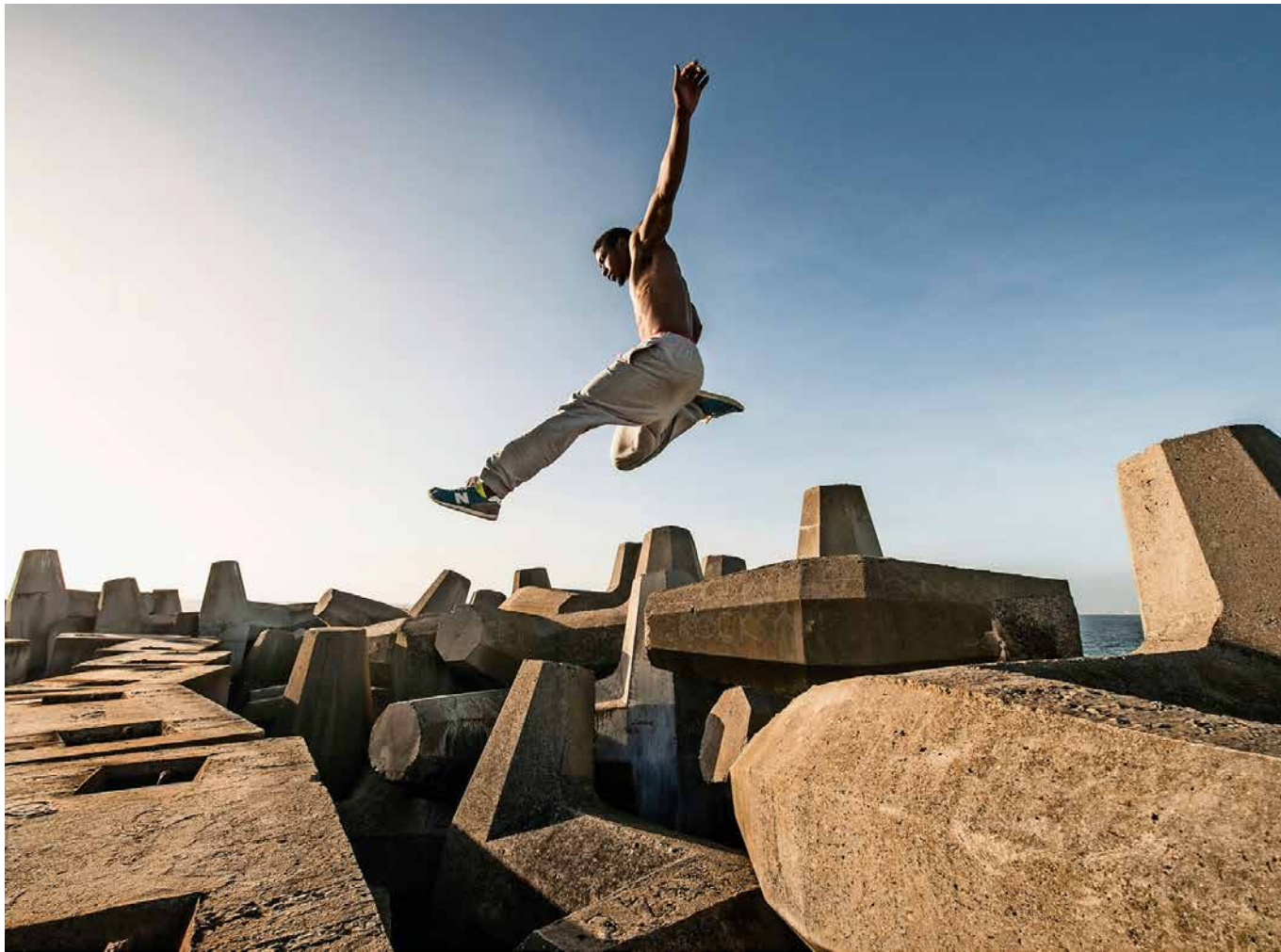


INSTITUTIONELLES ANLEGEN



BILDER: RUNAR LIND/PLAINPICTURE, MARKUS FORTE

Schwieriges Terrain

Aktiv investieren

Alle Kräfte zum Sprung zu mobilisieren, ist manchmal gar nicht so einfach. Vor allem, wenn die Möglichkeit im Raum steht, dass passives Anlegen den Investoren alle Mühen abnimmt und eine bequeme Lösung für jedes Terrain bietet. Doch die Hoffnung erfüllt sich nur selten. Das Marktumfeld ist nicht nur wegen der Coronapank komplizierter geworden. Kostensensitive Anleger müssen sich jetzt über ihre strategische Asset Allocation Gedanken machen. Aktive Fonds können ihre Stärken ausspielen. **SEITEN 3, 6, 7**

«V-förmige Erholung ist möglich»

RAPHAEL GALLARDO

Chefvolkswirt Carmignac.

Hinter dem französischen Vermögensverwalter Carmignac liegen zwei schwierige Jahre. Zwischen November 2018 und Dezember 2019 sind allein aus dem Flaggschifffonds Carmignac Patrimoine 5 Mrd.€ abgeflossen. 2020 könnte den Wendepunkt markieren. Gründer Eduard Carmignac hat sich aus dem Tagesgeschäft zurückgezogen und tritt nur noch als Mitglied des strategischen Anlagekomitees ins Rampenlicht. Dies hatte eine lang ersehnte Personalrochade auf allen Managementebenen zur Folge. Eine wichtige neue Rolle bei künftigen Investitionsentscheidungen soll der neue Chefvolkswirt Raphael Gallardo spielen. Im Gespräch mit FuW erklärt der quantitative Risikoanalyst seine Tätigkeit.

Herr Gallardo, wie muss man sich das Zusammenspiel zwischen Ihnen und den Fondsmanagern vorstellen?

Grundsätzlich verfolgen Analysten und Ökonomen sehr unterschiedliche Herangehensweisen. Ich berechne makroökonomische Modelle, die einen Horizont von sechs Monaten haben. Dazu integriere ich in die ökonometrischen Modelle die wichtigsten fundamentalen Parameter, die sich aus den Entscheidungen der Zentralbanken, dem Ölpreis, dem Kreditzyklus in China und der Entwicklung des US-Dollars zusammensetzen.

Und wie lauten Ihre Erkenntnisse?

Ende 2019 signalisierten die Modelle eine Erholung der Weltwirtschaft Anfang 2020, gefolgt von einer leichten Abflachung im zweiten Quartal 2020. Diese Art von quantitativem Ansatz hilft uns dabei, einen disziplinierten Ansatz für den Wirtschaftszyklus beizubehalten. Hinzu kommen letztendlich natürlich subjektive Analysen der

Fortsetzung auf Seite 4

Auf die Liquidität kommt es an

STRATEGIE Gegen den Passivtrend zu schwimmen, ist nicht einfach. Trends wie alternative Investments bieten Chancen. Doch auch hier gilt Vorsicht.

Carla Palm

Anleger, die in einen Börsenindexfonds investiert sind, konnten sich im vergangenen Jahr noch glücklich schätzen. Die Gesamtrendite etwa des S&P 500 betrug 2019 stolze 31%, Dax und SMI vollzogen ähnliche Sprünge. Ein Indexfonds, der diese Benchmarks passiv nachbildete, erzielte fast den gleichen Gewinn, abzüglich einer winzigen Gebühr von vielleicht 0,04% des Vermögens. Die Flut hebt eben alle Boote. Nur gut drei Monate später sieht die Realität an den Aktienmärkten anders aus. Vergangene Woche waren die Tagesverluste wegen der Coronapank riesig. Der S&P 500 korrigierte an nur einem Tag 7%, was einen Handelsstopp auslöste, der SMI gab streckenweise über 5% nach. Das tut weh.

Mit Blick auf die Indexfonds wissen die wenigsten Investoren wirklich, welche Risiken sie sich da um den Hals gelegt haben, wie Swisscanto-Chef Iwan Deplazes im Gespräch auf Seite 8 erläutert. Es werde immer gerne vergessen, dass Anleger sich gerade bei der Indexierung gut informieren müssten, wie sich ein Index zusammensetzt, mahnt er. Passiv zusehen, wie die Kurse ausschlagen, reicht eben nicht, schreibt auch Kolumnistin Martina Müller-Kamp von der Graubündner Kantonalbank.

Dabei trägt Deplazes zwei Herzen in seiner Brust, ist Swisscanto Invest doch zum grössten Gold-ETF-Anbieter in Europa aufgestiegen. Anleger, die hier dabei sind, stehen auf der sicheren Seite. Der Goldpreis konnte in den vergangenen drei Monaten von den Turbulenzen an den Aktienmärkten profitieren.

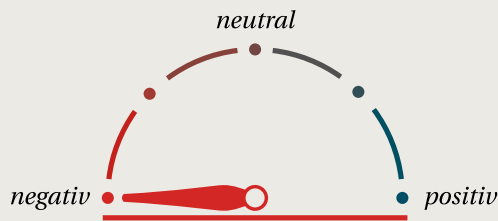
Gegen den Passivtrend zu schwimmen, ist im anhaltenden Niedrigzinsumfeld für viele institutionelle Investoren allerdings nicht so einfach. Denn aktives Fondsmanagement kostet und erfordert Geduld. Vor diesem Hintergrund bieten neuere Trends wie alternative Investments und Privatmarktanlagen interessante Chancen. Beide Themen boomen. Doch Vorsicht gilt auch hier.

Die Rendite aus alternativen Anlagen sollte auf aktiver Kompetenz beruhen, und die ausgewählten Produkte müssen auch in turbulenten Zeiten liquide genug sein, dass sie problemlos veräussert werden können. Mancher Anleger, der in den vergangenen Monaten auf Hedge Funds gesetzt hat und jetzt weniger Risiken eingehen möchte, wird sich an diese Grundsatzregel des erfolgreichen Investierens nun schmerzlich erinnern. «Die Liquidität wird an Bedeutung gewinnen», sind sich die Experten von Janus Henderson sicher.

Aktives Portfoliomanagement kann Anleger nicht vor allen, aber vielen Fehlern schützen. Dies gilt besonders für den Anleihenbereich. Hier sind die aktiven Ansätze den passiven ein Stück weit überlegen. Das liegt an den Akteuren im Anleihenuniversum, die neben der Rendite auch noch andere Ziele verfolgen, wie etwa Zentralbanken oder Versicherer. Aktiven Managern bietet dieses besondere Verhalten Potenzial zum Erzielen von Mehrrendite, folgern die Anleihenspezialisten von Pimco. Eine aktuelle Morningstar-Studie bestätigt diesen Eindruck. Die Mehrheit der aktiven Obligationenfonds konnte ihre passiven Vergleichsfonds nach Gebühren über den Betrachtungszeitraum von einem, drei, fünf, sieben und zehn Jahren übertreffen. Das sind doch mal gute Nachrichten, oder?

Vier elegante Wege aus der Renditefalle

Wenn es um die Rendite geht, betreten institutionelle Anleger mittlerweile ungewöhnliche Pfade. Statt in Obligationen oder Aktien zu investieren, wird in exotische Anlageklassen umgeschichtet. Privatmarktanlagen aller Art etwa liegen zurzeit im Trend und werden ihren Platz im Portfolio wohl noch länger verteidigen. Auch Wandelanleihen, verzinsten Wertpapiere oder die Unterkategorie kurzlaufender Unternehmensanleihen



stehen vermehrt auf den Beobachtungslisten der Investoren. Neu können sogar Kinofilme und TV-Serien eine Anlagealternative sein. Doch wie lassen sie sich in Assets umwandeln und in ein Portfolio einbinden? Ein interessantes Beispiel dazu liefert die verbriefte Projektstrategie von Barry Films. «Finanz und Wirtschaft» hat sich umgehört und Empfehlungs-Barometer für diese alternativen Anlageklassen erstellt. **SEITE 10**

Wenig Spielraum

Die Zentralbanken sind am Ende ihrer Möglichkeiten. Jetzt kann die Geldpolitik nur noch in Verbindung mit der Fiskalpolitik und dem Einsatz öffentlicher Haushalte eine Krise bekämpfen. Die Zinsen werden daher noch lange niedrig bleiben. **SEITE 4**

Richtig absichern

Alternative Investments gewinnen an Bedeutung. Doch Anleger sollten zwingend darauf achten, dass diese in turbulenten Zeiten liquide genug sind, dass sie problemlos veräussert werden können. **SEITE 5**

Indexfonds oder besser ETF?

Beide Investmentoptionen haben ihre spezifischen Vorzüge. Die Entscheidung sollte je nach Fondsdomizil, Markt und Wunsch nach Handelbarkeit getroffen werden. **SEITE 11**

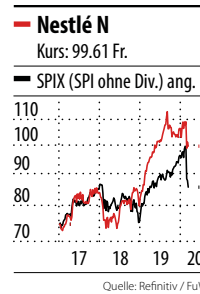


IWAN DEPLAZES

«Unsere Sicht auf Aktien ist positiv»

Die Fundamentaldaten zeigen ein positives Bild, doch die Psychologie an den Märkten hat sich verändert, so der Leiter von Swisscanto Invest by Zürcher Kantonalbank. **SEITEN 8, 9**

Solide Dividenden



In einer Korrekturphase können Verluste reduziert werden, was einem attraktiven Rendite-Risiko-Verhältnis entspricht. **SEITE 6**

Neuer Impact-Trend

Blended Finance mobilisiert mithilfe von Entwicklungslösungen private Investoren für ein bestimmtes Impact-Thema. Die Produkte werden in Tranchen mit unterschiedlichen Risikoprofilen aufgesetzt. **SEITE 12**

Auf Immobilien im Ausland setzen

Die Kauf- und Entwicklungsmöglichkeiten in der Schweiz sind mittlerweile sehr limitiert. Institutionelle Investoren sollten nun auf Immobilien in Paris, London, Toronto oder New York setzen, um so ihr Risiko-Rendite-Profil zu verbessern. **SEITE 13**

Raphael Gallardo: «Eine V-förmige Erholung ist möglich»
Fortsetzung von Seite 1

globalen Situation. Zudem verändern geopolitische Ereignisse oder Naturkatastrophen regelmässig die Situation – und zwingen uns, die Aussichten auf eine idiosynkratische Art und Weise völlig neu zu bewerten, wie es jetzt mit dem Ausbruch des Coronavirus geschieht.

Für 2020 sind Sie optimistisch, aber nicht zu euphorisch. Warum?
Für uns wird die globale Erholung durch den Virusausbruch zwar verzögert, aber nicht zunichtegemacht. Wir glauben immer noch an eine V-förmige Erholung, die im zweiten Quartal in China beginnt. Dennoch wird das im ersten Quartal verlorene BIP im Rest des Jahres nicht aufgeholt werden können, sodass das Gesamtwachstum für 2020 deutlich schwächer sein wird als das von der Regierung angestrebte Wachstum von rund 6%.

Könnten Sie etwas konkreter werden?

In der übrigen Welt wird das Nachbeben der chinesischen Wirtschaftssperre im ersten und im zweiten Quartal zu spüren sein, aber ab dem dritten Quartal sollten Exporte nach China auf den Pfad der Erholung vor dem Ausbruch zurückkehren. Wenn wir uns auf das von der OECD kalibrierte Szenario einer globalen Pandemie zubewegen, bedeutet dies, dass sich das globale Wachstum im Jahr 2020 gegenüber 2019 halbiert, also von 2,9 auf 1,4% sinkt. Der Joker ist die US-Wahl, die zu einer zögerlichen Investitionsentscheidung der Unternehmen und zu einer Verschärfung der finanziellen Bedingungen führen könnte.



«Das wäre ein dauerhafter deflationärer Schock.»

Was befürchten Sie genau?

Sorgen bereiten die strukturellen Schäden für Chinas Wirtschaft, mit länger dauernden Unterbrechungen in der Lieferkette – etwa für Unternehmen, die Güter von ausländischen Lieferanten beziehen – und einer schwächeren Inlandnachfrage, sowohl was Unternehmensinvestitionen als auch die Ausgaben der Haushalte betrifft. Wie bereits erwähnt besteht auch das politische Risiko im Zusammenhang mit den Wahlen in den USA.

Was passiert, wenn China für längere Zeit schwächelt?

Die Folgen wären sehr weitreichend für den Rest der Schwellenländer, deren Rohstoffexporte von China abhängig sind, aber auch für einige grosse Industriemächte wie Deutschland, Schweden und Japan, die langlebige Güter wie Autos und Investitionsgüter wie Maschinen nach China exportieren. Das wäre ein dauerhafter deflationärer Schock für die Welt.

Interview: Carla Palm

Lesen Sie das ausführliche Interview mit Raphael Gallardo online:
www.fuw.ch/gallardo



Trends können jederzeit kehren

SCENARIO Was mit den Obligationenportfolios passiert, wenn die Zinsen irgendwann wieder steigen.

Martin Horne

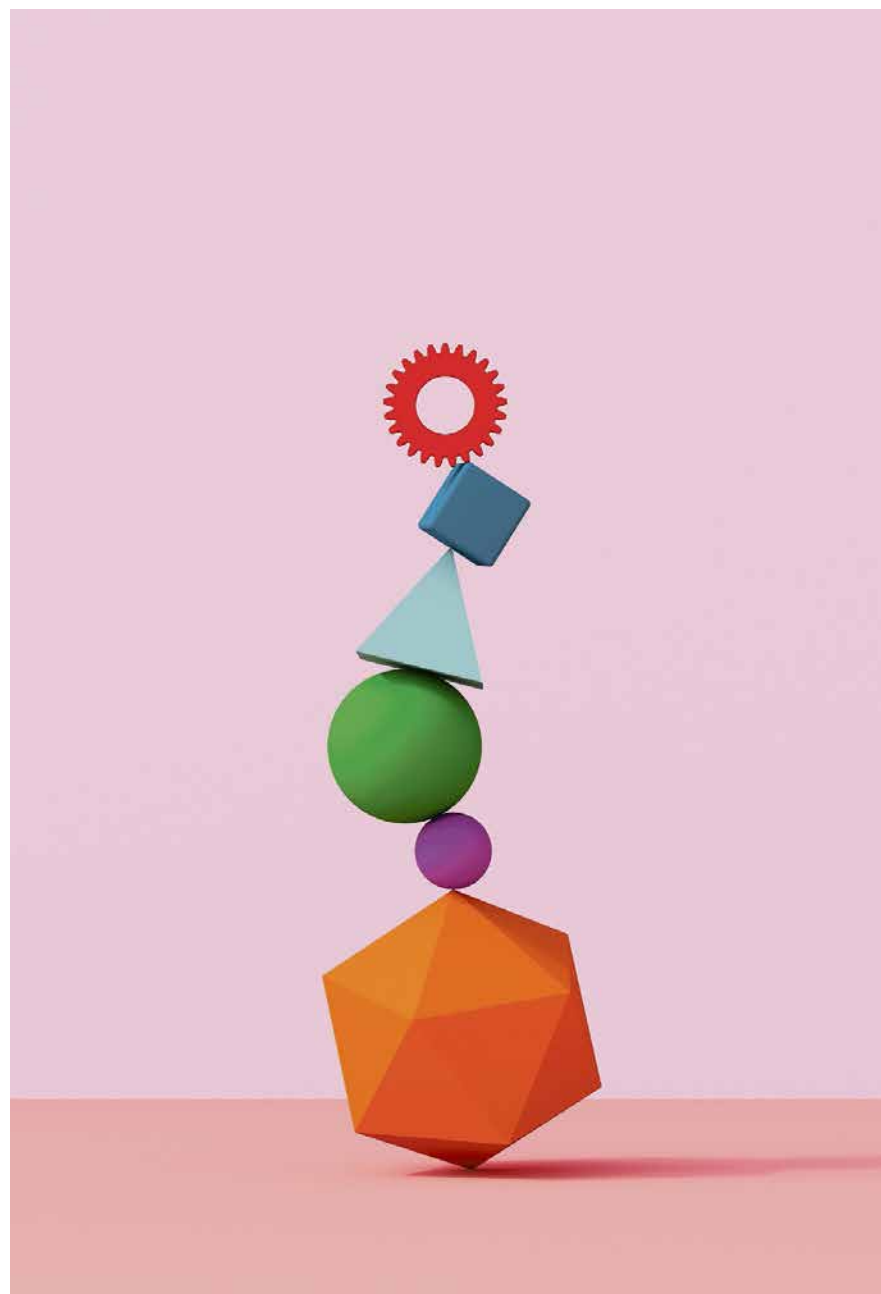
Die Vorhersage von Zinstrends ist meistens vergebliche Mühe. Auf der einen Seite feuern die grossen Volkswirtschaften der Welt, darunter die USA, aus allen Rohren: Es herrscht nahezu Vollbeschäftigung, die Verbraucher haben sich als widerstandsfähig erwiesen und die Erwartungen übertroffen. Auf der anderen Seite ist es unmöglich, abzuschätzen, wie stark die Auswirkungen des sich ausbreitenden Coronavirus sein werden – auf China und auch auf die Weltwirtschaft.

Vernünftige Anleger könnten erwarten, dass die US-Zinsen schneller steigen als die anderer Volkswirtschaften, besonders in Europa. Das anhaltend positive Wirtschaftswachstum in den USA in Verbindung mit der Knappheit am Arbeitsmarkt könnte sich in einer höheren Lohninflation niederschlagen – einer Schlüsselgrösse für Notenbanker. Allerdings befinden wir uns in einem politischen Jahr. Im Vorfeld der US-Präsidentenwahl im November dürfte jeder präventive Schritt der US-Notenbank Fed als politischer und als wirtschaftlicher Schritt verstanden werden. Angesichts der Aussage von Präsident Trump, dass höhere Zinsen den Verbrauchern schaden würden, steht dem Fed eine Gratwanderung bevor.

EUROPA LÄUFT HINTERHER

In Europa sind die Argumente für höhere Zinsen noch düftiger. Die exportorientierten Volkswirtschaften der Region profitieren von einem gegenüber anderen wichtigen Währungen konkurrenzfähigen Euro – was für eine längerfristige Senkung der Zinsen spricht. Auch könnten die Auswirkungen des Coronavirus unmittelbarer zu spüren sein, da Europa stark auf den Export in asiatische Länder angewiesen ist. Zudem wirken Volkswirtschaften wie Italien und die britische Wirtschaft in wirtschaftlicher Hinsicht verwundbar.

Argumente für höhere Zinsen dieses Jahr gibt es also kaum. Was aber, wenn das Coronavirus schneller und mit weniger wirtschaftlichen Auswirkungen bewältigt wird, als viele prognostizieren? Dann könnten das Weltwirtschaftswachstum und die Lohninflation mit höheren Raten als erwartet zulegen. In der Folge dürften die Zinsen steigen. Da ein Anstieg der Zinsen sowieso irgendwann anstehen wird, sollten Anleger vorbereitet sein. Zunächst



Die Vorhersage von Zinstrends kann eine sehr wackelige Angelegenheit sein.

könnten an den Anleihenmärkten Unternehmenskredite mit Investment Grade die Auswirkungen wegen ihrer grösseren Zinssensitivität am stärksten spüren.

Am High-Yield-Markt würden höhere Zinsen wahrscheinlich zu einem Abfluss aus Anleihen führen – obwohl wir beobachten konnten, dass dieses Phänomen meist recht kurzlebig ist. Leveraged Loans wiederum würden wahrscheinlich einen

Zufluss verzeichnen. Wegen ihrer variablen Verzinsung sind diese Darlehen in Zeiten steigender Zinsen besonders attraktiv. Glücklicherweise haben Zinserhöhungen in den High-Yield-Märkten in der Regel weniger Störungen verursacht, als viele Marktteilnehmer annehmen. Tatsächlich haben rasche Zinserhöhungen zuletzt nur 2000 und 2008 zu erheblichen Störungen auf diesen Märkten geführt, und zwar un-

	Anstieg der Renditen auf 5-jährige Schatzanleihen in %	Spread-Verengung/Ausweitung in BP	HY-Anleihen-Renditen in den nächsten drei Monaten in %
Drei Monate bis Ende			
April 1994	1,61	9	1,1
Mai 1987	1,44	-107	4,1
August 2003	1,18	-152	6,2
April 1996	1,18	-80	1,9
Mai 1988	1,05	-41	1,0
März 1992	1,00	-239	2,5
Juni 2004	0,99	-47	4,4
November 1994	0,98	8	5,5
Mai 2008	0,95	-115	-3,4
Juni 2009	0,90	-512	15,1
Januar 2002	0,90	-171	3,0
März 1990	0,81	4	5,7
Dezember 2016	0,78	-82	2,5
Dezember 2010	0,74	-82	4,2
Februar 1999	0,74	-32	2,2
Januar 2000	0,74	-65	-1,4
Juli 2013	0,70	25	3,0
Durchschnitt	0,98	-100	3,4
Median	0,95	-73	3,0

Quelle: JP Morgan, Barclays

mittelbar vor grösseren Marktabschwüngen – vor der Technologieblase und der globalen Finanzkrise. Normalerweise treten Zinserhöhungen in Zeiten wirtschaftlicher Stärke auf, weshalb sich Kreditspreads häufig verengen, um höhere Zinsen auszugleichen.

NEUTRALE POSITIONEN EINGEHEN

Schwer zu sagen, ob dies beim nächsten Mal der Fall sein wird, vor allem angesichts der im historischen Vergleich geringen Kreditspreads. Doch im High-Yield-Bereich kommt es oft genauso auf den wirtschaftlichen Hintergrund – und die Fähigkeit der Emittenten, ihre Schulden zu bedienen – wie auf das Zinsniveau an.

Für Anleger könnte es nun Sinn machen, bei High-Yield-Multikreditstrategien von einer übergewichteten Anleihenposition zu einer neutraleren Position hinsichtlich Darlehen und Anleihen überzugehen. Das ist angesichts der geringeren historischen Volatilität von Darlehen eine etwas defensivere Strategie. Zudem schnitten Darlehen 2019 unterdurchschnittlich ab, was auf spätzyklische Kreditbedenken zurückzuführen war. Wegen ihrer vorrangigen Stellung in der Kapitalstruktur und der Bewertungsdifferenz zwischen Darlehen und Anleihen könnte sich dieser Trend 2020 umkehren. Anleger sollten 2020 also besonders flexibel sein.

Martin Horne, Head Global Public Fixed Income und High Yield, Barings

kommen, stellt sich die Frage, was die Notenbanken ihr noch entgegenzusetzen haben, besonders nachdem die EZB ihre Nettoankäufe von Anleihen in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd. € im November 2019 wieder aufgenommen hat und so lange fortsetzen wird, wie es «für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung ihrer Leitzinsen erforderlich ist». Zudem treten die Kollateralschäden dieser Strategie infolge von Marktverzerrungen und Belastung der Banken zutage. Vor diesem Hintergrund scheinen weitere Zinssenkungen sehr unwahrscheinlich, wenn auch die EZB sie in Aussicht stellt.

Das Hauptaugenmerk der Beobachter liegt derzeit auf der von EZB-Präsidentin Christine Lagarde in Auftrag gegebenen Strategieüberprüfung der EZB. Ihr Ergebnis wird gegen Jahresende erwartet und dürfte eine Umstellung auf ein symmetrisches Ziel von 2% sowie eine stärkere Berücksichtigung von Wohneigentumskosten in den Verbraucherpreisindizes umfassen.

«Eine Deflationsspirale ist schwer zu durchbrechen.»

Wie die Geldpolitik, die sich in einer Liquiditätsfalle befindet, Verbraucherpreisinflation von 2% dauerhaft erzeugen kann, ist aber unklar. Die Antwort liegt wohl in einer Annäherung der Geld- an die Fiskalpolitik.

Aktiv gegen Turbulenzen

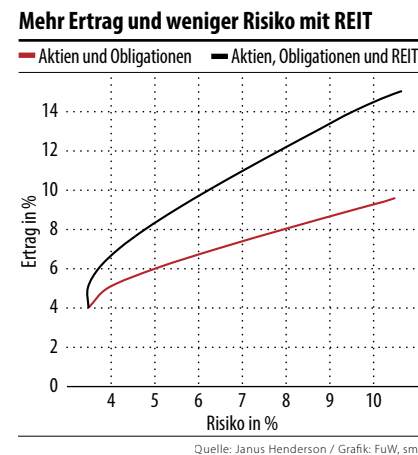
MÄRKTE Welche Risiken Anleger im Blick haben müssen und wie sie sich dagegen absichern können.

Fedor Plambeck

Dieses Jahr warten auf den Markt zahlreiche Herausforderungen, die grössten davon sind politischer Natur. Der Ausgang der Parlamentswahlen in Grossbritannien hat eine Unsicherheit verringert, ungewiss bleibt aber, wie ein Handelsabkommen zwischen Grossbritannien und der EU aussehen wird. Das könnte eine Quelle von Volatilität im Späthjahr sein.

In den USA wiederum birgt der Präsidentschaftswahlkampf ein potenzielles Risiko und wird für Volatilität sorgen. Das Programm einiger Kandidaten der Demokraten könnte auf bestimmte Sektoren weitreichende Auswirkungen haben. Potenzielle Betroffene sind besonders Unternehmen aus dem Energiesektor, etwa mit einem Fracking-Verbot in einigen US-Bundesstaaten, sowie Gesundheits- und Pharmakonzerne wegen Änderungen im Gesundheitssystem oder bei den Arzneimittelpreisen. Je nach Resultat können bereits die Vorwahlen zu Marktverwerfungen führen.

Mit der Einigung auf ein Phase-1-Abkommen zwischen den USA und China ist im Handelskonflikt zwar etwas Ruhe eingeleitet. Gleichzeitig wird Präsident Trump aber entschlossen sein, aus dem Handelskonflikt im Wahlkampf politisches Kapital zu schlagen. Angesichts der Spannungen zwischen den beiden Ländern besteht weiterhin die Gefahr einer Wiederaufnahme des Zollkriegs mit entsprechenden Folgen. Abzuwarten gilt es zudem, wie sich das Corona-



Quelle: Janus Henderson / Grafik: FuW, Im

virus entwickelt und welche längerfristigen Auswirkungen es auf das Wirtschaftswachstum in China und den Welthandel hat. Die gegenwärtige Volatilität veranschaulicht die Wichtigkeit eines aktiven Managements. Darüber hinaus haben wir es weiterhin mit einem Umfeld rekordtiefer Zinsen zu tun, sodass auch die Geldpolitik zunehmend an ihre Grenzen stösst.

FED GIBT DEN TAKT VOR

Vieles hängt davon ab, ob die Zentralbanken mit ihrer stimulierenden Geldpolitik die gewünschte Wirkung erzielen und eine globale Rezession abwenden können. Auch in diesem Jahr wird die Politik der US-Notenbank Fed wesentlichen Einfluss darauf haben, in welche Richtung sich die anderen Zentralbanken bewegen. Ob die Aktien- und die Anleihenmärkte noch Luft nach

oben haben, werden zudem auch geopolitische Entwicklungen entscheiden. Zu beachten ist, dass die Aktienbewertungen in der derzeitigen Spätphase des Konjunkturzyklus über dem langjährigen Durchschnitt liegen. Ein Stimungswechsel von defensiven Werten hin zu zyklischen Titeln zeigt, dass Anleger nicht mehr bereit sind, für Sicherheit jeden Preis zu zahlen.

Auch im Anleihenbereich mahnen die Bewertungen zur Vorsicht. Es gilt, nicht blind zu kaufen und auf der Kreditwelle zu reiten. Bestimmte Sektoren und Marktbereiche werden anfällig für Schocks sein, zumal sich einige Wirtschaftsindikatoren bereits abschwächen. Eine wichtige Frage ist, ob es 2020 zu einer Spread-Ausweitung kommen wird. Am grössten sind die Risiken bei Anleihen höher verschuldeter Unternehmen, etwa aus dem US-Energiesektor, der gegenwärtig die weitesten Spreads aufweist. In dieser spätzyklischen Phase gilt es, auch auf strukturelle Verschiebungen, die auf fehlbewertete Risiken hinweisen, zu achten.

Seit 2009 werden Aktien zusätzlich von Unternehmen gestützt, die dank extrem günstiger Finanzierungsbedingungen eigene Titel zurückkaufen. Anleger sollten 2020 eine Abschwächung dieses Trends auf dem Radar haben. Um gegen geopolitische Turbulenzen und Stimmungsumschwünge gewappnet zu sein, ist es wichtig, sich nicht auf Biegen und Brechen an alten Denkmustern oder Positionierungen festzuklammern. Es gilt, an einem disziplinierten Ansatz festzuhalten und die

Fundamentaldaten nicht aus den Augen zu verlieren. Weil die Politik immer unberechenbarer wird, ist eine breite Risikostreuung wichtiger denn je. Was können Anleger also tun?

Auf Sektorebene bieten sich Immobilienunternehmen an, da die Titel durch Sachwerte mit relativ robusten Einnahmen besichert sind und die Fundamentaldaten innerhalb des Sektors solide bleiben. Zudem zahlt es sich aus, nach risikobereinigten Anlagechancen zu suchen, mit denen der Investor unabhängig von der Marktentwicklung eine positive Rendite erzielen kann, ohne unnötige Risiken eingehen zu müssen.

LIQUIDITÄT WIRD WICHTIGER

Absolute-Return-Strategien, die auf Kapitalerhalt setzen, weisen eine tiefe Korrelation zu Aktien auf, sind diversifiziert und setzen zur Risikominimierung auch Derivate ein. Da Anleger sich fragen, wie viel Performance von traditionellen Anlageklassen zu erwarten ist, gewinnen alternative Investments an Bedeutung. Eine sorgfältige Beurteilung dieser Anlagemöglichkeiten ist jedoch unerlässlich. Investoren sollten darauf achten, dass die Rendite aus alternativen Anlagen auf Kompetenz und echten Diversifizierungsvorteilen beruht und dass diese in turbulenten Zeiten liquide genug sind, um problemlos veräussert werden zu können. Die Liquidität wird an Bedeutung gewinnen. Ein aktives Portfoliomanagement ermöglicht dies.

Fedor Plambeck, Direktor Schweiz & Liechtenstein, Janus Henderson



Pioniergeist, Know-how und Wachstum seit 26 Jahren Der BB Biotech Bauplan

1993

BB Biotech-Aktien werden an der Schweizer Börse notiert

1996

Biotech-Medikamente reduzieren Aids-Merkmale um 70%

2001

Vollständige Entschlüsselung des menschlichen Erbguts

2013

Chronische Krankheit Hepatitis C wird nahezu vollständig heilbar

2016

Das Antisense-Präparat Spinraza erweist sich als Blockbuster

2019

RNA-, Antisense- und Gentherapien verzeichnen laufend Erfolge

1993

BB Biotech Aktienperformance inkl. Dividenden: +3737% NASDAQ Biotechnology Index (NBI): +1778%

Anzeige. Obige Angaben sind Meinungen der BB Biotech AG und sind subjektiver Natur. Die vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Quelle: Bloomberg, alle Daten per 31. Dezember 2019, dividendenadjustiert.

*Rendite berechnet auf den gewichteten Durchschnittskurs der Aktie im Dezember des jeweiligen Geschäftsjahres.

BB Biotech AG, Scherzstrasse 6, CH-8200 Schaffhausen, Schweiz ISIN: CH003839992 www.bbbiotech.com

BB Biotech
Bellevue Investments

BB Biotech in Echtzeit

Download on the App Store

ANDROID APP ON Google play

in

tw

Illustration: Farbige DNA-Sequenzierung

Anzeige

Ein klarer Fall für aktiv

VERGLEICH Warum im Anleihenmanagement die aktiven Ansätze klar überlegen sind.

Jamil Baz

Bei der Diskussion über aktives oder passives Management werden oft alle Anlageklassen in einen Topf geworfen. Dabei unterscheiden sich Aktien- und Anleihenmärkte strukturell in vielen Aspekten. Diese Unterschiede führen dazu, dass aktive Manager am Anleihenmarkt in einer besseren Ausgangsposition sind, um nachhaltigen Mehrertrag zu erzielen. Aktives Management kann hier aus mehreren Gründen Vorteile bieten.

Dies liegt an den Marktteilnehmern selbst, die sich von Aktieninvestoren unterscheiden. So verfolgen wichtige Akteure am Anleihenmarkt wie etwa Zentralbanken und Versicherer in der Regel neben der Erwirtschaftung möglichst hohen Ertrags auch andere Ziele. Zentralbanken können Zinspapiere kaufen, um die eigene Währung zu schwächen oder um wie aktuell im Fall der Europäischen Zentralbank (EZB) im Zuge quantitativer Lockerungen Inflation und Vermögenspreise zu unterstützen. In diesem Fall geht es nicht darum, die rein aus Renditeaspekten attraktivsten Titel zu identifizieren.

VERÄNDERUNGEN ANTIZIPIEREN

Ähnliches gilt oft für Geschäftsbanken und Versicherungsgesellschaften, die sich aus regulatorischen Gründen in ihrem Eigengeschäft oftmals mehr auf Buchrenditen oder bestimmte Vorgaben wie Kreditratings konzentrieren als auf das Erzielen der bestmöglichen Gesamtrendite. Solche Investoren machen rund die Hälfte der Anlagensumme am weltweiten Obligationenmarkt aus. Aktiven Managern bietet dieses Verhalten Potenzial zum Erzielen von Mehrrendite.

Zudem ändert sich die Zusammensetzung der Anleihenindizes häufig. Wenn festverzinsliche Wertpapiere neu in einen Index aufgenommen oder aus einem Index herausgenommen werden, neigen ihre Preise dazu, teils sprunghaft zu steigen oder zu sinken, unter anderem da passive Investoren mit geringem diskretionären Spielraum zum sofortigen Kauf oder Verkauf gezwungen sind. Aktive Investoren versuchen, diese Veränderungen zu antizipieren, um von der folgenden Kursbewegung zu profitieren.

Auch die Indexkonstruktion wirkt sich anders bei Anleihen- und Aktienindizes aus. Die meisten häufig als Referenzindizes verwendeten Aktien- und Anleihenindizes sind nach Marktkapitalisierung gewichtet. Steigende Aktienkurse wegen guter Gewinnaussichten führen zu einem höheren Firmenwert und mehr Gewicht im Index.

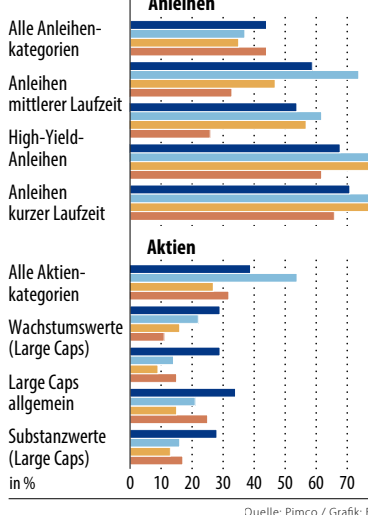
GEWICHTUNG GEMÄSS SCHULDEN

Bei Anleihenindizes gilt diese Einheit von guten Firmenaussichten und höherer Indexgewichtung nicht. Gewichtungen spiegeln hier vor allem, in welchem Umfang ein Unternehmen oder ein Staat Anleihen begibt und welches Volumen ein einzelnes begebenes Wert-

Aktive und passive Strategie im Vergleich

Prozentsatz der aktiven Fonds, die ihre passiven Pendants übertreffen

■ 1 Jahr ■ 3 Jahre ■ 5 Jahre ■ 10 Jahre



papier hat. Wenn ein Unternehmen etwa im Zuge steigender Verschuldung mehr Anleihen begibt, hat das keine grundlegenden Auswirkungen auf den Gesamtwert des Unternehmens, dennoch erhöht sich dadurch seine Gewichtung in einem Anleihenindex. Warum sollte ein Fremdkapitalgeber seinen Bestand an Verbindlichkeiten einer Gesellschaft aufstocken, weil sie ihren Verschuldungsgrad erhöht? Ein passiver Anleger ist aber dazu gezwungen, genau so zu handeln.

WENIGER STANDARDISIERT

Die hohe Standardisierung und die symmetrische Informationsverteilung bei Aktien erschweren gerade in den Hauptmärkten das Erzielen von Zusatzertrag. Anleihen sind dagegen weit weniger standardisiert als Aktien. Die Anzahl an unterschiedlichen Emissionen pro Emittenten kann selbst bei Unternehmensanleihen rasch zweistellig werden. Neben den unterschiedlichen Laufzeiten, Coupons und Währungen sind viele Anleihen mit Sonderklauseln (Covenants) ausgestattet. Ein intensives Kreditresearch auf Einzeltelebene kann hier Vorteile liefern. Und nicht zuletzt können aktive Manager wichtige Stell-schrauben wie die Duration, also die Zinssensitivität, oder die Sektorallokation vorausschauend steuern.

Auch Positionen ausserhalb des Index sind möglich. Mit Engagements in Zinsprämien etwa auf Hochzins-, Schwellenland- oder hypothekebesitzenden Anleihen kann ein aktiver Manager hier Mehrwert erzielen. Eine aktuelle Morningstar-Studie bestätigt diesen Eindruck. Die Mehrheit der aktiven Obligationenfonds konnte ihre passiven Vergleichsfonds nach Gebühren über den Betrachtungszeitraum von einem, drei, fünf, sieben und zehn Jahren übertreffen (vgl. Grafik oben). Auf einen Nenner gebracht: Anleihen sind ein Fall für aktives Management.

Jamil Baz, Leiter Client Analytics, Pimco

Ein stabiles Depot auch in Korrekturphasen

AKTIEN Dividendenstrategien sind ein wichtiger Portfoliobaustein. Sie sollten aber mit dem Verkauf von Call-Optionen kombiniert werden.

Alexander Marbach

Nachdem erneute Erkrankungen mit dem Coronavirus ausserhalb von China gemeldet worden waren, stürzten die globalen Aktienmärkte ab. Die Zentralbanken werden in diesem Umfeld keinen Übereifer haben, die geldpolitischen Zügel zu straffen. Im Gegenteil, gerade in der Schweiz deutet die Franken-Swap-Kurve nochmals auf ein mehrjähriges Negativzinsumfeld hin.

Für renditeorientierte und gleichzeitig auf Sicherheit bedachte Anleger sind diese Marktbedingungen äusserst unfreundlich. Der Anleihenmarkt bringt mit hoher Sicherheit über die nächsten Jahre eine negative Rendite. Zudem sind die Risikoprämien an den Kreditmärkten auf ein sehr tiefes Niveau gesunken. Viele institutionelle Anleger sind deshalb gezwungen, die Risikoallokation zugunsten von Aktien zu erhöhen. Aktienrückschläge entpuppen sich in diesem Zusammenhang über die vergangenen Jahre ebenfalls als Einstiegschance. Die Frage stellt sich, inwiefern ein Aktienportfolio zu einem Teil defensiver ausgerichtet werden kann.

SCHWEIZER TITEL ÜBERZEUGEN

Eine Option sind Dividententitel. Historisch konnten Schweizer Dividendenstrategien über die vergangenen zehn Jahre eine Outperformance gegenüber einer marktkapitalisierten Benchmark erzielen. Eine SZKB-Analyse zeigt, dass ein stiladjustiertes Alpha vor allem während Korrekturphasen erreicht wurde.

Als Portfoliobaustein sind Schweizer Papiere mit nachhaltig hoher Dividende deshalb interessant, weil Unternehmen mit defensiverem Geschäftsmodell typi-

scherweise eine stabilere und nachhaltigere Dividendenpolitik haben und eine hohe, stabile Dividende zu einer starken Nachfrage und somit zu höheren Aktienkursen führen kann. Zudem deuten Dividenden auf grosses Vertrauen des Manage-

ments in die Zukunft hin. Gleichzeitig disziplinieren sie das Management, die knappen freien Mittel sinnvoll zu investieren.

Die Auswahl der Papiere darf selbstverständlich nicht nur auf der höchsten Dividendenrendite basieren. Eine Aus-

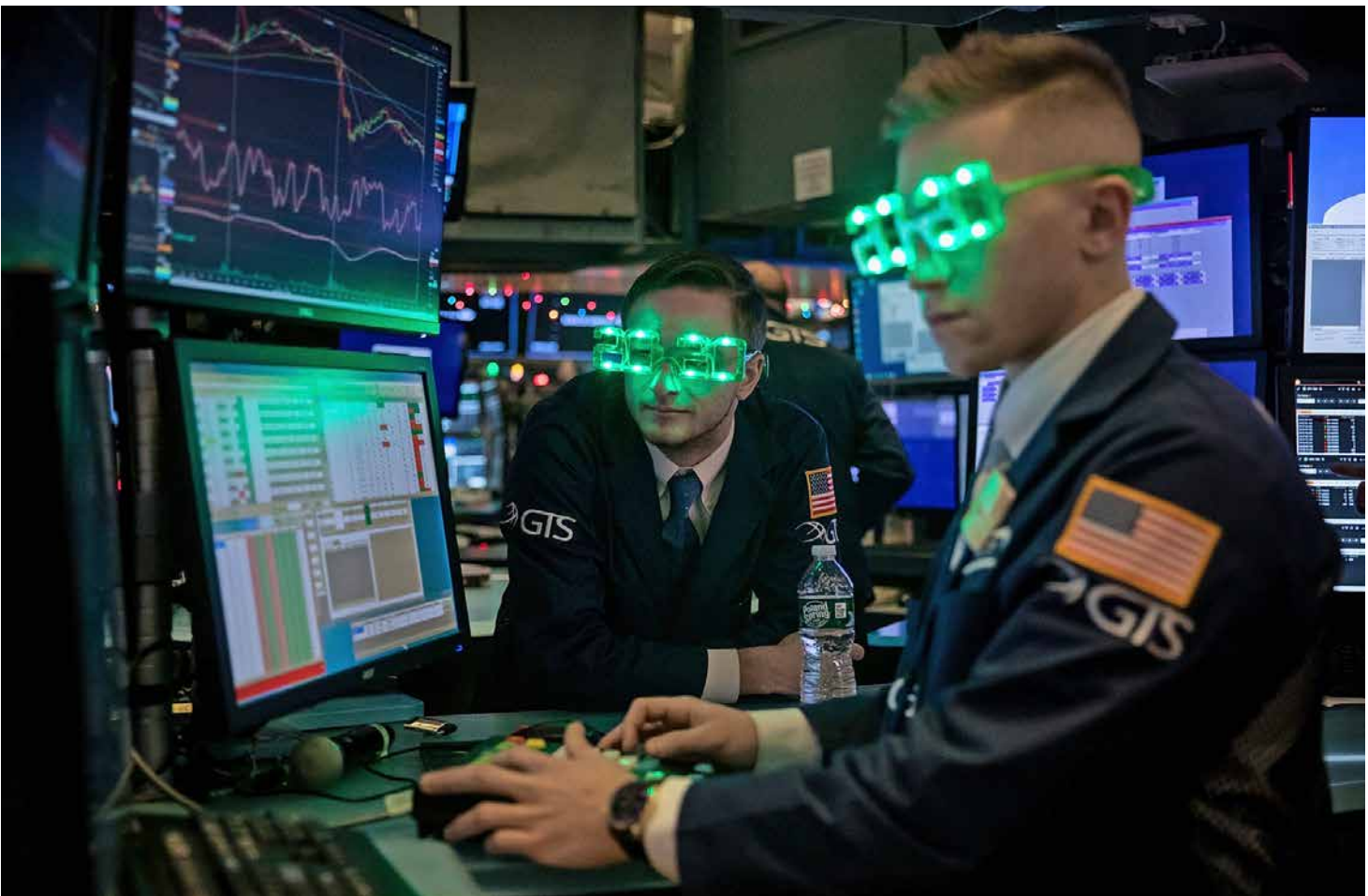
wahlmethode bietet das Quality-Score-Modell. Hierbei werden vier Aspekte für die Qualität der Dividendenaktien beurteilt: die Höhe der Ausschüttung und die Tragbarkeit speziell über einen Konjunkturzyklus hinweg, die Profita-

bilität, das konstante überdurchschnittliche Dividendenwachstum sowie die Sicherheit und das Geschäftsmodell, hauptsächlich in Form von Volatilität des Reingewinns, der Leverage und das Kreditrating. Aus einer Matrix der vier Aspekte sowie weiteren Bewertungskennzahlen lässt sich ein konzentriertes, aber ausreichend diversifiziertes Portfolios zusammenstellen.

Doch Dividendenstrategien reichen allein genommen oft noch nicht aus, um eine Überperformance zu erzielen. Mit dem zusätzlichen Verkauf von gedeckten Call-Optionen auf diese dividendenstarken Titel können sich Stabilitätseigenschaften ergeben, die in der aktuellen Marktsituation erfolversprechend sein können. Dies gleicht ökonomisch einem gemischten Portfolio aus Aktien und risikolosen Geldmarktinvestitionen.

«Die tiefen Zinsen und der Anlagenotstand haben die Märkte fest im Griff.»

Mit dem Verkauf der Call-Option wird eine Prämie eingenommen, die zulasten eines entgangenen Aufwärtspotenzials gehandelt wird. Folglich verändert sich das Auszahlungsprofil der Portfoliostrategie. Eine Covered-Call-Strategie kann insgesamt dann ein Alpha generieren, wenn entweder die Selektion der zugrundeliegenden Aktien besser als der Markt oder die implizite Volatilität der Option höher als die realisierte ist. Anleger sollten zu dem bedenken, dass die Call-Overlay-



Anfang Jahr herrschte noch festliche Stimmung an den Börsen. Dann verüsterten sich die Aussichten. Anleger müssen sich nun taktisch positionieren.

Anlegen in Zeiten von Corona

STRATEGIE Investoren müssten für jede Grosswetterlage am Markt verschiedene Szenarien durchspielen.

Lucio Soso und Markus Peter

Wir befinden uns in einem über zehnjährigen Bullenmarkt, Diskussionen über ein Ende werden schon seit längerem hitzig geführt. Entsprechend scheuen Investoren die Risiken von reinen Aktienengagements. Gefragt sind Anlagestrategien, die Klippen erfolgreich umschiffen können und absolut einen positiven Ertrag erzielen, unabhängig von der Grosswetterlage an den Finanzmärkten. Ein klassisches, konzentriertes Mischportfolio aus Aktien und Renten ist in der Regel anfällig für steigende Zinsen. Eine von Benchmarks losgelöste Bewirtschaftung des Portfolios mit maximalem Freiheitsgrad ist vielversprechender.

Für den flexiblen Mix aus verschiedenen Anlageklassen kommen Aktien, Anleihen sowie Währungen und Rohstoffe in Frage. Möglichkeiten von Leerverkäufen, falls das Marktumfeld es erfordert, sollten als Steuerungsinstrument ebenso zum Einsatz kommen wie das Eingehen eines moderaten Leverage.

ANLAGEIDEEN ZUSAMMENTRAGEN

Eine der zentralen Herausforderungen ist die Unvorhersehbarkeit von Marktveränderungen. Methodisch kann dies angegangen werden, indem im Investitionsprozess Marktszenarien definiert werden. Für jedes dieser Szenarien werden dann Prognosen für die Entwicklung der Performance einzelner Anlageklassen erstellt. Darauf basierend werden Investitionsideen evaluiert, die unter den Szenarien mit der grössten Eintrittswahrscheinlichkeit eine positive Performance bieten. Gleichzeitig werden auch Investmentideen gesucht, die in den alternativen, weniger wahrscheinlichen Szenarien für die Stabilität des Portfolios sorgen, da durch einen höheren Draw-down vermei-

den und dem Investor eine positive Rendite in jedem Marktumfeld ermöglichen. Das entscheidende Thema in diesem Jahr ist, ob und wie stark sich die Weltwirtschaft abkühlen wird.

Die wegen des Coronavirus ergriffenen Sicherheitsmassnahmen dürften das Wachstum zusätzlich beeinträchtigen. Besonders China wird konjunkturelle Stimulierungsmassnahmen ergreifen.

«In unserem Hauptszenario gehen wir von einer milden Rezession aus.»

In unserem Hauptszenario, dem wir eine Wahrscheinlichkeit von 50% zumessen, gehen wir von einer milden Rezession aus. Im Gegensatz zu bisherigen Rezessionen findet sie in einem von sehr niedrigen Zinsen und von Stützungsmaßnahmen der Notenbanken geprägten Umfeld statt. Aktien dürften weiter leicht zulegen, so erwarten wir für die US- sowie die europäischen Aktienmärkte auf Sicht von drei Monaten eine Avance von 5%. Bei der Rendite des zehnjährigen US-Treasury-Bond und seines deutschen Pendants wäre ein Anstieg um 20 beziehungsweise 30 Basispunkte zu erwarten.

Unser positives Szenario mit einer Gewichtung von 30% geht von einer Rallye aus. Die Konjunkturindikatoren trüben sich vor allem im Industriesektor zwar weiter ein, aber von einer schweren Rezession sind wir noch weit entfernt. Das Fed hat den Leitzins bisher um 0,75% gesenkt und promptly Liquidität in die Märkte. Jedes Anzeichen für eine wirtschaftliche Stabilisierung würde zu einer Rallye führen. Dieses Szenario ist positiv für Aktien, Schwel-

lenländer- und Unternehmensanleihen, jedoch negativ für Staatsanleihen.

Im Rezessionszenario (20% Wahrscheinlichkeit) kommt es zu einer kräftigen Korrektur von 25% bei US- und europäischen Aktien, auch Schwellenländer- sowie Unternehmensanleihen würden deutlich nachgeben. Staatsanleihen könnten die Verluste am Aktienmarkt jedoch kaum kompensieren, da sich ihre Renditen bereits auf einem sehr niedrigen Niveau befinden.

BIOTECH-SEKTOR IST ATTRAKTIV

Ein Portfolio mit einem Nettoaktienexposure von 25% bietet sich gegenwärtig durchaus an. Wobei dabei vor allem auf europäische und japanische Aktien gesetzt werden sollte, die über Futures-Positionen auf Indizes abgebildet werden. Auf Sektorebene ist der Biotech-Sektor gegenwärtig attraktiv bewertet. Dieses Aktienengagement gibt genügend Potenzial, bei weiter steigenden Märkten zu partizipieren, gleichzeitig würde die Position jedoch bei sich verstärkenden rezessiven Anzeichen keinen zu grossen Rückschlag verursachen.

Auch eine Position von 6% in Schwellenländeranleihen wie Mexiko, Türkei oder Ägypten hilft bei der Diversifizierung des Portfolios. Weniger attraktiv ist dagegen ein Engagement in Staatsanleihen. Als Portfolioabsicherung bieten sich vermehrt Long Puts auf Aktienindizes an, die gleichzeitigem Halten einer Short-Position auf den Renminbi gegenüber dem US-Dollar. Diese Position sollte speziell bei einer Wachstumsverlangsamung in China einen guten Hedge gegen eine weitere Eintrübung der weltweiten Konjunkturaussichten bieten.

Lucio Soso und Markus Peter, Portfolio Management BB Global Macro, Bellevue Asset Management

GASTKOLUMNE

Gegen das Misstrauen

VERMÖGEN Die Hoffnung, dass passives Anlegen den Investoren das Nachdenken erspart, erfüllt sich nicht. An einer strategischen Asset Allocation führt kein Weg vorbei.

In den vergangenen Jahren war passives Anlegen insbesondere bei institutionellen Investoren im Aufschwung. Die drei Aspekte Kosten, Transparenz und das Misstrauen gegenüber aktiven Managern trugen massgeblich zu dieser Entwicklung bei. Kosten sind ein wichtiger Belastungsfaktor der Nettoperformance. Je günstiger, desto besser. Die erhöhten Transparenzanforderungen führen dazu, dass Pensionskassen die Kosten für die Vermögensverwaltung in ihren Jahresberichten ausweisen müssen. Sind die Kosten niedrig, können sie so allen Anspruchsgruppen zeigen, dass sie verantwortungsbewusst gehandelt haben. Und: Empirische Studien und die Erfahrung vieler Pensionskassen haben gezeigt, dass es vielen aktiven Managern nicht gelingt, die erhöhten Kosten mit einer besseren Performance zu verdienen.

Also war in den vergangenen Jahren häufig «passiv» die bevorzugte Wahl. Diese Entwicklung hat zu einem starken Anstieg der passiv verwalteten Vermögen geführt. Gemäss einer Analyse von PwC waren 2012 11% aller weltweit verwalteten Vermögen passiver Natur. 2020 sollen es schon 22% sein, das wären immerhin 2,7 Bio. \$.

Aber damit ist die Geschichte noch nicht zu Ende erzählt. Und das aus verschiedenen Gründen. Erstens: Der Entscheid, in passive Produkte zu investieren, nimmt dem Anleger nicht die Entscheidung ab, mit welcher Gewichtung er in welche Anlageklassen investieren soll. Die sogenannte strategische Asset Allocation trägt viel stärker zur Performance bei als die Frage aktiv oder passiv. Zweitens: Klassische Aktien- und Obligationenindizes gewichten die Einzeltitel im Index in der Regel gemäss ihrer Marktkapitalisierung. Je höher die Marktkapitalisierung, desto höher das Gewicht. Es ist aber empirisch in zahlreichen Studien nachgewiesen, dass das Investieren in klassische Indizes nicht die bestmögliche Performance liefert. Denn Marktkapitalisierung richtet den Blick in die Vergangenheit und nicht in die Zukunft. Wählt man einen faktorbasierten Ansatz, der beispielsweise Qualitätstitel, solche mit Momentum oder auch mit geringerer Volatilität übergewichtet, so

wird dies das Rendite-Risiko-Profil im Vergleich zu einem reinen marktkapitalisierten Index verbessern. Drittens: Das Thema Nachhaltigkeit findet sowohl bei institutionellen als auch bei privaten Investoren einen immer grösseren Anklang. Nicht nur, weil es im Trend ist, sondern auch, weil es eine Mehrperformance liefert. Klassische, auf Marktkapitalisierung ausgerichtete Indizes berücksichtigen Nachhaltigkeit aber nicht. Passives Anlegen allein, zumindest wenn es um das Abbilden marktkapitalisierter Indizes geht, ist daher nicht der Weisheit letzter Schluss. Es geht besser.

Nun argumentieren Kritiker des aktiven Anlegens, dass Faktoren wie Qualität, Momentum oder auch Nachhaltigkeit in der Bildung von Aktienindizes berücksichtigt werden können (Smart Beta). Und das ist auch das, was passiert. Mittlerweile gibt es gemäss der Index Industry Association weltweit 2,96 Mio. verschiedene Kapitalmarktindizes. Stark wachsend ist hier das Segment der ESG-Indizes, also nachhaltiger Indizes, die ökologische, soziale und Governance-Kriterien berücksichtigen. Und was sagt uns das? Die Hoffnung, dass passives Anlegen dem Investor das Nachdenken erspart, wird sich nicht erfüllen. Ganz im Gegenteil. Auch kostensensitive Anleger müssen sich nicht nur über ihre strategische Asset Allocation Gedanken machen, sondern auch über die bestmögliche Art, das Renditepotenzial am Markt abzuschöpfen. Und das bedingt eben mehr, als nur Indizes abzubilden.



Martina Müller-Kamp, Mitglied der Geschäftsleitung Graubündner Kantonalbank

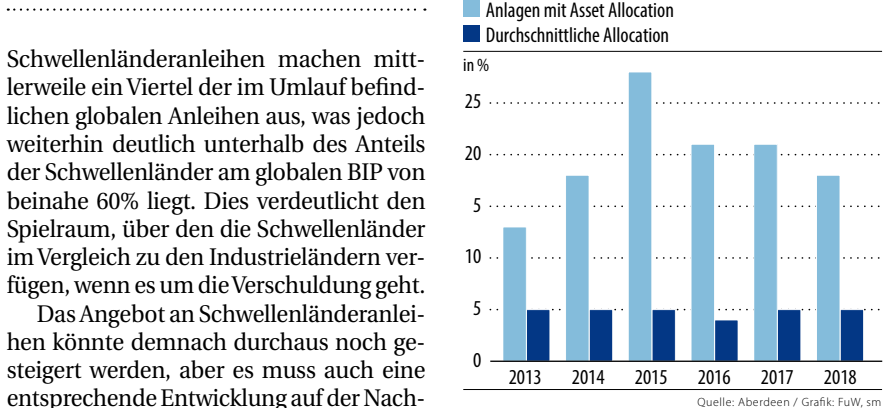


Lokalwährungsanleihen sind eine Möglichkeit für ein Engagement in Schwellenländer.

Für aktive Anlagestile geeignet

OBLIGATIONEN Der Markt für Schwellenländeranleihen wächst. Dank strukturellen Verbesserungen wird er besser zugänglich.

Edwin Gutierrez



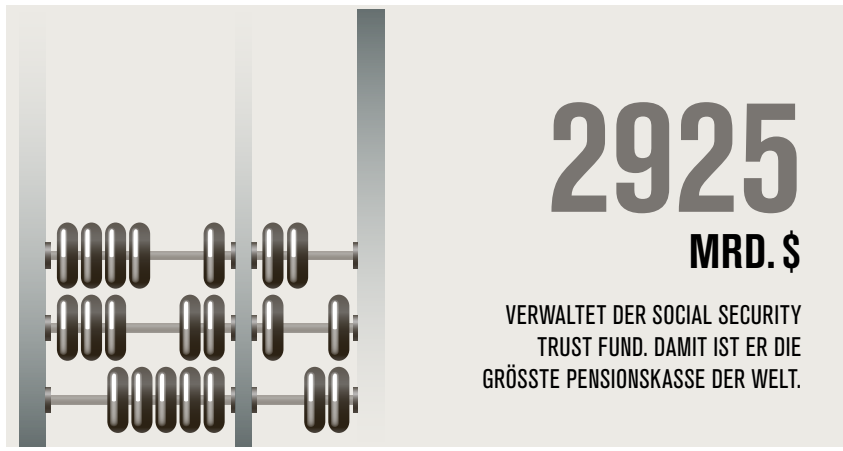
Schwellenländeranleihen machen mittlerweile ein Viertel der im Umlauf befindlichen globalen Anleihen aus, was jedoch weiterhin deutlich unterhalb des Anteils der Schwellenländer am globalen BIP von beinahe 60% liegt. Dies verdeutlicht den Spielraum, über den die Schwellenländer im Vergleich zu den Industrieländern verfügen, wenn es um die Verschuldung geht. Das Angebot an Schwellenländeranleihen könnte demnach durchaus noch gesteigert werden, aber es muss auch eine entsprechende Entwicklung auf der Nachfrageseite geben. Da mittlerweile globale Anleihen (vornehmlich aus den Industrieländern) im Umfang von über 12 Bio. \$ negative Renditen aufweisen, ist der Reiz von Schwellenländerpapieren nicht von der Hand zu weisen. Auch fällt der erwartete Ertrag von Schwellenländeranleihen ungeachtet des Kreditratings oft höher aus als der ihrer Pendants aus den Industrieländern. Die Aufnahme in ein Anleihenportfolio kann wesentliche Diversifizierungsvorteile mit sich bringen. Trotz allem sind Schwellenländeranleihen in den globalen Anlegerportfolios nach wie vor unterrepräsentiert. Eine jüngst von Mercer unter europäischen Pensionsfonds durchgeführte Umfrage hat eine Allokation von im Schnitt nur 5% ergeben.

ESG ALS TREIBER

Ein weiterer ausweichterlicher Trend, der sich auf alle Anlagebereiche auswirkt, ist das zunehmende Interesse an verantwortungsbewussteren Anlagen, die ökologischen, sozialen und Governance-Faktoren (ESG) Rechnung tragen. Länder und Unternehmen, die positive ESG-Verhaltensweisen übernehmen, dürften eher zu nachhaltigen Praktiken tendieren und bestrebt sein, die Governance-Standards zu verbessern. Dies wird sich positiv auf ihren langfristigen wirtschaftlichen und finanziellen Erfolg auswirken.

Die Zusammensetzung des Schwellenländeruniversums wird zudem von Lokalwährungsanleihen beherrscht. Mit einem Emissionsvolumen von 17 Bio. \$ übersteigt diese Anlageklasse die Grösse des Marktes für Hartwährungspapiere (3 Bio. \$). Dieses Ungleichgewicht dürfte weiter Bestand haben oder sich sogar verstärken. Ein Treiber der Entwicklung könnte auf der Angebotsseite sein, dass die Emittenten versuchen, Währungsinkongruenzen, die eine externe Schwachstelle darstellen können, zu verringern. Auch von der Nachfrageseite dürfte Unterstützung ausgehen, da die höheren Renditen von Lokalwährungsanleihen in einem von sinkenden Renditen geprägten Umfeld für Interesse sorgen.

Edwin Gutierrez, Head Emerging Market Sovereign Debt, Aberdeen Standard



«Unsere Sicht auf Aktien ist weiter positiv»

IWAN DEPLAZES Die Asset-Manager in der Schweiz stehen vor vielen Herausforderungen. Grössere Übernahmen kommen erst, wenn der Markt heftig korrigiert. Anlageseitig werden die Nachhaltigkeit und so der Leiter von Swisscanto Invest by Zürcher Kantonalbank. Als Antwort auf die Kampfpreise der immer

Herr Deplazes, nach einem guten Anlagejahr 2019, wie könnte sich 2020 entwickeln?

Die Fundamentaldaten zeigen ein konstruktives Bild, und unsere Sicht auf Aktienanlagen ist weiter positiv. Allerdings müssen wir die Aktualität rund um das Coronavirus intensiv beobachten, da sich dadurch die Psychologie an den Aktienmärkten verändert. Zurzeit ist es schwer abzuschätzen, wie es weitergeht.

Ergeben sich nach den Korrekturen Chancen zum Nachkaufen?
Es hängt davon ab, wie nachhaltig das Coronavirus die Realwirtschaft beeinflussen wird. Wir rechnen mit einer Erholung und einer Korrektur nach oben im Verlauf des zweiten Quartals. So gesehen bestehen Einstiegsmöglichkeiten. Auch weil immer noch viel Geld an der Seitenlinie darauf wartet, investiert zu werden.

Welchen Herausforderungen müssen sich Vermögensverwalter in der Schweiz in den nächsten Jahren generell stellen?
Wir blicken auf zehn fantastische Anlagejahre zurück. Gerade 2019 war exzellent. Das hat dazu geführt, dass die Volumen, die von den Asset-Managern bewirtschaftet werden dürfen, stark gestiegen sind. Die Kunden wiederum wollen zu einem gewissen Teil ebenfalls an den Skaleneffekten dieser höheren Volumen partizipieren. Daher hat der Druck auf die Margen der Asset-Manager zugenommen. Auch kamen in den guten Jahren immer mehr Finanzinstitute dazu, die an der Attraktivität des Vermögensgeschäfts teilhaben wollten.

«Indexanbieter benötigen eine gewisse operative Effizienz, um in diesem margenarmen Geschäft bestehen zu können.»

Rechnen Sie nun mit einer Konsolidierung in der Branche?

Das hängt sehr stark vom Geschäftsmodell des betreffenden Asset-Managers ab. So gibt es typische Nischenanbieter, etwa im Bereich Healthcare, Wandelanleihen oder Private Equity, die höchst erfolgreich unterwegs sind. Indexanbieter hingegen benötigen eine gewisse operative Effizienz, um in diesem margenarmen Geschäft bestehen zu können und um den Preisvorstellungen der Kunden zu entsprechen. Das könnte die Konsolidierung vorantreiben, aber ich sehe hier auch Raum für Kooperationen untereinander, um Skalenvorteile zu nutzen. Grosse Übernahmen kommen erst, wenn der Markt massiv korrigiert. Dann wird es auch Anbieter treffen, die sehr breit aufgestellt sind und die über eine hohe Vertriebsaktivität verfügen.

Am Standort Schweiz gibt es neben den Schweizer Konkurrenten auch noch die US-Konkurrenz sowie Anbieter aus Grossbritannien. Wer ist für Swisscanto schlimmer?
Keiner. Beide sind letztendlich gut für die Fitness unserer gesamten Branche.

Ist es Ihnen demnach egal, was der Gegner macht?

Wir schauen, wo wir für unsere Kunden den grössten Nutzen stiften können, und bemühen uns, genau die entsprechenden Dienstleistungen bereitzustellen.

Dann interessiert es Sie gar nicht, welche Themen und Produktkategorien die Konkurrenz gerade bearbeitet?
Nein. Wir konzentrieren uns vorrangig auf die Kunden und nicht auf die Konkurrenz.

Was genau wünschen denn Ihre Kunden?

Die Schweizer Bevölkerung beschäftigen ganz klar der Klimawandel und die Altersvorsorge. Auf diese beiden Themen konzentrieren wir uns. Zudem sind Pensionskassen in unserem Niedrigzinsumfeld auf der Suche nach neuen alternativen Risikoprämien. Da wird von uns auch erwartet, dass wir unsere Dienstleistungspalette systematisch erweitern.

Was schlagen Sie anlageseitig gegen den Klimawandel vor?

Wenn wir wirklich die CO₂-Ziele des Pariser Klimaabkommens erreichen möchten, müssen wir alle unseren Beitrag leisten und Veränderungen in Kauf nehmen. Auch die Finanzindustrie wird zunehmend in die Verantwortung genommen. Unsere Aufgabe als Asset-Manager ist es, im aktiven Dialog sowie durch gezielte Kapitalallokation die Unternehmen zu weniger CO₂-intensiver Produktion anzuhalten. Wir wollen in diesem Bereich ganz klar Vorreiter sein und verfolgen ambitionierte Ziele. In der aktiven Fondspalette integrieren wir das Pariser Klimaziel und setzen im Laufe des Jahres eine CO₂-Reduktion von 4% jährlich um. Kurz-



BILD: MARCUS FORTE

fristig wird es sich vielleicht noch nicht auszahlen, aber mittel- und langfristig sehe ich uns gut positioniert, um positive Performanceeffekte zu erzielen.

Setzen Sie mit Blick auf die CO₂-Ziele auf das Ausschlusskriterium und vermeiden Anbieter mit einem hohen Ausstoss?

Nein, der Ausschluss bestimmter Unternehmen ist nicht unser wichtigster Ansatz. Nehmen Sie Lafarge Holcim. Den Baustoff Zement werden wir immer benötigen. So ein Unternehmen können wir nicht einfach ignorieren.

Was könnte nach der Nachhaltigkeit das nächste grosse Anlage-thema am Horizont sein?

Die Nachhaltigkeit wird uns noch über Jahre beschäftigen, davon gehe ich aus. Immer wichtiger wird zudem der Bereich Privatmarktanlagen.

Warum die Privatmarktanlagen?

Die Zahl der kotierten Unternehmen nimmt ab. An nicht-kotierte Gesellschaften als Anlagemöglichkeit kommen die institutionellen Kunden und auch die grossen Privatinvestoren aber nur sehr schwer heran. Da ist es unsere Aufgabe, diesen Anlagebereich zu vereinfachen und mit Kollektivvehikeln den Zugang zu diesem Markt zu erschliessen, um unsere Kunden an den attraktiven Risikoprämien partizipieren zu lassen.

Warum zieht es weniger Unternehmen an die Börse?

Die regulatorischen Anforderungen nehmen immer mehr zu, und auf Investorensseite ist die Bereitschaft, in nicht-kotierte Unternehmen zu investieren, ganz klar gestiegen. Deswegen haben es nichtkotierte Unternehmen heute deutlich einfacher. Sie müssen nicht mehr an die Börse, wenn sie Geld aufnehmen wollen.

Der Schweizer Wachstumsfonds, den Sie 2018 aufgelegt haben, ist ein solches Vehikel. Wie hat er sich entwickelt?

Der Fonds fokussiert sich auf stark wachsende Unternehmen, deren Geschäftsmodell bereits ersten Cashflow generiert und die im Normalfall Finanzierungstranchen zwischen 5 und 15 Mio. Fr. benötigen, also sogenannte Late Stage Ventures. Die Online-Tourismusplattform Get your Guide ist beispielsweise dabei. Im März wird der Fonds mit einem voraussichtlichen Volumen von 200 Mio. Fr. bereits geschlossen, was ein Erfolg ist.

«Manchmal braucht man neben einer guten Analyse auch eine Prise Glück, um einen Fonds zum richtigen Zeitpunkt zu lancieren.»

Gab es mal einen Fonds, den Sie rückblickend lieber nicht aufgelegt hätten?

Wir haben vor zwei Jahren einen Fonds für alternative Risikoprämien lanciert und hatten ein sehr ungünstliches Timing. 2017 war eines der schlechtesten Jahre für alternative Risikoprämienfonds überhaupt. Damit hatten wir nicht gerechnet. Trotz guten Ergebnissen im Konkurrenzvergleich hatte der Fonds in absoluten Zahlen einen sehr schlechten Track Record, wir mussten ihn daher kurz nach der Auflage schliessen.

ZUR PERSON

Iwan Deplazes (48) leitet das Asset Management der Zürcher Kantonalbank unter der Marke Swisscanto Invest. Bei der ZKB begann er nach dem BWL-Studium an der Universität Zürich auch seine Karriere. Nach einem Absteher zu CS kehrte er 2007 als des Leiter des institutionellen Asset Management zur ZKB zurück. Seit 2016 präsidiert er den Steuerungsausschuss Asset Management der Schweizerischen Bankiervereinigung sowie die Asset Management Plattform Schweiz. Deplazes ist verheiratet und hat vier Kinder. Er wohnt im Kanton Uri und ist dort Mitinhaber eines kleinen Weinguts.

War es nur schlechtes Timing?

Wir besitzen leider keine Kristallkugel, mit der wir in die Zukunft sehen könnten. Manchmal braucht man neben einer guten Analyse auch einfach eine Prise Glück, den richtigen Fonds zum richtigen Zeitpunkt zu lancieren, und das hatten wir in diesem Fall nicht.

Immobilienfonds gelten ebenfalls als Privatmarktanlagen. In der Vergangenheit haben Sie öfter vor dieser Anlageklasse gewarnt. Wie genau lautet Ihre Einschätzung?

Infolge der hohen Cashbestände sind die Investitionen in Immobilienanlagen überall gestiegen. Allein Schweizer Pensionskassen sind mit über 25% ihrer Vermögen von mittlerweile 1000 Mrd. Fr. in Schweizer Immobilien investiert. Im Januar haben die Agios auf diese Anlageklasse neue Höchststände erreicht. Diese Bewertungen mit einem Aufschlag von über 30% erachte ich als nicht nachhaltig, und das gilt es zu beachten. Davon abgesehen sind Immobilienfonds mittel- und langfristig aber wichtige Vehikel bei der Diversifizierung des Portfolios, besonders im Fall von Pensionskassen.

Wenn jetzt ein neuer Immobilienfonds aufgelegt würde, dann wäre das demnach schlechtes Timing?

Ja, gemäss unserer Einschätzung ist jetzt ein sehr schlechter Moment, um einen neuen Immobilienfonds aufzusetzen.

Sie bieten aktive und passive Produkte an. Worin liegt Ihrer Meinung nach der Vorteil?

Aktives Management beruht auf guten Kenntnissen, wie man den Markt indexiert abbilden kann. Denn erst mit diesem Wissen kann mit aktiven Abweichungen von den Indizes systematisch Mehrwert generiert werden. Ich beobachte zunehmend, dass aktive Asset-Manager, die diese Kenntnisse über die Indexierung nicht im Haus haben, einen Teil ihrer aktiven Fähigkeiten durch die unpräzise Abbildung der Indizes verloren haben. So gesehen bin ich froh, dass wir uns mit der Übernahme von Spezialisten aus dem Indexgeschäft der Credit Suisse im Jahr 2010 in diesem Bereich gestärkt haben. Das Wissen über das Indexieren ist meiner Meinung nach die Ausgangslage, um professionelles aktives Management überhaupt zu betreiben und konstant hohes Alpha zu generieren.

Wann ist ein aktiver Manager sein Geld wert?

Wenn er stetig, professionell und proaktiv auf allen Ebenen der Investitionstätigkeit Marktopportunitäten ausnutzt und so Mehrwert generiert.

Dann schimpfen die Kunden trotzdem auf die hohen Gebühren und ziehen ein Haus weiter. Was ist denn konkret Ihre Antwort auf die Kampfpreise, die Anbieter wie Vanguard, State Street und BlackRock gerade offerieren?

Das ist eine Abwägung, die jeder Kunde selbst für sich treffen muss. Er muss wissen, mit welchem Gefäss er nach Abzug aller Kosten am besten fährt. Unsere Antwort auf die von Ihnen genannten Anbieter im Indexgeschäft sind Schweizer Indexfonds.

Was spricht genau dafür?

Schweizer Indexfonds sind von der Stempelsteuer befreit, was bei ETF übrigens nicht der Fall ist. Institutionelle Kunden wissen, dass die Indexfonds den ETF in diesem Bereich überlegen sind. Unter Privatanlegern ist diese Kenntnis noch nicht durchgedrungen, aber das kommt früher oder später.

Also müssen sich Anleger in der Schweiz eigentlich fragen, ob sie aktiv oder indexiert investieren sollen?

Ja, aber es wird immer gerne vergessen, dass man sich auch bei der Indexierung gut informieren muss, wie sich ein Index zusammensetzt. Wer indexiert anlegt, übernimmt die Verantwortung für die Indexselektion. Gerade die hoch kapitalisierten Titel im Index, die grosse Bewegungen auslösen können, müssen daher zwingend hinterfragt werden, und das können nur die Profis. Nehmen wir den MSCI World Index, der sehr tech-lastig ist. Anleger müssen wissen, wie sich diese Auswahl künftig verhalten kann. Manchmal wissen sie gar nicht, welche Risiken sie sich mit einem solchen Indexfonds um den Hals gelegt haben. Das halte ich für bedenklich.

Im Bereich ETF sind Sie nach der Übernahme des ETF-Edelmetallgeschäfts von GAM heute zur grössten ETF-Edelmetallanbieterin in Europa aufgestiegen. Wie passt dieser Bereich in Ihre Strategie?

«Das Klimathema interessiert die Leute, und wir haben Lösungen, bei denen auch die Performance stimmt.»

Wir waren in der Tat die Ersten, die dieses Geschäft in Europa angeboten haben. Unsere ETF-Vehikel helfen uns bei der Portfoliodiversifizierung, auch konnten wir nach der Übernahme von Skaleneffekten profitieren. Ich kann schon sagen, dass wir im Moment viel Freude an diesem Bereich haben.

Soll er noch weiter ausgebaut werden?

Wir verfügen in der Schweiz bereits über einen Marktanteil von 60%, da ist es schwer, noch weiter zu wachsen.

Sie stehen mittlerweile über zehn Jahre an der Spitze des Asset Management von Swisscanto. Wie sehen denn die nächsten zehn Jahre aus, was haben Sie vor?

Wir wollen unsere Erfolgsstory natürlich weiterschreiben. Das geht nur, indem wir unseren Kunden weiter sehr gut zuhören. Das Klimathema ist ein gutes Beispiel, es interessiert die Leute, und wir haben Lösungen, bei denen die Performance stimmt und wir unsere gesellschaftliche Verantwortung wahrnehmen können.

Interview: Carla Palma

Anzeige

VORSORGE AUF DEN PUNKT GEBRACHT ■ **Pax**

DAS LEBEN HÄLT SICH NICHT IMMER AN PLÄNE.

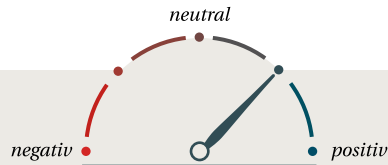
UNSERE VORSORGE LÖSUNGEN SCHON.

Wer rechtzeitig vorsorgt, ist besser vorbereitet – auch auf das, was sich nicht planen lässt. Dafür sorgen unsere Vertriebspartner gemeinsam mit uns. Schliesslich wird Vorsorge nur durch professionelle Beratung und individuelle, innovative Lösungen planbar und bleibt gleichzeitig flexibel. Ob privat oder beruflich. Und das sind beste Voraussetzungen, um sich auf alle künftigen Ereignisse zu freuen. Auch die unerwarteten.

www.pax.ch/Vertriebspartner

Wege aus der Renditefalle

ANLAGEKLASSEN Institutionelle Investoren haben es im derzeitigen Marktumfeld nicht leicht. Obligationen bringen meistens kaum noch Rendite, und an den Börsen geht es turbulent zu. Welche Alternativen gibt es? «Finanz und Wirtschaft» hat sich umgehört.



WANDELANLEIHEN

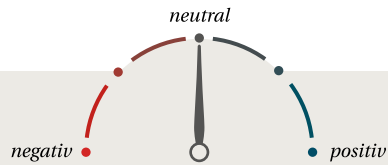
Konvexität als Stärke

2020 dürften die Zinsen niedrig und die Volatilität an den Aktienmärkten hoch bleiben. In diesem Umfeld sind Wandler eine attraktive Alternative.

Wandelanleihen profitieren, ähnlich wie traditionelle Unternehmensanleihen, von fallenden Zinsen. Zudem können sie gerade in volatilen Marktphasen ihre grösste Stärke ausspielen: ihre Konvexität. Der Begriff bezeichnet die Fähigkeit von Wandelanleihen, an stark steigenden Aktienmärkten zu partizipieren, bei fallenden Kursen ihre Sensitivität gegenüber Aktien jedoch zu verlieren und so den Abschwung nur begrenzt mitzumachen. Neben diesen Eigenschaften von Wandelanleihen sprechen gleich mehrere Faktoren für ihre solide Performance in diesem Jahr.

So war der Primärmarkt für Wandelanleihen zuletzt sehr aktiv. Im vergangenen Jahr beliefen sich die Neuemissionen auf 85 Mrd.\$, und diese Dynamik dürfte sich 2020 fortsetzen. Ein starker Primärmarkt bietet eine bessere Diversifizierung, erneuert das Universum der Wandelanleihen und ist die Hauptquelle für konvexe Wandelanleihen. Zudem zeigt sich der US-Markt sehr resilient und aktiv. Investitionen in den US-Wandelanleihenmarkt ermöglichen den Zugang zu wachstumsstarken Unternehmen, besonders im Technologiesektor. Im zweiten Halbjahr 2019 kam es hier zu einer Sektorrotation, die zeitweilig den Aktienkurs einiger Teilspektoren wie Software oder Biotechnologie beeinträchtigte. Dies schuf jedoch attraktive

Arnaud Brillois, Lazard Asset Management



VERZINSTE WERTPAPIERE

Auch in Krisen robust

CLO überzeugen dank ihres Risikoprofils. Sie sind breit diversifiziert, transparent und reguliert. Ausfälle gab es in den vergangenen Jahren kaum.

Investitionen in erstrangig besicherte Unternehmenskredite über Collateralized Loan Obligations (CLO) gehören zu den selten Möglichkeiten, im Fixed-Income-Bereich eine überzeugende Rendite zu erzielen. CLO bündeln breit syndizierte Unternehmenskredite, die im Unterschied zu Obligationenanleihen durch vertragliche Zusicherungen geschützt sind. Sie werden durch eine Investmentbank arrangiert, von einem unabhängigen Manager aktiv verwaltet und bieten die Möglichkeit, in verschiedene Kreditklassen mit unterschiedlicher Bonität zu investieren. Entsprechend der Bonität werden Zins- und Kapitalrückzahlungen geleistet.

Inhaber der vorrangigsten Wertpapiere erhalten als Erste Zahlungen auf ihre Ansprüche. Dann werden Schritt für Schritt alle nachrangigen Wertpapiere bedient. Verluste hingegen steigen von unten nach oben. Sie werden zuerst der nachrangigsten Tranche (First-Loss-Tranche) belastet. Am Interessenkongruenz sicherzustellen, beteiligt sich der CLO-Manager signifikant an dieser Tranche. CLO mit Fokus auf Investment-Grade-Tranchen lieferten zuletzt eine attraktive Performance von über 3,5% p.a., während Produkte, die auf BB-Tranchen und tiefer fokussieren, eine langfristige Performance von über 10% p.a. erreichten. Die CLO-Tranchen sind variabel verzinslich und somit gegen einen

Daniel Riediker, Alegria Capital

Einstiegsmöglichkeiten. In Europa wiederum werden Wandelanleihen unter anderem von Unternehmen in Subsektoren, wie im Bereich Weltraumtechnologie oder im Luxussektor, bevorzugt. Sie weisen Wachstum, hohe Margen und international diversifizierte Ertragsströme auf. Der Ausbruch des Coronavirus hat sich zwar auf einige Bereiche wie Tourismus, Fluggesellschaften und Luxusgüter negativ ausgewirkt. Sobald sich die Situation stabilisiert, dürften diese Sektoren aber wieder in den Fokus rücken. In Asien, besonders in China, kam es zu einer Zunahme der Emissionen im zweiten Halbjahr 2019, die sich weiter fortsetzt. Investoren profitieren von günstigen Einstiegsmöglichkeiten aufgrund des Handelskrieges und des Coronavirus. Aber auch hier gilt es, bei der Auswahl der Unternehmen sehr aufmerksam in Bezug auf ihre Kreditwürdigkeit zu sein.

Insgesamt schaffen all diese Faktoren vielversprechende Marktbedingungen für globale Wandelanleihen im Jahr 2020. Die Bewertungen vieler Wandelanleihen und der ihnen zugrundeliegenden Aktien sind attraktiv. Gleichzeitig sind die Wandelanleihenmärkte gesund und bieten einen hohen Grad an Konvexität, Liquidität und Diversifizierung.

VERBRIEFUNG

Blockbuster als Asset

Das Interesse an neuen Filmkonzepten wie «Game of Thrones» nimmt zu. Warum sich die traditionelle Anlagewelt dafür interessieren sollte.

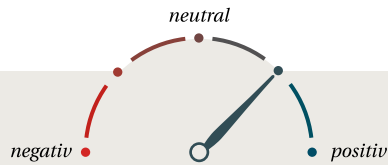
Branchenkennern zufolge zählen «Narcos», «Succession» und «The Handmaid's Tale» zu den vielversprechenden Newcomern der neuen Film- und TV-Dekade. Die Nachfrage nach solchen qualitativ hochstehenden Inhalten steigt. Doch kann die Hollywood-Industrie auch ein neuer Weg aus der Zinsfalle sein? Nun, Filme und Serien können eine echte Anlagealternative darstellen. Sie weisen nicht nur Renditepotenzial auf, sondern verhalten sich auch unkorreliert zu klassischen Anlageklassen. Doch wie lassen sich Filmprojekte in Assets umwandeln und in ein Portfolio einbinden?

Eine Antwort liefert das Beispiel der verbrieften Projektstrategie von Barry Films. Die international agierende Filmproduktionsfirma mit Sitz in Los Angeles, Zürich und Berlin hat sich während der vergangenen zwölf Jahre auf den weltweiten Filmmarkt spezialisiert und gilt mittlerweile als Vorreiter der neuen Anlagekategorie «Filme und Serien». Barry Films' Anlagestrategie, die professionellen Investoren zur Verfügung steht und sich auf den enormen Bedarf an Inhalten fokussiert, investiert in die Entwicklungs- und Packaging-Phase von herausragenden Filmen und Serien. Herkömmliche Filminvestmentmöglichkeiten basieren typischerweise auf der nachgelagerten Produktionsfinanzierung, weswegen auch das damit

verbundene Risiko getragen werden muss. Bei der Packaging-Strategie ist im Gegensatz dazu nur das massgeblich, was vor der eigentlichen Produktionsphase anfällt, wie etwa das Sichern von Stoffen, das Schreiben der Drehbücher und das Schauspielerei-Casting.

Ist das jeweilige Filmpaket geschnürt, wird es an einen Produktionsfinanzierer verkauft und in die Produktion gegeben. Sobald veräussert, stellt es für die Strategie bereits einen Erfolgsfall dar – unabhängig davon, wie der Film oder die Serie letztlich bei den Zuschauern ankommt. Denn bereits zu Produktionsbeginn fliessen der investierte Betrag sowie ein definierter Bonus (der Ertrag des Einzelprojekts) zurück in die Strategie, wodurch potenzielle Wertsteigerung generiert wird. Bei der Barry-Films-Anlagestrategie handelt sich um ein sogenanntes nicht bankfähiges Asset, das einem Actively Managed Certificate (AMC) mit Schweizer ISIN zugrunde liegt. Lanciert wurde das Finanzprodukt der nächsten Generation über ein neuartiges, bilanzneutrales Verbriefungs-Set-up. Letzteres ermöglicht es Finanzintermediären, sämtliche ihrer Blockbuster Assets – nicht nur Filme – einfach in ein traditionelles Anlageportfolio einzubinden und zu verwalten.

Sandra Chattopadhyay, Gentwo



GLOBAL SHORT DURATION

Kleineres Ausfallrisiko

Kurzlaufende Unternehmensanleihen gehören auf die Beobachtungsliste. Sie reagieren weniger sensibel auf Zins- und Kredit-Spread-Risiken.

Zuletzt zeichnete sich zwar eine Stabilisierung der Weltwirtschaft ab. Aber mit dem Ausbruch des Coronavirus ist nun ein neuer Belastungsfaktor mit bisher nicht absehbaren realwirtschaftlichen Folgen auf der Bildfläche erschienen. In diesem Umfeld sind Anleihen hoher Bonität als sicherer Anlegehafen gesucht, bieten aber nur noch eine sehr niedrige oder gar negative Rendite. Höher rentierende Papiere mit längerer Laufzeit bergen hingegen nicht unerhebliche Bonitäts- und Zinsänderungsrisiken. Einen Ausweg aus diesem Zinsdilemma, der nicht mit exzessiven Kredit- oder Zinsänderungsrisiken einhergeht, bieten kurzlaufende Unternehmensanleihen.

Inbesondere Papiere aus dem unteren Ratingsegment stechen hier unter Ertragsgesichtspunkten heraus, zumal sie weniger stark von den geldpolitischen Massnahmen betroffen sind. Zugleich nimmt das Ausfallrisiko von Unternehmensanleihen im Zeitverlauf ab. Anleger können somit das Ausfallrisiko systematisch reduzieren, wenn sie auf Anleihen mit kürzerer Laufzeit setzen. Darüber hinaus reagieren Titel mit kürzerer Laufzeit weniger sensibel auf Zins- und Kredit-Spread-Risiken als ihre Pendanten mit längerer Laufzeit. Relativ zur Duration bieten die Kurzläufer häufig auch ein deutlich besseres Ertragspotenzial. Vor diesem Hintergrund

Alexis Renault, Oddo Asset Management

Vier gute Argumente für ETF

RENDITE ETF ergänzen aktive Fonds. Sie sind flexibel, günstig, liquide und helfen bei der Diversifikation.

Andreas Zingg

Eine anhaltende Unsicherheit prägt die «neue Normalität» auf dem geopolitischen Parkett und wirkt sich auf Wirtschaft und Finanzmärkte aus. Das für 2020 erwartete schleppende Wachstum stellt Investoren vor neue Herausforderungen bei ihrem Ziel, eine langfristige Rendite mit angemessenem Risiko-Rendite-Profil zu generieren. Institutionelle Investoren setzen daher bereits vermehrt Exchange Traded Funds (ETF) anstelle von klassischen Mandaten oder Einzelanlagen ein, um den gestiegenen Anforderungen an Transparenz, Reporting und Kosten zu begegnen. Denn vier Argumente sprechen für ein ETF-Engagement: ihre Flexibilität, die geringen Kosten, die Möglichkeit zur Diversifikation und ihre hohe Liquidität.

GUT GEGEN NIEDRIGZINSEN

Eine der grössten Stärken von ETF ist ihre Flexibilität, denn sie sind jederzeit an der Börse handelbar. Dadurch und dank der breiten Angebotspalette finden institutionelle Investoren geeignete Produkte, die den individuellen Anlagezielen und der jeweiligen Risikobereitschaft entsprechen. Ein weiteres wichtiges Argument für ETF sind die geringen Kosten – vor allem in Zeiten von Niedrigzinsen.

«Heute gibt es ETF für fast alle Anlageklassen.»

Da ETF kein aktives Fondsmanagement erfordern, sind ihre laufenden Kosten deutlich günstiger als die von aktiv verwalteten Fonds. Die Gesamtkostenquote (TER) der meistgehandelten ETF liegt in der Regel zwischen 3 und 30 Basispunkten. Wegen des Sekundärmarkthandels bieten ETF darüber hinaus oft geringere Handelskosten als vergleichbare Transaktionen im unterliegenden Markt oder in Fonds. Dies trifft besonders auf Anlageklassen mit hohen Handelskosten zu, wie etwa Unternehmensanleihen oder Emerging-Markets-Anleihen.

Wie bei Aktien sind alle notwendigen Börseninformationen, also Kurse, Han-



Mit ETF kann das Portfolio diversifiziert und das Risiko eingedämmt werden.

delsvolumen oder die Geld-Brief-Spanne (Spread), jederzeit abrufbar – und anders als bei Fonds, bei denen die tatsächliche Zusammensetzung des Wertpapierkorbes wesentlich später geschieht, wird die exakte Zusammensetzung eines ETF täglich publiziert. Ebenso transparent und klar definiert sowie jederzeit online ver-

fügbar sind die Anlagestrategie, die Struktur und der Aufbau des Portfolios, das ein Index nachgebildet wird. Um Risiken wie etwa einzeltitelspezifische Risikokomponenten zu vermindern, denen keine angemessene Rendite gegenübersteht, müssen Portfolios diversifiziert werden. Eine Möglichkeit dazu sind Direktanlagen

in eine breite Auswahl von Einzeltiteln. Dies ist mit einem erheblichen Mass an Zeit und Ressourcen verbunden. Deutlich effizienter ist es für institutionelle Anleger, in indexgebundene ETF zu investieren.

Der unterliegende Index enthält bereits eine mehr oder weniger grosse Zahl an diversifizierten Einzeltiteln. So umfasst etwa der europäische Aktienindex FTSE Developed Europe 581 Werte, während der S&P 500 als einer der führenden US-Aktienindizes seine hohe Titellanzahl bereits im Namen trägt.

INTERESSANTE WERKZEUGE

Die ersten ETF am Markt bezogen sich ausschliesslich auf Aktien. Heute gibt es für fast alle Anlageklassen ETF. Der Zugang zu Klassen wie Anleihen, Rohstoffen, Währungen oder Immobilien wird dadurch erleichtert, dass ETF an Börsen mit sehr hohem Handelsaufkommen notieren. Man braucht nur einen Index, der die Kursentwicklung eines Marktes repräsentiert, und einen Fondsanbieter, der diese Kursentwicklung nachbildet.

Die Stärken eines gut diversifizierten Portfolios entfalten sich erst auf lange Sicht, doch manchmal bedarf es kurzfristiger Anpassungen. Weil alle ETF börsentäglich gehandelt werden und die meisten von ihnen ein hohes Handelsvolumen haben, können Investoren jederzeit selbst grosse Positionen kaufen oder verkaufen, ohne den Marktpreis zum eigenen Nachteil zu beeinflussen. Indizes unterliegen allgemeinen Markt- wie auch Währungsrisiken. Weil ETF einen Index nachbilden, ist ihre Wertentwicklung fast identisch mit der des unterliegenden Index.

Wenn ein politisches oder gesellschaftliches Ereignis sehr grosse wirtschaftliche und finanzielle Folgen hat, schlägt sich dies also eins zu eins im ETF nieder. Für langfristig orientierte institutionelle Anleger sind ETF interessante Werkzeuge, die aktiv verwaltete Fonds ergänzen und vielfach gar ersetzen können. Sie kommen besonders in Märkten zum Einsatz, in denen sich aktive Manager schwertun, sowie in Strategien wie Faktorstrategien, die quantitativ abgebildet werden. Die breite Angebotspalette an ETF deckt verschiedene Risiko-Rendite-Profile ab und erlaubt Anlegern, ihr Portfolio stärker zu streuen und Risiken einzudämmen.

Andreas Zingg, Head Schweiz und Liechtenstein, Vanguard

empfehlenswert. Ein Entscheidungskriterium ist die Handelbarkeit. Ist die Handelbarkeit innerhalb eines Tages eine zwingende Voraussetzung, kommen nur ETF in Frage, weil sie kotiert sind. Hier stellen Market Makers die Liquidität sicher. Sogenannte Calculation Agents berechnen fortlaufend den indikativen Nettoinventarwert (iNAV), und die Market Makers stellen darauf basierend verbindliche Kauf- und Verkaufskurse. Indexfonds können nur einmal täglich zum NAV direkt beim Fondsanbieter gekauft oder verkauft werden. Der Anleger zahlt dem Fonds die Transaktionskosten für den Erwerb oder den Verkauf der Wertschriften im Fonds in Form eines Ausgabe- und Rücknahmespreads. Dieser Mechanismus wird auch als Verwässerungsschutz für die bestehenden Investoren bezeich-

net. Die Gebühren (Total Expense Ratio) von ETF und Indexfonds unterscheiden sich dagegen kaum. Wichtig sind bei der Wahl das Fondsdomizil und die daraus resultierenden Steuerfolgen. Neben der Quellensteuer spielt in der Schweiz die Stempelsteuer eine Rolle. Sie kann bei ETF und Indexfonds je nach Situation unterschiedlich hoch ausfallen.

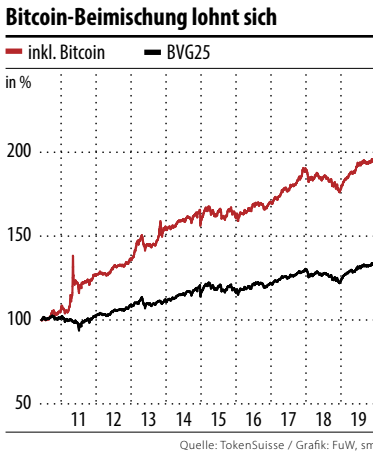
VORSICHT MIT STEMPELSTEUER ETF unterliegen der Stempelsteuer. In der Schweiz domizilierte ETF werden begünstigt: Beim Kauf oder Verkauf eines Schweizer ETF fallen 0,075%, bei einem ausländischen ETF hingegen 0,15% Stempelsteuer an. Bei nicht kotierten Schweizer Fonds sind Zeichnung und Rücknahme stempelsteuerfrei. Bei der Zeichnung eines Indexfonds mit ausländischem Domizil fällt eine Stempelsteuer von 0,15% an, Rücknahmen sind befreit.

Will ein Privatanleger einen ETF nur kurz halten, muss er mit hohen Kosten rechnen. Denn die Stempelsteuer fällt jedes Mal an. Für kurzfristig orientierte Privatanleger in der Schweiz sind Indexfonds die bessere Lösung als ETF. Bei einer langfristigen Investition hingegen empfiehlt es sich, auf die Verwaltungskosten und die steuerliche Effizienz in Bezug auf Quellensteuern zu achten. Die Entscheidung sollte je nach Markt, Fondsdomizil und dem Wunsch nach Handelbarkeit getroffen werden.

Valerio Schmitz-Esser, Head Index Solutions, Credit Suisse

Bitcoin für das Portfolio

FONDS Der erste ETF auf Bitcoin lässt auf sich warten.



Das bislang noch kein Bitcoin-ETF lanciert wurde, hat mehrere Gründe. ETF sind Retailprodukte, und Regulatoren sind im Namen des Anlegerschutzes sehr vorsichtig, diese Produkte zu genehmigen. Dazu kommt, dass Kryptos nicht einfache und geläufige, sondern komplexe Anlagen sind und Neuland darstellen. Das Gleiche gilt für Private Equity oder andere alternative Anlagen, wo man ebenfalls wenige ETF sieht. Wenn der erste ETF auf Bitcoin lanciert wird, dürfte das nicht ohne Folgen für die Nachfrage und den Preis der grössten Kryptowährung bleiben. Ein weiterer Grund, weshalb Regulatoren bislang noch kein entsprechendes Gesuch genehmigt haben.

Die Zurückhaltung stützt sich auch auf Hinweise, dass vergleichsweise viel sogenanntes Washtrading stattfindet: Mit gleichzeitigen Käufen und Verkäufen werden höhere Marktvolumen suggeriert. Das bedeutet, dass Kryptos als neue Anlageklasse

«Marktteilnehmer in den USA sind sehr affin, was Kryptos betrifft.»

noch nicht die notwendige Marktstruktur und -tiefe für einen ETF haben. Preistreibend könnte sich auswirken, dass ETF es gerade für institutionelle Investoren einfacher machen würden, das Kryptothema zu spielen – in der Hoffnung, dass sich die Beimischung dieser Anlageklasse in einem ausgewogenen Portfolio auch in Zukunft positiv auf die Gesamtperformance auswirken wird (vgl. Chart). Bereits eine Portfolioallokation von 1% Bitcoin führt zu einer durchschnittlichen Rendite von 10,11%, gegenüber 3,55% ohne Bitcoin im Depot. Kritische Stimmen werden auf das erhöhte Risiko, gemessen an der Volatilität, hinweisen (3,81 gegenüber 6,02%).

Eine Bitcoinallokation von 1% im Portfolio bewirkt zudem beinahe eine Verdoppelung der Sharpe Ratio (Rendite pro eingegangenes Risiko). Die Beimischung von Bitcoin führt zu einer höheren erwarteten Rendite pro Einheit Risiko. Das 1%-Bitcoin-Portfolio darf eine doppelte so hohe Rendite erwarten wie das Pensionskassenportfolio bei gleichem Risiko.

Doch wann und wo kommt der erste Bitcoin-ETF? Womöglich in den USA. Denn US-Marktteilnehmer sind sehr affin, was Blockchain und Kryptos betrifft. Die führenden Mitspieler wie Fidelity, Goldman Sachs oder JPMorgan sind präsent. Dazu kommt, dass die SEC Ende November bekannt gegeben hat, sie wolle auf ihren Entscheid zum Vertriebs von Bitcoin-ETF zurückkommen. Kandidaten, die Bitcoin-ETF lancieren, finden sich auch in Japan und anderen asiatischen Ländern. Japan hat Bitcoin bereits als gesetzliches Zahlungsmittel akzeptiert. Europa, und mit ihm die Schweiz, wird hier wohl erst mit Verspätung folgen.

Alain Kunz, Verwaltungsrat Obolus

Zusätzliche Dimensionen erkennen

OBLIGATIONEN Eine eingehende ESG-Analyse der Anleihemärkte in Schwellenländern ist oft von entscheidender Bedeutung. Sie kann Chancen ermitteln, die sich in den Anleihenkursen noch nicht spiegeln, wie Beispiele aus Usbekistan zeigen.

Claudia Calich

Neben einer genauen Analyse der Finanzkennzahlen bei der Bewertung von Schwellenländeranleihen sind Investments in die Anlageklasse mit zusätzlichen politischen und rechtlichen Risiken verbunden. Wichtig ist dabei, alle potenziellen Faktoren zu verstehen, die das Kreditprofil des Emittenten beeinflussen könnten, zumal Schwellenländer finanziell oft weniger flexibel sind, um externe Schocks zu verkraften.

Eine solide Analyse wesentlicher ökologischer, sozialer und Governance-Faktoren (Environmental, Social, Governance, ESG) ist bei Anlagen in Schwellenländeranleihen daher von entscheidender Bedeutung. Dabei gilt es insbesondere auf die Entwicklungstendenzen dieser Faktoren zu achten, da sie die Aussichten für einen staatlichen oder einen privatwirtschaftlichen Emittenten beeinflussen. Die ESG-Prüfungen bilden eine wichtige Ergänzung des traditionellen Finanzresearch und ermöglichen eine bessere

Kreditanalyse und fundiertere Anlageentscheide. Dabei geht es nicht nur um das Erkennen und Vermeiden von Risiken.

Der Ansatz trägt auch grundlegend dazu bei, Anlageargumente zu untermauern und die künftigen Gewinner zu identifizieren. Die Relevanz von ESG-Faktoren für die Kreditanalyse in den Schwellenmärkten wurde zudem durch Studien belegt.

SOZIALE ASPEKTE BEACHTEN

So verdeutlicht eine Analyse der OECD, dass ein Zusammenhang zwischen einer signifikanten Einkommensungleichheit und einem schnelleren Wirtschaftswachstum besteht. Bei der Bewertung von Anleihen muss nun beachtet werden, dass soziale Aspekte wie eine steigende Ungleichheit, Migrationsströme oder die Knappheit von Ressourcen möglicherweise zu wachsenden Spannungen und politischen Risiken führen, wodurch die Anleihenkurse unter Druck geraten können.

Am Beispiel des Libanon lässt sich diese Dynamik gut veranschaulichen. Das Land steht seit einigen Jahren unter aku-

tem wirtschaftlichen, politischen und sozialen Druck. Das Wirtschaftswachstum ist eingebrochen, und die Staatsverschuldung hat ein extrem hohes Niveau erreicht. Die Kurse libanesischer Staatsanleihen spiegeln derzeit ein sehr hohes Ausfallrisiko bis Ende 2021.

«Usbekistan liberalisierte sein Wechselkurssystem und führte Reformen ein.»

Wenn Regierungen und Unternehmen in Schwellenländern proaktiv auf ESG-Entwicklungen reagieren, wird dies von den Investoren zunehmend honoriert. Durch ein vorteilhaftes Ergebnis einer ESG-Analyse können Emittenten mit einer potenziellen Outperformance ermittelt werden, die ein traditionelles Kreditresearch möglicherweise ausser Acht lässt. Dies zeigte sich in Usbekistan, einem Land,

das von der Aussenwelt jahrelang recht stark isoliert war, bis die Regierung umfangreiche Reformen einleitete. Auf wirtschaftlicher Ebene liberalisierte das Land sein Wechselkurssystem, führte einen an Zielwerten orientierten Mechanismus zur Inflationskontrolle ein und initiierte eine Überarbeitung des Steuerrechts sowie weitere Reformen.

Darüber hinaus wurde begonnen, die hohe Staatsquote und den Einfluss der Politik auf die Wirtschaft zu reduzieren. Ebenso bedeutsam ist die Weiterentwicklung von sozialen Aspekten und Governance-Faktoren. Neben besseren regulatorischen Rahmenbedingungen verstärkt die Regierung die Rechenschaftspflicht der Institutionen gegenüber den Bürgern und sorgt für einen leichteren Zugang zu Bildung.

Zudem hat sie Massnahmen ergriffen, um die Zensur, die Korruption und die Verletzung von Menschenrechten zu verringern und die Grenzen des Landes stärker zu öffnen. Die Reformen dauern an, und viele Hürden müssen noch überwunden werden, doch erste Fortschritte

sind bereits sichtbar. Wirtschaftliche Kosten sind bei diesem Prozess unvermeidbar. Das Land hat sich jedoch für einen marktfreundlicheren Kurs entschieden, der bei seiner ersten Emission eines Eurobonds im Jahr 2019 von den Anlegern begrüsst wurde.

ERMITTLUNG VON RISIKEN

Die Identifizierung von Risiken ausserhalb der Bilanz, die sich auf den Wert einer Anlage auswirken können, sind ein wichtiger Bestandteil der Fundamentalanalyse von Unternehmens- und Staatsanleihen.

Das gilt besonders für die Schwellenländermärkte, an denen positive oder negative ESG-Entwicklungen die Anleihenkurse erheblich beeinflussen können. ESG-Aspekte bieten nicht nur eine zusätzliche Dimension zur Ermittlung von Anlagerisiken, sondern sie erleichtern auch die Ermittlung von Chancen, die sich in den Anleihenkursen noch nicht gespiegelt haben.

Claudia Calich, Leiterin Anleihen Schwellenländer, M&G Investments

Nachhaltig mit Sicherheitsnetz

TRENDS Blended-Finance-Transaktionen können Pensionskassen Zugang zu neuen Märkten bieten.

Stephanie Bilo

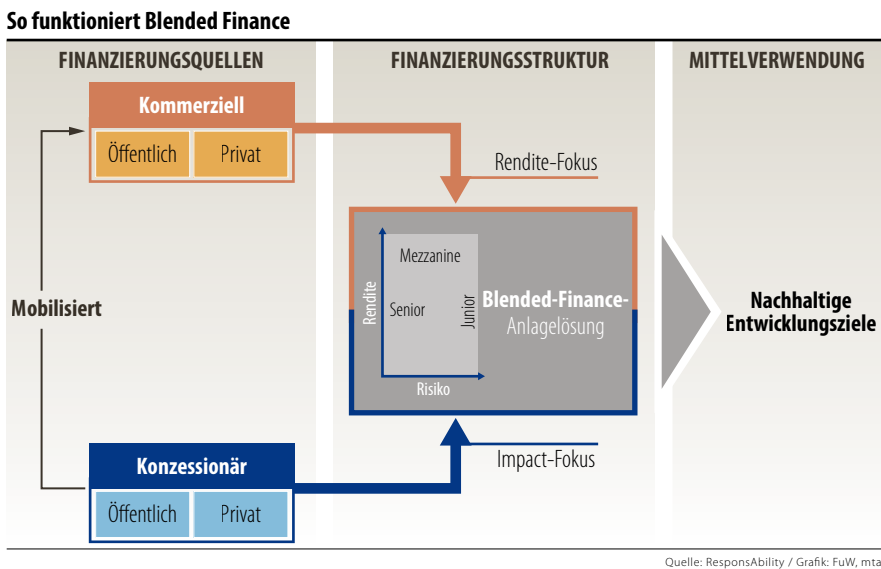
Die Nachfrage nach Impact Investments, also Anlagen, die nicht nur finanziell attraktiv sind, sondern aktiv auf eine positive Wirkung abzielen, steigt. Sie beziehen sich auf Themen, wie die Vereinten Nationen sie in den siebzehn Nachhaltigkeitszielen (SDG) definiert haben, und bieten Investoren Zugang zu neuen Anlage-themen, Wachstumsmärkten und Diversifikationsmöglichkeiten.

Wie oft bei Trends reagieren Investoren zunächst mit Vorsicht: Welche Produkte eignen sich für ihr Portfolio? Wie ist das Risiko-Rendite-Profil der Anlagelösungen einzuschätzen? Klassische Impact Investments mit zwanzigjährigem Track Record sind Mikrofinanzanlagen. Sie zielen auf finanzielle Inklusion ab, den Zugang zu essenziellen Finanzdienstleistungen für die untersten Einkommenschichten – zu meist Frauen – in Schwellenländern, laut Weltbank eine Grundvoraussetzung für nachhaltige Entwicklung. Investieren lässt sich darin vor allem über relativ liquide Private-Debt-Fonds, die gut in Portfolios von Pensionskassen oder Versicherungen passen, da sie kaum mit klassischen oder alternativen Anlageklassen korrelieren.

Neben dieser Anlagemöglichkeit mit einem recht konservativen Risiko-Rendite-Profil entstehen zunehmend neue Impact-Investing-Themen. Viele sind auf das Thema Klimawandel ausgerichtet und eröffnen unerschlossene Anlageuniversen. Ein interessantes Eintrittsticket für institutionelle Investoren zu diesen Themen sind Blended-Finance-Anlagelösungen.

ANLEGER MOBILISIEREN

Der Begriff Blended Finance wird für Anlagelösungen verwendet, die mithilfe von Entwicklungsfinanzierung private Investoren für ein bestimmtes Impact-Thema mobilisieren. Es entstehen meistens auf Initiative von Impact-Asset-Managern und sprechen verschiedene Investorengruppen an. Deren Motivation liegt typischerweise irgendwo zwischen zwei Extremen. So gibt es die konzessionäre Gruppe, für die Impact im Vordergrund steht. Diese Anleger haben eine grössere Risikotoleranz und/oder geringere Renditeerwartungen. Oft handelt es sich um öffentliche Investoren mit einem Entwicklungsfinanzierungsauftrag oder Stiftungen mit einem konkreten Stiftungszweck. Bei der kommerziellen Gruppe zählt das



attraktive Risiko-Rendite-Profil der Anlage. Es sind meist institutionelle Investoren, die attraktive Engagements in neuen Wachstumsmärkten suchen, die gleichzeitig Wirkung erzielen.

Um möglichst viel kommerzielles Kapital für neue Impact-Anlagethemen zu gewinnen, wird das Blended-Finance-Produkt in Tranchen (Junior, Mezzanine und Senior) mit unterschiedlichen Risiko-Rendite-Profilen aufgesetzt. Konzessionäre Investoren beteiligen sich mit ihrem Risikokapital typischerweise an der Junior-Tranche, tragen etwaige Ausfälle als Erste und begegnen damit der Hauptsorge institutioneller Investoren: der Angst vor dem unbekannten und oft überschätzten Risiko von Anlagen in Schwellenländern oder in neue Themen.

Die Senior-Tranche ist risikoseitig gut abgesichert. Sie müsste erst mit Verlusten rechnen, wenn sowohl die Junior- als auch die Mezzanine-Tranchen durch Ausfälle völlig aufgezehrt wären. Coupons werden in umgekehrter Reihenfolge ausbezahlt: Die Senior-Tranche erhält als Erste eine Rendite – dafür auch die niedrigste. Es folgt die Mezzanine-Tranche, die Junior-Tranche bekommt, was übrig bleibt. Diese speziellen Risiko-Rendite-Eigenschaften sind für institutionelle Investoren attraktiv, weshalb Blended-Finance-Transaktionen typischerweise in für institutionelle Anleger vertrauten Formaten aufgelegt werden, etwa als Fondsanteile einer luxemburgischen Sicav.

Die Senior-Tranche wird dabei oft auch als Anleihe strukturiert. Ein aktuelles Beispiel für Blended Finance ist eine 2019 lancierte strukturierte Anleihe zum Thema finanzielle Inklusion. Auch hier hilft konzessionäres Kapital (in diesem Fall die US-Behörde International Development Finance Corporation), kommerzielles zu mobilisieren, und stellt das Anfangskapital zur Verfügung. Umgesetzt wird das Ganze als für institutionelle Anleger noch zugänglichere Kapitalmarkttransaktion. Während die Senior- und die Mezzanine Notes mit festen Coupons versehen sind, hängt die Rendite der Junior Notes von der Wertentwicklung des Kreditportfolios ab.

INTERESSANT FÜR FAMILY OFFICES

Blended-Finance-Initiativen ermöglichen institutionellen Investoren ein aktives Engagement in neue Impact-Themen – mit einem Sicherheitsnetz. Institutionelle Anleger verheben sie entweder als Teil der klassischen Fixed-Income-Allokation oder auch als alternative Anlagen.

In der Schweiz interessieren sich bisher vor allem Family Offices für Blended-Finance-Anlagen und wählen dabei meist die Mezzanine-Tranche mit dem Profil von mehr Risiko und Rendite. Angesichts der Möglichkeit, neue nachhaltige Anlagethemen mit der Unterstützung durch konzessionäre Investoren zu erschliessen, ist zu erwarten, dass in Zukunft auch institutionelle Anleger vermehrt auf Blended-Finance-Lösungen setzen werden.

Stephanie Bilo, Investment Solutions Officer, ResponsAbility Investments

Auf nach Paris

IMMOBILIEN Schweizer Pensionskassen investieren hauptsächlich im hiesigen Markt und verpassen dabei die Chance auf Rendite im Ausland.

Werner Rutsch

Core-Immobilien an bester Lage und mit stabilem Cashflow sind Musik in den Ohren institutioneller Anleger. Aber warum investieren Schweizer Anleger neben Genf, Zürich oder Basel nicht in Paris, Frankfurt, Stockholm oder London? Weshalb nicht vom Potenzial in New York, Toronto oder Seoul profitieren? Die Kauf- und Entwicklungsmöglichkeiten in der Schweiz sind sehr limitiert. Während die meisten Schweizer Pensionskassen und Anlagestiftungen Aktien und Obligationen schon lange global diversifizieren, bemängeln viele Fachleute den Home Bias bei Immobilien.

Die meisten gewichten den hiesigen Immobilienmarkt und die Wohnimmobilien überproportional stark. Gemäss den Vorgaben für Pensionskassen ist eine Immobilienquote von 30% zulässig; von den Immobilien wiederum darf ein Anteil von einem Drittel auf Auslandsmärkten entfallen. Je nach Vorsorgeeinrichtung sind aber nur 2 bis 10% im Ausland investiert.

KLUMPENRISIKEN IM HEIMMARKT Mit dem Home Bias sind Risiken verbunden. Die Fokussierung könnte sich im Fall einer Immobilienkrise und allfälliger Wertkorrekturen in der Schweiz rächen. Immerhin lehrt die Geschichte, dass die Immobilienwerte in der Schweiz nicht gegen Einbussen gefeit sind. Wer hingegen international investiert, verbessert das Rendite-Risiko-Profil seiner Anlagen.

Mit einer geschickten Kombination der verschiedenen Immobilienkategorien ist sogar eine höhere Performance bei gleichem Risiko möglich. Weil inzwischen auch andere Länder von der Tiefzinsdynamik und hohen Preisen für Sachwerte betroffen sind, erscheinen höhere Renditen nicht mehr überall realistisch.

«Eine optimale Diversifikation bieten nichtkotierte Anlagen.»

Entscheidend ist aber die Diversifikation. Die Immobilienmärkte in nördlichen Ländern, in Nordamerika oder in asiatischen Volkswirtschaften folgen ihren eigenen Gesetzmässigkeiten. Die Bevölkerungs- und Wirtschaftsentwicklung unterliegen global unterschiedlichen Trends. Während viele Anleger noch einen Bezug zu München oder Lyon haben, wird es in anderen Weltgegenden schwieriger. Immobilieninvestments gelten als lokales



Auslandimmobilien sind attraktiv und verbessern das Rendite-Risiko-Profil.

Geschäft. Schon allein in Sachen Steuern und Rechtssysteme lauern einige Fallen. Selbst für grössere institutionelle Investoren gleichen die Märkte einer Terra incognita. Der Aufwand, eigens Wissen aufzubauen und lokale Kontakte zu knüpfen, wäre gross. Der grosse Kapitalbedarf für Objekte in den Metropolen der Welt und die komplexen Rahmenbedingungen im Ausland sind weitere Gründe, indirekte Kollektivanlagen oder Fonds vorzuziehen.

Kotierte Immobilienaktien oder Real Estate Investment Trusts (REIT) sind unter dem Aspekt der Anlagevolatilität wenig ratsam. Denn diese Investments korrelieren stark mit den jeweiligen Aktienindizes. Das Gleiche gilt für eine an sich einfache Anlagestrategie über passive Indexprodukte – sie sind zwar liquid und handelbar wie Immobilienaktien, bieten aber keine Diversifikation gegenüber Aktien.

Die optimale Diversifikation werden Schweizer Investoren erreichen, wenn sie dieses Segment mit nicht börsennotierten Anlagen umsetzen. Im Idealfall über Fonds, die direkt Liegenschaften halten. Grosse, professionell geführte Fonds bieten Pooling von Anlagen gemäss den spezifischen Interessen institutioneller Anleger. Diese Fondsinvestitionen sind kurzfristigen Schwankungen an den Märkten und

den Börsen nicht unterworfen. Die Anleger kaufen zum Nettoinventarwert (Net Asset Value, NAV), bei dem Aufpreise oder Agios an der Börse entfallen. Solche Investitionen sind kostengünstig und reduzieren durch die NAV-basierte Anlage die Volatilität.

EINHALTUNG VON STANDARDS

Vor dem Investitionsentscheid sollten sich Anleger Gedanken machen, welche Regionen und welche Nutzungen abgedeckt sind. Im Fokus sind meist Europa, Nordamerika und Asien. Weiter ist zu prüfen, ob das ausgewählte Produkt auch nach Nutzungen und Sektoren angemessen diversifiziert ist.

Weitere Entscheidungskriterien sind die kritische Grösse des Fonds, seine Kostenstruktur sowie ein anerkannter und regulierter Standort als Domizilort, etwa Luxemburg oder Irland. Auch ist zu prüfen, ob Risiken separat abzusichern sind (Fremdwährungen) oder ob ein Hedge im Produkt integriert ist. Solche Lösungen eröffnen den Zugang zu internationalen Märkten, sie reduzieren die Volatilität, bieten Sicherheit, Anlegerschutz und die Einhaltung branchenüblicher Standards.

Werner Rutsch, Head Institutional Business, Axia Investment Managers

Unbeschadet durch den Sturm

PORTFOLIOSCHUTZ Anleger sollten das Liquiditätsrisiko beobachten. 2020 wird volatil.

Alexei Jourouski und Alexandre Marquis

2020 – ein günstiges Umfeld für Aktien, das aber einige Schwierigkeiten bergen könnte. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht lassen sich Einschätzungen für das Jahr 2020 zusammenfassen (Stand Ende Februar):

- Auch wenn sich die Weltwirtschaft seit fünfzehn Monaten abkühlt, ist keine Rezession zu sehen
- Da derzeit keine Inflation erkennbar ist, bleiben Zentralbanken entgegenkommend und bieten den Finanzmärkten weitere Unterstützung
- Während die Aussichten für wachstumsorientierte Anlagen positiv bleiben, machen die erhöhten Bewertungen Sorgen

mance ist einem nicht kontrollierten Bewertungsrisiko zuzuschreiben, das durch einen starken Verdrängungseffekt angeheizt wurde. Wenn sich der Faktor «geringes Risiko» in der Vergangenheit in einem bestimmten Jahr schwach entwickelt hat, kehrte die Performance im folgenden Jahr immer wieder zum Mittelwert zurück.

RÜCKKEHR ZUM MITTELWERT

In den vergangenen zwanzig Jahren lassen sich drei Jahre ausmachen, in denen der Markt eine jährliche Rendite von mehr als 25% erzielen konnte: 1999, 2003 und 2009. In allen Fällen war das «geringe Risiko» zwar Belastungen ausgesetzt, in den darauffolgenden Jahren fand jedoch eine starke Rückkehr zum Mittelwert statt.

1999 ist ein gutes Beispiel, in dem eine Marktrally wegen überhöhter Bewertungen an Fahrt verlor. Im Zuge der turbulenten

In der Praxis anspruchsvoll

STRATEGIE Strukturierte Produkte können Pensionskassen bei der Suche nach Rendite und Risikosteuerung helfen.

Thomas Wicki und Silvio Sulser

Schweizer Pensionskassen (PK) befassen sich wegen der fehlenden Kostentransparenz bisher kaum mit strukturierten Produkten. Diese Hürde ist seit Ende 2019 beseitigt. Die Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK) hat ein Konzept zur Kostentransparenz genehmigt. Ein strukturiertes Produkt gilt als kostentransparent, wenn der Emittent der Vorsorgeeinrichtung ein Basisinformationsblatt sowie tagesaktuelle Kostenangaben zur Verfügung stellt. Steht dem Einsatz von strukturierten Produkten für die Anlagebewirtschaftung bei den Pensionskassen nun also nichts mehr im Wege?

SCHWIERIGE KAPITALMÄRKTE

Die PK sind gefordert: Wegen der steigenden Lebenserwartung muss das angesparte Kapital zur Finanzierung der Renten über einen längeren Zeitraum ausreichen. Hinzu kommt die schwierige Lage an den Kapitalmärkten mit tiefen oder sogar negativen Zinsen. Das Vorsorgegesetz reflektiert diese demografische Realität und die Situation auf den Kapitalmärkten nur unzureichend. Die Reduktion des Mindestumwandlungssatzes von 6,8 auf 6%, wie die vom Bundesrat in die Vernehmlassung geschickte Reform sie vorsieht, brächte eine Entlastung. Die anlageseitigen Herausforderungen für PK bleiben jedoch bestehen. Besonders wenn die Zinsen weiterhin tief bleiben oder stark steigen. Die Rendite aus der Anlage der Vorsorgegelder wird deshalb auch künftig dringend benötigt. Zudem braucht es effiziente Mittel, um die Risikosteuerung in den Portfolios vorzunehmen.

Strukturierte Produkte können sowohl einen attraktiven Renditebeitrag liefern als auch zur massgeschneiderten Risikosteuerung beitragen. Gerade passive oder systematische Strategien lassen sich mit strukturierten Produkten effizient umsetzen. Dabei kann das Risiko-profil eines Produkts den individuellen Bedürfnissen einer Vorsorgeeinrichtung angepasst werden. So bietet zum Beispiel eine Aktienindexanlage in Kombination mit einem einmonatigen Call-Option auf den Aktienindex in einem nur noch leicht steigenden Markt ein attraktives Rendite-Risiko-Profil. Der Einsatz von klassischen Derivaten wie Futures, Swaps oder Put-Optionen zur Risikosteuerung kann in der Praxis anspruchsvoll und

aufwendig sein. Abhängig vom Portfolio, dessen Risikoprofil angepasst werden soll, werden mehrere Instrumente benötigt, die allenfalls noch regelmässig gerollt werden müssen. Je nach Instrument müssen auch Sicherheitsmargen hinterlegt werden.

KOSTEN UND NUTZEN ABWÄGEN

Oft übernehmen professionelle Vermögensverwalter die Risikosteuerung innerhalb definierter Mandate. Doch es obliegt den Verantwortlichen der PK, das ihnen anvertraute Vermögen gesamthaft zu verwalten. Strukturierte Produkte bieten eine Möglichkeit, den spezifischen Anforderungen der jeweiligen Pensionskassen Rechnung zu tragen und Transaktionen zu vereinfachen.

So kann etwa mit einem Warrant auf einen Korb von Aktienindizes, der der Zusammensetzung des Aktienportfolios der Vorsorgeeinrichtung entspricht, ein Aktienportfolio mit einem Instrument abgesichert werden. Die neue Kostentransparenz erlaubt es zudem, Kosten und Nutzen der verschiedenen Instrumente gegeneinander abzuwägen.

«Ein vollumfängliches Verständnis der Instrumente ist unerlässlich.»

Ein augenfälliger Nachteil von strukturierten Produkten, besonders von solchen mit langer Laufzeit, ist das Emittentenrisiko. Wie bei jeder anderen Anleihe kann das Emittentenrisiko bei strukturierten Produkten aber mithilfe von Diversifikation reduziert werden. Mit strukturierten Produkten steht den PK-Verantwortlichen ein Instrument zur Verfügung, das sowohl zur Renditegenerierung als auch zur Risikosteuerung verwendet werden kann. Die Kostentransparenz wird den Einsatz von strukturierten Produkten erleichtern. Ein vollumfängliches Verständnis und der richtige Einsatz dieser Instrumente sind dabei aber unerlässlich. Um dies sicherzustellen, müssen die Verantwortlichen von Vorsorgeeinrichtungen jedoch noch besser über die Möglichkeiten und die Risiken von strukturierten Produkten informiert werden.

Thomas Wicki, Vorstand SVP, und Silvio Sulser, Global Markets Verkauf Schweiz, UBS

Das Liquiditätsrisiko ist einer der Hauptfaktoren, die Anleger beobachten müssen. Da in den meisten Industrieländern tiefe Zinsen vorherrschen, könnte man argumentieren, dass eine bedeutende Marktkrise angesichts der Zusicherung der Zentralbanken, systemische Risiken abzumildern, weniger wahrscheinlich ist.

Gleichwohl können zahlreiche Faktoren für Turbulenzen sorgen, gegen die die Zentralbanken wenig ausrichten können. **VOLATILES UMFELD 2020** Zudem sollten wir nicht vergessen, dass Aufsichtsbehörden und Anleger verstärkt auf ESG-Themen achten, was potenziell erhebliche Auswirkungen auf einige Unternehmen der alten Welt haben könnte, wie beispielsweise die Buschfeuerkrise in Australien gezeigt hat.

Vor diesem Hintergrund ist es sehr wahrscheinlich, dass 2020 ein volatileres Umfeld existiert, das nur ein widerstandsfähiges, liquides, qualitativ hochwertiges und angemessen bewertetes Portfolio unbeschadet überstehen kann.

Alexei Jourouski und Alexandre Marquis, Portfolio Management, Unigestion



Sabine Döbeli, CEO Swiss Sustainable Finance.

BILD: ZVG

FuW | Die Analyse

Das Schweizer Aktienresearch der Finanz und Wirtschaft

Bringen Sie Ihr Aktienportfolio zum Strahlen.

Folgen Sie den Beurteilungen der grössten Wirtschaftsredaktion der Schweiz. Unsere unabhängigen Experten bieten Ihnen rund um die Uhr Handelsempfehlungen für die wichtigsten an der Schweizer Börse gehandelten Unternehmen. Nutzen Sie jetzt «Die Analyse» für Ihren Erfolg an der Börse. Mehr Infos: analyse.fuw.ch



Unabhängige Handelsempfehlungen für Sie.