

INVESTMENT INSIDE

BANKENREGULIERUNG

INVESTOREN MÜSSEN HAFTEN



HIGH FREQUENCY TRADING

REVOLUTION IN
SEKUNDENBRUCHEILEN

NACHHALTIG ANLEGEN

VORTEILE IN GRÜN

INVESTOREN- TREND

FREIE HAND FÜR DEN
PORTFOLIO-MANAGER

INVESTMENT INSIDE

INFORMATION. VORSPRUNG. ERFOLG.

INVESTMENT INSIDE ist das neue Magazin für institutionelle Investoren. Die Fachzeitschrift liefert exklusive Informationen, die Ihnen einen Vorsprung verschaffen und den Erfolg Ihrer Investitionen erhöhen können.



INFORMATION

Telefon: 0228 / 8205-7742

Fax: 0228 / 8205-5736

E-Mail: info@investment-inside.de

Internet: www.investment-inside.de

ZWEI MONATE KOSTENLOS TESTEN:

Ja, ich möchte INVESTMENT INSIDE kostenlos kennenlernen. Bitte liefern Sie mir meine Zeitschrift zwei Monate kostenlos, damit ich sie in aller Ruhe testen kann. Nur wenn ich überzeugt bin und spätestens zwei Wochen nach Erhalt des zweiten Heftes nicht absage, bekomme ich INVESTMENT INSIDE weiterhin monatlich frei Haus zum Vorzugspreis von 99 € (statt 122 €) jährlich und spare damit über 15 Prozent. Vertrauens-Garantie: Ich kann den Bezug nach dem ersten Jahr jederzeit kündigen.

BESTELLUNG

FIRMA

NAME / VORNAME

ABTEILUNG

STRASSE, NR. / POSTFACH

PLZ / ORT

TELEFON (WICHTIG FÜR RÜCKFRAGEN)

E-MAIL

DATUM / UNTERSCHRIFT

INV0006

DEUTSCHLAND IM LEAD



Ulrike Germann, Chefredakteurin

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

der weltweit größte Handelsplatz für Aktien und Derivate entsteht – und zwar in Deutschland. Endlich, möchte man sagen, haben sich die Deutsche Börse und NYSE Euronext auf eine Fusion geeinigt, die einen 26 Milliarden schweren Handelsriesen entstehen lässt. Der stärkere Partner ist die Deutsche Börse. In früheren Jahren hätte es an der altherwürdigen Wall Street deutlich heftigere Proteste gegeben. Deutsche, die den Amis reinreden wollen – nein, danke! Doch die Amis können aufatmen: Mehr als 50 Prozent der Aktien werden nach der Fusion bei anglo-amerikanischen Hedge- und Aktienfonds gebündelt sein. Und der operativ verantwortliche Duncan Niederauer hat bereits beim Merger von NYSE Euronext die tatsächliche Machtbasis erfolgreich in New York zementiert.

Dennoch dürfte der Wall Street bewusst geworden sein, dass die allzu lang gepflegte Arroganz gegenüber der deutschen Wirtschaft und ihren Akteuren keine Basis mehr hat. Immerhin ist Deutschland weit besser aus der Krise hervorgegangen und die deutschen Unternehmen erleben einen Wiederaufschwung, den kaum einer in Übersee für möglich gehalten hätte. Deutschland ist einer der wichtigsten Player in der Weltwirtschaft und hat mit Angela Merkel eine Kanzlerin, die deutlich einflussreicher wirkt als ihr Pendant Barack Obama, der ohnehin innenpolitisch gelähmt ist.

Unsere Titelgeschichte zeigt, dass Deutschland sich weiter stärkt und mit neuen Marktgesetzen die Existenzgefährdung von Banken präventiv abfedert. Auf Investoren kommen höhere Haftungsrisiken zu, am Ende steht dafür aber ein sicheres Bankensystem.

Ihre

A handwritten signature in blue ink that reads "Ulrike Germann".

03 **MEMO**
Deutschland
im Lead

**INVESTMENT
WORLD**



08 **INVESTMENT-TALK USA**
Revolution in Sekundenbruchteilen

06 **TOP-NEWS AUS ALLER WELT**

INVESTMENT-TALK

10 **IN BRASILIEN**
Das Land spielt
als Champion

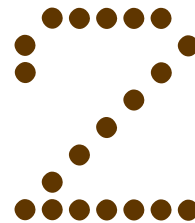
12 **IN NAH- UND FERNOST**
Investoren zieht es in
japanische Aktien

13 **IN DEUTSCHLAND, DER
SCHWEIZ & ÖSTERREICH**
Fiduciary Management –
nein, danke?

14 **IN EUROPA**
Briten stehen auf
Deutschland

15 **NEWS**

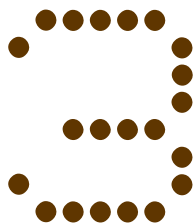
**INVESTMENT
TOPIC**



18 **TITELTHEMA BANKEN-
REGULIERUNG**
Investoren müssen haften

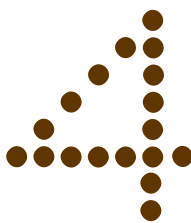
In einigen Jahren werden Marktgesetze auch für Banken gelten. Schon jetzt sollten sich deren Eigentümer und Gläubiger auf ein höheres Verlustrisiko einstellen. Dafür werden die regulierten Banken sicherer.

INVESTMENT PRACTICE



- 24 **NACHHALTIG ANLEGEN**
Vorteile in Grün
-
- 23 **PRO + CONTRA**
Aktiv oder passiv?
- 26 **INVESTOREN-TREND**
Freie Hand für den
Portfoliomanager
- 29 **INTERVIEW MIT JAN
VORMOOR, AMUNDI**
Fonds ohne
Benchmark
- 30 **RATINGS**
Im Zweifel für den Zahlenden
- 32 **INTERAKTIV**
Exklusives aus dem Blog
- 33 **SENIOR SECURED LOANS**
Die High-Yield-Alternative

INVESTMENT FACTS



- 36 **SOLVENCY II**
„Generalprobe
misslungen!“
-
- 34 **CONSULTANT-BEITRAG**
Flexibles Risiko-Overlay
erleichtert Wiedereinstieg
- 38 **MEETING MIT... MICHAEL
RIEDER, ALTIRA AG**
Zusammenspiel spezialisier-
ter Investmentboutiquen
- 42 **TERMINE**
- 42 **VORSCHAU**

- 28 **IMPRESSUM**
-

TOP-NEWS AUS ALLER WELT

Niederlande: Pensionsfonds muss Gold verkaufen

Die Zentralbank der Niederlande hat eine gerichtliche Verfügung gegen die Pensionskasse der holländischen Glasfabriken erwirkt. Mitte 2008 hatte der Fonds begonnen, in Gold zu investieren. Damals kostete eine Unze Gold rund 600 Dollar. Durch die Zukäufe hat sich der Goldanteil auf 13 Prozent des Fondsvermögens erhöht. Nach Auffassung der Zentralbank ist dies zu viel und steht im Widerspruch zu den Interessen der Anleger. Der Goldpreis sei zu starken Schwankungen unterworfen. Das Urteil sieht nun vor, dass die Kasse den Goldanteil des Fonds innerhalb von zwei Monaten auf drei Prozent reduzieren muss. Mehr dürfen Rentenfonds nicht in Rohstoffe investieren.

USA: Banken vor Dividendenerhöhung

Viele der 19 größten US-Geldinstitute werden in diesem Jahr ihre Dividenden erhöhen. Das erwarten Analysten als Konsequenz des zweiten Banken-„Stress-Tests“ der amerikanischen Notenbank Fed. Der Test soll Anfang März abgeschlossen und das Ergebnis am 22. März den Teilnehmern mitgeteilt werden, berichtet der Washingtoner Branchendienst DC Tripwire. Bei Banken, die Kredite aus dem Rettungsfonds TARP zurückzahlen und stabile Bilanzen aufweisen, dürfte die Erlaubnis zur Dividendenerhöhung Formsache sein. Dazu zählen dem Vernehmen nach Morgan Stanley und Wells Fargo. Als wenig wahrscheinlich gilt hingegen, dass große Regionalbanken wie SunTrust, Key und Regions den Persilschein erhalten.

Chile: Profiteur der Kupfer-Hausse

Kupfer zählt derzeit zu den begehrtesten Rohstoffen. Entsprechend haussieren die Preise. Zu Redaktionsschluss hatte der Preis pro Tonne die Marke von 10.000 Dollar überschritten. Bereits 2010 hatte der Preis um mehr als 50 Prozent zugelegt. Unmittelbarer Nutznießer davon ist Chile. Das Land verfügt über große Vorkommen. Prosperierende Minen- und Verarbeitungsunternehmen beflügeln die Wirtschaft und sorgen über starke Exporte dafür, dass das Land seit mehreren Jahren deutliche Überschüsse im Außenhandel erzielt. Diese Entwicklung führte zusammen mit vorübergehend rasch und massiv gesenkten Leitzinsen dafür, dass sich die Wirtschaft des Landes überdurchschnittlich schnell von den Folgen der Finanzkrise erholen konnte.



Russland: Investoren kommen

Ausländische Investoren bauen ihre Präsenz in Russland aus. Das teilte Mitte Februar der russische Mediendienst „Stimme Russlands“ mit. Im Bankensektor äußert sich dies in Fusionsprojekten. Ein Beispiel liefern die russische „Rosbank“ und die Bank „BSGV“, die ein Bestandteil der französischen Finanzgruppe Société Générale ist. Ihr Zusammenschluss soll bis Mitte 2011 vollendet werden. Die vereinte Bank werde zu den fünf größten Spielern am russischen Markt gehören und sich in die größte internationale Finanzstruktur in Russland verwandeln, kündigte der Vorsitzende des Rates regionaler Banken Russlands, Alexander Murytschew, an.

Ägypten: Kaum Nachteile durch Regierungsturz

Marktkenner und Analysten erwarten, dass Investoren kaum Nachteile durch den Sturz der Regierung von Husni Mubarak haben werden. Sie rechnen langfristig eher mit dem Gegenteil. Kurzfristig bieten sich durch das Aussetzen des Handels an der Börse sogar gute Kaufgelegenheiten, sind sich Dachfondsmanager und Vermögensverwalter einig. Die Wachstumsprognosen der ägyptischen Wirtschaft lauten nach wie vor auf vier bis fünf Prozent für 2011. Der Machtwechsel sei „definitiv ein Schritt in die richtige Richtung“, zitiert die Nachrichtenagentur dapd John Sfakianakis, den Chefökonom der saudischen Banque Saudi Fransi. Ein Hinweis auf die Erleichterung der Investoren zeigte sich nach Angaben des Finanzdateninstituts CMA beim Rückgang der auf fünf Jahre laufenden Kreditausfallversicherungen für Ägypten. Diese fielen um 24 Basispunkte auf 313.

REVOLUTION IN SEKUNDENBRUCHTEILEN

Die Wall Street verändert sich: Immer mehr Hochgeschwindigkeitshändler treten auf den Plan und machen etablierten Marktteilnehmern Konkurrenz. Das Ergebnis sind sinkende Preise. Doch die Entwicklung birgt auch Risiken.

Im Hinterzimmer der Weinkneipe „La Barrique“ in Midtown Manhattan geht es zu wie beim Studententreffen. Die Namensschilder muss sich jeder selbst schreiben. Das Podium besteht aus drei aneinandergereihten wackeligen Holztischchen. Psychedelische Musik dringt von vorne aus der Bar, und immer wieder rennen Kellner auf ihrem Weg zur Küche mit

auf den Plan. Ihr Ziel ist es, langsamere Händler auszu-manövrieren, indem sie Milli- oder Mikrosekunden schneller sind. Das passiert vollautomatisch – mit Software, die immer raffinierter wird.



„WIR BRAUCHEN SICHERUNGSSYSTEME, UM DEN HANDEL VOR INKOMPETENTEN MARKTTILNEHMERN ZU SCHÜTZEN.“

PETER VAN KLEEF
CHIEF EXECUTIVE OFFICER
LAKEVIEW ARBITRAGE INTERNATIONAL

Statt Bankern und Händlern sind es zunehmend Finanzmathematiker, die das Handelsgeschehen bestimmen. Im „La Barrique“ stellt sich Adam Afshar vor, Chief Executive Officer von Hyde Park Global Investments. Der einstige Managing Director von Bear Stearns verlegte sich vor acht Jahren als einer der ersten auf HFT. Er nennt sein Unternehmen eine „100-Prozent-Robotic-Investmentfirma“, weil der Handel ausschließlich von Algorithmen gesteuert wird. Unter Afshars Mitarbeitern findet sich kein einziger Analyst oder Portfoliomanager, statt derer nur Mathematiker, Physiker und Softwareingenieure. Sie sehen in den Algorithmen – kurz Algos – ein zuverlässiges und präzises Arbeitswerkzeug, das dem menschlichen Händler überlegen ist. „Ich kann die Modelle überprüfen und testen und bekomme immer das gleiche Ergebnis“, argumentiert Afshar. „Wenn Menschen zu Gange sind, fällt es immer anders aus.“

schmutzigem Geschirr durchs Publikum. Versammelt sind hier Männer, die Millionen verwalten – Trader, Broker, Hedgefondsmanager. Der improvisierte Rahmen ist ihnen egal, es geht ihnen ums Thema: High Frequency Trading, kurz HFT. Weil das derzeit wie kaum ein anderes die Wall Street bewegt, hat der Business Club „Golden Networking“ einige Experten ins „La Barrique“ eingeladen.

Doch spätestens seit dem „Flash-Crash“ am 6. Mai vergangenen Jahres, bei dem der Dow Jones binnen weniger Minuten um 700 Punkte fiel, steht HFT in der Kritik. Zwar war es kein Hochgeschwindigkeitshändler, der den Crash auslöste, sondern eine Fondsgesellschaft aus Kansas, die bei schwachem Handel ein großes Termingeschäft in den Markt drückte. Trotzdem warf der Vorfall ein Schlaglicht auf die Risiken eines blitzschnellen, automatisierten Handels, denn seine Dimension erreichte der Crash nur, weil die Algorithmen sofort reagierten und massenhaft aus dem Markt ausstiegen.

Der Wertpapierhandel in Hochgeschwindigkeit ist von der misstrauisch beäugten Ausnahme zum Mainstream geworden – rund 56 Prozent des gesamten US-Handelsvolumens wird über HFT abgewickelt, so die

Researchfirma TABB aus Westborough (Massachusetts). Vor zwei Jahren waren es noch 42 Prozent. Die Entwicklung revolutioniert die Wall Street. Immer mehr kleine HFT-Firmen treten

Die Börsenaufsicht SEC prüft seither intensiv neue Regeln. Zeitpunkt und Umfang sind unklar, aber dass eine Regulierung kommt, gilt an der Wall Street als ausgemacht. Verantwortungsbewusste Branchenkenner halten das sogar für wünschenswert. „Wir brauchen Sicherungssysteme, um den Handel vor inkompetenten und nachlässigen Marktteilneh-



mern zu schützen“, verlangt Peter van Kleef, Chief Executive Officer von Lakeview Arbitrage International. Der gebürtige Deutsche ist an diesem Abend auch im „La Barrique“ und keineswegs ein HFT-Skeptiker.

Unreguliertes Handelsvolumen steigt

Dabei ist HFT nur ein Aspekt der Revolution, die derzeit an den Märkten abläuft. Durch die vielen superschnellen Händler wächst das Handelsvolumen, doch es fließt weg von den Traditionsbörsen hin zu elektronischen Plattformen und Dark Pools, die vollkommen unreguliert riesige Handelsmengen abwickeln. Nur noch 26 Prozent der Aktien, die an der NYSE gelistet sind, wurden im Tagesgeschäft auch tatsächlich dort gehandelt – vor fünf Jahren waren es noch 75 Prozent. Der Rest verteilt sich unter anderem auf weitere 13 Börsen, über 40 Dark Pools und ECNs sowie mehr als 200 Broker-Dealer. „Die Marktstruktur hat sich dramatisch verändert“, konstatiert Mary Schapiro, Chefin der amerikanischen Börsenaufsicht SEC.

Große Teile des Marktgeschehens verlagern sich zudem von Downtown Manhattan an die Peripherie. Die Plattform BATS Exchange etwa, 2005 von einem Broker gegründet, sitzt 1.200 Meilen von der Wall Street entfernt in Kansas City. Ihre Server befinden sich in New Jersey. BATS kam Anfang 2006 auf den Markt und warb mit einer bis dahin unerreichten Geschwindigkeit: Während die meisten Plattformen Order damals innerhalb von einer bis 30 Millisekunden ausführten, garantierte BATS eine Erledigung in ein bis drei Millisekunden. Heute hat BATS einen Marktanteil von rund zehn Prozent am amerikanischen Aktienhandel und ist seit August 2008 als Börse anerkannt. Einen ähn-



„WIR SOLLTEN NICHT VERSUCHEN DIE UHR ZURÜCKZUDREHEN ZU DER ZEIT, ALS DER HANDEL AUF DEM PARKETT ABLIEF.“

MARY SCHAPIRO
CHAIRMAN
SEC

lich steilen Aufstieg hat Direct Edge hinter sich, deren Marktanteil inzwischen ebenfalls bei rund zehn Prozent liegt. Die Firma sitzt in Jersey City. Dieser Bedeutungsverlust der NYSE ist auch der Hintergrund für die geplante Fusion mit der Deutschen Börse.

Profitiert haben von dieser Entwicklung die Kunden, deren Aufträge schneller und preiswerter ausgeführt

werden. Die Spreads, vor wenigen Jahren noch bei 25 Cent, sind inzwischen auf Pennies geschrumpft. „Selbst Kollegen, die mit langfristigen Modellen arbeiten, lassen ihre Aufträge in Hochgeschwindigkeit ausführen“, verdeutlicht Afshar. Dass langsamere Händler auf der Strecke bleiben, kümmert ihn wenig. Schließlich ist der Wettbewerb um das größte Tempo so alt wie die Börse selbst – Wall-Street-Veteranen erinnern sich noch daran, wie die Broker ihren Laufjungen die besten Turnschuhe kauften, damit sie die Aufträge schneller aufs Parkett brachten.

Der Handel mit Algos ist komplex. Am einfachsten ist noch die reine Arbitrage, bei der die Händler von winzigen Preisunterschieden profitieren. Aber „die Gewinnmöglichkeiten dabei gehen immer weiter zurück, weil es immer mehr Teilnehmer gibt“, weiß van Kleef. Dann gibt es Modelle, die versuchen, das Verhalten von Marktteilnehmern vorauszuberechnen; etwa aufgrund der Zahl der Order und der Spreads. Beliebte sind auch Algos, welche das Nachrichtengeschehen auswerten, Quartalsergebnisse ebenso wie Arbeitslosenzahlen: Spezielle Datenbanken erlauben den Zugriff, noch bevor die Meldung über den Ticker läuft.

Mehr Liquidität, höhere Effizienz – selbst die SEC räumt ein, dass HFT viele Vorteile hat. „Die Technologie bringt den Marktteilnehmern ein Mehr an Geschwindigkeit, Kapazität und bedarfsgerechten Angeboten“, so Schapiro. „Wir sollten nicht versuchen, die Uhr zurückzudrehen zu der Zeit, als der Handel vornehmlich auf dem Parkett ablief.“ Doch der Markt brauche mehr Transparenz und Sicherheit. Vorgeschlagen hat die SEC bereits ein Verbot der Flash Order: Gegen eine Gebühr gestatten einige Handelsplätze Brokern einen kurzen Vorab-Blick auf Order. Den Vorsprung können diese zu Gewinnmitnahmen nutzen. Diese Praxis halten auch viele Händler für unfair.

Wer heute schon millisekundenschnell handelt, versucht immer noch ein wenig schneller zu werden, mit besseren Computern und neuen Netzen. Immer mehr Newcomer drängen zudem in den Markt. Im „La Barrique“ ist eine der häufigsten Fragen, wie schwierig es ist, in den Markt einzusteigen. Die Barrieren sind nicht besonders hoch: Van Kleef erklärt, dass Hard- und Software heute für weniger als 100.000 Dollar erhältlich sind, selbst zu mieten sei die Infrastruktur bereits. Optimal sei eine Kooperation von Händler und Computerfreak – „der eine arbeitet die Strategie aus, der andere setzt sie in Daten um“. Einige Zuhörer machen sich eifrig Notizen. Sie sehen so aus, als könnten sie es kaum erwarten, sich der HFT-Community anzuschließen.

Christine Mattauch, New York

BRASILIEN SPIELT ALS CHAMPION

Sportler setzen mit der Fußball-Weltmeisterschaft und den Olympischen Spielen auf Brasilien. Investoren, die langfristig ordentliche Renditen suchen, sollten das auch tun. Denn Brasilien ist nicht nur sportlich fit.

Brasilien, die Austragungsstätte der Fußball-Weltmeisterschaft 2014 und der Olympischen Sommerspiele 2016, präsentiert sich nicht nur sportlich, sondern auch aus Wirtschafts- und Investorensicht in Topform. Die beiden weltweit beachteten Großveranstaltungen bringen wichtige Impulse für die Wirtschaft nach Südamerika. Vorteilhaft wirken sich zum Beispiel

Das überzeugendste Argument für weiteres Wirtschaftswachstum unterm Zuckerhut sind die Brasilianer selbst. Derzeit sind 59 Prozent der Bevölkerung unter 24 Jahre alt. Die demografischen Vorteile sind also intakt und der Anteil der arbeitsfähigen Bevölkerung zwischen 15 und 64 Jahren liegt deutlich höher als in den Industriestaaten. Zusammen mit einer



„KAUM EIN LAND WIRD DERZEIT SO UNTERSCHÄTZT WIE BRASILIEN.“

ROBERT G. SCHMIDT
GESCHÄFTSFÜHRER
SHEDLIN CAPITAL



„DER TREND ZUR URBANISIERUNG IST NOCH WEITER AUSGEPRÄGT ALS IN ASIEN.“

ACHIM STRANZ
CIO
AXA INVESTMENT MANAGERS

umfangreiche Investitionen in die Infrastruktur aus. Auch der Tourismus unterm Zuckerhut profitiert von den Großereignissen. Brasilien ist schon vor Beginn der sportlichen Events ein Land der Champions.

Investoren sind bereits überzeugt. Die ausländischen Direktinvestitionen haben laut der Banco Central do Brasil Ende 2010 die 45-Milliarden-Dollar-Grenze überschritten. 2002 hatten internationale Anleger lediglich rund 19 Milliarden angelegt; Tendenz weiter steigend. Dabei profitiert Brasilien nicht nur von der Schwellen-

länder-Euphorie. Das Land erlebt parallel eine Welle neuer Börsengänge. Edimir Pinto, Präsident der Bovespa in Sao Paulo, rechnet 2011 mit zahlreichen Börsengängen und einem neuen Rekordemissionsvolumen.



steigenden Kaufkraft führt dies zu einer immer größer werdenden Mittelschicht. Achim Stranz, CIO bei AXA Investment Managers Deutschland, weiß: „In Brasilien ist der Trend zur Urbanisierung noch weiter ausgeprägt als in Asien und damit kommt der aufsteigenden Mittelschicht und ihrem Konsum ein besonderes Gewicht zu.“ Mittlerweile leben über 85 Prozent der Brasilianer in Städten und das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen 2009 lag kaufkraftbereinigt bei rund 10.500 Dollar.

Präsidentin setzt Wachstumskurs fort

Parallel dazu wird die Binnennachfrage von einer im Trend rückläufigen Arbeitslosenquote verstärkt. „Garant für Brasiliens wirtschaftliche Stabilität ist in erster Linie der breite Binnenmarkt, der von einer gesunden demographischen Entwicklung profitiert“, meint Robert G. Schmidt, Geschäftsführer der Shedlin Capital. Das fünftgrößte Land der Erde verfüge über sehr gute Voraussetzungen, um auf seinem Weg zur wirtschaftlichen und politischen Weltmacht weiter vor-

anzuschreiten. Die neue Präsidentin, Dilma Rouseff, die ihr Amt zum 1. Januar 2011 angetreten hat, wird laut Schmidt den Wachstumskurs des Landes fortführen. Vor allem werde die Präsidentin für Investitionen von privaten Unternehmen und Investoren aus dem In- und Ausland sorgen. „Kaum ein Land wird derzeit so unterschätzt wie Brasilien“, sagt er.



„EINE ANHALTENDE UNTERBEWERTUNG DES REAL KÖNNTE ZU EINEM ZUNEHMENDEN PROTEKTIONISMUS FÜHREN.“

LIONEL BERNARD
FONDSMANGER
AMUNDI FUNDS LATIN AMERICA

„Wir erwarten, dass Brasilien weiterhin gute Perspektiven hat, auch wenn das Wachstum etwas moderater als im vergangenen Jahr ausfallen sollte“, heißt es von Amundi. Fondsmanger Lionel Bernard sieht Einstiegschancen: „Nach den Korrekturen des brasilianischen Aktienmarkts sind die Bewertungen inzwischen wieder relativ attraktiv. Ein gewichtiger Vorteil ist zudem, dass Brasilien eine große Markttiefe mit attraktiven Investmentmöglichkeiten aufweist.“

Reich an Rohstoffen

Als einen Wachstumsmotor im Land am Amazonas nennt AXA-Investor Stranz dessen Rohstoffreichtum. Ölförderung und Ethanolproduktion konnten in den vergangenen Jahren – unterstützt vom hohen Weltmarktpreis für Öl – kräftig ausgedehnt werden. Amun-

di-Investor Bernard weiß: „Brasilien profitiert als einer der größten Exporteure von Agrargütern von höheren Preisen bei den so genannten Soft Commodities.“ Jedoch lauert hier auch eine Gefahr: „das Risiko einer vor allem bei Nahrungsmitteln anziehenden Inflation“, so Bernard. Er warnt auch vor „einer anhaltenden Unterbewertung des Real, was zu einem zunehmenden Protektionismus führen könnte. Je nachdem, wie drastisch vor allem einige Länder des Euro-Raums Budgetkürzungen vornehmen müssen, könnte sich dies auch auf brasilianische Exporttitel niederschlagen.“

Brasilien ist – abgesehen von Asien – weltweit das Land mit den höchsten Wachstumsraten. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat im August 2010 seine Wirtschaftswachstumsprognose für das laufende Jahr von 5,5 auf 7,1 Prozent angehoben. Für 2011 prognostiziert der IWF ein Plus in Höhe von 4,2 Prozent. Die positiven Auguren beziehen sich mitunter auf die solide Wirtschaftspolitik. Dank der stringenten Geldmarktpolitik konnte die Regierung die Inflation auf einem Niveau von sechs Prozent eindämmen. Experten rechnen mit einer weiteren Reduzierung auf fünf Prozent. Brasiliens gestärkte Finanzlage spiegelt sich vor allem im Investment-Grade.

Eberhard Seitz

DYNAMISCHER IMMOBILIENMARKT

Der Immobiliensektor in Brasilien „bietet ein außergewöhnliches Chance-Risiko-Profil“. Zu dieser Einschätzung kommt Robert G. Schmidt, Geschäftsführer von Shedlin Capital. Der Markt für Immobilien sei von konstanten Preissteigerungen geprägt, welche zuletzt deutliche Veräußerungsgewinne ermöglichten. Hier würden jedoch nicht immer die großen Metropolen Rio de Janeiro und Sao Paulo im Blickpunkt stehen: „In den entwicklungsstarken Städten, vor allem im Nordosten des Landes, besteht in der Regel sogar ein größerer Bedarf an neuem Wohneigentum. Hier ist das Wirtschaftswachstum häufig noch stärker ausgeprägt“, erklärt Schmidt. Schätzungen zufolge soll der private Wohnungsbestand bis zum Jahr 2017 auf 72,4 Millionen Einheiten und bis 2030 auf 93,1 Millionen Einheiten ansteigen. 2007 lag der Bestand noch bei 56,2 Millionen.

INVESTOREN ZIEHT ES IN JAPANISCHE AKTIEN

Japanische Aktien sind im Aufwind. Vor allem die hohe Nachfrage von ausländischen Investoren treibt den Nikkei nach oben. Und die Aussichten für weitere Kursprünge sind gut.

Nikkei 225



Quelle: Börse Japan

Im Januar 2011 drängten internationale Investoren regelrecht in den japanischen Aktienmarkt. Netto investierten sie 17,3 Milliarden Euro, ist von der Tokioter Börse zu erfahren. Das ist das höchste monatliche Kaufvolumen seit drei Jahren. Eine Umfrage der Bank of America Merrill Lynch ergab im Januar, dass netto fünf Prozent der Fondsmanager den japanischen Aktienmarkt übergewichten. Das ist eine beeindruckende Wende, denn 2010 hatten sie den japanischen Unternehmen eher den Rücken gekehrt.

Der Nikkei zeigte sich hingegen unbeeindruckt vom plötzlichen Interesse und wies im Januar eine Negativ-Performance auf. Er notierte zu Monatsbeginn bei 10.398 Zählern, am Ultimo bei 10.238. Die Aufholjagd, die an der amerikanischen und vielen europäischen Börsen derzeit zu beobachten ist, ließ in Japan zunächst auf sich warten. Doch dann drehte das Bild. Mitte Februar erreichte der Nikkei 225 bei rund 10.725 Punkten ein neues Jahreshoch. Tendenz weiter steigend.



Schub hat der Nikkei durch die geplante Großfusion von Nippon Steel und Sumitomo Metal Industries bekommen. Der für Ende 2012 geplante Zusam-

enschluss der Stahlgiganten nährt die Hoffnung auf einen Umbau der Japan AG.

Experten prognostizieren Japan für 2011 ein reales Wachstum des Bruttoinlandsproduktes von 1,6 Prozent. Allerdings lauert weiterhin die Gefahr der Deflation. Die Bank of Japan (BoJ) hatte 2010 die Leitzinsen auf null gesenkt und zugleich einen 61 Milliarden Dollar schweren Fonds gebildet, über den unter anderem Staatsanleihen zur Stützung der Wirtschaft aufgekauft werden können. „Ich würde nicht sagen, dass wir unsere Maßnahmen zur Lockerung der Geldpolitik schon ausgeschöpft haben“, sagte BoJ-Lenker Masaaki Shirakawa Anfang Februar vor der internationalen Presse. Doch er kündigte auch an, dass sich Japans Wirtschaft nun im „langfristigen Aufwind“ befinde.

Grundlegende Strukturreformen sind nötig

Kathy Matsui, Chefanalystin für Asien bei Goldman Sachs, rechnet damit, dass die Gewinne japanischer Exporteure steigen werden, diese von der kräftigen Nachfrage der Amerikaner nach ausländischen Gütern profitieren und ihre extrem hohen Barreserven für Investitionen und Übernahmen einsetzen werden. Allerdings ist sie auch der Ansicht, dass die Erholung des japanischen Aktienmarktes ein Zwischenspiel ist. Langfristig gesehen würden japanische Aktien so lange seitwärts tendieren, wie Japan mit grundlegenden Strukturreformen auf sich warten lässt und Überkreuzverflechtungen von Banken und Unternehmen nicht abbaut.

Japanische Aktien können sich als Beimischung lohnen. Vor allem exportorientierte Unternehmen dürften von der konjunkturellen Erholung profitieren. Eine Aktienhaube, wie es sie derzeit in anderen Teilen der Welt gibt, wird Japan so schnell nicht erleben. Auch der jüngste Höhenflug kann schnell wieder enden. Die Investoren sind in Japan uneins, die Wirtschaftspolitik zeigt keine eindeutige Richtung und zu guter Letzt gibt es Anlagealternativen mit weit besseren Chancen auf steigende Aktienkurse.

Eberhard Seitz

FIDUCIARY MANAGEMENT – NEIN, DANKE?

Die Geschichte des Fiduciary Management ist eine Geschichte voller Missverständnisse, sagen die einen – die anderen sehen Konkurrenz. Jetzt soll die nächste Generation der treuhänderischen Vermögensverwaltung Investoren überzeugen.

„Was meinen Sie jetzt genau?“ ist die häufigste Frage, wenn das Gespräch auf „Fiduciary Management“ kommt. Diese treuhänderische Verwaltung von Geldern und Administrationsaufgaben hat sich in den vergangenen Jahren in den Niederlanden etabliert und einen Namen gemacht – in jüngster Zeit aber vor allem einen schlechten. Interessenskonflikte, die sich

gen besser meistern können“. Eines der Problemfelder der Vermögensverwaltung beleuchtet Alfonso Papa, CEO der ING Investment Management (Schweiz): „Es ist erstaunlich, mit welchen limitierten Hilfsmitteln größere Summen verwaltet werden.“ Vor allem blieben ausreichende Überwachung und das effiziente Risikomanagement oft auf der Strecke.



„EIN WERKZEUGKASTEN, MIT DEM INSTITUTIONELLE INVESTOREN IHRE HERAUSFORDERUNGEN BESSER MEISTERN KÖNNEN.“

OSCAR VERMEULEN
DIREKTOR UND MITBEGRÜNDER
ALTIS INVESTMENT MANAGEMENT,
SCHWEIZ

Kein Mehrwert für Investoren

Ein Fiduciary Manager könne helfen, neue Ressourcen aufzubauen – deshalb spricht Vermeulen in diesem Fall lieber von „insourcing“ als von „outsourcing“. Doch bei Investoren und ihren Beratern ist diese Definition des Begriffes noch nicht angekommen. Die einen befürchten eine Bevormundung, die anderen wittern Konkurrenz. Der Leiter der Vermögensverwaltung einer österreichischen Pensionskasse hat zum Thema Fiduciary Management nur inoffiziell zu sagen: „Ich sehe keinen Mehrwert für uns, weil wir am Ende ja doch für die Entscheidungen selbst verantwortlich sind.“ In Deutschland spricht der Mitbegründer von RMC Risk-Management-Consulting, Patrik Bremerich, sogar davon, dass das „Outsourcing von Managemententscheidungen der Grundphilosophie der Beratung entgegensteht“. Insgesamt besteht noch wenig Interesse an dieser Dienstleistung, die sowohl die Erstellung einer Investmentstrategie samt Risikomanagement als auch ihre Umsetzung und manchmal auch das Controlling beinhaltet. „Zumeist agieren Assetmanager als Anbieter derartiger Komplett-Services“, hält Oliver Dräger, Senior Investment Consultant bei Faros Consulting, fest. Es sei jedoch „glaubwürdiger“ wenn stattdessen Beraterfirmen dieses Gesamtpaket anbieten.

aus der Doppelrolle des Investmentberaters und Anlagemanagers ergaben, wurden nicht transparent offengelegt und oft wurde zu viel Verantwortung an den Fiduciary Manager abgegeben. „Deshalb sprechen wir jetzt gerne von ‚Fiduciary Management 2.0‘“, sagt Michael Schütze, Managing Director der neu gegründeten Allianz Corporate Pension Advisors. „Kunden sollen den Entscheidungsprozess gar nicht aus der Hand geben, sondern einen Dienstleister haben, der es ihnen ermöglicht, sich auf strategische Themen und das Controlling zu konzentrieren.“ Dass ein Interessenskonflikt besteht, bestreitet Schütze nicht, aber: „Dieser kann transparent aufgelöst werden“, ist der Geschäftsführer des Joint Ventures von Allianz Global Investors, Allianz Leben und Allianz SE überzeugt.

Oscar Vermeulen, Direktor und Mitbegründer von Altis Investment Management in der Schweiz, sieht Fiduciary Management als einen „Werkzeugkasten, mit dem institutionelle Investoren ihre Herausforderun-

Einige Investoren verbieten ihrem Fiduciary Manager etwa, dass dieser auch Gelder für sie verwaltet oder es wird ein gewisser Prozentsatz festgelegt. Fiduciary Manager werden nur dann Fuß fassen können, wenn sie echte Dienstleistungsanbieter sind, welche die Bedürfnisse der Kunden erfüllen können. In Deutschland, Österreich und der Schweiz sind die Investoren allerdings skeptisch.

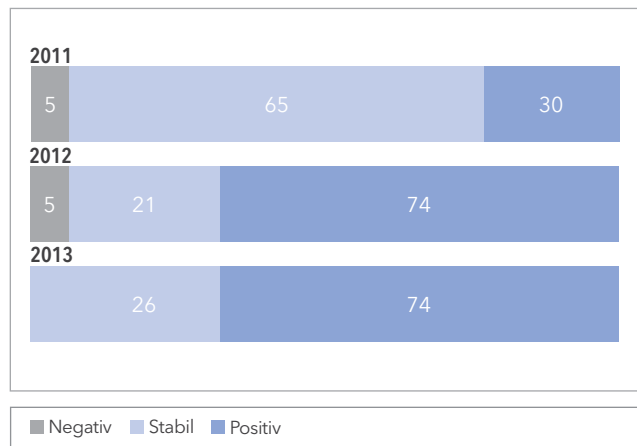
Barbara Ottawa



BRITEN STEHEN AUF DEUTSCHLAND

Investoren aus dem Vereinten Königreich suchen wieder verstärkt den Eintritt in den deutschen Immobilienmarkt. Neben Büro- und Handelsimmobilien stehen die Teilmärkte Logistik und Leichtindustrie im Fokus.

Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes aus Sicht britischer Investoren (in Prozent)



Quelle: Realogis Investment; Stand: Januar 2011

Sie sind wieder da: Investoren aus Großbritannien schauen sich hierzulande attraktive Immobilien an. Deutschland ist sogar das beliebteste Anlageziel der Briten. So lautet das Fazit der aktuellen Erhebung von Realogis. Das Immobilienberatungsunternehmen hat rund 100 Privat-, Fonds- und institutionelle Investoren aus Großbritannien zu ihren Investitionsplänen in Immobilien in den kommenden drei Jahren befragt. „Im Gegensatz zu deutschen Investoren spielt bei den britischen Investoren der Teilmarkt Wohnen eine untergeordnete Rolle“, sagt Umut Ertan, Geschäftsführer der Realogis Investment GmbH. „Stattdessen stehen neben den Klassikern Büro und Handel vor allem die Teilmärkte Logistik und Leichtindustrie bei den UK-Investoren auf dem Einkaufszettel für Deutschland. Das wird eine weitere Etablierung dieses Segments und eine Wertsteigerung bis Ende 2011 zur Folge haben.“ In den Boom-Jahren 2006 bis Mitte 2008 wa-

ren es vor allem die britischen Investoren, die einen enormen Nachfrageüberhang in der Immobilienbranche erzeugt haben. Mit Ausbruch der Finanzkrise folgten erhebli-



che Wertberichtigungen der Immobilienportfolios und eine Anpassung des Wechselkurses zwischen Euro und Pfund. Die Folge: Die Investitionsbereitschaft der Briten in Deutschland war seit Mitte 2008 nahezu zum Stillstand gekommen. Jetzt ist das Interesse der Investoren aus Großbritannien wieder erwacht. Laut der Befragung von Realogis liegt Deutschland als Investitionsland im Hauptfokus: Knapp jedes dritte der befragten Unternehmen plant Immobilieninvestitionen in Deutschland (30 Prozent) gefolgt von Großbritannien mit 25 Prozent sowie Frankreich (14 Prozent) und Benelux (13 Prozent). Osteuropa rückt für rund sieben Prozent der befragten Investoren wieder ins Blickfeld, und dort insbesondere Polen. Zudem gewinnen skandinavische Länder wieder an Bedeutung.

Mietwachstum erwartet

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt Henderson Global Investors in einer aktuellen Studie: Aufgrund der niedrigen Zinsen bei Alternativenanlagen werde weiterhin viel Liquidität in die Immobilienmärkte fließen. 2011 könnten bei Gewerbeimmobilieninvestments in Europa durchschnittlich sechs bis acht Prozent erzielt werden. Interessant seien 2011 besonders Core-plus- und Value-add-Investitionen, insbesondere in Deutschland. Die größten Renditechancen böten sich bei Objekten mit Assetmanagement-Potenzial. Stefan Wundrak, Research Manager bei Henderson Global Investors, rät: „Investoren sollten sich jetzt für die Erholung der Mietpreise positionieren und die Vorteile der sehr hohen Risikoaufschläge für anspruchsvollere Objekte nutzen. Im aktuellen Zyklus ist den europäischen Märkten ein Bauboom erspart geblieben, daher könnten sich die Mietwerte schneller als erwartet erholen.“ Sobald das Wirtschaftswachstum auf einem soliden Fundament stehe, würden die Mieten bei Büro-, Einzelhandels- und Logistikimmobilien steigen. Im Bürosektor erwartet Henderson 2011 im europäischen Durchschnitt etwa drei Prozent Mietwachstum und im Einzelhandelssektor 1,5 Prozent. Deutschland, Frankreich und die nordischen Länder sollten zu den Outperformern gehören, wohingegen in Spanien und Italien vorerst kein Mietwachstum zu erwarten sei.

Stefan Terliesner

BÖRSE – NEXT GENERATION

Eines wird der Zusammenschluss der Deutschen Börse und der NYSE Euronext nicht mehr verhindern: Im Mai 2011 gehen für den Parketthandel an der Frankfurter Börse die Lichter aus. Hochgeschwindigkeitshandel vollzieht sich inzwischen in Millisekunden, da bleibt für den Parketthandel kein Platz mehr. Zudem kranken die fusionierende Deutsche Börse und Partner NYSE Euronext an ihren starren Marktkonzepten. Die Deutsche Börse musste schlechte Geschäftszahlen für 2010 präsentieren und mehr als 800 Millionen Abschreibung für den Fehlkauf der US-Aktienoptionsbörse ISE vornehmen. Das Ergebnis vor Steuern und Zinsen schrumpfte um 17 Prozent auf 527,8 Millionen Euro. Die NYSE Euronext wurde von der Finanzkrise hart getroffen und verlor innerhalb von drei Jahren fast 50 Prozent ihres Aktienwerts. Immer weniger Börsenneulinge schlagen die Glocke an der Wall Street (Investment Inside berichtete).

Mit Lichtgeschwindigkeit soll deshalb der Merger of Equals ein Börsenraumschiff entstehen lassen, dessen Umsatz größer ist als die vier nächsten Börsengruppen zusammen. Die Fakten: Globaler Marktführer im Derivatehandel und Risikomanagement sowie global führender Börsenplatz für die Kapitalbeschaffung; Marktwert von rund 26 Milliarden US-Dollar und knapp 4,1 Milli-

arden Euro Umsatz, EBITDA zirka 2,1 Milliarden Euro, mehr als 6.500 Mitarbeiter und Handel an weltweit sechzehn Börsenplätzen. Die Vorteile liegen klar auf der Kostenseite, wo Skalenerträge von 300 Millionen Euro aus den Bereichen IT, Clearing, Market Operations sowie Verwaltung und Support kommen sollen. Zusätzliche Umsatzsynergien von rund 100 Millionen Euro pro Jahr werden zu 50 Prozent aus dem Clearing-Geschäft erwartet. Auf der Ertragsseite sieht die Rechnung verhaltener aus. In den vergangenen Jahren verschoben sich die Marktanteile von Aktien in Derivate, sodass Termingeschäfte inzwischen mehr als ein Drittel der Umsätze der Deutschen Börse bringen. Das Kassageschäft hingegen schrumpfte auf weniger als zehn Prozent.

Der Name der neuen Börse ist noch ein Geheimnis, da bereits die nominale Führungsrolle der Deutschen in den USA für patriotische Reflexe sorgt. Das Tauschverhältnis in Aktien des neuen Unternehmens liegt bei 1 zu 1 für die Deutsche Börse AG und nur bei 0,47 für die NYSE Euronext. Das neue Unternehmen wird von Frankfurt am Main und New York aus gemanagt, hat aber seinen juristischen Sitz in den Niederlanden. Als Group Chairman fungiert Reto Francioni. Duncan L. Niederauer wird als operativ verantwortlicher CEO das Executive Committee leiten.

WACHSTUM IM WASSERSEKTOR NUTZEN



DREI FRAGEN AN...

DR. GERHARD WAGNER
FONDSMANAGER
SWISSCANTO (LU) EQUITY FUND WATER INVEST B

➤ Sie setzen auf Wasserinvestments. Warum sollten institutionelle Investoren sich da engagieren und welche Anlagen eignen sich?

Wagner: Für Wasserinvestments spricht die dauerhaft wachsende Nachfrage durch die explodierende Weltbevölkerung und den steigenden Wohlstand der Schwellenländer bei naturgemäß beschränktem Wasserangebot. Zudem wird sehr viel Geld in die Infrastruktur der Trinkwasserversorgung und Abwasserentsorgung investiert, etwa in die Erneuerung in den Industrienationen oder den Neubau in den schnell wachsenden Städten der Schwellenländer. Investoren können am vergleichsweise hohen Wachstum im Wassersektor mit einem Aktienfonds partizipieren.

➤ Sie empfehlen auch Investments in die Technologien? Welches Potenzial besteht denn hier?

Wagner: In der Wasserwirtschaft geht es darum, das vorhandene Trinkwasser viel effizienter zu nutzen. Beim Reinigen von Abwässern, bei der Meerwasserentsalzung, beim Sanieren von Wasserleitungen oder bei der Bewässerung in der Nahrungsmittelproduktion kann durch den Einsatz moderner Technologie Wasser und Energie eingespart werden.

➤ In Schwellenländern ist der Bedarf nach Wasser besonders hoch. Aber ist eine Investition hier nicht besonders riskant?

Wagner: Eine intakte Wasserinfrastruktur ist eine Grundvoraussetzung für zukünftiges Wirtschaftswachstum. Aus unserer Sicht sind Investitionen in die Wasserinfrastruktur in Schwellenländern nicht schwieriger zu prognostizieren als in den Industrienationen und somit nicht riskanter. Natürlich muss vor jeder Einzelinvestition das Bewertungsniveau des jeweiligen Wasserunternehmens überprüft werden.

PERSONALIEN


 JENS WEIDEMANN UND
SABINE LAUTENSCHLÄGER

➤ **Jens Weidemann** (42), derzeit noch wirtschaftspolitischer Berater von Bundeskanzlerin Angela Merkel, wird am 1. Mai 2011 der neue Präsident der Deutschen Bundesbank. **Sabine Lautenschläger**, bislang bei der BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen) für die Bankenaufsicht zuständig, wird den ebenfalls frei werdenden Vizeposten besetzen.


 DR. RETO FRANCONI UND
DUNCAN L. NIEDERAUER

➤ **Dr. Reto Francioni** (55) und **Duncan L. Niederauer** (51) werden nach erfolgreichem Zusammenschluss der Deutschen Börse und der NYSE Euronext das weltgrößte Börsenunternehmen leiten. Francioni ist zukünftig als Group Chairman (bisher Vorstandsvorsitzender Deutsche Börse AG) für die weltweite Vertretung der fusionierten Börse nach außen sowie die Unternehmensstrategie zuständig. Er steht einem siebzehnköpfigen Verwaltungsrat vor, dem neun deutsche und sechs amerikanische (ehemalige) Vorstände der beiden Fusionspartner angehören. Niederauer verantwortet als Chief Executive Officer (bisher Vorstandsvorsitzender der NYSE Euronext) das operative Geschäft und leitet das Executive Committee, das paritätisch zusammengesetzt ist.

➤ **Jürgen Vetter** (55), bisher Vertriebsvorstand der Ergo-Versicherungsgruppe, wird nach Informationen der Redaktion das Unternehmen verlassen. Zu Redaktionsschluss gab es noch keine offizielle Stellungnahme des Versicherers.

➤ **Jürgen Stegmann** (50) wird der neue Chief Financial Officer (CFO) bei Robeco. Mit Wirkung zum 15. März 2011 tritt Stegmann die Nachfolge von **Constant Korthout** an, der im vergangenen Jahr zu Van Lanschot Bankiers wechselte.

➤ **Kai-Uwe Pohl** verstärkt als Vertriebsdirektor institutionelle Kunden seit 1. Februar 2011 das Salesteam von SEB Asset Management in Deutschland.

➤ **Isabell Mössler** ist jetzt Co-Leiterin des europäischen Vertriebs bei ETF Securities. Sie leitet gemeinsam mit **Scott Thompson** den Vertrieb von börsengehandelten Rohstoffen, Exchange Traded Commodities (ETCs), börsengehandelten Währungen, Exchange Traded Currencies und börsengehandelten Indexfonds, Exchange Traded Funds (ETFs), von ETF Securities in Europa.

➤ **Jens Schleuniger** (30) wurde im Januar für die Altira-Group verpflichtet. Er wird für seinen neuen Arbeitgeber einen afrikanischen Aktienfonds managen.

➤ **Ralf Müller-Rehbehn** (45) verstärkt seit 1. Februar 2011 das Team Rohstoff-Investments von Altira, das weiter ausgebaut wird.

➤ **Dr. Marco Sebastian Arteaga** (49) wurde zum 1. Februar 2011 zum Vorstand für das Geschäftsfeld „betriebliche Altersversorgung“ der Zurich Gruppe Deutschland ernannt.

➤ **Guillermo Osses** ist neuer Managing Director und Head of Emerging Markets Debt Portfoliomanagement bei HSBC Global Asset Management. Er hat damit die Leitung des in New York ansässigen Portfoliomanagement-Teams für Emerging Markets Debt übernommen.

➤ **Dr. Michael Böhm**, bislang Leiter Kapitalmarktrecht der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, ist mit Wirkung zum 1. Januar 2011 zum Geschäftsführer und Chief Operating Officer der HSBC Global Asset Management (Deutschland) GmbH bestellt worden. Er verantwortet nun unter anderem die Bereiche Recht, Compliance, Planung, Controlling, IT und Projekte bei der Tochtergesellschaft.

➤ **Thomas Pethofer** (41) übernahm im Februar 2011 die Verantwortung für Rohstoff-Investments bei der Kölner Promont AM AG.

➤ **Thomas Kordick** (47) wurde von der ABAG Aktienmarkt Beteiligungs AG am 1. Februar 2011 zum Vorstand berufen. Er übernimmt in seiner neuen Funktion die Verantwortung für die Bereiche Strategie, Planung, Unternehmensführung sowie die Steuerung der Beteiligungen.

➤ **Joachim Abel** (47) ist neuer Vorstand der Real Garant Versicherung AG. Er wird die Geschäfte der zum Zurich-Konzern gehörenden Versicherung künftig gemeinsam mit Vertriebsvorstand **Lutz Kortlüke** (46) führen.

IMMER MEHR STIFTUNGEN

Die Anzahl der Stiftungen nimmt weiter zu. Per Jahresultimo gab es insgesamt 18.162 Stiftungen in Deutschland, berichtet der Bundesverband Deutscher Stiftungen in seiner Jahrespressekonferenz. Dies entspricht einer Wachstumsrate von 4,5 Prozent beziehungsweise der Neugründung von 823 rechtsfähigen Stiftungen bürgerlichen Rechts. „2007 haben wir bei den Stiftungsgründungen in Deutschland den vorerst höchsten Gipfel erreicht, jetzt pegeln sich die Errichtungszahlen auf hohem Niveau ein“, stellt Dr. Wilhelm Krull, Vorstandsvorsitzender des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen und Generalsekretär der VolkswagenStiftung, fest.

Als Trend sind Formen des Stiftens wie die Zustiftung (Erhöhung des Stiftungsvermögens einer bereits bestehenden Stiftung) beziehungsweise die Treuhandstiftung (unselbstständige Stiftung, die durch Treuhandvertrag errichtet wird) auszumachen, heißt es vom Verband. Diese „Einsteigermodelle“ ins Stiften liegen

dabei fernab der offiziellen Statistik, da in diesen Fällen nicht die Anerkennung durch eine Aufsichtsbehörde notwendig ist. Beispielhaft für 2010 sei die Zustiftung von 15 Millionen Euro in den Kapitalstock der Bürgerstiftung Hamburg durch einen anonymen Mäzen. Die Zahl der Bürgerstiftungen insgesamt hat sich wie im Vorjahr um 31 erhöht. 207 Bürgerstiftungen tragen das Gütesiegel des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen, das unter anderem für konfessionelle und parteipolitische Unabhängigkeit verliehen wird.

Der Bundesverband Deutscher Stiftungen vertritt als Dachverband die Interessen von 3.600 Mitgliedern. Damit repräsentiert der Bundesverband Deutscher Stiftungen rund drei Viertel des deutschen Stiftungsvermögens in Höhe von mehr als 100 Milliarden Euro. 95 Prozent der Stiftungen in Deutschland sind gemeinnützig. Für satzungsgemäße Zwecke geben sie jährlich 16 bis 17 Milliarden Euro aus.

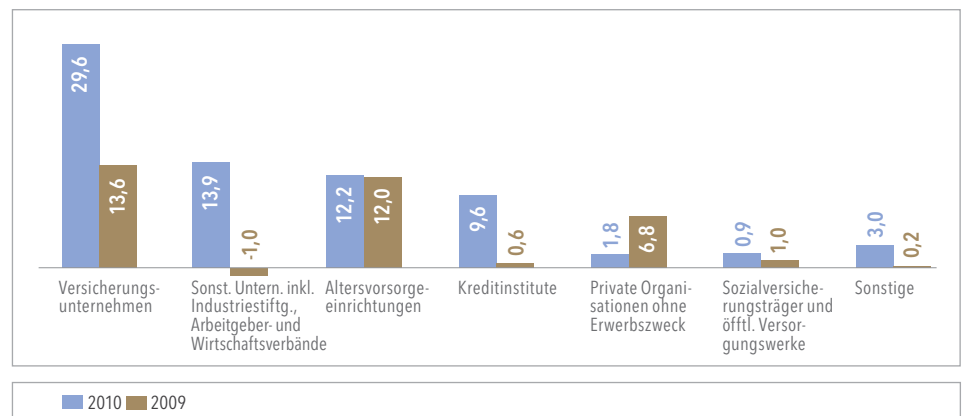
SPEZIALFONDSVERMÖGEN KLETTERT AUF REKORDNIVEAU

Das in Spezialfonds verwaltete Vermögen hat 2010 einen Höchststand erreicht. Das teilte der Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI) Mitte Februar in seiner Jahrespressekonferenz mit. Per Jahresultimo verwalteten die Mitglieder des BVI 812,5 Milliarden Euro – so viel wie noch nie. Die guten Ergebnisse erzielten die Assetmanager nicht nur mit neuen Mittelzuflüssen; positiv wirkte sich auch die Kapitalmarktentwicklung aus. Institutionelle Investoren haben den BVI-Mitgliedern 2010 jedoch neues Vermögen anvertraut. So betrug das Nettomittelaufkommen 70,9 Milliarden Euro, nach 34,1 Milliarden Euro 2009. Dabei setzten vor allem Versicherungsunternehmen auf die Spezialfonds.

Vor allem bei spezialisierten Anlagen setzen Institutionelle auf die Fondsbranche. Universal-Investment-Lenker Bernd Vorbeck sagte, dass Themen wie Private Equity oder Mergers & Akquisitionen institutionelle Investoren veranlassten, das Vermögen in Spezialfonds

verwalten zu lassen. Emerging-Market-Anlagen hätten sich dagegen kaum bemerkbar gemacht. BVI-Präsident und Deka-Chef Thomas Neiß sprach für sein Haus: „Wir spüren das Interesse an Emerging Markets verbal, aber nicht in Zahlen. Es wird eher in traditionelle Assetklassen investiert.“ Klaus Kaldemorgen von der DWS ergänzte, dass Investoren „risikokontrollierte Anlagen“ verlangen würden. „Wir sehen eine sehr starke Nachfrage nach solchen Produkten, auch mit dem Einsatz von derivativen Instrumenten.“ Diese Nachfrage dürfte sich auch in den kommenden Jahren fortsetzen, meinten die Verbandssprecher.

Netto-Mittelaufkommen der Spezialfonds nach Anlegergruppen in Milliarden Euro



Quelle: BVI



BANKENREGULIERUNG

INVESTOREN MÜSSEN HAFTEN

IN EINIGEN JAHREN WERDEN MARKTGESETZE AUCH FÜR BANKEN GELTEN. SCHON JETZT SOLLTEN SICH DEREN EIGENTÜMER UND GLÄUBIGER AUF EIN HÖHERES VERLUSTRISIKO EINSTELLEN. DAFÜR WERDEN DIE REGULIERTEN BANKEN SICHERER.

Von Stefan Terliesner



FOTOS: STOCKPHOTO, UNTERNEHMEN

Die Banken sollen sicherer werden. Das geht nur, wenn deren Management, Eigentümer und Gläubiger in Zukunft die Konsequenzen ihrer Entscheidungen selber tragen. Darauf sollten sich Investoren schon heute einstellen: Schonung auf Kosten der Steuerzahler darf es nicht mehr geben. Langsam besinnen sich die Regulatoren in den USA und in Europa auf ein konstituierendes Prinzip der Marktwirtschaft: Haftung. „Wenn das Prinzip der Haftung in der Finanzwelt nicht reaktiviert wird, werden auch die schärfsten Kontrollen nichts nutzen“, sagt Joachim Starbatty, Emeritus an der Universität Tübingen. Schon bei Walter Eucken (1891 bis 1950), dem Begründer des Ordoliberalismus, kann jeder nachlesen, dass eine Marktwirtschaft ohne Haftung nicht funktioniert: „Sie soll bewirken, dass die Disposition des Kapitals vorsichtig erfolgt. Investitionen werden umso sorgfältiger gemacht, je mehr der Verantwortliche für diese Investition haftet. Die Haftung wirkt insofern prophylaktisch gegen eine Verschleuderung von Kapital und zwingt dazu, die Märkte vorsichtig abzutasten.“

Noch sind die Marktgesetze bei Banken aufgehoben: Systemrelevante Großbanken sind zu groß und zu vernetzt zum Scheitern. Kurzfristig lassen sich ihre Leistungen nicht ersetzen. Auch die Angst vor Ansteckungsrisiken für das gesamte Finanzsystem führt dazu, dass Banken quasi unter Naturschutz stehen. Durch die Bankenrettungspakete wurden disziplinierende Marktmechanismen außer Kraft gesetzt. Dazu Patrick Raaflaub, Leiter der Finanzmarktaufsicht der Schweiz in der FAZ: „Das Management und die Investoren blieben von der Dimension der möglichen Konsequenzen ihrer unverantwortlichen Entscheidungen und Risiken verschont.“ International feilen Bankenaufseher und Politiker zwar noch an Lösungen, um diese Proble-

matik zu entschärfen. Ein wichtiges Regulierungsziel aber stand bereits frühzeitig fest: Auch Großbanken sollen wieder marktwirtschaftlichen Gesetzen unterstehen.

In Deutschland ist seit Anfang 2011 das so genannte Restrukturierungsgesetz in Kraft. Das Gesetz basiert auch auf Vorschlägen der Expertengruppe unter Leitung von Otmar Issing, dem ehemaligen Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank. Wohin die Reise geht, verrät der offizielle Name des Schriftstücks „Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturie-



„OHNE HAFTUNG NUTZEN AUCH DIE SCHÄRFSTEN KONTROLLEN NICHTS.“

JOACHIM STARBATTY
EMERITUS
UNIVERSITÄT TÜBINGEN

rungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung“. Mit dem Gesetz will die



„GEPLANT SIND PFLICHTWANDELANLEIHEN, DIE SICH IM KRISENFALL EINER BANK ZU FESTGELEGTE BEDINGUNGEN IN AKTIEN UMWANDELN LASSEN.“

MANUEL NODOUSHANI
RECHTSANWALT
BROICH BEZZENBERGER

Bundesregierung mehrere Fliegen mit einer Klappe schlagen: Der Steuerzahler soll geschont, das Zu-groß-zum-Scheitern-Problem adressiert und die Eigentümer und Gläubiger von Banken in Schieflage an den entstehenden Kosten beteiligt werden. Zudem werden die Vo-

raussetzungen geschaffen, um ein Geldinstitut geordnet abzuwickeln.

Bei einer erneuten Krise werden die Banken zur Kasse gebeten. Dafür leisten sie eine Bankenabgabe in den Restrukturierungsfonds. Die Geldhäuser zahlen je nach Geschäftsmodell und Risikoneigung. Etwa die Hälfte der jährlich angestrebten 1,3 Milliarden Euro soll von den Privatbanken kommen; Sparkassen und Genossenschaftsbanken kommen wegen ihrer geringeren Systemrelevanz, ihrer kürzeren Bilanzen und weniger ausgeprägten Risikofreude günstiger weg. Was vorher als „zu groß zum Scheitern“ für manche Institute ein Vor-

teil gewesen sein mag, kann nun zum Nachteil werden. Die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) verwaltet den Restrukturierungsfonds. Das Geld aus dem Fonds soll für

Sanierungs- und Reorganisationsfälle bei Banken aufgewendet werden. Das Gesetz sieht zwei Stufen vor: Gerät eine Bank in Not, kann sie versuchen, sich in Eigenregie zu sanieren. Wenn die Sanierung scheitert oder vornherein ausgeschlossen ist, greift der Reorganisationsfall. Jetzt darf die Bundesanstalt für Finanz-

dienstleistungsaufsicht (BaFin) auch gegen den Willen von Vorstand und Aufsichtsrat die Reorganisation eines systemrelevanten Instituts anordnen. Um die Gläubiger in die Pflicht zu nehmen, steht als Instrument die Umwandlung von Forderungen in Eigenkapital zur



Verfügung. Derzeit geht dies nur, wenn der Gläubiger zustimmt.

CoCo-Bonds als Lösung?

Nach Angaben von Manuel Nodoushani, Rechtsanwalt bei Broich Bezenberger, schafft der Gesetzgeber aber gerade die Voraussetzungen dafür, dass bei Wandelanleihen zukünftig ein Wandlungsrecht der Gesellschaft, also des Anleiheschuldners, möglich ist. „Im Krisenfall lassen sie sich zu festgelegten Bedin-

werden: Die EU-Kommission wird über West LB, HSH Nordbank, HRE und Bayern LB befinden. Der Expertenrat der Bundesregierung zum Ausstieg aus den Bankbeteiligungen hat bereits die Abwicklung der HRE empfohlen; die WestLB muss sich nun auf eine Abwicklung vorbereiten. Auf jeden Fall müssen sich die Institute Gedanken über ein tragfähiges Geschäftsmodell machen – möglicherweise mit Hilfe der Regulatoren. Denn nicht nur über die Restrukturierung als solche greifen

die Regulatoren in die Banklandschaft ein. Auch die Ausgestaltung der Bankenabgabe könnte die

Vorschläge ähneln dem deutschen Konzept mit Eingriffsrechten der Aufsicht, Bankenabgabe und Verlagerung von Vermögensgegenständen oder Verbindlichkeiten auf eine andere Bank oder auf eine Brückenbank. Auf jeden Fall sollen Gläubiger an den Verlusten beteiligt werden, und zwar „allein für zukünftig begebene Schuldverschreibungen“. Ziel der Initiative ist es, dass in Zukunft auch Großbanken ordentlich abgewickelt werden können.

Auf Ebene der G20-Staaten wirft der Baseler Eigenkapitalstandard (Basel III) seinen Schatten voraus – zwei Jahre vor Inkrafttreten zum Jahresanfang 2013. Durch eine erhöhte Kapitalunterlegung sollen die Eigentümer der Banken in die Pflicht genommen werden. Noch sind nicht alle Regeln festgezurr. Dies gilt vor allem für die Liquiditätsanforderungen. Auch für globale systemrelevante Banken wird es noch zusätzliche Kapitalzuschläge geben. Für die Umsetzung des Regelwerks sind die nationalen In-

„EINE BRUTALE FORM DES FINANZ-DARWINISMUS.“

gungen in Aktien umwandeln. Sinnvollerweise erfolgt die Umwandlung immer dann, wenn die Gesellschaft eine bestimmte Eigenkapitalquote unterschreitet“, so Nodoushani in einem Interview. Insofern handelt es sich um Pflichtwandelanleihen, die international unter dem Stichwort Contingent Convertible Bonds, kurz CoCo-Bonds, als Sicherheitsvorkehrung für Banken diskutiert werden. Als weitere Reorganisationsmaßnahme sieht das Regulierungsgesetz die Kürzung von nicht einlagengesicherten Forderungen vor. Zudem dürfen die Regulatoren die systemrelevanten Teile ausgliedern und entweder an einen privaten Bieter oder eine Brückenbank übertragen. Die beim Alteigentümer verbleibenden nicht systemrelevanten Teile werden nach der herkömmlichen Insolvenzordnung abgewickelt.

Bis der Restrukturierungsfonds in der Lage sein wird, eine Bank zu reorganisieren, wird es bei Einnahmen von 1,3 Milliarden Euro pro Jahr noch eine Weile dauern. Sollte vorher Geld benötigt werden, kann der Bund zum Beispiel mit Krediten aushelfen, die die Institute dann abstottern müssen. Das Jahr 2011 könnte für einige Geldhäuser das Jahr der Entscheidung

Kosten für so manches Geschäftsgebaren derart in die Höhe treiben, dass einige Banken ihr Modell überdenken müssen. So werden zum Beispiel das Derivatevolumen und die Interbankenverpflichtungen der Institute in die Bemessung der Abgabe mit einbezogen.

Auch die EU-Kommission pocht auf eine stärkere Haftung von Bank-Gläubigern. Am 6. Januar 2011 veröffentlichte die EU-Kommission ein neues Konsultationspapier, in dem die am 20. Oktober 2010

gemachten Vorschläge zur Beteiligung von Gläubigern an Bankensanierungen konkretisiert werden. Das Papier stellt die Grundlage für eine im Sommer 2011 vorgesehene Gesetzesvorlage dar. Die EU-Kommission macht sich stark für „gemeinsame und wirksame Instrumente und Befugnisse, um Bankenzusammenbrüche zu einem frühen Zeitpunkt zu bewältigen und die Kosten für den Steuerzahler niedrig zu halten“. Die



„NUR STARKE BANKEN SIND IN DER LAGE, DIE BASEL-III-VORGABEN ZU ERFÜLLEN.“

JOCHEN SANIO
PRÄSIDENT
BUNDESANSTALT FÜR
FINANZDIENSTLEISTUNGS-AUFSICHT

stanzen zuständig. Im Sinne eines fairen Wettbewerbs sollten die Regeln so weit wie möglich zeitgleich und einheitlich umgesetzt werden. Es gibt also noch einige Unsicherheiten. Gleichwohl steht bereits heute fest: Die Auswirkungen auf die Kreditwirtschaft sind massiv.

Banken verschwinden

Basel III zwingt die Banken zum Umbau ihrer Bilanz. Die meisten In-

stitute müssen restrukturieren oder schrumpfen, um die Vorgaben für die Eigenkapitalquote zu erfüllen. Einige Banken werden vom Markt verschwinden. BaFin-Präsident Jochen Sanio warnt vor „einer brutalen Form des Finanz-Darwinismus“. Er befürchtet, dass nur die starken Institute die Vorgaben erfüllen können. Sanio hält es für problematisch, wenn wegen zu hoher regulatorischer Anforderungen zu viele Banken in die zweite Liga absteigen: „Denn wer dort spielen muss, dem geht es schlecht. Welche Investoren werden bereit sein, bei ihnen die notwendigen Kapitalerhöhungen zu zeichnen?“, fragt Sanio.

Wegen Basel III rechnet die Deutsche Bundesbank bis Ende 2018 mit einem Kapitalbedarf deutscher Banken von etwa 50 Milliarden Euro. Laut Bundesbank werden die höheren Anforderungen an das Eigenkapital vor allem die großen Banken hart treffen. Sparkassen und Genossenschaftsbanken würden von den neuen Regeln „in weit geringerem Umfang belastet“. Den größten Teil des Kapitalbedarfs können die Institute vermutlich durch das Einbehalten von Gewinn abdecken. Dennoch werden große Banken an den Märkten um zusätzliches Kapital konkurrieren. Die Deutsche Bank ist schon mal vorgeprescht und hat bei Investoren fast zehn Milliarden Euro eingesammelt. Die staatlich gestützte Commerzbank (Tabelle rechts) dagegen musste sich erst einmal mit 600 Millionen Euro frischem Kapital begnügen. Die laufende Refinanzierung wird für einige Banken zum Überlebenskampf. Für die kommenden zwei Jahre errechnen Experten auf Basis fällig werdender Schuldtitel einen Bedarf europäischer Banken von einer Billion Euro. Die Banken wiederum stehen im Wettbewerb mit der öffentlichen Hand, die im gleichen Zeitraum einen Refinanzierungsbedarf von gut 1,1 Billionen Euro hat.

Die Refinanzierung wird allmählich zum größten Risikofaktor für die Banken. Im Zusammenspiel mit der Schuldenkrise tun sich Banken aus als schwach geltenden Ländern immer schwerer mit der laufenden Refinanzierung über Interbankemärkte und sind daher auf Sonderfazilitäten des Zentralbankensystems angewiesen. Ein weiteres Problem aus Sicht der Banken besteht darin, institutionelle Investoren für die geplanten bedingten Pflichtwandelanleihen (CoCo-Bonds) zu gewinnen. Schließlich sieht auch Basel III vor, dass Anleihen künftig Verluste voll tragen müssen, um regulatorisches Eigenkapital zu sein. Dieser neue Typ von Anleihe soll die bislang zum Kern- oder Ergänzungskapital hinzurechenbaren Nachrang- und Hybridanleihen ablösen. Nach Be-

tigen, dass bisher – auch verzerrt durch eine implizite Staatsgarantie für Großbanken – zu viel Kapital in die Finanzwirtschaft geleitet wurde.

Entscheidung im April

Was die Schuldenkrise in einigen Euro-Ländern betrifft, so ist der April 2011 der nächste wichtige Monat. Dann muss Portugal 4,5 Milliarden Euro refinanzieren. Noch hält die Europäische Zentralbank ihre schützende Hand über Portugal. Auf Dauer wird sie dies aber nicht tun. Eher früher als später wird Portugal unter den Europäischen Rettungsschirm EFSF (European Financial Stability Facility) schlüpfen. Für weitere Euro-Staaten wird gerade Platz geschaffen. Der Haftungsrahmen der Staaten untereinander wird von den europäischen Politikern genau so weit erweitert, dass 440 Milliarden Euro zur Verfügung stehen. Hinzu kommen 60 Milliarden von der EU-Kommission sowie die Hälfte des EU-Gesamt Betrags (500 Milliarden Euro) vom Internationalen Währungsfonds, also 250 Milliarden Euro. Insgesamt stünden dann tatsächlich Mittel in Höhe von 750 Milliarden Euro zur Verfügung. Im Gegenzug werden sich notleidende Staaten stärkere Eingriffe in ihre

Die Hilfen des Soffin

Angaben in Milliarden Euro

GARANTIE (SUMME: 55,6)	
FMS WERTMANAGEMENT (HRE)	15,0
IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK	9,7
HSH NORDBANK	9,0
EINLAGENSICHERUNGSFONDS	5,4
COMMERZBANK	5,0
AAREAL BANK	4,0
DÜSSELDORFER HYPOTHEKENBANK	2,4
COREALCREDIT BANK	0,4
KAPITALMASSNAHMEN (SUMME: 29,3)	
COMMERZBANK	18,2
HRE HOLDING	7,7
WEST LB	3,0
AAREAL BANK	0,4

Quelle: Soffin; Stand: Februar 2011

rechnungen von Standard & Poor's müssten Banken in den kommenden fünf bis zehn Jahren CoCos über eine Billion Dollar emittieren, um hybrides Kapital abzulösen. Ob Investoren bereit sind dieses Kapital aufzubringen, bleibt abzuwarten – schließlich wären sie dann in der Haftung. Im Gegenzug freilich winken höhere Zinskupons. Käme insgesamt nicht genug Verlustbeteiligungskapital zusammen, würde dies nur bestä-

Wirtschaftspolitik gefallen lassen müssen.

Der Rettungsschirm macht das Geld, das Banken an hochverschuldete Staaten verliehen haben, sicherer. Abzulesen ist dies an der Kursentwicklung europäischer Bankaktien: Der EuroStoxx-Banken-Index ist in diesem Jahr bisher kräftig gestiegen; stärker als die meisten anderen Branchenindizes. Um auch auf der



Staatsebene das Problem falscher Anreize zu beheben, ist eine Insolvenzordnung für Staaten notwendig. Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundeswirtschaftsministerium hält so eine Ordnung für unverzichtbar, weil nur sie den Anreiz mindern könne, eine drohende Überschuldung in Kauf zu nehmen. „Es wäre zugleich ein wichtiges Signal an die Investoren, das Risiko einer staatlichen Insolvenz und damit das Risiko des Verlustes eines Teils ihrer Ansprüche ernst zu nehmen“, schreiben die Ökonomen in ihrem Gutachten „Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union“.

Schattenbankensystem im Visier

Nicht nur der Rettungsschirm nimmt Druck von den Banken. Dies gilt auch für das so genannte Schattenbankensystem, also Hedgefonds, Private Equity und Alternative Investments. „Je engmaschiger wir unser Netz für die regulierten Teile der Finanzmärkte knüpfen, desto ausgeprägter werden die Ausweichbewegungen, die in nicht oder nur schwach regulierte Gebilde führen“, erläutert BaFin-Chef Sanio. Die Regulatoren plädieren für

den Grundsatz „gleiches Geschäft, gleiche Risiken, gleiche Regeln“. Das Thema Schattenbanken steht daher in diesem Jahr ganz oben auf der Agenda der Aufseher und internationalen Standardsetzer. In einem Szenario der Beratungsgesellschaft Oliver Wyman wird das Wachstum des Schattenbankensystems, wie zum Beispiel spezialisierte Credit Funds, die ihre Produkte an Pensionskassen und Versicherungen vertreiben, zu einem wesentlichen Treiber einer hypothetischen Krise im Jahr 2015 (Grafik unten). „Sowohl im Schattenbankensystem wie auch in den Schwellen- und Entwicklungsländern entstehen wieder jene komplexen und opaken Strukturen, die im Krisenfall leicht kollabieren und weitere Verluste bedeuten“, betont Finja Carolin Kütz, Geschäftsführerin von Oliver Wyman in München. Banken und Aufsichtsbehörden sollten ihrer Forderung nach daher auch extre-

me und schmerzhaft Szenarien entwickeln – und analysieren, welche Maßnahmen nötig sind, um sie beherrschbar zu halten.

Fazit

Finanzkrisen lassen sich vermutlich nie ganz ausschließen. Im Interesse



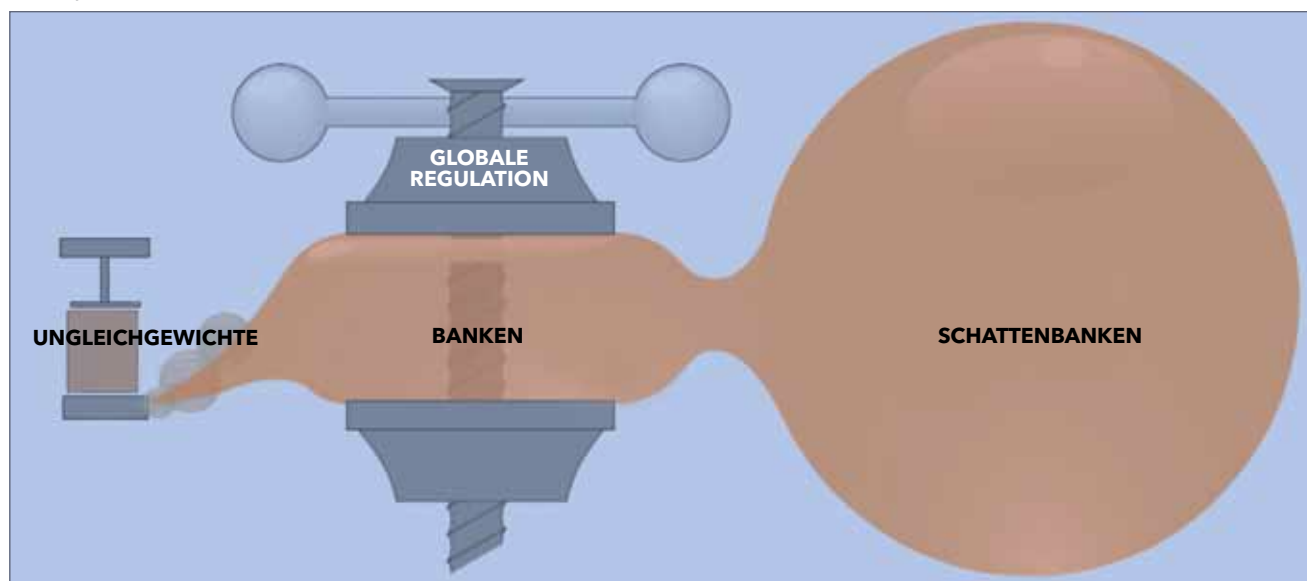
„IM SCHATTENBANKENSYSTEM ENTSTEHEN WIEDER JENE STRUKTUREN, DIE IM KRISENFALL LEICHT KOLLABIEREN.“

FINJA CAROLIN KÜTZ
GESCHÄFTSFÜHRERIN
OLIVER WYMAN MÜNCHEN

der Allgemeinheit muss aber auch in der Finanzwirtschaft das Prinzip der Haftung gelten. Daher wird von Investoren ein Beitrag gefordert. Sie sollen nicht nur bedingte Pflichtwandelanleihen in ausreichendem Umfang zeichnen, sondern müssen künftig wieder bereit sein, die Konsequenzen ihrer Investitionsentscheidung zu tragen. Im Ergebnis würde das (regulierte) Bankensystem sicherer.

Folgen der Regulierung

Globale Ungleichgewichte tragen zur Entstehung von Vermögenspreisblasen bei. Der Renditehunger und der Regulationsdruck wiederum lassen das Schattenbankensystem anwachsen.



Quelle: Abbildung aus der Oliver-Wyman-Studie „State of the Financial Services Industry - The Financial Crisis of 2015“

FOTOS: UNTERNEHMEN

IST PASSIV BESSER ALS AKTIV?

Investoren handeln immer stärker mit Exchange Traded Funds (ETFs). Damit setzen sie auf einen passiven Ansatz. Doch ist passiv wirklich besser als aktiv? Ja, sagt Clemens Reuter von UBS Asset Management. Dem widerspricht Michael Schmidt von Union Investment.



CLEMENS REUTER

ist seit Februar 2011 Head of Exchange Traded Funds bei UBS Global Asset Management. Zuvor war Reuter Head of Member Relations an der Schweizer Börse SIX, wo er maßgeblich an der Einführung des Handels mit ETFs und dem Wachstum dieses Segmentes beteiligt war.



MICHAEL SCHMIDT

ist Leiter des Aktienfondsmanagements und Geschäftsführer der Union Investment Privatfonds GmbH. Der Bankkaufmann, Betriebswirt und CFA-Charterholder verfügt über langjährige Erfahrung im Aktienfondsmanagement, sowohl mit deutschen als auch europäischen und globalen Aktien.

Pro

ETFs haben seit ihrer Einführung in Europa im Jahr 2000 enorme Wachstumswahlen verzeichnet. Gleichzeitig hat die Vielfalt stark zugenommen: ETFs berücksichtigen eine breite Palette an Anlageklassen, Regionen, Themen, Branchen und Anlagestilen. In der Praxis finden sie vielseitigen Einsatz: als langfristiges Investment zur Diversifikation eines Portfolios, um kurzfristige Trends und Marktentwicklungen gezielt auszunutzen oder bei der Umsetzung von Long/Short-Strategien. Auch zur Liquiditätsbewirtschaftung eignen sich ETFs hervorragend. Überdies werden sie im Rahmen des Transition Managements eingesetzt, um in der Zeit einer Restrukturierung oder Neustrukturierung eines Portfolios im Markt investiert zu sein. Dies kann etwa bei Pensionskassen der Fall sein, wenn der Fondsmanager oder Consultant wechselt.

Da ETFs einen Index replizieren, sind sie sehr transparent, einfach, schnell und preiswert. Auch eine Intraday-Liquidität ist durch einen Market Maker sichergestellt. Market Maker haben vertragliche Vereinbarungen mit Emittenten und Börsen und sind daher verpflichtet, während der Handelsstunden kontinuierlich Geld-Briefkurse und Geld-Briefvolumen anzubieten. Dadurch werden niedrige Geld-Brief-Spannen sowie eine hohe Handelsliquidität sichergestellt.

Eine wichtige Komponente ist das Konzept mehrerer Anteilsklassen. UBS bietet für die meisten seiner ETFs mehrere Anteilsklassen an, wobei sich die Anteilsklasse „I“ an institutionelle Anleger und vermögende Privatkunden richtet.

Contra

Eugene Fama liegt falsch. Entgegen der Annahme des US-amerikanischen Finanzwissenschaftlers sind die Kapitalmärkte eben nicht effizient. Ein Blick auf die Märkte bestätigt diese Erkenntnis jeden Tag aufs Neue. Die Folge: Gute aktive Manager können aus den Ineffizienzen grundsätzlich Kapital schlagen und einen echten Mehrwert gegenüber dem passiven Marktindex generieren.

Dass dies tatsächlich gelingt, beweisen aktive Manager seit Jahren mit ihrer Arbeit. Untersuchungen belegen, dass aktives Management durchaus in der Lage ist, einen passiven Vergleichsindex nicht nur sporadisch zu schlagen. Und mehr noch: Waren aktive Fondsmanager in der Lage, in der Vergangenheit signifikantes und echtes Alpha zu erwirtschaften, so erzielten sie auch in den darauffolgenden zwölf Monaten im Durchschnitt einen Mehrwert gegenüber ihrer jeweiligen Benchmark. Die Identifikation erfolgreicher aktiver Manager ist somit auch ex ante möglich.

Eine Asset Allocation mit rein passiven Bausteinen bedeutet den Verzicht auf einen signifikanten Mehrertrag. Gerade auf die Outperformance kommt es gegenwärtig jedoch besonders an. Angesichts eines im Zuge der Finanzkrise über alle Anlageklassen hinweg sinkenden Renditeniveaus brauchen viele Investoren den Mehrertrag heute so sehr wie kaum zuvor. Wollen sie ihren Verpflichtungen nachkommen und ihre erforderlichen Zielrenditen erreichen, können sie sich mit passiven Renditen nicht zufrieden geben. Nie war aktives Management so wertvoll wie heute.

NACHHALTIG ANLEGEN: VORTEILE IN GRÜN

Wer nachhaltig investiert, geht nicht nur verantwortungsvoll mit Umwelt und Gesellschaft um. Vielmehr schützen Investoren ihr Portfolio vor Verlusten. Erste Institutionen sind bereits verpflichtet, sozial verantwortlich zu investieren.

Der britische Thronfolger Prinz Charles erntete reichlich Applaus, als er in einer Umweltkonferenz im Europäischen Parlament in Brüssel Mitte Februar ein radikales Umdenken in Politik und Wirtschaft, aber auch von den Verbrauchern in Europa forderte. „Wir müssen von den üblichen Wirtschaftsmustern abweichen“, sagte der Prinz von Wales. Wachstum dürfe nicht mehr länger an den enormen Verbrauch natürlicher Ressourcen gebunden sein, denn wenn es diese nicht mehr gebe, werde auch das Wachstum ein Ende haben.

Applaus ernten auch Institutionen, wenn sie nachhaltig und sozial verantwortlich investieren. Unternehmen wie etwa die Münchener Rück prahlen mit Aussagen wie: „Wir investieren mehr als 90 Prozent unserer Kapitalanlagen nachhaltig“ und lassen sich dafür gleich auszeichnen. „In einigen Ländern wie Deutschland



„NACHHALTIGKEIT IST NICHT NUR SACHE DER ETHIK, SONDERN AUCH EIN RISIKOSCHUTZ.“

RALPH PRUDENT
GESCHÄFTSFÜHRER
ÖKOWORLD LUX S.A.

Umstrittene Definition

Leider wird Nachhaltigkeit noch nicht klar definiert und so ist Greenwashing gängige Praxis: Einige Anbieter von Investmentprodukten stellen ihre Portfolios unter ein grünes Dach. Genauer betrachtet, findet man in solchen Portfolios Werte, die nichts mit Nachhaltigkeit zu tun haben. Vor allem bei Best-in-Class-Strategien kommt dies häufig vor. Selbst der bekannte Nachhaltigkeits-Index, der Dow-Jones-Sustainability-Index, enthielt im Sommer 2010 den Ölkonzern BP. Dabei war das Unternehmen mit seiner gesunkenen Bohrplattform Deepwater Horizon da schon längst zum Umweltsünder par excellence geworden. „Dass 28 von 30 Dax-Werten in Best-in-Class-Strategien zu finden sind, lässt vermuten, dass das gesamte System auf Greenwashing aufgebaut ist“, moniert Andrew Murphy, geschäftsführender Gesellschafter von Murphy & Spitz. Er weiß als einer der Pioniere auf dem Gebiet, dass nur wenige Häuser konsequent und vollständig den Grundsatz nachhaltiger Investments verfolgen. Ökoworld-Lenker Prudent fügt hinzu: „Es gibt zahlreiche unterschiedliche Definitionen von nachhaltigen Investments. Einige davon sind sehr kreativ.“ Ökoworld hat sich selbst strenge Kriterien für seine Investments auferlegt, die „auch in Ausnahmefällen nicht umgangen werden können“, erklärt Prudent. Es gibt Positiv-Kriterien, die alle erfüllt sein müssen und Negativ-Kriterien, die immer ausgeschlossen sind. Murphy & Spitz prüft alle infrage kommenden Investments durch ein eigenes Research auf ihren Nachhaltigkeitswert.



„DIE PERFORMANCE NACHHALTIGER INVESTMENTS IST NICHT SCHLECHTER.“

ANDREW MURPHY
GESCHÄFTSFÜHRENDER
GESELLSCHAFTER
MURPHY & SPITZ

und Großbritannien besteht eine Pflicht für Pensionskassen, zu berichten, inwieweit Nachhaltigkeitsaspekte bei der Anlageentscheidung berücksichtigt werden“, weiß Dr. Eckhard Plinke, Leiter Sustainability Research bei der Bank Sarasin & Cie. Nachhaltige beziehungsweise Social Responsible Investments (SRI) sind längst keine Modeerscheinung mehr. Hier geht es um einen Trend, der sich mehr und mehr durchsetzt. Die Entwicklung ist rasant. Wer länger in dem Geschäft tätig ist, wie Ralph Prudent, Geschäftsführer von Ökoworld Lux S.A., weiß: „Vor einigen Jahren wurde das Thema noch gar nicht richtig wahrgenommen. Heute ist es ein beeindruckender Bestandteil der modernen Kapitalanlage.“



„IN EINIGEN LÄNDERN BESTEHT DIE PFLICHT ZU BERICHTEN, INWIEWEIT NACHHALTIGKEITSASPEKTE BERÜCKSICHTIGT WERDEN.“

DR. ECKHARD PLINKE
LEITER SUSTAINABILITY RESEARCH
BANK SARASIN & CIE

RNE konzipiert Nachhaltigkeitskodex

Nicht alle Investmenthäuser halten sich konsequent an eigene oder fremde Vorgaben. Abhilfe soll nun ein Nachhaltigkeitskodex des Rats für Nachhaltige Entwicklung (RNE) schaffen. Ziel des RNE ist es, ein wirkungsvolles Instrument zur Bewertung und zum Vergleich der Nachhaltigkeitsleistungen von Unternehmen zu entwickeln. Darüber hinaus soll der Kodex Orientierung für nachhaltiges Wirtschaften geben. In 22 Eckpunkten werden soziale, ökologische und strategische Anforderungen an börsennotierte Unternehmen abgebildet. Derzeit bringen sich Unternehmen, Institutionen, Vermögensverwalter und andere Marktteilnehmer mit Vorschlägen ein, um den Index zu konzipieren.

Der Vorbehalt, nur in nachhaltige Anlagen zu investieren würde den Investor einschränken, gilt nur bedingt: „Das ist zwar theoretisch korrekt, in der Praxis aber weniger relevant“, sagt Sarasin-Banker Plinke. „Es hat sich gezeigt, dass mit den aus der Nachhaltigkeitsbewertung resultierenden Titeln ausreichend große Anlageuniversen für gut diversifizierte Fonds oder Portfolios zusammengestellt werden können. Beispielsweise umfasst das investierbare Universum bei Sarasin derzeit rund 1.000 Titel weltweit. Bei rein aktiv gemanagten Nachhaltigkeitsfonds und -mandaten ist daher die Einschränkung des Universums in der Praxis nicht relevant – auch Portfoliomanager von konventionellen, aktiv gemanagten nicht-nachhaltigen Fonds arbeiten nur mit einem begrenzten Titeluni-

versum“, so Plinke. In der Praxis resultierten aus der Nachhaltigkeitsanalyse zusätzliche Titelideen, die sich in der Regel nicht im Radar der Finanzanalysten befinden und das Anlageuniversum sogar erweitern. Dabei handle es sich oft um Titel mit kleinerer Marktkapitalisierung, die sich durch Produkte oder Leistungen mit hohem ökologischen oder sozialen Nutzen auszeichnen wie erneuerbare Energien oder Wasseraufbereitung.

Chance-Risiko-Verhältnis optimiert

Bedenken, dass Nachhaltigkeit zulasten der Performance geht, halten die Experten für unbegründet. Murphy: „Die Performance nachhaltiger Portfolios ist sicherlich nicht schlechter. Stattdessen gibt es eine Abfederung nach unten.“ Demnach bieten sich nachhaltige Anlagen vor allem für sicherheits- und langfristig orientierte Investoren an. Prudent legt als Beweis für die bessere Performance eines Ökoworld-Fonds einen Vergleichschart zum MSCI World vor. Das Bild zeigt: Dauerhaft höhere Rendite und weniger starke Ausschläge nach unten. „Wichtig ist aber, dass man mit nachhaltigen Investments nicht nur sein Gewissen beruhigt, sondern sich langfristig vor Risiken absichert, die eine klassische Anlage nicht abdeckt.“ Er denkt da an die Wasserverknappung, den Rohstoffverbrauch und die Klimaerwärmung. „Mit nachhaltigen Investments kann man Auswirkungen dieser Risiken abfedern und sein Vermögen besser schützen“, meint der Umweltexperte.

Sarasin-Experte Plinke ist sicher: „Auch für institutionelle Anleger wie Pensionskassen wird die Meinung vertreten, dass die Berücksichtigung ökologischer und sozialer Risiken im Anlageprozess zu den treuhänderischen Pflichten gehört, um sich daraus ergebende finanzielle Risiken zu vermeiden beziehungsweise zu vermindern.“ Er hat in seiner Studie „Performance und Nachhaltigkeit“ 2008 nachgewiesen, dass SRI-Portfolios langfristig eine bessere Rendite bringen als der MSCI World. So wird die Pflicht zur Kür.

Ulrike Germann

INVESTOREN-TREND: FREIE HAND FÜR DEN PORTFOLIOMANAGER

Mischfonds gewinnen derzeit Marktanteile. Das liegt zum einen an ihrer stabilisierenden Wirkung und dem geringen Aufwand bei der Verwaltung. Zum anderen daran, dass sich die Leistung des Vermögensverwalters sehr gut einschätzen lässt - ohne aufwändige Beauty Contests.

Die Statistik des Bundesverbandes Investment und Asset Management (BVI) zeigt: Die größten Zuwächse 2010 waren im Bereich der Mischfonds zu verzeichnen. Mit einem Nettomittelzufluss von 13,8 Milliarden Euro führen sie die Absatzrangliste vor den Aktienfonds an, in die netto 10,2 Milliarden Euro flossen. Rentenfonds sammelten per Saldo 9,9 Milliarden Euro ein. Und auch wenn diese Zahlen nur einen Teil der Wahrheit zeigen – nämlich den über Publikumsfonds darstellbaren –, spiegeln sie doch den Trend deutlich wider.

„Gerade die vermögensverwaltenden Fonds werden derzeit sehr stark nachgefragt“, weiß Klaus-Dieter Erdmann, Geschäftsführer der MMD Multi Manager GmbH. In seiner Datenbank hat Erdmann 1.025 Fonds aufgelistet, die vermögensverwaltend gemanagt wer-

eine möglichst geringe Volatilität anstreben. Und bei denen das Kapital „so gemanagt wird, als hätte jeder Anleger mir sein gesamtes Vermögen anvertraut“, wie es Edouard Carmignac, Präsident und Geschäftsführer von Carmignac Gestion, formuliert. Deshalb arbeiten die vermögensverwaltenden Fonds bewusst nicht gegen eine Benchmark. „Was bringt es einem Kunden, wenn der Index um 30 Prozent fällt, der Fonds aber nur 28 Prozent verliert?“, fragt Erdmann. Dann war der Fondsmanager zwar besser als die Benchmark, hat aber trotzdem Vermögen seiner Kunden vernichtet. Ein klares Risikomanagement ist deshalb wichtig und zeichnet die Fonds aus.

Großes Interesse von Stiftungen

Was aber macht die Fonds so attraktiv? Zwei Punkte stechen heraus: Die geringe Volatilität und das aktive Management. „Gerade bei Stiftungen sehen wir ein immenses Interesse“, sagt Günter T. Schlösser, Vorstandsvorsitzender des Verbandes unabhängiger Vermögensverwalter. Dies liege daran, dass die Fonds in der Verwaltung für Stiftungen und kleinere institutionelle Anleger sehr einfach zu handhaben seien. „Da die Asset Allocation auf Fondsebene erfolgt, fällt weniger Arbeit an“, so Schlösser. Die Fonds bildeten zudem durch ihre Ausrichtung auf eine geringere Volatilität ein stabilisierendes Element, ohne dass auf Kundenseite Arbeit damit verbunden sei. Zudem treffe die starke Nachfrage nach den Produkten auch auf Fondsmanager, die sehr an institutionellen Tickets interessiert seien. „Viele Anbieter vermögensverwaltender Fonds legen institutionelle Tranchen auf, um mehr Volumen in ihre Fonds zu bekommen“, so Schlösser. Dabei nähmen sie geringere Margen in Kauf, um mit größeren Volumina belohnt zu werden. „Das ist auch deshalb attraktiv, weil viele der kleinen Fondsanbieter keinen eigenen Vertrieb haben“, erklärt der Verbandslenker.

Außerdem schneiden die Fonds auch noch gut ab. Gemessen am MMD-Index All-Fund haben die vermögensverwaltenden Fonds seit dem 1. Januar 2009



„VERMÖGENSVERWALTENDE FONDS WERDEN DERZEIT SEHR STARK NACHGEFRAGT.“

KLAUS-DIETER ERDMANN
GESCHÄFTSFÜHRER
MMD MULTI MANAGER GMBH

den. Und gerade in diese flößen die meisten Mittel. „Mittlerweile verwalten diese Fonds zusammen rund 160 Milliarden Euro“, rechnet Erdmann vor. „Beim BVI fallen fast alle diese Fonds unter die Rubrik Mischfonds“, weiß der Marktkenner. Darin enthalten seien auch Fonds, die keine aktive Asset Allocation betreiben, sondern in starren Bandbreiten beispielsweise nur Aktien und Renten mischen.

Vermögensverwaltende Fonds dagegen messen dem Kapitalerhalt einen hohen Stellenwert zu. Deshalb handelt es sich in der Regel um aktiv verwaltete, auf Marktsituationen eher rasch reagierende Fonds, die



„GERADE BEI STIFTUNGEN SEHEN WIR EIN IMMENSES INTERESSE.“

GÜNTER T. SCHLÖSSER
VORSTANDSVORSITZENDER
VERBAND UNABHÄNGIGER VERMÖGENS-
VERWALTER

eine durchschnittliche Entwicklung von 24,73 Prozent erzielt, bei einer Volatilität von 5,85 Prozent. Der maximale Monats-Verlust liegt in der gleichen Zeit bei 2,68 Prozent. Verglichen mit anderen Fondsgruppen liegen die vermögensverwaltenden Fonds also nie bei der maximalen Rendite, liefern aber auch nie die maximalen Verluste. Aufgegliedert nach Risikoklassen schaffen die Fonds, was von ihnen erwartet wird: Gute Rendite bei akzeptablem Risiko nach unten. So lieferten zum Beispiel die defensiven Fonds seit 1. Januar 2009 im Schnitt ein Plus von 11,90 Prozent bei einer Volatilität von 2,37 Prozent. Die offensiven Fonds brachten es durchschnittlich im gleichen Zeitraum auf ein Plus von 40,61 Prozent bei einer Volatilität von 9,54 Prozent. „Viele Fonds werden gerade erst drei Jahre alt“, erläutert Erdmann. „Sie wurden oft vor Einführung der Abgeltungssteuer aufgelegt, um die Strategien der Vermögensverwalter steueroptimal sichern zu können.“ Drei Jahre Track Record und ein Mindestvolumen von zehn Millionen Euro sind die Kriterien, die in der Regel für die Aufnahme in den Index erfüllt sein müssen.

Fondsperformance statt Beauty Contest

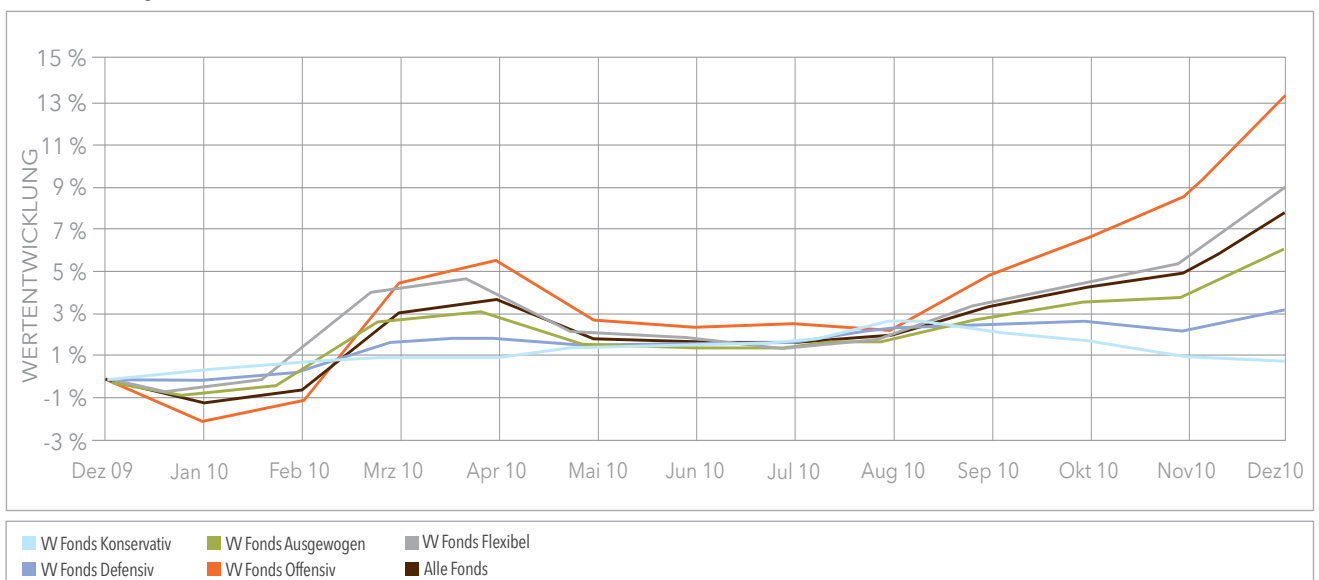
Und der Blick auf die Fonds ist lohnend, denn sie ersetzen mehr und mehr die aufwändigen Beauty Contests. Statt also eine Vorauswahl zu treffen und die verbliebenen Kandidaten in einer oder sogar mehreren Runden antreten zu lassen, reicht jetzt der Blick auf die Wertentwicklung des Fonds. „Die Leistung des Vermögensmanagers ist hier eindeutig abzulesen“, stellt Erdmann fest. „Es gibt keine Musterportfolios, die nach Belieben gestrickt werden oder hypothetische Konstrukte.“ Die Fonds geben direkt Auskunft über den Manager – und ob er seinen Investmentansatz und vor allem sein Risikomanagement auch wirklich durchhält.

„Das A und O ist es, das Risiko im Griff zu halten“, meint Frank Präuner, Geschäftsführer der Dr. Lux & Präuner Vermögensverwaltung. Niemand könne die Zukunft

„DAS A UND O IST ES, DAS RISIKO IM GRIFF ZU HALTEN.“

vorhersehen. Deshalb sei es so wichtig, sich nicht in seine Prognosen zu verlieben und an ihnen entgegen der Marktentwicklung zu lange festzuhalten. „Wenn man investiert, muss man auch wissen, wann man die Reißleine ziehen muss“, sagt Präuner. Zehn Prozent Verlust seien oft noch hinnehmbar. „Danach wird es schwierig.“ Deshalb setzen Dr. Lux & Präuner beim Management ihrer beiden vermögensverwaltenden

Wertentwicklung MMD - Indizes / ein Jahr



Quelle: MMD



Fonds auf das Konzept Minimum Varianz. Dieses aus der Portfoliotheorie stammende Konzept sieht eine möglichst breite Streuung der Anlagen vor, um das Risiko so weit wie möglich auszuschalten.

„Emotionen haben im Fondsmanagement nichts verloren“, ist die Meinung von Elmar Arbert, Managing Director der Lacore S.A., einer auf Risikomanagement spezialisierten Beratungsgesellschaft. Im Herbst 2010 wurde bei Ampega Gerling der erste Lacore-Fonds aufgelegt, vermögensverwaltend gemanagt und mit einem Schwerpunkt beim Risikoma-



„WIR ARBEITEN HANDWERKLICH SAUBER UND DAMIT EXTREM LANGWEILIG.“

ELMAR ARBERT
MANAGING DIRECTOR
LACORE S.A.

nagement. „Wir benutzen ein von uns entwickeltes mathematisches Modell, ein Trendfolgemodell im Wesentlichen. Generiert es Kaufsignale, setzen wir diese um. Sendet es Verkaufssignale, werden diese ebenso nüchtern umgesetzt. Wir schalten auf diese Weise jede Emotion, jeden Anflug von Intuition

aus“, erklärt Arbert. „Die Vergangenheit hat gezeigt, dass wir damit sehr gute Ergebnisse erzielen. Wir arbeiten handwerklich sauber und damit extrem langweilig.“ Ausstiegssignale seien dabei häufig eher zu früh, selten zu spät generiert worden. „Wir sind schnell vom Markt weg und brauchen dann eine Weile, bis wir wieder drin sind. Aber das ist genau die richtige Vorgehensweise, die gerade Manager großer Vermögen auch zu schätzen wissen“, so Arbert.

Identifikation als Herausforderung

Vermögensverwaltende Fonds sind eine echte Alternative. „Allerdings ist der Markt sehr heterogen strukturiert. Berater und Investoren brauchen umfassende Expertise um zu erkennen, welche der vielen hundert Mischfonds vermögensverwaltend und solide gemanagt werden und sich daher als Basisinvestment eignen“, stellt Verbandsmann Schlösser fest. So existiere auch kein einheitlicher Sprachgebrauch: „Bezeichnungen wie Absolute-Return-, Dach-, Misch- und Multi-Assetklassen- oder Superfonds haben Anleger längst den Überblick verlieren lassen.“ Darüber hinaus fehle eine Abgrenzung der echten vermögensverwaltenden Fonds zu der rasant wachsenden Zahl an flexiblen Mischfonds. Eine solche einheitliche Definition für die Branche zu schaffen sei das Ziel für 2011.

Bodo Scheffels

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

FID Verlag GmbH

Koblenzer Straße 99

53177 Bonn

Telefon: 0228 / 9550-333

Fax: 0228 / 8205-5736

Internet: www.investment-inside.de

E-Mail: info@investment-inside.de

Geschäftsführung: Jörg Luderhann (Vorsitzender), Sandra Witscher, Helmut Graf

Bereichsleitung: Susanne Santjer

Ust.-IdNr.: 811270471

ISSN: 2191-1258

CHEFREDAKTEURIN UND

VERANTWORTLICH FÜR DEN INHALT

Ulrike Germann

Büro Düsseldorf:

Ahornblick 16

40629 Düsseldorf

Tel. 0211 / 86 399 86 -1

E-Mail: germann@investment-inside.de

Internet: www.investment-inside.de

STELLVERTRETENDER CHEFREDAKTEUR

Stefan Terliesner

CHEFIN VOM DIENST

Martina Fehring

REDAKTION

Christian Euler, Christine Mattauch (Korrespondentin New York), Barbara Ottawa

(Korrespondentin Europa), Bodo Scheffels, Eberhard Seitz, Silke Siems, Franz von den

Driesch, Dirk Wohleb

GRAFIK

net:x kommunikationsagentur,

Rethelstraße 153, 40237 Düsseldorf,

Inhaber André Winkelheck

TITELBILD

iStockphoto, Maciej Noskowski

ERSCHEINUNGSWEISE

monatlich

HEFTPREIS

16,50 € pro Ausgabe

Bei Bestellung Versand im Inland inklusive.

ABONNENTENSERVICE

Das Jahresabonnemement von INVESTMENT

INSIDE (zwölf Ausgaben) kostet 122 € (inkl. USt. und Versand in Deutschland).

Auslandspreise inkl. Versand: Österreich 155 €, Schweiz 201 CHF, sonstige auf Anfrage.

Studenten erhalten gegen einen Nachweis

25 Prozent Rabatt.

Abo-Bestellungen senden Sie bitte an:

FID Verlag GmbH

Abonnenten-Service

Investment Inside

Koblenzer Straße 99

53177 Bonn

E-Mail an: vertrieb@investment-inside.de

ANZEIGEN

Anzeigenabteilung

FID Verlag GmbH

Koblenzer Straße 99

53177 Bonn

Ihr direkter Kontakt: Susanne Santjer

Telefon 0228 / 8205-7742

E-Mail: anzeigen@investment-inside.de

DRUCK

Görres-Druckerei und Verlag GmbH

Carl-Spaeter-Straße 1

56070 Koblenz

**INVESTMENT
INSIDE**

© Copyright für alle Beiträge bei
FID Verlag GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

FONDS OHNE BENCHMARK

Der Amundi International Sicav investiert langfristig in Value-Werte. An einem Index orientiert sich das Management von First Eagle nicht. Stattdessen verfolgen die Manager konsequent ihren Investmentprozess. INVESTMENT INSIDE sprach mit Jan Vormoor, Senior Investmentspezialist für Value Strategien und US-Equities bei Amundi.

➤ Herr Vormoor, Amundi bietet jetzt in Deutschland einen Value-Fonds an, der längere Zeit geschlossen war. Warum?

Vormoor: Der Fonds unterscheidet sich erheblich von anderen Value-Fonds. Während die Portfoliomanager vieler anderer Sondervermögen versuchen, ihre Benchmark über Zeiträume von sechs oder zwölf Monaten outzuperformen, haben wir zum Beispiel gar keine Benchmark. Unser primäres Ziel ist es, kein Geld zu verlieren und längerfristig eine gute und relativ stetige Performance zu erzielen.

➤ Woran lassen Sie sich dann messen?

Vormoor: Wir sind sicher, dass wir über einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren eine bessere Performance erzielen als die relevanten globalen Aktienindizes wie der MSCI World. Wir richten unsere Titelauswahl aber nicht an diesen Indizes aus. Wir suchen Unternehmen, die wir deutlich unter ihrem inneren Wert erwerben können.

➤ Das könnte ein Problem für Investoren sein, wenn diese an einem Stichtag eine Outperformance vorweisen müssen.

Vormoor: Im Durchschnitt halten Investoren amerikanische Aktien nur drei bis sechs Monate. Das wäre nie unser Ansatz. Dass kurzfristige Aktieninvestments nicht sinnvoll sind, erkennen immer mehr Anleger – vor allem institutionelle Investoren.

➤ Sie sagen, es kommt auf die Haltedauer an, ob man mit Aktien erfolgreich ist.

Vormoor: Wichtiger ist die Erkenntnis, dass man die Zukunft an den Kapitalmärkten nicht vorhersehen kann. Mit unserem Investmentansatz, nämlich Beteiligungen von unterbewerteten Unternehmen zu einem erheblichen Discount zu kaufen, werden wir besser sein als Indizes. Unser wichtigstes Ziel ist es, dass wir kein Geld verlieren.

➤ Wie entscheiden Sie über Ihre Investments?

Vormoor: Zunächst betrachten wir, welche Free Cashflows Unternehmen, die uns gefallen, generieren können. Dann ermitteln wir, was ein Investor heute für dieses Unternehmen bezahlen würde. Dabei orientieren wir uns stark daran, wie vergleichbare Unternehmen bei Mergers & Akquisitionen und Private Equity gehandelt werden – ein wichtiger Indikator für uns. Wir schauen uns an, was das Management mit den Cashflows macht und wir investieren nur in Unternehmen, die wie wir sind: langfristig orientiert, solide finanziert und risikoscheu. Final investieren wir nur, wenn wir mindestens einen 35-prozentigen Discount auf den von uns ermittelten inneren Wert bekommen. Das hat zwei Gründe. Wenn wir uns mit der Bewertung täuschen, haben wir eine große Sicherheitsmarge. Und wenn der Kurs des Unternehmens fällt, verlieren wir kein Geld.

➤ Und da finden Sie noch ausreichend Unternehmen?

Vormoor: Das hängt von der jeweiligen Marktsituation ab. 2008 und 2009 – nach der Krise – war für uns ein perfektes Umfeld. Da haben wir viele günstige Unternehmen gefunden und es gab traumhaft niedrige Preise. Jetzt ist es schwieriger, wobei wir immer noch interessante Unternehmen finden. Derzeit haben wir rund 20 Prozent Cash im Portfolio. Hintergrund ist, dass wir weniger Unternehmen zu guten Bewertungen finden und mehr Aktien nach dem Erreichen ihres Kursziels verkaufen.



Aktien-Experte Jan Vormoor

➤ Wir danken Ihnen für das Gespräch.

RATINGS: IM ZWEIFEL FÜR DEN ZAHLENDEN

Die Noten der Ratingagenturen werden seit ihren Fehleinschätzungen im Zuge der Finanzkrise nicht mehr kritiklos hingenommen. Mancher Kunde greift auf zusätzliches Research zurück, andere stellen das Geschäftsmodell grundsätzlich in Frage.

In die Branche der Ratinggesellschaften kommt neuer Schwung. So wurden Ende 2009 für die EU neue Kontrollvorschriften erlassen. Ratingagenturen müssen sich künftig registrieren lassen, müssen ihre Bewertungsmethoden auf Anfrage offenlegen und dürfen nicht mehr gleichzeitig Beratung etwa bei der Produktgestaltung und Bewertung anbieten. Kontrolliert werden die Agenturen von der neuen EU-Aufsichtsbehörde für den Wertpapiersektor (European Securities and Markets Authority/ESMA) in Paris.



„IM AUFTRAG ERSTELLTE RATINGS HABEN DEN NACHTEIL, DASS EINE EINSEITIGE GESCHÄFTSBEZIEHUNG ZUM AUFTRAGGEBER BESTEHT.“

DR. CLAUDIA VOGL-MÜHLHAUS
MITGLIED DER GESCHÄFTSLEITUNG
SCOPE GROUP

Vermieden werden sollen mit diesen Regeln Interessenkonflikte, die vor allem aus dem Geschäftsmodell der Agenturen entstehen. Denn bei den meisten Bonitätsprüfern werden Ratings von dem bezahlt, der bewertet wird. Deshalb beauftragen manche Unternehmen und Banken nur die Agenturen, von denen sie sich gute Noten erwarten. Die stärkere Regulierung soll dem einen Riegel vorschieben. Die Ratingagenturen reagieren: Standard & Poors (S&P) wird in Zukunft auch Unternehmen ohne Auftrag prüfen. „Wir betrachten das Thema unbeauftragte Ratings anders als in der Vergangenheit“, sagt S&P-Deutschland-Chef Torsten Hinrichs. Mitte Januar 2011 hatte S&P WestLB und NordLB bewertet, obwohl diese die Verträge gekündigt hatten.

Schwere Zeiten also für die US-amerikanischen Platzhirsche S & P, Moody's und Fitch, zu deren Ratings mittlerweile gerne eine zweite Meinung eingeholt wird. Ein gutes Geschäftsfeld für neue Konkurrenten. In den USA etwa tritt Meredith Whitney, eine ehemalige Analystin

von Oppenheimer & Co., mit einer neuen Ratingagentur an. Whitney hatte die Schwierigkeiten der Citigroup und der ganzen Finanzwelt 2007 vorhergesagt – war dafür aber verlacht worden.

Dass sich Investoren nicht ausschließlich auf die Expertise der Bonitätsprüfer verlassen sollten, zeigt ein Blick in die jüngere Vergangenheit. So bestätigte beispielsweise S&P nur wenige Tage vor dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers das Langfristrating der angeschlagenen Bank mit einem soliden A. Dieses Rating untermauert die Vermutung, dass die Bonitätsprüfer die Risiken oft erst zu spät erkennen. „Die Ratingagenturen reagieren häufig erst dann, wenn das Kind bereits in den Brunnen gefallen ist“, meint auch Raul Kaltenbach, Fondsmager bei Frankfurt Trust. Dies galt auch für die Bewertung offener Immobilienfonds. Die Agenturen hatten diese Fonds stets als Investment beurteilt, das auch in turbulenten Marktphasen sichere und zugleich ansehnliche Renditen beschert. „Im Vergleich zu anderen Anlageklassen zeigen die offenen Immobilienfonds eine bemerkenswerte Robustheit in Krisenzeiten“, beteuerte Wolfgang Kubatzki, Leiter Real Estate bei Feri EuroRating Services, noch im Frühjahr 2009 und zerstreute damit allzu große Befürchtungen. Eine Fehleinschätzung. Managementfehler und die Finanzkrise haben etliche Portfolios belastet und teils kräftige Verluste beschert. Zwar erwarten Experten, dass sich die Renditen mittelfristig wieder bei drei bis vier Prozent einpendeln werden. Kurzfristig lässt die Trendwende jedoch weiter auf sich warten. „Die Effekte anhaltender Abwertungen dürften sich auch 2011 fallweise noch bemerkbar machen“, befürchtet Dr. Claudia Vogl-Mühlhaus von der Ratingagentur Scope Analysis.

Für diejenigen, die offene Immobilienfonds ins Portfolio genommen haben, ist das ein schwacher Trost. Noch immer sind Fonds eingefroren, drei – der Morgan Stanley P2 Value, der KanAm US-Grundinvest und der Degi Europa – werden mittlerweile sogar abgewickelt. In der Kritik stehen die Ratinggesellschaften jedoch nicht nur, weil sie häufig zu spät die Probleme erkennen. Auch die

Interessenskonflikte wurden am Beispiel der Immobilienfonds sichtbar. Die Agenturen erstellen offizielle Ratings ausschließlich im Kundenauftrag. „Im Auftrag erstellte Ratings haben den Nachteil, dass eine einseitige

„RATINGAGENTUREN REAGIEREN OFT ZU SPÄT.“

ge Geschäftsbeziehung zu einem Auftraggeber besteht. Dies kann sowohl bei der Erstellung als auch bei der Veröffentlichung des Ratings tendenziell zu Einflussnahmen führen“, meint Vogl-Mühlhaus. Dass Christian Völxen, Teamleiter Real Estate bei Feri EuroRating Services, von möglichen Interessenskonflikten nichts wissen möchte, liegt in der Natur der Sache. „Unser Geschäftsmodell sieht vor, dass wir offizielle Ratings zu offenen Immobilienfonds ausschließlich im Auftrag erstellen. Unsere Objektivität wird dadurch sicherlich nicht getrübt. Hinzu kommt, dass wir intern zu jedem offenen Immobilienfonds eine Bewertung erstellen, auf die institutionelle Investoren jederzeit Zugriff haben.“

Offiziell veröffentlichen die Feri-Experten derzeit für die Fondsanbieter Rreef und KanAm einmal jährlich ein Vollrating zu den offenen Immobilienfonds. Wann der Öffentlichkeit das jeweilige Ergebnis präsentiert wird, entscheidet indes der Auftraggeber. „Das Veröffentlichungsrecht, das in der Vergangenheit nicht immer genutzt wurde, liegt bei der KAG“, so Völxen. Somit können Fondsanbieter zumindest verhindern, dass weniger schmeichelhafte Ratings an die Öffentlichkeit gelangen. Eine mögliche Gefahr dieses Geschäftsmodells besteht darin, dass es zum Rating-Shopping kommt: Kapitalanlagegesellschaften beauftragen gleich mehrere Ratinggesellschaften mit einer Analyse – und lediglich das beste Ergebnis wird der Öffentlichkeit präsentiert. Problematisch ist dies vor allem deshalb, weil Ratingagenturen mit zum Teil völlig unterschiedlichen Methoden arbeiten und Investoren somit

die Bewertungen der einzelnen offenen Immobilienfonds nicht miteinander vergleichen können.

Die Berliner Ratingagentur Scope verfolgt ein anderes Geschäftsmodell. „Scope Analysis ist von Anfang an mit dem Ziel angetreten, einen breiten Marktüberblick herzustellen. Daher erstellen wir für die offenen Immobilien-Publikumsfonds die Ratings stets in Eigenregie und nicht im Auftrag“, so Vogl-Mühlhaus. Auch die Veröffentlichungsrechte liegen bei Scope. Dies hat den Vorteil, dass Fondsgesellschaften die Veröffentlichung weniger erfreulicher Benotungen nicht verhindern können. Zwar haben Investoren kostenlosen Zugriff auf einen Teil der Scope-Ratinganalysen. Wer jedoch die ausführlichen Ergebnisse benötigt, muss mit den Berlinern einen Lizenzvertrag schließen. Auch Kapitalanlagegesellschaften, die ihre Ratings für Werbe- oder Vertriebszwecke nutzen möchten, müssen mit der Ratingagentur einen Vertrag abschließen. Mit anderen Worten: Wäh-



„DAS VERÖFFENTLICHUNGSRECHT, DAS IN DER VERGANGENHEIT NICHT IMMER GENUTZT WURDE, LIEGT BEI DER KAG.“

CHRISTIAN VÖLXEN
TEAMLEITER REAL ESTATE
FERI EURORATING SERVICES

rend Feri sich vor Erstellung des Ratings bezahlen lässt, tritt Scope in Vorleistung und erntet die Früchte seiner Bemühungen nach getaner Arbeit.

Trotz diverser Vorteile dieses Geschäftsmodells: Vor Fehleinschätzungen sind auch die Scope-Analysten nicht gefeit. Schließlich benotete Scope den mittlerweile in der Abwicklung befindlichen offenen Immobilienfonds Degi Europa im Jahr 2009 noch mit einem soliden BBB+. Verluste für Investoren also nicht ausgeschlossen.

Bodo Scheffels und Franz von den Driesch



EXKLUSIVES AUS DEM BLOG

Es kommt Bewegung in den Blog von INVESTMENT INSIDE. Immer öfter finden sich jetzt Einträge von Fondsmanagern, die exklusiv über ihre Einschätzungen und Prognosen schreiben. Für die Leser also eine wichtige Information, hochaktuell und ergänzend zur Print-Ausgabe. Hier nur ein kurzer Rückblick über die Highlights, die jüngst im Blog zu lesen waren.

Gold ist für Investoren derzeit ein wichtiges Thema. Unser Blogger Dr. Joachim Berlenbach, Fondsberater bei Universal-Investment, hat sich gemeinsam



„GOLDAKTIE SIND JETZT
BESONDERS REIZVOLL.“

DR. JOACHIM BERLENBACH
FONDSBERATER
UNIVERSAL-INVESTMENT

mit seinem Kollegen Georges Lequimes des Themas angenommen. „2011 verhält sich der Goldpreis regelrecht emotional, drehte sich die Marktstimmung in den vergangenen Wochen rasant von ‚Boom‘ zu ‚Gloom‘, also Schwermut. Viele Kommentatoren empfehlen in diesem kritischen Augenblick nun, Gewinne zu realisieren und in andere Marktsektoren als Gold zu investieren. Viele Anleger haben deswegen in der Tat ihre Bestände umgeschichtet hin zu Industriemetallen wie Kupfer und Palladium, die derzeit besonders viel Aufmerksamkeit in den Medien genießen“, schreiben die beiden Fondsberater des Earth Gold Fund UI. Allerdings sehen

sie die Dinge anders: „Goldaktien sind gerade jetzt besonders reizvoll, besteht doch derzeit möglicherweise die Gelegenheit für Anleger, die besten Renditen der kommenden zwei oder drei Jahre zu sichern.“ Die beiden Rohstoffexperten erklären: „Die meisten Mainstream-Anleger sehen bei Goldaktien immer noch einen Bullenmarkt, zugleich sehen wir im Markt eine weit verbreitete Angst vor einer kurzfristigen Goldpreiskorrektur. Dies lässt viele Anleger zurückschrecken, zumal eine Reihe anderer Sektoren ein ähnliches Renditepotenzial zu bieten scheinen – aber ohne vergleichbare Risiken.“ Dennoch sehen sie „immer noch viele echte Value-Gelegenheiten im Goldsektor. Dazu tragen sich verbessernde Fundamentalfaktoren bei wie steigende Rohstoffpreise, verbesserte Margen, steigende Profitabilität, höhere Umsätze und breitere Cashflows. Ebenso sind Aktienbewertungen auf rekordverdächtig niedrigem Niveau“. Als drittes Argument pro Gold nennen die Blogger „den Goldpreis, der immer noch auf einem sehr gesunden Niveau ist. Allen Berichten über einen Preiskollaps in den vergangenen Wochen zum Trotz ist der Goldpreis von seinem Allzeithoch lediglich um 90 US-Dollar auf aktuell 1.335 US-Dollar gesunken. Der Goldpreis rangiert um gut zehn Prozent über dem Spotpreis von 2010.“

Drohende Inflation

Es lohnt sich, auch den Beitrag von Trevor Greetham von Fidelity International nachzulesen. Er befasst sich mit einer drohenden Inflation. „Während die Kerninflation auf der Stelle tritt, steigt die Gesamtinflation wieder, denn die Preise für Energie und Lebensmittel ziehen an. Setzt sich der Aufwärtstrend bei globalem Wachstum und steigenden Rohstoffpreisen fort, dürften die Renditen von Staatsanleihen weiter steigen.“

Unseren Blog können Sie mit einem Klick auf den QR-Code oben oder auf der Titelseite verfolgen. Einfach mit dem internetfähigen Handy scannen und schon sind Sie auf der richtigen Seite. Falls Ihr Handy die notwendige Software nicht hat, finden Sie diese kostenlos zum Download unter www.kaywa.de, www.scanlife.com oder www.quickmark.com.tw. Natürlich erreichen Sie die Informationen auch über unsere Homepage oder direkt unter www.investment-inside.de/blog/.

DIE HIGH-YIELD-ALTERNATIVE

Wenn Burger King sich Geld leiht, dann kann das die Renditechancen institutioneller Investoren in Deutschland verbessern. Und das bei einem überschaubaren Risiko.



„SENIOR SECURED LOANS ALS BEIMISCHUNG, UM HÖHERE RENDITEN ZU ERZIELEN.“

CHRISTIAN PUSCHMANN
DEPUTY HEAD INSTITUTIONAL BUSINESS
UND GESCHÄFTSFÜHRER
INVESCO

Senior Secured Loans (SSL) heißt die in den USA schon lange verbreitete Finanzierungsform, die zumeist von großen, etablierten Unternehmen genutzt wird, um weiter zu expandieren oder um Übernahmen und Ankäufe zu finanzieren. Ein Beispiel ist die Fastfood-Kette Burger King, die im vergangenen Jahr vom Investor 3G übernommen wurde, wobei ein großer Teil der Kosten durch „senior secured corporate loans“ gedeckt wurde. Diese vorrangig besicherten Unternehmenskredite haben den Vorteil, dass Schuldner im Fall des Falles zuerst bedient werden – sogar noch vor den Angestellten und vor den Besitzern von High-Yield-Bonds.

Ende 2009 machten SSL rund 19 Prozent des gesamten Corporate-Credit-Sektors aus, High Yield zwölf Prozent und der Rest waren Investment-Grade-Anleihen. „In europäischen Portfolien ist diese Anlageform noch deutlich unterrepräsentiert“, berichtet Christian Puschmann, Deputy Head Institutional Business und Geschäftsführer bei Invesco. Doch das ändere sich langsam, denn laut Puschmann beschäftigen sich auch Consultants und Kunden vermehrt mit dem Thema. Er ist überzeugt, dass gerade für institutionelle Investoren, die bereits im High-Yield-Bereich investiert sind, SSL eine gute Möglichkeit zur Diversifikation bieten.

Neben einer flexiblen Verzinsung, die meist an den Libor gebunden ist – womit das Zinsänderungsrisiko, das bei einer Anleihe besteht, praktisch entfällt – sind die SSL auch zu anderen Anlageklassen wenig korreliert. Gemeinsam mit ihrer Eigenschaft als Inflationsschutz,

der Branchendiversifikation und der Minimierung des Durationsrisikos können SSL das Risiko-Ertrags-Profil im Portfolio verbessern. „Auch institutionelle Investoren, die in Investment-Grade-Anleihen anlegen, interessieren sich für SSL als Beimischung, um höhere Renditen zu erzielen“, so Puschmann.

Begrenzte Verlustgefahr

Die Ausfallrate der SSL liegt derzeit bei etwa zwei Prozent und laut der Loan Syndications and Trading Association (LSTA), der Vereinigung für den Unternehmenskreditmarkt in den USA, liegt der höchstmögliche Verlust bei 30 Prozent, also um die Hälfte unterhalb des Wertes für High-Yield-Anleihen.

Obwohl der Kupon eines SSL meist etwas unter jenem einer Hochzinsanleihe liegt, ist nach Berechnungen der LSTA die Nettorendite für den SSL-Investor höher, da das Zinsänderungsrisiko wegfällt und die Ausfallquote geringer ist. Apropos USA: Nicht nur gibt es dort mehr institutionelle Investoren, die bereits seit längerem ihrem Anleihenportfolio diese Anlageklasse beigemischt haben, sondern auch die Finanzierungsform an sich ist dort weiter verbreitet. Tatsächlich gibt es praktisch nur Fonds, die US-SSL beinhalten, weil der Markt in Europa viel zu wenig Volumen und Liquidität hat.

Den Grund für das bisher geringe Interesse europäischer Institutioneller an dieser Anlageform sieht Puschmann auch in der Verfügbarkeit von geeigneten Vehikeln. Bisher seien SSL-Mandate vor allem über Spezialfonds abgedeckt worden, die eine bestimmte Investmentgröße von mehreren Dutzend Millionen Euro erforderlich machen. Invesco bietet seinen US Senior Loan Fund als Publikumsfonds mit täglicher Liquidität an, um institutionellen Anlegern diese Assetklasse zugänglich zu machen. Andere Investmentfirmen überlegen ähnliche Schritte, um die Einstiegsschwelle in SSL abzusenken – und das könnte auch in Europa zu gesteigerter Nachfrage führen.

Barbara Ottawa

FLEXIBLES RISIKO-OVERLAY ERLEICHTERT WIEDEREINSTIEG

CONSULTANT-BEITRAG

An dieser Stelle erhalten Sie regelmäßig Tipps von namhaften Consultants zu aktuellen Themen.



AUTOR

ANDREAS SYGUDA
TEAMLEITER RISIKO-OVERLAYS
FERI INSTITUTIONAL ADVISORS

Moderne Risikosteuerungsverfahren basieren auf einer konsequenten Trennung zwischen dem Portfolio- und dem Risikomanagement. So entsteht ein Effizienz- und Kostenvorteil für den Investor.

Die Trennung von Portfolio- und Risikomanagement ermöglicht, dass auch Vermögensverwalter eingesetzt werden können, die durch ihr spezifisches Know-how eine Mehrrendite über Marktindizes wie zum Beispiel Eurostoxx erzielen können, aber in negativen Marktphasen auch Verluste produzieren. Die Risikoabsicherung für das Gesamtportfolio erfolgt zentral durch den Risikomanager, der nie direkt in das Management der einzelnen Vermögensverwalter oder in die vereinbarte Strategische Asset Allocation eingreift, sondern ausschließlich das Gesamtrisiko des Portfolios im Blick hat. Durch die Konzentration des Risikomanagements entsteht zudem ein Effizienz- und Kostenvorteil für den Investor.

Die separierte Risikosteuerung ist relativ einfach zu strukturieren und ohne Einsatz von hohen Vermögensanteilen umsetzbar. Hierfür wird ein Subsegment beziehungsweise Teilvermögen für das Risiko-Overlay eröffnet. Das dafür notwendige Volumen von rund fünf Prozent des Vermögens reicht aus, um das Gesamtrisiko des Portfolios durch

liquide Finanzinstrumente – etwa Futures – zu steuern und gegebenenfalls auch zu 100 Prozent abzusichern. In diesem Kontext handelt es sich bei den Future-Positionen nicht um Spekulations-, sondern um aufsichtsrechtlich anerkannte Absicherungsinstrumente.

Laufende Kontrolle und Anpassung

Die wichtigste Voraussetzung für eine effiziente Umsetzung des Risiko-Overlays ist die exakte Erfassung aller relevanten Risiken im Gesamtportfolio sowie deren laufende Kontrolle und Anpassung. Hierzu soll der Risikomanager gemeinsam mit dem Investor ein Risikomapping vornehmen und die Abläufe unter Berücksichtigung von möglichen operationellen Risiken detailliert definieren. Dem Investor obliegt es, eine angemessene Wertuntergrenze gemeinsam mit dem Risikomanager zu definieren. Zudem soll festgelegt werden, ob und in welcher Form eine Gewinnsicherung – zum Beispiel in Form von regelmäßigem Anheben der Wertuntergrenzen – eingebaut werden soll.

Die tägliche Arbeit und die Fähigkeit des Risikomanagers zeigen sich in der dynamischen Steuerung des Absicherungsgrades. In Marktaufwärtstrends sollte die Absicherung möglichst selten und gering sein, damit Wertsteigerungen voll wirksam werden. In Marktabwärtstrends sollte sie dagegen möglichst zügig und hoch sein, um mögliche Kursverluste zu vermeiden. Eine dynamische Risikosteuerung muss jederzeit auf die Vereinbarkeit beider Hauptziele institutioneller Investoren (Rentabilität und Sicherheit) abgestimmt sein. Gute Risikomanager unterscheiden sich von den weniger guten durch die Qualität ihres Regelwerks. Dieses lässt sich nicht einfach errechnen, sondern basiert auf Erfahrung im Umgang mit Risiken und sollte auch Handlungsvarianten für Stressszenarien sowie antizyklische Elemente beinhalten.

Prozess mit antizyklischen Elementen

Gängige dynamische Wertsicherungsansätze wie das CPPI oder Value-at-Risk-Ansätze sind grundsätzlich prozyklischer Natur und entfalten ihre Stärken in trendbehafteten

SOLVENCY II: „GENERALPROBE MISSLUNGEN!“

Solvency II nähert sich mit raschen Schritten. Nach der Generalprobe QIS5 fordern deutsche Versicherer Nachbesserungen. Dabei liegen die Ergebnisse des europaweiten Probelaufes QIS5 noch gar nicht vor.

QIS5 – diese Buchstaben-Zahlenkombination beunruhigt derzeit eine mächtige Branche in Deutschland: die Versicherungen. QIS5 steht für Quantitative Impact Study 5 und bezeichnet einen europaweiten Probelauf, in dem die für Solvency II vorgeschlagenen Kapitalanforderungen in der Praxis getestet

nur wir“, sagt Sybille Reitz, Sprecherin der EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority). Allenfalls ein Länderergebnis kann der GDV anhand der Informationen seiner Mitglieder ermitteln. Die EIOPA wird die Ergebnisse von QIS5 erst in der ersten März-Hälfte bekanntgeben. Am 25. Februar soll die Auswertung zunächst dem Board of Supervisors vorgestellt und dort intern besprochen werden.



„IN DER AKTUELL VORGESCHLAGENEN FORM WÜRD SOLVENCY II SEIN ZIEL KLAR VERFEHLEN.“

JÖRG VON FÜRSTENWERTH
VORSITZENDER DER
HAUPTGESCHÄFTSFÜHRUNG
GDV

Der GDV und seine Funktionäre stehen unter Druck und wollen deshalb wohl nicht abwarten. Zahlreiche Mitgliedsunternehmen verlangen vom Verband, dass massive Kritik medienwirksam geäußert wird, dass Entscheider zu raschen Änderungen gedrängt und diese möglichst im Interesse der deutschen Versicherungswirtschaft umgesetzt werden. Der Grund: Einige Versicherer haben es aufgeschoben, sich rechtzeitig mit Solvency II zu befassen und stehen nun vor einer kaum lösbaren Aufgabe. So wundert es nicht, dass der Versicherungsverband QIS5 als misslungene Generalprobe bezeichnet. Insbesondere bei den drei folgenden Punkten üben von Fürstenwerth und seine Mannen Kritik:

wurden. Diese Studie, die von europäischen Versicherungsaufscheidern bereits zum fünften Mal seit 2005 durchgeführt wurde, diente als Generalprobe für die Umsetzung von Solvency II am 1. Januar 2013. „Das war keine gelungene Generalprobe, im Gegenteil“, resümierte Jörg von Fürstenwerth, Vorsitzender der Hauptgeschäftsführung des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV). „Die Studie hat deutlich gemacht, dass es noch erheblichen Nachbesserungsbedarf gibt. In der aktuell vorgeschlagenen Form würde das Regelwerk sein Ziel, ein stabiles Aufsichtsregime für Europa zu schaffen, klar verfehlen“, kritisiert von Fürstenwerth.

Ergebnisse im März

Die Schlüsse des GDV überzeugen Kenner nicht. Denn die Ergebnisse von QIS5 liegen noch gar nicht vor. „Die kumulierten Daten für Europa haben

- „Die derzeit vorgesehene Methode zur Bewertung langfristiger Verpflichtungen in der Lebensversicherung führt zu stark schwankenden und damit nicht aussagekräftigen Ergebnissen.“
- „Die Anwendung der Solvency-II-Regeln ist zu komplex und wird nicht ausreichend vom tatsächlichen Geschäft eines Unternehmens abhängig gemacht.“
- „Viele Parameter, nach denen die eingegangenen Risiken bewertet werden müssen, sind ungeeignet.“

2011 müssen Versicherer handeln

Auch wenn der GDV sich gegen Details des Regelwerkes wehrt, müssen die Versicherungsunternehmen handeln. „2011 wird das Schlüsseljahr für die Vorbereitung auf Solvency II“, weiß Michael Klüttgens, Berater im Bereich Risk and Financial Services bei Towers Watson. Die Unternehmensberatung sieht fünf wichtige Herausforderungen, die deutsche Versicherer meistern müssen. Zum einen, den Kampf um knappe Ressourcen für sich zu gewinnen. Dabei geht es vor allem darum, wer gut ausgebildete Finanzexperten, Aktuarien und Risikomanager – die idealerweise Solvency-II-Kenntnisse haben – an sich binden kann. Hier mangelt es an Fachkräften. Interne Modelle nennt Towers Watson als weitere Herausforderung und meint damit die Fä-



„2011 WIRD DAS SCHLÜSSEL-
JAHR FÜR DIE VORBEREITUNG
AUF SOLVENCY II.“

MICHAEL KLÜTTGENS
BERATER RISK AND FINANCIAL SERVICES
TOWERS WATSON

higkeit, gegenüber der Aufsichtsbehörde nachweisen zu können, dass das unternehmenseigene Modell alle Abnahmekriterien erfüllt. Auch die Fähigkeit, ihre Solvabilität in der Öffentlichkeit richtig darzustellen, sehen die Berater von Towers Watson als eine Herausforderung für die Versicherer.

Die beiden größten Aufgaben sind aber das Kapital- und das Risikomanagement. „Zentrale Herausforderung

bei der Investmentstrategie ist die Balance zwischen der Steuerung nach aktuellem Handelsrecht und der Marktwertorientierung von Solvency II“, so Klüttgens. „Solvency II erfordert eine möglichst lange Kapitalanlage, die im Einklang mit den langfristigen deutschen Versicherungsprodukten steht. Dagegen erscheint es aus der kurzfristigen HGB-Sicht sehr schmerzhaft, zu Zinssätzen unterhalb des höchsten Garantiezinses langfristig anzulegen. Um trotzdem Rendite zu erwirtschaften, ist eine Erhöhung der Kreditrisiken zulasten von Staatsanleihen zu erwarten – was aber ebenfalls höhere Kapitalanforderungen nach sich zieht.“ Hier spielt die Risikoabsicherung und Rückversicherungsstrategie eine große Rolle. Im Risikomanagement ist es wichtig, intern nachvollziehen zu können, wie „sich Risiken und Solvenz unter bestimmten Szenarien verändern. Das ist Teil der unternehmenseigenen Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung.“

Korrekturen noch möglich

Die Versicherer müssen sich 2011 intensiv mit Solvency II befassen und Vorbereitungen treffen. Nur so können sie 2013 die Vorgaben erfüllen. QIS5 hat nun vielen Unternehmen gezeigt, wo sie stehen und wie dringend der Handlungsbedarf ist. Klüttgen meint: „Stimmungsäußerungen aus der Branche weisen darauf hin, dass QIS5 von großen Unsicherheiten hinsichtlich der Befüllung der Formblätter und Interpretation des Regelwerks geprägt war. Insofern sind wir nicht sicher, ob die Studie die erhofften gesicherten Erkenntnisse über die Lage der Branche bringen wird.“ Auch wenn die Kritik des GDV an manchen Stellen nicht für jedermann nachvollziehbar ist, dürfen sich die Lobbyisten Hoffnung machen: Korrekturen an Solvency II sind noch möglich.

Ulrike Germann



ZUSAMMENSPIEL SPEZIALISIERTER INVESTMENTBOUTIQUEN



Michael Rieder, Vorstandsvorsitzender der Altira Aktiengesellschaft

MEETING MIT... MICHAEL RIEDER

ORT: ZENTRALE DER ALTIRA AG
GRÜNEBURGWEG 18, FRANKFURT AM MAIN
KONFERENZRAUM

TEILNEHMER: MICHAEL RIEDER, ALTIRA
ULRIKE GERMANN, INVESTMENT INSIDE

MEETINGZEIT: 10. FEBRUAR 2011, 14 BIS 15 UHR

THEMA:

Spezialisierte Investmentboutiquen bieten Investoren Vor- und Nachteile. Ein Zusammenschluss kann Nachteile reduzieren.

Statement von Michael Rieder: Sei es wegen des niedrigen Zinsniveaus, der immer deutlicher hervortretenden „sovereign risks“ oder der konstant hohen Schwankungen der Aktienmärkte – es gibt derzeit viele Gründe für Institutionelle, sich zunehmend in alternativen Investments zu engagieren. Bei diesen Anlageklassen sind oft kleine, spezialisierte Boutiquen am erfolgreichsten. Dort können die Investmentmanager ihre Anlageentscheidungen unabhängig und abseits starrer Konzernstrukturen umsetzen. Dies ist ein klarer Vorteil. Einzig: Kleine Boutiquen halten den Ansprüchen der professionellen Investoren meist nicht stand. Denn diese haben zu Recht höchste Anforderungen an Transparenz, Reportingstandards und Kundenbetreuung. Daher bieten wir Investoren und Boutiquen eine Plattform, auf der die Ansprüche beider Seiten in Einklang gebracht werden. Wir stellen eine organisationale Infrastruktur bereit, die die Nicht-Investment-Aufgaben übernimmt und so die Kontinuität der Rahmenbedingungen für die Investoren sicherstellt. Die Portfoliomanager können sich voll auf ihre Kernaufgabe konzentrieren.

➤ Herr Rieder, Sie sagen, kleine, spezialisierte Boutiquen sind in alternativen Investments am erfolgreichsten. Warum?

Rieder: Im Bereich alternativer Investments sind die Märkte oft durch Ineffizienzen geprägt. Nehmen Sie zum Beispiel die Rohstoffmärkte, in denen die fundamentalen Faktoren oft durch Spekulationen verstärkt

oder überlagert werden. In solchen Märkten benötigen Sie als Investor extrem spezialisiertes Wissen, über das oft nur Boutiquen verfügen. Denn dort können die alternativen Themen, anders als bei großen Häusern, konsequent ins Zentrum gestellt werden. Außerdem bieten Boutiquen den gefragten Top-Experten oft ein attraktiveres Umfeld: ein Höchstmaß an Eigenverantwortung und Flexibilität, große Freiheit bei Anlageentscheidungen, eine unternehmerische Kultur und die Möglichkeit, etwas Eigenes aufzubauen.

➤ Kleinere, spezialisierte Anbieter haben oft nicht das umfangreiche Research, auf das große Assetmanager zurückgreifen können. Das ist doch ein Nachteil, oder?

Rieder: Im Gegenteil. Als Boutique decken wir zwar nur wenige, ausgewählte Themen ab, dort aber mit umfangreichem Ressourceneinsatz. Durch die Spezialisierung können wir uns etwa dem Thema Erneuerbare Energien mit weitaus mehr Personal und dementsprechendem Wissen widmen als die meisten großen Häuser. Ein weiterer Vorteil ist, dass wir Research und Portfoliomanagement in einer Hand zusammenführen und damit klare Verantwortlichkeiten schaffen. Beim Research stützen wir uns dabei sowohl auf externe Materialien als auch auf eigenes Primär-Research. Das Ergebnis ist eine fundierte, eigenständige Marktmeinung, die durch den „Cross-Check“ mit dem externen Material validiert ist.

➤ Sind spezialisierte Anbieter nur bei alternativen Investments besonders gut oder auch in klassischen Assetklassen?

Rieder: Generell liegt die Stärke der Boutiquen meist dort, wo die Märkte besonders ineffizient sind und man mit exzellentem Fundamental-Research und erfahrenen Experten einen Mehrwert generieren kann.

➤ Altira bietet quasi ein Dach, unter das einzelne Boutiquen schlüpfen können und nimmt ihnen die administrativen Aufgaben ab. Was kostet das denn beziehungsweise wie stark schmälert dieser Service die Renditen?

Rieder: Für den Investor ist dieses Modell in jedem Fall das günstigere. Durch die Verlagerung der Infrastruktur vom einzelnen Team auf die Altira erzielen wir Skaleneffekte, sparen also Kosten. Übernahme der Investmentmanager die administrativen Aufgaben selbst, würde er erstens zulasten der Performance von seinen Kernaufgaben abgelenkt und zweitens würde vermutlich auch die Kontinuität und Verlässlichkeit des Service leiden. Das wäre nicht im Sinne des Kunden.

➤ Sie haben nun einige Boutiquen unter Ihrem Dach. Besteht Kapazität für weitere?

Rieder: Wir sind aktuell in den Bereichen Private Equity/ Deutscher Mittelstand, Erneuerbare Energien & Rohstoffe sowie Afrika aktiv. Hier liegen unsere Kompetenzen. Wir wollen innerhalb der drei Säulen in die Tiefe wachsen. Dabei ist auch die Zusammenarbeit mit weiteren Expertenteams denkbar. Wir bekommen hier zahlreiche Anfragen, gehen jedoch sehr selektiv vor.

➤ Und welche Qualifikation muss ein Team mitbringen, um unter das Altira-Dach schlüpfen zu dürfen?

Rieder: Vor allem die Expertise und der Track Record des jeweiligen Teams müssen überzeugen. Eine weitere Grundvoraussetzung ist, dass die potenziellen Partner die gleichen Ansprüche an Management- und Produktqualität verfolgen wie wir selbst. Und nicht zuletzt müssen die Teams bereit sein, sich selbst unternehmerisch und mit eigenem Kapital zu beteiligen oder ihre Vergütung langfristig an Erfolge zu koppeln. Das sorgt für den nötigen Gleichlauf der Interessen zwischen uns, den Teams und den Investoren. Die zentrale Frage lautet: Kann das jeweilige Team mit seinem Investment Case langfristig gute Renditen erzielen? Wenn wir diese Faktoren erfüllt sehen, binden wir das jeweilige Team in unsere Infrastruktur ein, sprechen das Netzwerk unserer Investoren an und entwickeln gemeinsam mit den Kunden das passende Produkt. Hier gehen wir als Altira nicht nur mit der Bereitstellung der Infrastruktur in Vorleistung, sondern geben oft auch das notwendige Startkapital.

➤ Die meisten institutionellen Investoren arbeiten nur mit wenigen Dienstleistern zusammen. Ist das ein wegbrechender Trend?

Rieder: Ja, definitiv. Und dafür gibt es verschiedene Gründe. Zum einen verstärken viele Investoren ihr Engagement in alternativen Investments – und brauchen folglich die Kompetenzen der spezialisierten Anbieter. Zum zweiten wünschen sich die Kunden mehr denn je individuellen Service, den viele große, gerade angelsächsische Häuser nicht leisten können. Und nicht zuletzt geht der Trend zu maßgeschneiderten Produkten auch für kleinere institutionelle Kunden.

➤ Je mehr Portfoliomanager ein Investor engagiert, desto mehr ist er selbst gefordert. Stimmt doch, oder?

Rieder: Das ist nicht zwingend so. Wählt ein Investor die geeigneten Anbieter für die unterschiedlichen Anlageklassen aus, beschränkt sich sein Aufwand auf die Steuerung der Gesamtallokation. Doch die geben ohnehin nur die wenigsten aus der Hand. Wichtig ist natürlich, dass der Assetmanager die besonderen Anforderungen institutioneller Investoren genau kennt und damit dem Kunden und seinem Anlageausschuss die Arbeit erleichtert. Das beginnt bei der Schaffung größtmöglicher Produkttransparenz und reicht bis hin zum Aufbau der Reportings. Mehraufwand entsteht für den Investor erst dann, wenn die Assetmanager seine Bedürfnisse nicht verstehen.

➤ Warum ist es so wichtig, dass ein Fondsmanager sich auf seine Assets konzentriert? Ein permanenter Austausch mit dem Investor ist doch ein Vorteil.

Rieder: Ohne Zweifel muss auch die Chemie zwischen Investor und Investmentmanager stimmen – insbesondere sollte der Kunde die Arbeitsweise des Fondsmanagers kennen. Aber primär ist der Anleger doch an exzellenter Performance interessiert. Und die kann der Fondsmanager nur liefern, wenn er sich voll auf seine Investment-Aufgaben konzentrieren kann.

➤ Ihre Zahlen belegen, dass Ihr Konzept überzeugt. Wird das auch in Zukunft so sein?

Rieder: Die Resonanz unserer Investoren spricht in jedem Fall dafür. Neben Family Offices und kleineren institutionellen Investoren investieren auch die großen Versicherungen und Banken in unsere Produkte. Solche Anleger wägen vor ihrer Anlageentscheidung sehr besonnen die Vorteile und Risiken ab – die erzielten Erfolge dürften also keine Einzelfälle bleiben, sondern sprechen für einen strukturellen Wandel. Und der kommt uns zugute.

➤ Wir danken Ihnen für dieses Meeting.



US-FISKUS WIRFT SEINE NETZE AUS



AUTOR

MARTIN SCHMIDLIN
STEUEREXPERTE UND PARTNER
ECOVIS, ZÜRICH

Vor dem Hintergrund ihrer zunehmenden Staatsverschuldung haben die USA ihre Anstrengungen zur Verbreiterung ihrer Steuerbasis intensiviert. Fatca wird wohl zu größeren Strukturveränderungen in der Finanzindustrie führen.

Die USA brauchen zusätzliche Steuereinnahmen. Daher hat der Fiskus es jetzt auf im Ausland wohnhafte US-Bürger sowie niederlassungsberechtigte Personen (Greencard Holders), die bekanntlich mit ihrem Welt-einkommen in den USA steuerpflichtig sind, abgesehen. Gezielt wird darüber hinaus auf inländische Steuerdelinquenten. Die weltweite, möglichst lückenlose steuerliche Erfassung und Kontrolle ihrer Bürger stellen die USA jedoch vor gewaltige organisatorische Herausforderungen, die sie zunehmend mit Hilfe von ausländischen Finanzinstituten bewältigen wollen.

Das Qualified Intermediary System

Bereits im Jahr 2001 hatte der US-amerikanische Fiskus sein exterritoriales Kontrollnetz enger geknüpft, indem er mit rund 15 vornehmlich europäischen Staaten (darunter Deutschland, Österreich, Luxemburg und die Schweiz) eine Änderung des Staatsvertrages zur Eliminierung einer Doppelbesteuerung (DBA) durchgesetzt hatte, welche die Einführung des so genannten „Qualified Intermediary Systems“ oder kurz „QI-Systems“ ermöglichte. Im Wesentlichen geht es dabei um die Auslagerung von Kontroll- und Inkassofunktionen an Bankinstitute in den Vertragsstaaten, die zum Abschluss eines so genannten Qualified Intermediary Agreements mit dem Inland Revenue Service (IRS), der amerikanischen Steuerbehörde, faktisch gezwungen wurden.

Im Zentrum des Interesses stehen beim QI-System amerikanische Kunden, deren Identität dem amerikanischen Zahlungsschuldner und somit dem ame-

rikanischen Fiskus offengelegt werden muss. Diese Offenlegung bewirkt einerseits eine Befreiung von der Quellensteuer, die nach inneramerikanischem Steuerrecht nur auf Geldflüsse an ausländische Ausländer erhoben wird; andererseits führt sie zu einer ordentlichen Versteuerung der Wertpapiererträge in den USA mittels Steuererklärung.

Bemerkenswert ist aber, dass sich die Bankinstitute nicht nur verpflichten mussten, die vorstehenden Kontroll-, Berichts- und Inkassofunktionen für den amerikanischen Fiskus zu übernehmen. Sie müssen die richtige Anwendung durch anerkannte Prüfgesellschaften auf eigene Kosten prüfen und sich bescheinigen lassen. Trotzdem haben sich weltweit rund 6.000 Bankinstitute dem Qualified Intermediary Programm angeschlossen, weil ein Abseitsstehen erhebliche Wettbewerbsnachteile implizierte und somit faktisch eine Verabschiedung vom amerikanischen Finanzmarkt bedeutete.

Foreign Account Tax Compliance Act (Fatca)

Im Jahr 2009 haben die Amerikaner unter dem Eindruck ihrer hohen Staatsverschuldung noch ein zusätzliches „Brikett“ ins Feuer gelegt: Mit der in verschiedenen Schritten bis Anfang 2013 inkraft tretenden neuen Gesetzgebung wird das QI-System erheblich verdichtet und erweitert. Neu sind nicht nur Bankinstitute, sondern grundsätzlich alle ausländischen Finanzdienstleister, die in der Fatca-Terminologie als „Foreign Financial Intermediary (FFI)“ oder auf Deutsch „ausländischer Finanzvermittler“

bezeichnet werden, angehalten, mit dem US-Fiskus einen entsprechenden Vertrag zu schließen, wenn sie für ihre Kunden in US-Wertpapiere investieren wollen. Dazu gehören namentlich Treuhänder, Broker, Investmentfonds und Versicherungsunternehmen – nicht aber Pensionskassen, die vom Arbeitgeber finanziert werden. Darüber hinaus kann Fatca auch Konsequenzen für Unternehmen außerhalb der Finanzbranche haben, diese werden als Foreign Non-Financial Entity (NFFE) bezeichnet. Erhält nämlich irgendein Unternehmen Einkünfte aus amerikanischen Quellen oder Verkaufserlöse von amerikanischen Wertpapieren, muss es zu Händen des amerikanischen Fiskus Auskunft über seinen Aktionärskreis ablegen. Schädlich wäre, wenn eine US-Person zu mehr als zehn Prozent beteiligt ist. Trifft dies zu, können einschneidende Quellensteuerfolgen nur vermieden werden, wenn das Unternehmen den Namen, die Adresse sowie US-Registernummer (Tax-Payer Identification Number) des betreffenden Aktionärs zu Händen der amerikanischen Steuerbehörden dem FFI oder der amerikanischen Zahlstelle bekannt gibt. Die Steuerentlastung greift jedoch nur, wenn der FFI keinen Grund zur Annahme hat, dass die Angaben des NFFE nicht falsch sind.

Somit ist der Kreis der betroffenen Unternehmungen riesig. Alleine die Anzahl der betroffenen Finanzdienstleister und -institutionen wird weltweit zwischen 200.000 und 250.000 beziffert. Über die Anzahl anderweitig betroffener Unternehmen, der NFFEs, kann nur spekuliert werden.

Weitere Verschärfungen der US-Quellensteuer

Nach bewährtem Muster werden die FFIs auch dieses Mal über eine Ausdehnung der Quellensteuerpflicht zum Abschluss eines „Kooperationsvertrages“ mit dem IRS gedrängt. Neu werden auf alle Zahlungen aus den USA die so genannten „Withholdable Payments“, eine Quellensteuer von 30 Prozent, erhoben. Somit wird die für die Fondsindustrie wichtige Quellensteuerbefreiung auf Zinsen („Portfolio Exemption“) abgeschafft. Zu den quellensteuerpflichtigen Zahlungen aus den USA gehören auch Veräußerungserlöse von US-Wertpapieren.

Quellensteuerpflichtig werden – neben den bis jetzt schon quellensteuerpflichtigen Dividenden – auch so genannte dividendenäquivalente Zahlungen. Dazu zählen Abgeltungszahlungen für US-Dividenden im Rahmen von Wertpapierleihen (Securities Lending) und Repo-Transaktionen. Das Finanzministerium ist ermächtigt, weitere dividendenäquivalente Zahlungen zu definieren. Diese Quellensteuerpflicht gilt bereits für Zahlungen seit September 2010.

Die vorstehend beschriebenen Quellensteuern werden nur dann auf das staatsvertraglich vorgesehene Maß reduziert, wenn Zahlungen an einen FFI fließen, welcher mit dem IRS einen Vertrag geschlossen hat, in dem sich der FFI im Wesentlichen zu Folgendem verpflichtet muss:

- Von jedem Kontoinhaber sind Informationen einzufordern, um zu beurteilen, ob es sich um ein „US Account“ handelt.
- Diese Informationen sind kontinuierlich zu aktualisieren.
- Es sind Prüfungs- und Due-Diligence-Aufgaben wahrzunehmen.
- Dem IRS ist jährlich Bericht zu erstatten (inklusive Name des Investors, Investitionsvolumen, vereinbarte Erträge und andere).
- Auf Verlangen des IRS ist der FFI ergänzend auskunftspflichtig.
- Eine Vollmacht ist vom Kunden einzufordern, falls die lokale Gesetzgebung eine Offenlegung der Daten verbietet (Bankgeheimnis).

Fazit

Es ist legitim, wenn ein Staat zur Bestreitung seiner Ausgaben Steuereinnahmen sichern und Steuerhinterziehung bekämpfen will. Auch die Forderung „Zahlen oder Informationen“ erscheint legitim. Problematisch wird es, wenn Aufgaben und somit Kosten zugemutet werden, die in keiner Relation zu den erwarteten Steuererträgen stehen und nur deshalb in Kauf genommen werden, weil sie von ausländischen Finanzinstitutionen beziehungsweise im Endeffekt von ausländischen Kunden getragen werden. Auf diese Weise wird die eigene Steuerbasis zu Lasten derjenigen von Vertragsstaaten erhöht. Bedenklich ist auch, wenn sich die USA über divergierende ausländische Rechtssysteme hinwegsetzen. Schließlich beschleicht das liberal denkende Individuum ein ungutes Gefühl, wenn Datenbanken mit persönlichen Informationen eingerichtet werden, deren sachgerechte Verwendung möglicherweise nicht gewährleistet ist. Es ist zu erwarten, dass viele Privatanleger und Unternehmen, die keinen US-Bezug haben, die Kooperation bei der Datenerhebung verweigern werden. Angesichts des immensen administrativen Aufwands und wohl auch getrieben durch Kundenbedürfnisse von Nicht-Amerikanern dürfte Fatca zu größeren Strukturveränderungen in der Finanzindustrie führen. Zwar wird eine international agierende Bank mit dem IRS einen Vertrag abschließen, weil sie nicht auf US-Investments verzichten kann. Umgekehrt werden wohl Investoren, die kein Interesse an US-Wertpapieren haben, zu einer Bank ohne Vertrag wechseln.

TERMINE

A 10. – 11. März 2011

MORNINGSTAR INVESTMENT CONFERENCE EUROPE

in Wien

Morningstar Europe Ltd.

corporate.morningstar.com/euconf/euconf_home.asp

D 15. – 16. März 2011

PROFESSIONELLE RISIKOANALYSE VON WERTPAPIERPORTFOLIOS

in Königstein/Ts.

Uhlenbruch Verlag

www.uhlenbruch.com

D 17. März 2011

ETF INTELLIGENCE SEMINARE 2011

in Berlin

Morningstar

www.surveymk.com/s/etfintelligence2011

D 18. – 20. März 2011

INVEST

in Stuttgart

Messe Stuttgart

www.messe-stuttgart.de

D 23. – 24. März 2011

GRUNDLAGEN PORTFOLIOMANAGEMENT

in Frankfurt

Uhlenbruch Verlag

www.uhlenbruch.com/

D 30. – 31. März 2011

TREFFEN DES GESPRÄCHSKREISES STIFTUNGSMANAGEMENT

in Hannover

Bundesverband Deutscher Stiftungen

www.stiftungen.org

D 5. – 6. April 2011

BAI ALTERNATIVE INVESTOR CONFERENCE

in Frankfurt

BAI Bundesverband Alternative Investments e.V.

www.bvai.de

D 14. April 2011

AIFM-RICHTLINIE/FOLGEN FÜR DIE FONDSBRANCHE UND DEN INSTITUTIONELLEN INVESTOR

in Frankfurt

Uhlenbruch Verlag

www.uhlenbruch.com/1759.html

D 14. April 2011

ETF INTELLIGENCE SEMINARE 2011

in Hamburg

Morningstar

www.surveymk.com/s/etfintelligence2011

D 17. – 18. Mai 2011

PROFESSIONELLE WERTSICHERUNGSSTRATEGIEN

in Frankfurt

Uhlenbruch Verlag

www.uhlenbruch.com/seminar-wertsicherungsstrategien.html

Melden Sie uns Ihre Termine an
redaktion@investment-inside.de

VORSCHAU

Ausgabe 04/2011

Erscheinungstag: 6. April 2011

EXCLUSIV: WAS PASSIERT MIT DEM EURO?

Die Zukunft des Euro ist nach wie vor ungewiss. Über die Stabilität der Währung, mögliche Sanktionen gegen hochverschuldete Länder und geldpolitische Maßnahmen sprechen wir in einem exklusiven Interview mit Steffen Kampeter, parlamentarischer Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen.



ABSOLUTE RETURN

Sicherheit geht vor Rendite. Ein Leitsatz, den viele institutionelle Investoren derzeit verfolgen. Absolute-Return-Strategien sind demnach groß in Mode. Entsprechend gibt es fast täglich neue Angebote, die sich in ihrer Qualität jedoch stark unterscheiden. Wir gehen der Sache auf dem Grund und sagen Ihnen, wie Sie auch mit Absolute-Return-Strategien ansehnliche Renditen erzielen können.

DISCOUNTZERTIFIKATE

Immer mehr institutionelle Investoren setzen auf Discountzertifikate. Der Markt boomt und fast täglich werden neue Produkte aufgelegt. Wir berichten, wann sich der Einsatz der Zertifikate für Institutionelle lohnt und welche Strategien sich so umsetzen lassen.

Die nächste Generation des Börsenhandels

„Technisch erreichen Privatanleger mit dem CFX Trader das Niveau von professionellen Tradern und Vermögensverwaltern.“ (Till Kleinlein, professioneller Trader)



Alle Märkte – eine Handelsplattform

Ob CFDs, Aktien, Futures, Devisen oder ETFs: Jetzt können Sie als Privatanleger alle Anlageinstrumente an fast allen internationalen Börsen und Finanzmärkten über ein einziges Handelskonto online handeln. Die CFX Broker GmbH ermöglicht Ihnen jetzt den Schritt in die nächste Generation des Börsenhandels.

Als Privatanleger erhalten Sie mit dem CFX Trader ein Profi-Tool, wie es auch von professionellen Tradern und Vermögensverwaltern eingesetzt wird. Das bedeutet für Sie echte Realtime-Kurse, -Charts und -News, sekundenschnelle Orderausführungen und professionelle Chart-Tools, die einfach und intuitiv zu bedienen sind – wie im Übrigen die gesamte Handelsplattform.

Sollten Sie bei der Anwendung des CFX Trader dennoch Fragen haben, steht Ihnen ein exzellenter deutschsprachiger Kundendienst telefonisch zur Verfügung. Wenn Sie jetzt denken: „Das ist doch sicher unbezahlbar“, dann täuschen Sie sich. Denn das alles erhalten Sie ...

... völlig kostenlos!

Sie erhalten damit Zugriff auf das komplette Handelsuniversum. Und das zu einem sagenhaften Preis von 0,- Euro!

Das bedeutet für Sie als Privatanleger, dass Sie Zugriff auf dieselben Tools und Quellen haben wie professionelle Trader und Vermögensverwalter. Im Unterschied zu Ihnen als CFX Trader-Kunde zahlen Profis hierfür in der Regel allerdings bis zu mehrere Hundert Euro im Monat.

Nutzen Sie jetzt die phantastischen neuen Möglichkeiten, die Ihnen der CFX Trader bietet.

Am besten gleich anmelden unter:

www.cfx-broker.de/angebot/inv





VERBINDEN

UNABHÄNGIG. KOSTENLOS. ANONYM

Sie vergeben ein attraktives Mandat, wir haben das Netzwerk der besten Assetmanager: Inserieren Sie Ihre Ausschreibung kostenlos, anonym und völlig unverbindlich. Ohne komplizierte Formalitäten erhalten Sie alle an die Mandate-Redaktion eingesandten Proposals aus der gesamten Investmentbranche. Nur Sie bestimmen, wer eine Antwort auf sein Angebot erhält.

Sie wollen mehr wissen oder ein Mandat ausschreiben? Dann kontaktieren Sie uns per E-Mail: mandate@investment-inside.de oder per Telefon: 0211/86 399 86 -1.

Der Search-Service von **INVESTMENT INSIDE**