



## Illiquide Anlagen

Alternative Renditequellen erschliessen

**Roger Ibbotson** Wird das Halten von illiquiden Aktien bestraft oder belohnt? **Sven-Christian Kindt** Warum sich alternative Anlagen lohnen.

**Carol Franklin** Grünes Wachstumspotenzial für geduldige Anleger.

**Alexander Ineichen** Hedge-Fonds überwinden aktuelle Herausforderungen.

**Bitte beachten Sie die wichtigen Angaben und Informationen im angehängten Disclaimer**

Die Credit Suisse steht im geschäftlichen Kontakt mit Unternehmen, die in diesen Research-Berichten behandelt werden, oder strebt geschäftliche Beziehungen mit diesen an. Anleger sollten sich daher bewusst sein, dass die Credit Suisse möglicherweise in einem Interessenkonflikt steht, der sich auf die Objektivität dieses Berichts auswirken könnte. Anleger sollten bei ihrer Investitionsentscheidung diesen Bericht daher nur als einen von mehreren Faktoren berücksichtigen. Informationen zu den mit Anlagen in die hier behandelten Wertschriften verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse:  
<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Fotos: Martin Stollenwerk, Gerry Amstutz



Gemäss der traditionellen Finanztheorie sollten Anleger Rendite und Risiko vorsichtig gegeneinander abwägen. Die Liquidität von Anlagen ist ein dritter Entscheidungsfaktor. Dieser Global Investor befasst sich mit der Liquidität und Illiquidität einzelner Anlagen und der Finanzmärkte im Allgemeinen. Wie Rendite und Risiko ist auch die Liquidität im Voraus ungewiss. Gewisse Anlagen mögen hochliquid scheinen, doch dann verflüchtigt sich deren Liquidität unvermittelt. Zudem korrelieren Veränderungen der Liquidität oft mit dem Risiko. Unser Fixed-Income-Beitrag (Seite 62) zeigt auf, dass eher exotische Anleihen sehr schwer verkäuflich werden, wenn ihr wahrgenommenes Risiko steigt. Und wenn weniger liquide Vermögenswerte in einem typischen offenen Fonds gepoolt werden, können sich diese Schwierigkeiten akzentuieren (Seite 24).

Das bedeutet keineswegs, dass wir von illiquiden Investments abraten. Tatsächlich sind Anlagen, die künftig hohe Renditen generieren, sehr oft äusserst illiquid. Wer in Apple, Google oder Microsoft investierte, als diese noch kleine, nicht kotierte «Garagenunternehmen» waren, erzielte enorme Renditen. Neben Private Equity befasst sich diese Ausgabe mit einer breiten Palette mehr oder weniger liquider Investments: von Nutzwäldern, Agrarland und Infrastruktur über Immobilien – die häufigste illiquide Anlage – bis hin zu exotischeren Engagements aus «Leidenschaft». Wir beleuchten zudem die Vor- und Nachteile von Hedge-Fonds, die nicht zwingend besonders illiquid sind, deren Renditequellen aber oft schwieriger zu identifizieren sind als jene transparenterer illiquider Investments.

Adrian Orr, CEO des für seine innovative Anlagephilosophie bekannten New Zealand Superannuation Fund, betont, dass selbst Investoren mit langem Horizont die Liquidität ihres Gesamtportfolios sorgfältig beurteilen sollten (Seite 26): Illiquide Anlagepositionen sollten mit Engagements ausgeglichen werden, aus denen man einfach aussteigen kann. Diese Regel ist für Privatanleger noch wichtiger, da sie meist einen kürzeren Anlagehorizont haben und die Wahrscheinlichkeit, dass sich ihr Liquiditätsbedarf wegen drastischer Veränderungen ihrer persönlichen Umstände ändert, ebenfalls viel höher ist. Die Versuchung, diese Vorsicht in den Wind zu schlagen, scheint besonders gross, wenn die erwarteten Nominal- und Realrenditen der liquidesten Anlagen so mager sind wie im aktuellen Tiefzinsumfeld. Andererseits sollte für Liquidität auch nicht zu viel bezahlt werden. Laut Professor Ibbotson (Seite 10) bewerten Anleger die Vorteile von Engagements in Large-Cap-Aktien tendenziell zu hoch und bezahlen daher zu viel. Dass Letztere unter fast allen Umständen handelbar sind, kann sie verteuern und übertriebenen Kursschwankungen aussetzen. Kurz: Die Risiko-Ertrags-Analyse muss unbedingt mit einem sorgfältigen «Stresstest» der Liquidität der Einzelanlagen und Anlageinstrumente verbunden werden.

**Giles Keating**, Head of Research und Deputy Global CIO



Verantwortlich für die Koordination der Schwerpunktthemen dieser Ausgabe:

**Oliver Adler ist Head of Economic Research bei Credit Suisse Private Banking and Wealth Management. Er besitzt einen Bachelor-Abschluss der London School of Economics sowie einen Mastertitel in International Affairs und einen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften der Columbia University in New York.**

**Markus Stierli ist Head of Fundamental Micro Themes Research bei Credit Suisse Private Banking and Wealth Management. Der Schwerpunkt seines Teams liegt auf langfristigen Anlagestrategien, einschliesslich nachhaltiger Investments und globaler Megatrends. Bevor er 2010 zur Credit Suisse kam, hatte er an der Universität Zürich gelehrt und war bei UBS IB tätig gewesen. Markus Stierli besitzt einen Dokortitel im Fach Internationale Beziehungen der Universität Zürich.**



# FAKTEN, ZUSAMMENHÄNGE, EIN- UND AUSSICHTEN

TEXT MARKUS STIERLI Head of Fundamental Micro Themes Research

ILLUSTRATION FRIDA BÜNZLI

## Was ist Liquidität?

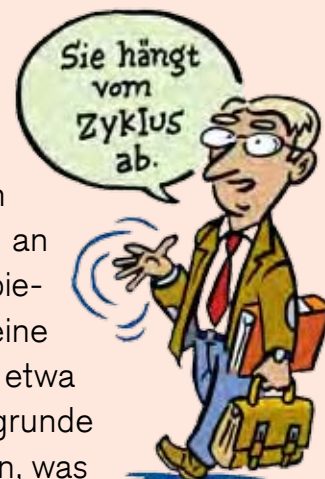


Dieser Global Investor befasst sich mit der Liquidität von Märkten. Liquidität bezeichnet die (Un-)Möglichkeit, eine Anlage schnell verkaufen (liquidieren) zu können, ohne institutionelle Beschränkungen und ohne die Marktpreise substantiell zu beeinflussen.

## Wie misst man Liquidität?

Für viele Anlageklassen ist die Geld-Brief-Spanne ein geeigneter und praktischer Ansatz zur Messung der Marktliquidität, wobei abnehmende Geld-Brief-Spannen eine höhere Liquidität signalisieren (und umgekehrt). Die Geld-Brief-Spanne entspricht den Kosten, die entstehen, wenn eine Anlage am Markt verkauft und sofort wieder zurückgekauft würde. Wie wir in diesem Global Investor erläutern werden, ist Marktliquidität aber ein komplexeres Phänomen. Erstens lässt sich die Geld-Brief-Spanne für viele Anlagen wie etwa Immobilien nicht einfach ermitteln. Zweitens kann die Marktliquidität im Zyklusverlauf dramatisch variieren. Gewisse Anlagen sind in einem Auf-

schwung oder am Zenit des Zyklus höchst liquid, büssen aber in einem Abschwung an Liquidität ein. Und letztlich spielen auch die Instrumente eine Rolle: Geschlossene Fonds etwa können vom Wert der zugrunde liegenden Anlagen abweichen, was in gewisser Hinsicht negativ ist, aber auch zum Schutz langfristiger Investoren beitragen kann. Gewisse Vehikel wie etwa Private-Equity- und Hedge-Fonds können sogenannte «Gates» einrichten, um Rücknahmen durch Investoren zu beschränken.



## Welche Facetten hat Liquidität?



Nach der Finanzkrise wurde die Marktliquidität sozusagen zum «Lebensblut» des Finanzsystems. Die Zentralbanken, die letztinstanzlichen Schöpfer von Liquidität, mussten die «verblutenden» Finanzinstitute mit umfassenden Liquiditätsspritzen retten. Diese Bereitstellung von Liquidität zur Unterstützung der Wirtschaft hat bis heute höchste Priorität behalten. In diesem Kontext bezieht sich die gesamtwirtschaftliche Liqui-



dität nicht wirklich auf die Verfügbarkeit von Cash in der Wirtschaft, sondern auf das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte und damit der Wirtschaft als Ganzes. Für ein Finanzinstitut bedeutet Liquidität die Fähigkeit, seinen Schuldverpflichtungen nachzukommen, ohne insolvent zu werden. Während Cash (d.h. eine liquide Bilanz) einen Puffer gegen Verluste bietet, kann die Fähigkeit, Anlagen in Cash umzumünzen, um Cashflows bestreiten zu können (d.h. die Finanzierungsliquidität), in Stressphasen überlebenswichtig sein. Die Finanzierungsliquidität ist deshalb zu einem wichtigen regulatorischen Imperativ aufgerückt. Zentralbanken werden aber immer als Sicherheitsnetz für Geschäftsbanken agieren müssen, weil die Rolle Letzterer darin besteht, die Liquidität der Kunden (Einlagen) in weniger liquide Anlagen zu investieren. Daher hätten sie aus strukturellen Gründen bei einem Bank Run nicht genügend Liquidität.

## Was ist mit den Prämien und Risiken?

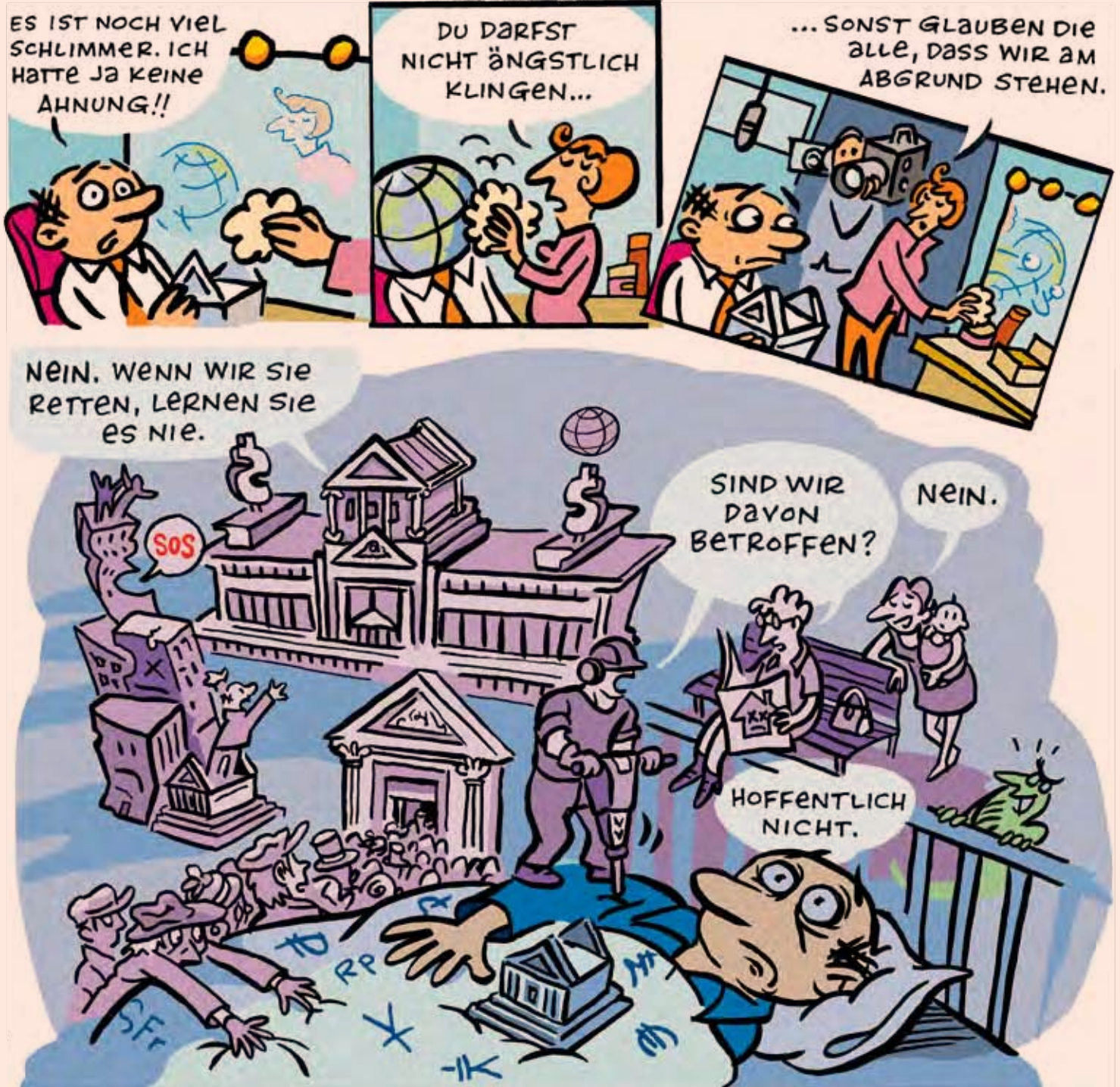
Investoren und Firmen haben dasselbe Problem: Liquiditätsprämien sind schwierig zu beziffern, und zwar sowohl für verschiedene Anlagentypen als auch im Zeitverlauf. Liquidität manifestiert sich nicht in üblichen Risikoindikatoren, wie etwa der Kursvolatilität.

Tatsächlich sind illiquide Anlagen in normalen Zeiten nicht unbedingt volatiler als liquide. Jedoch könnte die Kursvolatilität auch nur versteckt sein, weil illiquide Anlagen weniger oft gehandelt werden und der Umsatz die Liquidität definiert. Selbst bei Aktien haben sich Titel mit geringerem Umsatz in der Krise von 2008 als widerstandsfähiger und weniger volatil erwiesen als ihre hochliquiden Pendanten, wie Roger Ibbotson von der Yale School of Management erklärt (mehr dazu auf Seite 10).

## Fluch oder Segen?

Die verschiedenen Liquiditätskonzepte werden oft isoliert betrachtet. Dabei wäre es wichtig zu verstehen, wie sie sich gegenseitig beeinflussen. Wir wissen, dass «schwarze Liquiditätslöcher» ganze Märkte verschluckt haben wie etwa den Junk-Bond-Markt Mitte der 1990er-Jahre oder jüngst den Subprime-Hypothekenmarkt. Wir wissen auch, dass die Banken wegen der Erosion ihrer Bilanzen die Kreditvergabe einstellen mussten. Das führte zu einer «Liquiditätsklemme», die umfassende politische Interventionen erforderte, um das Vertrauen wiederherzustellen sowie zu garantieren, dass das Finanzsystem seinen Zweck erfüllen kann. Am schwersten greifbar ist, dass die Liquidität stark von den Bedingungen abhängt. Die Finanzkrise war eine so einschneidende Erfahrung, dass sie die Einstellung der Anleger gegenüber illiquiden Investments bis heute prägt. Daher werden heute ganze Anlagelassen – manchmal zu Unrecht – gemieden und Investoren steigen aus guten Gelegenheiten zu früh aus oder verpassen sie gänzlich. In anderen Fällen zahlen Anleger womöglich zu viel für Liquidität. Wenn uns die Geschichte eines über Liquidität lehrt, dann dies: Sie ist oft selbsterfüllend und bisweilen eine Illusion.







# Inhalt

## Global Investor 1.15

### 10

#### Die Psychologie spielt mit

Roger Ibbotson geht der Frage nach, ob die Anleger für das Halten von illiquiden Aktien bestraft oder belohnt werden.

### 16

#### Neue Wege für illiquide alternative Anlagen

Warum ein Liquiditätsverzicht sich lohnen kann, erläutert Sven-Christian Kindt.

### 18

#### Die Hausaufgaben erledigen

Höhere Renditen bei geringerer Volatilität? Das geht, wenn Hedge-Fonds sorgfältig geprüft werden, weiss Alexander Ineichen.

### 21

#### Ein wichtiger Renditetreiber

Marina Stoop erklärt, wie zentral das Management der Liquidität für Hedge-Fonds ist.

### 24

#### Offene kontra geschlossene Fonds

Die richtige Anlage, so Giles Keating und Lars Kalbreier, hängt vom zugrunde liegenden Anlagentyp und von der Art des Fonds ab.

### 26

#### Attraktive Konstanz

Geduld, Gelegenheiten und sehr lange Horizonte sind laut Adrian Orr entscheidende Erfolgsfaktoren.

### 30

#### Teak spricht für sich

Ökologie und Ökonomie müssen sich bei Nutzholzplantagen nicht ausschliessen, macht Carol Franklin deutlich.

### 39

#### Den Nutzwald institutionell bewirtschaften

Warum der Wald für institutionelle Anleger attraktiver wird, erklärt Gregory Fleming.

### 42

#### Agrarland trägt zweierlei Früchte

Wie der langjährige Farmer Griff Williams seine Erfahrung für Investments in die Landwirtschaft nutzt.

### 44

#### Immobilien und ihre Eigenheiten

Philippe Kaufmann äussert sich zu den Eigenheiten von Immobilienanlagen in Sachen Illiquiditätsrisiken und Renditepotenzial.

### 48

#### Infrastruktur im Aufwind

Institutionelle Investoren entdecken die Infrastruktur. Robert Parker weiss, warum das so ist.

### 52

#### Das Blickfeld erweitern

Wie stehen Kunden illiquiden Anlagen gegenüber? Darüber diskutieren Felix Baumgartner und Patrick Schwyzer.

### 56

#### Ein Faible für die schönen Dinge

Warum nicht in Kunst investieren? Art Market Research and Development wirft ein Schlaglicht auf Anlagen der etwas anderen Art.

### 58

#### Vitaminspritze für Verbriefungsmarkt

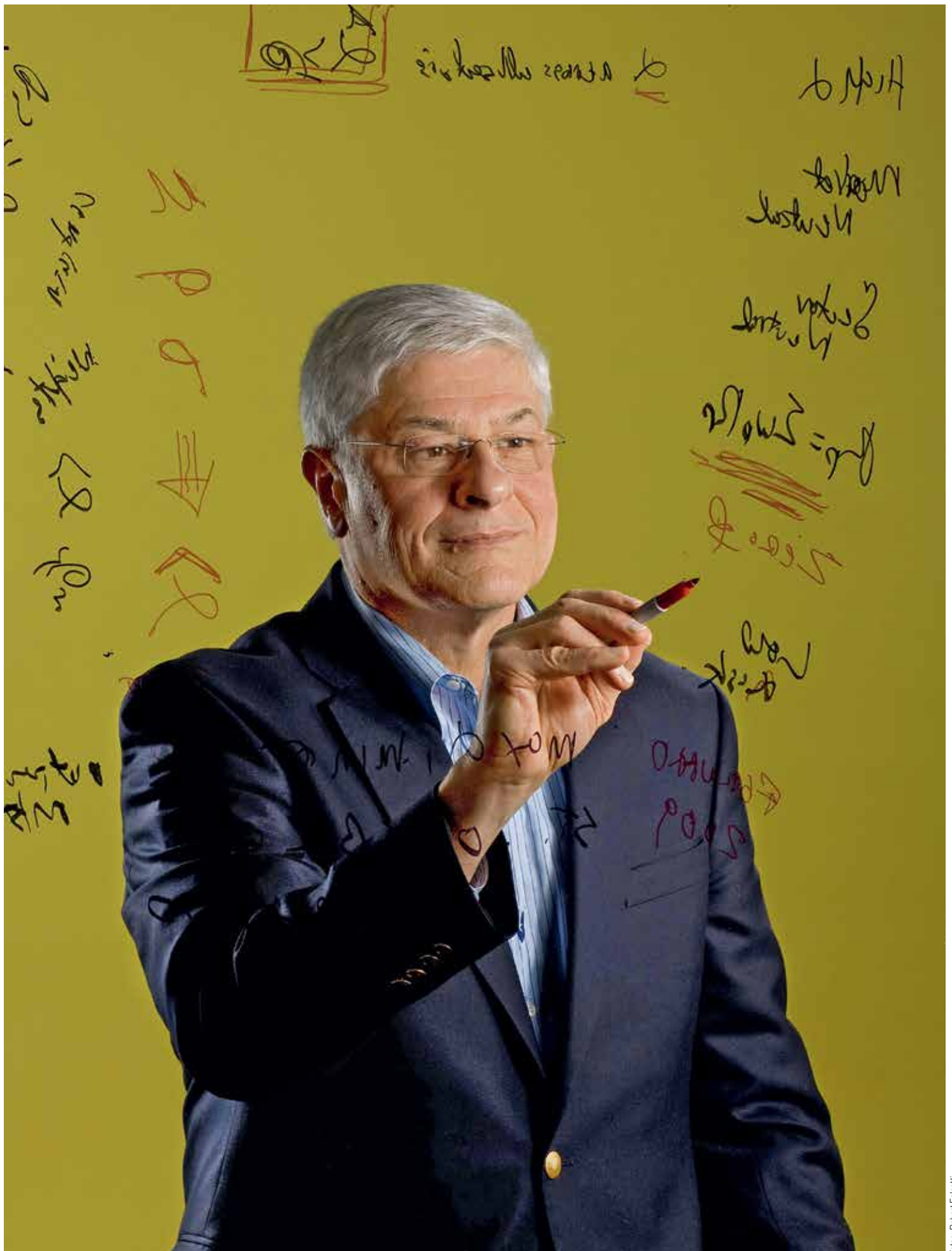
Wie die EZB den Verbriefungsmarkt beleben will, beschreiben Christine Schmid und Carla Antunes da Silva.

### 62

#### Kein Ausstieg?

Was die volatilere und knappere Liquidität an den Unternehmensanleihenmärkten bedeutet, analysiert Jan Hannappel.

Disclaimer > Seite 65



Fotos: Robert Falzetti

Roger Ibbotson ist der Gründer, Chairman und CIO von Zebra Capital Management.

## Liquiditätsprämie

# Die Psychologie spielt mit

Ein Portfolio mit einer gewissen Liquidität auszustatten, ist durchaus sinnvoll. Die Investoren bezahlen für sie jedoch tendenziell zu viel und unterschätzen die zusätzlichen Renditen, die sich mit illiquiden Anlagen erzielen lassen. Liquidität scheint bei Aktien stärker überteuert zu sein als bei Anleihen, weil Aktienkurse kräftig durch «Storys» beeinflusst werden. Anleihenkurse fassen hingegen auf trockener Mathematik.

INTERVIEW VON OLIVER ADLER Head of Economic Research, JOSÉ ANTONIO BLANCO Head Global MACS, SID BROWNE CIO and Head of Research Liquid Alternatives

Sid Browne: Laut Wirtschaftstheorie sollte die Bereitschaft, in illiquide Anlagen zu investieren, mit einer Prämie entschädigt werden. Sie haben solche Prämien und die damit verbundenen Risiken sowohl für illiquide als auch für liquide Anlagen analysiert. Welche allgemeinen Erkenntnisse haben Sie dabei in einem Portfoliokontext gewonnen? Wie sollten institutionelle und private Anleger investieren?

**Roger Ibbotson:** Lassen Sie mich vorausschicken, dass ich an öffentlichen Börsen gehandelte Aktien untersuche. Sie können weniger liquid sein als die liquidesten Titel, grundsätzlich sind es aber liquide Aktien. Es gibt eine überzeugende theoretische Begründung dafür, weshalb bei weniger liquiden Aktien und Anlagen im Allgemeinen mit einer tieferen Bewertung zu rechnen ist. Die Anleger wollen Liquidität und sind bereit, dafür zu bezahlen. Sie zahlen einen höheren Preis für die liquidesten

Anlagen, wogegen weniger liquide mit einem Abschlag gehandelt werden. Dieser Abschlag bedeutet, dass für die gleichen Cashflows weniger bezahlt wird und die Renditen folglich höher ausfallen. Mit Blick auf liquide Märkte ist besonders interessant, dass eine geringfügige Reduktion der Liquidität überraschend hohe Mehrrenditen generieren kann, beispielsweise, wenn Sie statt in jede Minute gehandelte in stündlich gehandelte Aktien investieren.

José Antonio Blanco: Kann man diesen Effekt aus Anlegerperspektive als Risikoprämie bezeichnen oder handelt es sich dabei eher um das Resultat einer Marktineffizienz, weil sich die Anleger auf gewisse Unternehmen konzentrieren und den Rest ignorieren?

**Roger Ibbotson:** Beides kann zutreffen. Eine Liquiditätsprämie kann man sich als Risikofaktor vorstellen. Ich sehe dies jedoch eher als eine Art «Beliebtheitsprämie», was

ich in diversen Abhandlungen genauer erläutert habe. Die am häufigsten gehandelten Aktien sind die beliebtesten. Solche Titel sind gleichzeitig auch fehlbewertet, weil sie zu «populär» geworden sind, was sich auch an ihren hohen Umsätzen zeigt. Interessanterweise sind weniger häufig gehandelte Aktien aber auch weniger volatil. Sie scheinen daher nicht wirklich riskanter. Ich würde die Mehrrendite daher eher nicht als Risikoaufschlag bezeichnen.

Sid Browne: Was, wenn es an den Märkten eng wird, wenn Sie plötzlich Liquidität benötigen und Ihre illiquiden Aktien schnellstens abstoßen wollen? Droht dann nicht eine Flucht in Qualitätstitel?

**Roger Ibbotson:** Das Risiko, schnell verkaufen zu müssen, kann tatsächlich eintreten. In der Praxis, wie etwa im Jahr 2008, als eine gewisse Liquiditätskrise einsetzte, waren es aber vor allem die liquidesten Aktien, die panikartig auf den

Markt geworfen wurden. Selbst in einer Finanzkrise behaupten sich weniger liquide Aktien besser als ihre liquideren Pendanten. Es trifft aber zu, dass weniger liquide Titel schwerer zu verkaufen sind, und vielleicht sehen die Anleger deshalb davon ab. Tatsache bleibt, dass ihre Kurse deutlich weniger nachgaben als jene liquiderer Aktien.

Sid Browne: Wäre es folglich sinnvoll, in einem Portfolio einen sehr hohen Anteil derartiger Aktien zu halten?

**Roger Ibbotson:** Für Tageshändler sind solche Aktien ungeeignet, weil sie höhere Handelskosten aufweisen. Tatsächlich ausschlaggebend ist Ihr Anlagehorizont. Bei einem längeren Horizont kann der Kauf weniger liquider Aktien sinnvoll sein.

Oliver Adler: Könnten Sie die Parallelen im Anleihenmarkt oder in gewissen Segmenten desselben beleuchten? Wie sehen die Liquiditäts- oder Illiquiditätsprämien dort aus?

**Roger Ibbotson:** Nun, zunächst haben die Anleihenmärkte den Vorteil, dass die gehandelten Papiere eine klar festgelegte Verfallsrendite haben. Wenn eine Anleihe nicht ausfällt, erzielen Sie folglich eine spezifische Rendite in einer gewissen Währung. Die Höhe dieser Rendite ist Ihnen schon vorab bekannt. An den Aktienmärkten wissen Sie dagegen nicht, wie hoch die Rendite sein wird. Sie sehen nur das Resultat. Da die Renditen sehr volatil sind, ist schwer abzuschätzen, wie das Resultat aussehen wird. Zudem variieren die Renditeparameter in verschiedenen Phasen deutlich. Deshalb lässt sich darüber diskutieren, ob diese Prämien tatsächlich existieren und wie hoch sie sind. Ganz anders ist das an den Anleihenmärkten mit ihren normalerweise fixen Laufzeiten.

Oliver Adler: Glauben Sie, dass der Aktienmarkt in gewisser Weise mehr Anlass zu irrationalem Anlegerverhalten gibt als der Anleihenmarkt?

**Roger Ibbotson:** Ich bin mir sicher, dass es auch am Anleihenmarkt irrationales Verhalten gibt. Die Aktienmärkte sind aber tatsächlich insofern irrational, als die Anleger häufig gehandelte Titel bevorzugen. Und sie bezahlen mehr für sie, genauso, wie bekannte Marken im Konsumsektor höhere Preise erzielen. Daher unterscheiden sich die weniger beliebten und die beliebteren Aktien in der Renditestruktur, was zu Fehlbewertungen führt. Selbstverständlich treten auch am Anleihenmarkt Fehl-

**«Mit Blick auf liquide Märkte ist besonders interessant, dass eine geringfügige Reduktion der Liquidität überraschend hohe Mehrrenditen generieren kann.»**

**Roger Ibbotson**

bewertungen auf. Aber sie sind wohl kleiner und besser erkennbar und damit auch einfacher nutzbar.

Sid Browne: Wenn ich Sie richtig verstehe, ist dieses Popularitätsphänomen an den Aktienmärkten stärker ausgeprägt als bei Anleihen. Die Apple-Aktie könnte also zum Beispiel heiss begehrt und folglich äusserst liquid sein, wogegen eine Apple-Anleihe auf weniger Interesse stösst, weil sie weniger häufig gehandelt wird und diskontierte, sicherere Cash-Zahlungen repräsentiert.

**Roger Ibbotson:** Die Anleihe könnte ebenfalls betroffen sein, aber nicht im selben Umfang, weil sich die Bewertung am Renditespread genau ablesen lässt. Sie wissen daher genau, wofür Sie bezahlen. José Antonio Blanco: Bedeutet dies, dass die Informationslage am Aktienmarkt schlechter ist als am Anleihenmarkt? Wenn Sie zwei Anleihen vergleichen, lässt sich relativ einfach feststellen, welche zu wenig oder zu viel Rendite generiert. Bei Aktien kann man zwar die vergangene Performance analysieren, doch die künftige Kursentwicklung ist schwierig abzuschätzen. Als Anleger kaufe ich folglich eher bekannte Titel nach dem Motto: «Wenn eine Marke begehrt ist, ist sie vermutlich auch besser.»

**Roger Ibbotson:** Richtig. An den Aktienbörsen lassen sich «Storys» zu den einzelnen Titeln erzählen. Diese können sehr interessant sein. Und sie können einen hohen Preis haben. Damit erklärt sich etwa, weshalb Value-Aktien tendenziell höhere Renditen generieren als Growth-Titel. Wachstum wird höher bewertet, weil die Storys von Growth-Unternehmen viel interessanter sind als jene von Value-Unternehmen. Alle diese Phänomene mögen am Anleihenmarkt ebenfalls auftreten, die Informationslage ist dort aber tatsächlich besser. Der Anleihenmarkt ist viel stärker mathematisch bestimmt. Die Spreads sind sichtbar.

Oliver Adler: Wie steht es mit Private Equity oder Hedge-Fonds, die viel Fachwissen voraussetzen und sich weniger für Storys anbieten? Liegt der Schluss nahe, dass Fehlbewertungen daher in diesen Bereichen weniger häufig sind?

**Roger Ibbotson:** Fehlbewertungen sind bei Private Equity ebenfalls ziemlich häufig, weil der Käufer dort effektiv zu weniger Informationen Zugang hat. Sie benötigen Fachwissen, um die spezifischen Aktien zu verstehen.

Fortsetzung auf Seite 14 >

# Moody's misst den Stress

In turbulenten Marktphasen nehmen die Anleger tiefer eingestufte Finanzinstrumente, die mit einem Renditeaufschlag begeben wurden, oft genauer unter die Lupe. Befürchtete Coupon-Ausfälle können die Anleger aus spekulativen Anleihen aussteigen lassen – genau dann, wenn es für die Emittenten finanziell besonders eng wird. Paradebeispiele sind riskantere Konsumkreditgesellschaften, kleinere Öl- und Gasfirmen sowie stark fremdfinanzierte Immobilienentwickler. In längeren Stressphasen können solche Emittenten oft nicht genügend kurzfristiges Fremdkapital beschaffen, um ihre Aktivitäten weiterzuführen. Wenn sie unterkapitalisiert sind, gehen sie möglicherweise sogar Konkurs.

Ausfälle in diesem riskanteren Segment können in der Anlegergemeinde ansteckend wirken, weil weitere Parteien in einer gewissen Branche oder Transaktion betroffen sind und wegen des psychologischen Effekts. Es kann – wie 2008/2009 bei Hypotheken – ein Illiquiditätsstufelskreis entstehen, und es können staatliche Interventionen und schliesslich Schuldabschreibungen erforderlich werden.

## Liquidität – Herzstück der Bonitätsanalyse

Um die Transparenz ihres Beurteilungsprozesses der Liquidität zu erhöhen und um Investoren, die bereit sind, sich in spekulativen Anleihen zu engagieren, vor schnellen Umschwüngen der Marktstimmung zu schützen, begann die Ratingagentur Moody's 2002 «Speculative Grade Liquidity»-Ratings (SGL) zu vergeben. Der Verlust des Zugangs zu Finanzierungskapital ist und bleibt dabei ein Risikokriterium bei jeder Beurteilung. Moody's definiert Liquiditätsrisiken im spekulativen Segment als «Kapazität zur Erfüllung von Verpflichtungen» und benotet mit seinen

SGL-Ratings die Liquiditätspositionen auf einer Skala von 1 (sehr gut) bis 4 (schwach). Die Ratingzuweisung erfolgt nach detaillierten Kriterien für die Messung der Fähigkeit eines Unternehmens, seinen Cash-Verbindlichkeiten mit Barmitteln, Cashflow, zugesagtem Fremdkapital und potenziell beschaffbarem Notfallkapital aus Asset-Verkäufen nachzukommen.

## Schulddienstfähigkeit steht im Zentrum

SGLs messen das eigentliche Liquiditätsrisiko, d. h. Moody's geht davon aus, dass Unternehmen ihre Kreditverträge nicht nachbessern und keine neuen Barmittel beschaffen können, die nicht bereits zugesagt sind. Solche Bedingungen sind in einem normalen Marktumfeld nicht typisch, können aber in turbulenten Konjunktur- und Kreditmarktphasen auftreten, wenn die Akteure am meisten auf Liquidität angewiesen sind, um Ausfälle zu vermeiden. Moody's berücksichtigt den Marktzugang und die Fähigkeit zur Neuverhandlung von Kreditbedingungen in seinen Langfrustratings, wendet aber für die Liquiditätsanalyse striktere Kriterien an.

Von Beginn weg stellte Moody's klar, dass sich die Liquiditätsbeurteilung auf die Schulddienstfähigkeit der Unternehmen konzentriert. Demgegenüber wird die Bereitschaft, Zahlungsausfälle hinzunehmen – im Grunde eine Frage des Managements –, für die SGL-Ratings nicht berücksichtigt. Sie findet aber separat Eingang in die langfristige Ratinganalyse. Die SGL-Ratings können wie die Anleihenratings ad hoc angepasst werden. Bisher hat Moody's nur nordamerikanischen und kanadischen Unternehmen SGL-Ratings zugewiesen, obwohl der Beurteilungsansatz auch in den meisten anderen Regionen angewendet wird. Die Agentur verfügt zurzeit

über SGL-Ratings für rund 840 Emittenten mit 1.8 Billionen US-Dollar an benoteten Verbindlichkeiten.

Moody's konzipierte zudem den Liquidity Stress Index (LSI) als breiten Indikator für die Liquiditätslage im spekulativen Segment. Der LSI entspricht dem prozentualen Anteil der Emittenten mit dem schwächsten Rating (SGL-4). Unternehmensgewinne, Kreditkosten und die Leichtigkeit, mit der neue Anleihen begeben werden können, sind kritische Treiber der LSI-Entwicklung. Die Kreditzyklen laufen den Konjunkturzyklen tendenziell voraus, weil bei einem sich abzeichnenden Konjunkturaufschwung zuerst die Bereitschaft zur Fremdkapitalaufnahme vorhanden sein muss, bevor die Aktivitäten in der Realwirtschaft einsetzen.

Die Märkte für Commercial Papers sind nicht zugänglich für als spekulativ eingestufte Unternehmen, weshalb sie meist nicht schnell neue Mittel aufnehmen können. Die Risikoevaluation läuft schliesslich hinaus auf eine Beurteilung des freien Cashflows aus laufender Geschäftstätigkeit, der vorhandenen Barmittel und der zugesagten Finanzierungen aus anderen Quellen wie revolvingende Kredite, die in der SGL-Analyse nicht berücksichtigt werden.

Mehr als zwölf Jahre nach der SGL-Einführung umfasst die Datenreihe nun sowohl längere Phasen mit mehr als reichlicher Liquidität als auch solche mit bisher beispiellosem Risiko und Marktstress. Der langfristige Stand des LSI seit seiner Lancierung beläuft sich auf durchschnittlich 6.8 Prozent mit einem Rekordwert von 20.9 Prozent im März 2009, am Höhepunkt der Finanzkrise in den USA. Den Tiefststand erreichte der LSI im April 2013 mit 2.8 Prozent, als die Ausfall- und Illiquiditätsrisiken sehr niedrig waren. Anfang 2015 notierte er mit 3.7 Prozent nach wie vor sehr tief und signalisierte damit für das restliche Jahr eine unterdurchschnittliche Ausfallrate bei als spekulativ eingestuften Unternehmen. Die höheren Risiken infolge der fallenden Ölpreise wurden durch die kontinuierliche Zunahme der US-Konsumausgaben aufgewogen. ●

## Text

John Puchalla, Senior Vice President, Corporate Finance Group bei Moody's

## Co-Autor

Gregory Fleming  
Senior Analyst  
+41 44 334 78 93  
gregory.fleming@credit-suisse.com

Zudem wird vorausgesetzt, dass der Private-Equity-Manager nicht nur unterbewertete Aktien identifiziert, sondern auch den Wert der Unternehmen steigert, beispielsweise indem er Steuervergünstigungen aus-handelt, das Management restrukturiert oder die Leistungsanreize anpasst. Macht er seine Arbeit wirklich gut, resultieren mehr Gewinnchancen. Hedge-Fonds erwerben in der Regel öffentlich gehandelte Aktien oder Anleihen – also mehr oder weniger liquide Wertschriften. Mit einer Hedge-Fonds-Anlage kaufen Sie im Grunde den Manager, der liquide Wertpapiere erwirbt. Oliver Adler: Welche Probleme sehen Sie hinsichtlich der Liquidität und der Prämien bei eher intransparenten Anlageklassen wie Infrastrukturen oder bei transparenteren wie Immobilien?

**Roger Ibbotson:** Investments wie Immobilien sind naturgemäss sehr illiquid. Die Anleger können aber strukturierte Produkte wie Real Estate Investment Trusts (REITs) kaufen, die sie liquider machen. Sind Immobilien in solche Strukturen verpackt, sind sie tendenziell höher bewertet. Ein REIT ist also eine teurere Variante zum Kauf von Immobilien, die aber den Vorteil einer höheren Liquidität bietet. Wenn Sie dagegen Immobilien kaufen und selbst verwalten, wird die Sache viel komplizierter. Derartige Engagements ähneln Private-Equity-Anlagen und sind alle weniger liquid, weshalb sie eine Illiquiditätsprämie aufweisen sollten. Ich vermute, dass ein Grossteil der Immobilienrenditen von ihren Illiquiditätsprämien herrührt.

Oliver Adler: Die einzelnen Anlageklassen haben unterschiedliche Eigenschaften. Wie berücksichtigen Sie vor diesem Hintergrund den Liquiditätsaspekt bei der Portfoliozusammenstellung?

**Roger Ibbotson:** Die Anleger benötigen eine gewisse Liquidität. Wenn sie umfangreiche illiquide Positionen halten, benötigen sie auch gegensätzliche Anlagen, um ihren Liquiditätsbedarf zu decken. Einerseits sollte man nicht für Liquidität bezahlen, die man nicht braucht. Andererseits benötigt man möglicherweise mehr Liquidität als erwartet. Die Gefahr besteht, zu viel in illiquide Vermögenswerte wie Immobilien, Infrastrukturen und Private Equity zu investieren. Gewisse Universitäten gerieten beispielsweise während der Finanzkrise in die Klemme. Sie konnten für ihre Private-Equity-Anlagen keine wirklich guten Preise erzielen. Einer der Vorteile etwas weniger



### Roger Ibbotson

2001 gründete Roger Ibbotson Zebra Capital Management. An der Yale School of Management in der Practice Emeritus of Finance ist er zudem als Professor tätig. Er hat zahlreiche Bücher und Artikel verfasst, darunter – zusammen mit Rex Sinquefeld – «Stocks, Bonds, Bills and Inflation», ein jährlich aktualisiertes Standardwerk für Informationen zu den Kapitalmarkttrenditen.

liquider Aktien ist, dass sie sich auch während einer Krise relativ einfach und ohne grösseren Abschlag verkaufen lassen. Oliver Adler: Könnte man aber nicht den Standpunkt vertreten, dass illiquide Anlagen die Investoren vor dem häufigen Fehler bewahren könnten, zum falschen Zeitpunkt zu verkaufen?

**Roger Ibbotson:** Ein interessantes Argument. Es gibt tatsächlich Belege dafür, dass sich zumindest Kleinanleger konträr zu den allgemeinen Aktienmarktrends verhalten: Tendenziell verkaufen sie nach dem Crash und kaufen nach einer Hausse. Wenn diese Retail-Anleger irgendwie an zu häufigen Handelstransaktionen gehindert würden, erzielten sie vermutlich eine bessere Performance. In Tat und Wahrheit bestehen sie aber auf Liquidität, selbst wenn diese bisweilen zu Fehlritten verleitet.

José Antonio Blanco: Gibt es eine angemessene Entschädigung für wirkliche Illiquidität, wenn Sie Ihren Liquiditätsbedarf erst einmal bestimmt haben? Oder liesse sich eine höhere Rendite – die Bezeichnung Risikoprämie möchte ich vermeiden – auch erzielen, indem liquide Anlagen strukturiert werden, sodass sich Anomalien oder wie von Ihnen geschilderte Sondereffekte nutzen lassen? Kurz: Glauben Sie, dass Illiquiditätsprämien überschätzt werden?

**Roger Ibbotson:** Ich glaube, ein Aspekt der von Ihnen angestellten Überlegungen ist die Fähigkeit zur Generierung von «Alpha», das heisst einer Outperformance gegenüber einer bestimmten Anlageklasse oder einem Benchmark. Zur Erzielung von viel Alpha muss möglicherweise viel gehandelt werden. Meist sind die Anleger hinsichtlich ihrer Fähigkeit, solches Alpha zu generieren, zu optimistisch. Je mehr sie aber an ihre Fähigkeit glauben, desto mehr Liquidität benötigen sie, weil es ihnen vor allem die eher kostengünstigen Anlagen erlauben, Alpha zu generieren.

Hat der Anleger dagegen einen langen Horizont, ist er seiner Natur nach ein Investor, der auf Illiquiditätsprämien setzen sollte. In der Realität glauben aber viele Marktteilnehmer, dass sie es verstehen, Alpha zu erzielen – gewisse von ihnen mit Recht, andere eher weniger. Vor allem Letztere werden dafür einen Preis bezahlen müssen. Daran wird sich meines Erachtens nichts ändern. Der Markt wird also tendenziell weiterhin zu viel für Liquidität bezahlen und umgekehrt die Illiquiditätsprämien weiterhin unterschätzen. ●

# Private Equity in aufstrebenden Märkten

**Markus Stierli**

Fundamental Micro Themes Research  
+41 44 334 88 57  
markus.stierli@credit-suisse.com

**Nikhil Gupta**

Fundamental Micro Themes Research  
+91 22 6607 3707  
nikhil.gupta.4@credit-suisse.com

1

## Das unerschlossene Potenzial von Schwellenländern

Emerging Markets zeichnen verantwortlich für

**39%**  
der Weltproduktion

**18%**  
der globalen Aktienmarktkapitalisierung

**14%**  
der globalen Private-Equity-Mittelbeschaffung

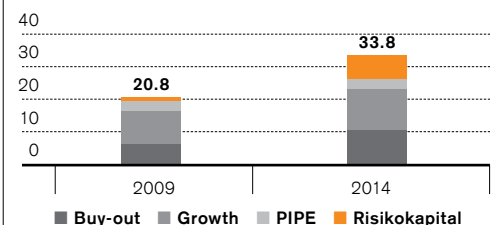
**11%**  
der globalen Private-Equity-Investments

4

## Verheissungsvolles Risikokapital

Private Equity in Schwellenländern verzeichnete zwischen 2009 und 2014 einen Wertzuwachs von 60 Prozent. Gleichzeitig versiebenfachte sich der Wert von Risikokapitalanlagen, die nun über 20 Prozent aller Private-Equity-Investments in Emerging Markets ausmachen. Technologieanlagen wuchsen im selben Zeitraum um den Faktor drei.

Private Equity nach Strategie, in Mrd. USD

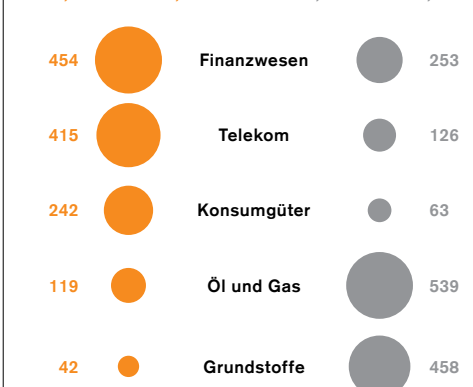


7

## Der Weg nach oben in der Wertschöpfungskette

In Afrika bewegt sich Private Equity aufwärts – weg von der Rohstoffindustrie.

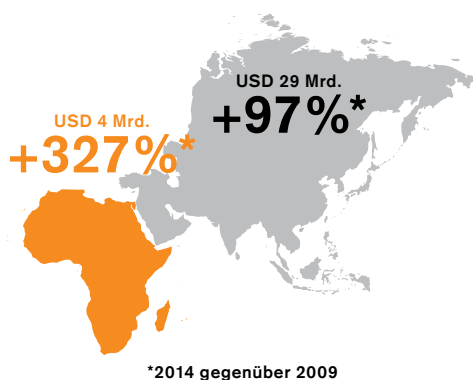
Private-Equity-Anlagen 2014, in Mrd. USD, Afrika



2

## Globale Gelegenheit

Die Mittelbeschaffung in Schwellenländern konzentrierte sich mit 29 Milliarden US-Dollar auf Asien, wuchs aber in Afrika am schnellsten.

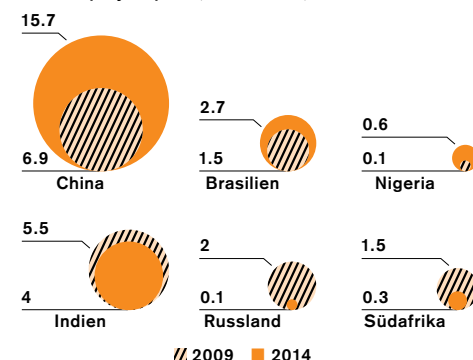


5

## Nicht alle Märkte sind gleich

Zwischen 2009 und 2014 wuchsen Private-Equity-Anlagen in China, Brasilien und Nigeria rasant, gingen in Indien etwas zurück und brachen in Russland und Südafrika dramatisch ein.

In wichtigen Schwellenländern investiertes Private-Equity-Kapital (in Mrd. USD)



3

## Hohe Erwartungen

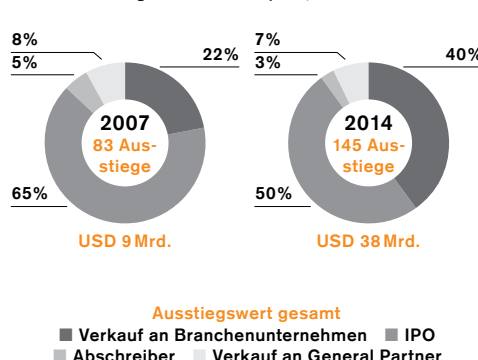
In den USA generierte Private Equity von 2009 bis 2014 Renditen von rund 16 Prozent. Nur 39 Prozent der befragten Limited Partners rechnen für 2015 in den USA mit ähnlich hohen Renditen. 57 Prozent erwarten, dass in Schwellenländern investierte Private-Equity-Portfolios 2015 eine Rendite von mindestens 16 Prozent abwerfen werden. Private Equity in Emerging Markets generierte zwischen 2009 und 2014 Renditen von rund 13 Prozent. Schwellenländeraktien kamen im selben Zeitraum nur auf rund 4 Prozent. Derweil blieb privates Beteiligungskapital in den USA renditemässig hinter den US-Aktienmärkten zurück.

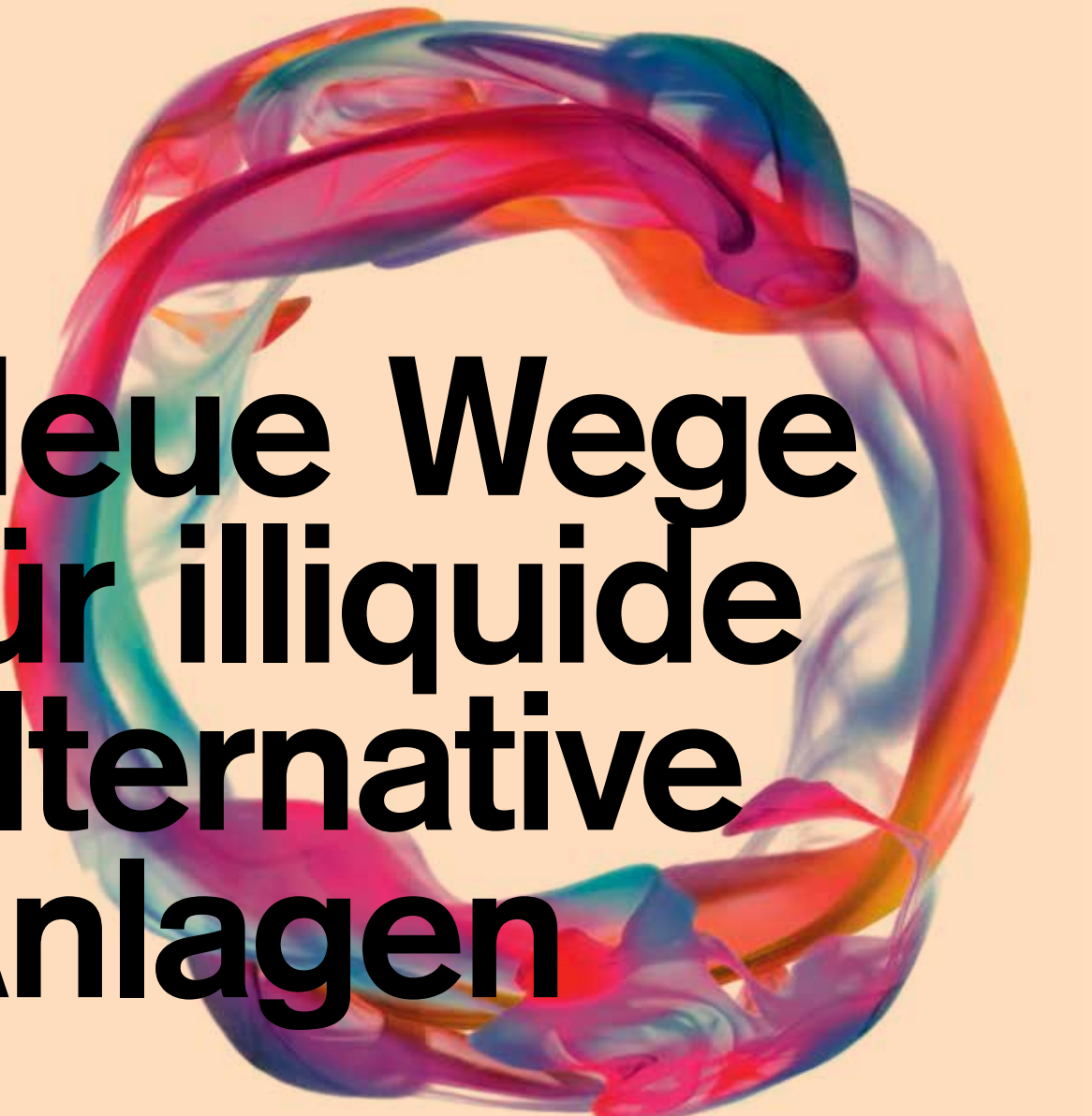
6

## Ausstieg gesucht

Asiatische Risikokapitalanlagen finden vermehrt den rentablen Ausstieg über Börsengänge. Zwischen 2007 und 2014 vervierfachte sich der Wert aller Ausstiege auf insgesamt 38 Milliarden US-Dollar.

Anzahl Ausstiege aus Risikokapital, Asien



An abstract, colorful liquid swirl in shades of red, orange, yellow, green, and blue, forming a circular shape that frames the title text.

# Neue Wege für illiquide alternative Anlagen

Investoren zeigen zunehmend Interesse an weniger liquiden alternativen Anlagen. Zu diesen gehören Private Equity, Private Debt und reale Vermögenswerte. Laut einer neueren Studie kann die Umschichtung aus liquiden Anlagen in weniger liquide während der Fondslaufzeit eine durchschnittliche Mehrrendite von 20 bis 27 Prozent, also von über 3 Prozent jährlich, generieren. Die Illiquiditätsprämie lässt sich weiter steigern, indem die besten Manager zum Zug kommen, die im obersten Renditequartil zu finden sind. Sie übertreffen den Benchmark um durchschnittlich bis zu 20 Prozent. Obwohl illiquide alternative Anlagen damit eine Chance zur Verbesserung der Portfoliogesamtrenditen bieten und die Gefährdung durch die tägliche Marktvolatilität reduzieren, sind private im Vergleich zu institutionellen Anlegern in diesem Bereich tendenziell unterinvestiert. Eine übliche Erklärung dafür ist, dass das Anlagekapital und die Gewinne erst nach zehn Jahren oder mehr zurückbezahlt werden. Doch seit Kurzem sind vermehrt Strategien mit kürzeren Laufzeiten und kontinuierlichen Ertragsausschüttungen aufgetaucht wie beispielsweise Direktkredite an KMU. Zusammen mit einem wachsenden Sekundärmarkt, der zu einer frühen Liquidität beiträgt, könnte das die Anleger veranlassen, künftig ihr Kapital mit mehr Vertrauen in geeigneten illiquiden alternativen Anlagen zu platzieren.

---

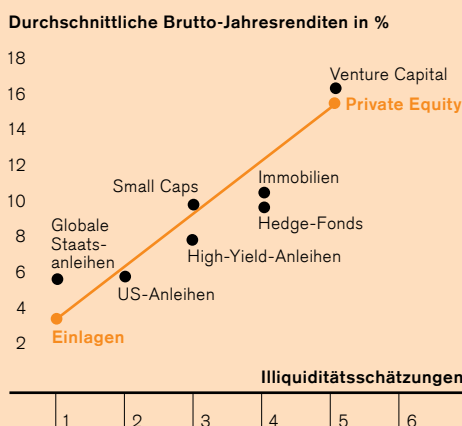
**TEXT SVEN-CHRISTIAN KINDT**

Head Private Equity Origination & Due Diligence, Credit Suisse

## Die Illiquiditätsprämie

«Liquidität» ist ein Mass dafür, wie einfach sich eine Anlage gegen bar verkaufen lässt. Vermögenswerte und Wertschriften, die sich einfach kaufen und verkaufen lassen, wie etwa Anleihen und kotierte Aktien, gelten als liquid. Private Equity, Private Debt und reale Anlagen werden demgegenüber als illiquid erachtet. Die Renditen steigen tendenziell mit dem Illiquiditätsgrad eines Investments. Eine jüngere Studie von fast 1400 Buy-out- und Venture-Capital-Fonds in den USA gelangte zum Schluss, dass die kumulierte Performance dieser Fonds während ihrer Laufzeit jene des S&P-500-Index konstant um 20 bis 27 Prozent beziehungsweise um mehr als 3 Prozent jährlich übertraf.

### Die Renditen steigen allgemein mit zunehmender Illiquidität

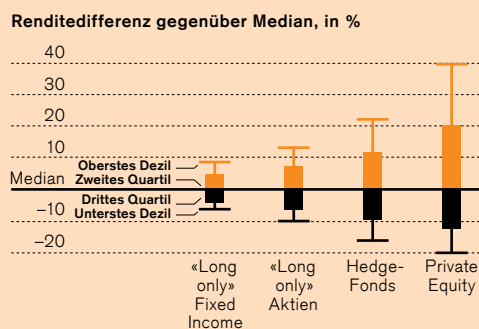


Quelle: Illiquiditätsschätzungen basieren auf «Expected Returns» von Antti Ilmanen, 2011, 1994–2014: Renditedaten gemäss Bloomberg, Citigroup, Barclays Capital, JP Morgan, Bank of America Merrill Lynch, NCREIF, Hedge Fund Research, Cambridge Associates, Russell 2000

## Die Managerprämie

Mit zunehmender Illiquidität verlagert sich die Hauptquelle der Anlagerendite von den Marktbewegungen (Beta) hin zum Fachwissen oder der Kompetenz eines Managers, eine Anlage geschickt bis zum Ausstieg zu navigieren. Manager beeinflussen die Renditen illiquider alternativer Anlagen vor allem über strategische und/oder operative Verbesserungen aufseiten der Portfoliounternehmen. Ein Manager kann etwa besonders gut darin sein, den Umsatz eines Portfoliounternehmens zu steigern, den Betriebsaufwand zu senken, den Auslastungsgrad der Anlagen zu optimieren oder Fremdkapital zu nutzen. Die Renditechancen illiquider alternativer Anlagen hängen daher nicht nur vom Gefährdungspotenzial einer bestimmten Anlagekategorie ab, sondern auch davon, ob mit den besten Managern investiert wird. Die Grafik zeigt es klar: Bei Private Equity kann die Renditedifferenz zwischen den Managern im obersten und untersten Quartil mehr als 30 Prozent betragen.

### Die Performancestreuung unter den Managern steigt mit zunehmender Illiquidität

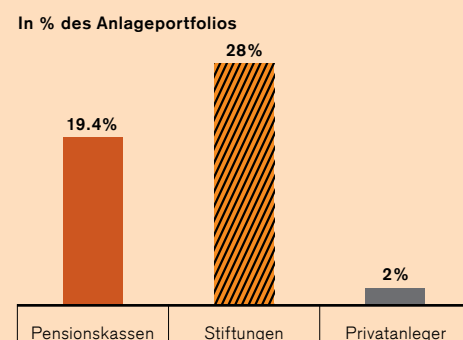


Quelle: Auszug aus «Patient Capital, Private Opportunity», The Blackstone Group, Private Wealth Management, 2013. Renditedaten gemäss Lipper, Morningstar, Preqin und Tass

## Die Anleger

Anders als Privatanleger haben viele institutionelle Investoren mit langem Anlagehorizont wie etwa Pensionskassen (mit Verbindlichkeiten gegenüber Rentnern) und Stiftungen (mit laufenden operativen Budgets) in den letzten 20 Jahren substanzielle Allokationen in illiquiden alternativen Anlagen aufgebaut. 2013 waren alternative Anlagen im Portfolio einer durchschnittlichen US-Stiftung mit 28 Prozent gewichtet gegenüber nur rund 5 Prozent Anfang der 1990er-Jahre. Ein ähnlicher Trend zeigt sich bei den Pensionskassen: Zu Beginn der 1990er-Jahre hielten sie unter 5 Prozent ihrer Portfolios in weniger liquiden alternativen Anlagen. Heute liegt der Anteil bei rund 20 Prozent. Geduldige Investoren mit langfristigem Anlagehorizont sind wahrscheinlich besser positioniert, um Illiquiditätsprämien einzustreichen. Sie opfern Liquidität, die sie nicht benötigen, und werden dafür entschädigt.

### Allokation in alternativen Anlagen



Quelle: Allokationsdaten gemäss Cerulli Research, National Association of College and University Business Officers 2013/14 Studies, Pensions & Investments 2013 Annual Plan Sponsor Survey

# Liquiditätsoptionen

Bei klassischen illiquiden Anlagen wie Venture-Capital- und Private-Equity-Fonds dauert es zehn Jahre und mehr, bis die Investoren ihr Kapital und die Gewinne voll zurückerhalten. Doch nun könnten ein expandierendes Angebot an Strategien mit kürzeren Laufzeiten und kontinuierlichen Erträgen sowie ein zunehmend liquider Sekundärmarkt die Bereitschaft der Anleger erhöhen, ihr Kapital in illiquiden alternativen Investments zu platzieren. Die nachstehenden Strategien sind nur ein kleiner Teil der Optionen, die sich Investoren heute bieten. Diese und andere Ansätze sollten es Privatanlegern erleichtern, auf eine gewisse Liquidität, die sie nicht brauchen, zu verzichten, um zumindest partiell von Illiquiditätsprämien zu profitieren.

## Private-Debt-Strategien

Der Markt für Private Debt ist seit 2008 stark gewachsen, was vor allem den Direktkreditfonds zu verdanken ist. Gemäss dem Datenanbieter Preqin haben 2013/14 mehr als 200 Private-Debt-Fonds über 100 Milliarden US-Dollar an gezeichnetem Neukapital beschafft. Private Debt unterscheidet sich von Venture-Capital- und Private-Equity-Fonds durch kürzere Anlagezeiträume und bei Direktkreditfonds sind regelmässige Ertragsausschüttungen an die Anleger möglich. Der Ausblick für Anlagen im Direktkreditsegment bleibt positiv, weil hartnäckige strukturelle Faktoren den KMU den Zugang zu den breiteren, traditionellen Fremdkapitalmärkten versperren. Das Kreditangebot ist weiterhin knapp, und die Nachfrage nach KMU-Krediten dürfte wegen der erwarteten Verwendung des gezeichneten, aber bisher nicht investierten Kapitals (Dry Powder) und wegen des Refinanzierungsüberhangs bei mittelgrossen Unternehmen hoch bleiben.

## Sekundärmarkt-Strategien

Der Sekundärmarkt für illiquide alternative Anlagen profitiert momentan vor allem von neuen Regulierungsvorschriften (z. B. Volcker-Regel), von rekordhohen «Dry Powder»-Beständen und einem besseren Konjunkturmilieu. 2014 wurden an Sekundärmärkten Anlagen im Rekordwert von 42 Milliarden US-Dollar gehandelt (2009 USD 9 Mrd.). Die Anleger nutzen die Sekundärmärkte zunehmend, um Positionen vor Ablauf der Fonds-Sperrfristen zu liquidieren. Über die Sekundärmärkte richten sie zudem ihre illiquiden Portfolios neu aus, verkaufen unprofitable Anlagen, reduzieren ihre Kapitalkosten oder kommen neuen Regulierungsvorschriften nach. Um die Liquidität zu verbessern, ermöglichen gewisse Manager Anlegern nun, früher aus ihren Fonds auszusteigen. Bei seinem jüngsten Flaggschiff-Fonds verpflichtete sich etwa ein Buy-out-Manager in den USA dazu, zweimal jährlich Fondsanteile an eine vorab ausgewählte Gruppe von Vorzugskäufern zu veräussern. Andere Manager haben damit begonnen, interessierten Verkäufern eine Liste potenzieller Käufer zuzustellen.

Hedge-Fonds

# Die Hausaufgaben erledigen

---

TEXT ALEXANDER INEICHEN

Skeptische Medienberichte über Hedge-Fonds und ein, zwei viel beachtete Desinvestitionen haben unlängst Spekulationen über einen «strukturellen» Rückgang der Hedge-Fonds-Renditen angefacht. «Nur nichts überstürzen», meint Alexander Ineichen dazu. Laut dem Branchenexperten erzielen Anleger, die sich ins Zeug legen und Hedge-Fonds sorgfältig analysieren, mit ihnen effektiv höhere und weniger volatile Endrenditen als mit US-Aktien.

**V**iele erfahrene Anlageexperten bezeichnen Liquidität als Illusion. Man glaubt, Liquidität zu haben, und kann sie in guten Zeiten messen. Bei schweren Turbulenzen verflüchtigt sie sich aber augenblicklich. Es ist wie mit dem Notausgang in der Konzerthalle: Normalerweise ist man in wenigen Sekunden dort, doch wenn Feuer ausbricht, wird er auf einmal unerschaffbar. Liquidität ist etwas, was alle Anleger offenbar gleichzeitig benötigen. Die Finanzkrise 2008 hat dies eindrücklich gezeigt. Die Märkte tauchten vorübergehend buchstäblich ab: Die Market Maker löschten ihre Kurse von den Bildschirmen und nahmen das Telefon nicht mehr ab, selbst in Märkten, die bisher als liquid gegolten hatten. Ein aktuelles Beispiel ist die Aufhebung des Euro-Franken-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank im Januar 2015: Der Devisenmarkt, der als liquidester Markt der Welt gilt, funktionierte für kurze Zeit plötzlich nicht mehr richtig.

#### «Quasi-liquid» mit überdurchschnittlichem Renditeprofil

In seinem 2000 publizierten Buch «Pioneering Portfolio Management» befasst sich David Swenson, CIO des Stiftungsfonds der Universität Yale, mit dem Thema Liquidität und Illiquidität. Für Hedge-Fonds schuf er die elegante Formulierung «quasi-liquid». Hedge-Fonds sind tatsächlich nicht so liquid wie US-amerikanische Large-Cap-Aktien, sie sind aber auch nicht so illiquid wie Private Equity oder Immobilien.

In den letzten Jahren haben Hedge-Fonds an Glanz verloren. Zuvor machten die hohen Renditen aus einem Nischenprodukt eine boomende Branche. Eine Anlage von 100 US-Dollar in den S&P-500-Index Anfang 2000 war 2005 beispielsweise noch 89 US-Dollar wert (–11 Prozent), inklusive der vollständigen Reinvestition der Dividenden. Dieselbe Anlage in ein durchschnittliches Hedge-Fonds-Portfolio belief sich fünf Jahre später auf 141 US-Dollar (+41 Prozent) – nach den allseits beklagten Gebühren. Die Differenz ist gross.

Auch von 2005 bis 2009 entwickelten sich Hedge-Fonds gut: In den fünf Jahren bis Dezember 2009 stieg ein «Long only»-Investment in den S&P 500 von 100 auf 102 US-Dollar (+2 Prozent), während dasselbe Investment in ein Hedge-Fonds-Portfolio auf 132 US-Dollar zulegte (+32 Prozent). Die Differenz ist kleiner, aber immer noch beträchtlich. In den fünf Jahren bis Dezember 2014 schnellte eine Anlage von 100 US-Dollar in US-Aktien um 105 Prozent auf 205 US-Dollar. Dieselbe Anlage in ein Hedge-Fonds-Portfolio stieg im gleichen Zeitraum «nur» auf 125 US-Dollar (+25 Prozent). Welche Sequenz >

#### Alexander Ineichen

begann seine Karriere im Derivates Brokerage und in der Konzeption von Risikomanagementprodukten beim Schweizerischen Bankverein sowie bei UBS Investment Bank und UBS Global Asset Management. 2009 gründete er die Ineichen Research and Management AG, eine Research-Boutique mit Fokus auf absoluten Renditen, Risikomanagement und thematischem Investieren.

bevorzugen Sie als Anleger:  $-11/+2/+105$  Prozent oder  $+41/+32/+25$  Prozent? Die zweite Performancereihe ist in zweifacher Hinsicht besser, da sie eine höhere Endrendite und eine geringere Volatilität bietet. Die erste Sequenz könnte als «natürlich» bezeichnet werden. Wenn kein Risikomanagement betrieben wird, resultieren moderate Gesamtrenditen mit hoher Volatilität. Hedge-Fonds können diese Sequenz mit aktivem Risikomanagement verbessern. Die zweite Sequenz kommt in der Natur nicht vor, sie ist vom Menschen gemacht – daher die Gebühren.

#### Kleine und grosse Herausforderungen

Vor den grössten Herausforderungen stehen zurzeit kleinere Hedge-Fonds. Die Kapitalbeschaffung ist für sie äusserst schwierig, weil die Privatanleger seit der Finanzkrise und dem Madoff-Skandal den Hedge-Fonds den Rücken zugekehrt haben und nur sehr zögerlich zurückkommen. Daher sind nun institutionelle Investoren mit ihren komplexeren Entscheidungsprozessen die Hauptkapitalquelle. Sie erwarten von einem Hedge-Fonds ein verwaltetes Vermögen von mindestens 100 bis 150 Millionen US-Dollar und ausgewiesene Realrenditen über mindestens drei Jahre. Sie unterziehen ihre Manager zudem einer Sorgfaltsprüfung, weil die Unterlassung derselben 2008 zu einer enttäuschenden Performance beitrug. Des Weiteren erwarten sie überall operative Spitzenleistungen, was die Hedge-Fonds-Kosten erhöht. Damit haben sich die Hürden für kleinere, weniger etablierte Manager erhöht. Und schliesslich wurden die Regulierungsvorschriften verschärft. Grosse Hedge-Fonds können somit den administrativen Mehraufwand besser verkraften als kleinere.

Grosse Hedge-Fonds stehen jedoch auch Herausforderungen gegenüber, eine davon hängt mit der Regulierung zusammen. Die Finanzkrise und die darauf folgende Regulierungswut führten dazu, dass die Investmentbanken ihre Handelsaktivitäten reduzierten. Die Liquidität ging an vielen Märkten zurück. Wegen des «The winner takes it all»-Effekts werden die grossen Hedge-Fonds immer grösser, sodass die nachlassende Liquidität für sie problematisch wird. Ein weniger liquider Markt bietet weniger Chancen und neigt stärker zu markanten Kursdifferenzen zwischen Marktschluss und -eröffnung am nächsten Tag.

#### Eine gute oder eine schlechte Anlage?

Ich kann Anlegern nur dazu raten, sich in puncto Risikomanagement, absolute Renditen und Hedge-Fonds weiterzubilden. Wissen ist immer besser als Ignoranz. Eine auf Sachkenntnis beruhende Anlage ist besser als eine unwissend getätigte Investition. Und Bildung kumuliert sich. Letzten Endes ist eine Anlageentscheidung immer binär: Eine Position wird entweder eingegangen oder nicht. Daher müssen die Vor- und Nachteile sorgfältig abgewogen werden. Dies erfordert Einsatz in Form von Lernen. Ob der Berater, der Hedge-Fonds empfiehlt, ein netter Mensch ist, interessiert die meisten Anleger nicht. Ein Anleger muss sich mit einem Investment wohlfühlen, bevor er entscheidet, und er muss sein Urteil immer wieder neu überprüfen. Bei dem setzt Lernen und Einsatz voraus.

Peter L. Bernstein schrieb in seinem Buch zur Geschichte der Risikogesellschaft, dass «Liquidität eine Funktion der Faulheit» sei. Er meinte damit, dass sich die Liquidität umgekehrt proportional zum Rechercheaufwand verhält, der für das Verständnis der Anlageeigenschaften erforderlich ist. «Je weniger Recherche wir betreiben müssen, desto liquider ist das Instrument», konstatierte Bernstein. Eine Anlage in US-Treasuries erfordert weniger Recherchen als eine in US-Aktien. Und eine Anlage in US-Aktien erfordert weniger Recher-

# «Im letzten Jahrzehnt hat sich an den grundlegenden Argumenten zugunsten von Anlagen in Hedge-Fonds nicht viel geändert. Doch das Marktumfeld hat sich stark gewandelt.»

ALEXANDER INEICHEN

chen als eine in Hedge-Fonds. Kurz: Hedge-Fonds sind nichts für faule Anleger.

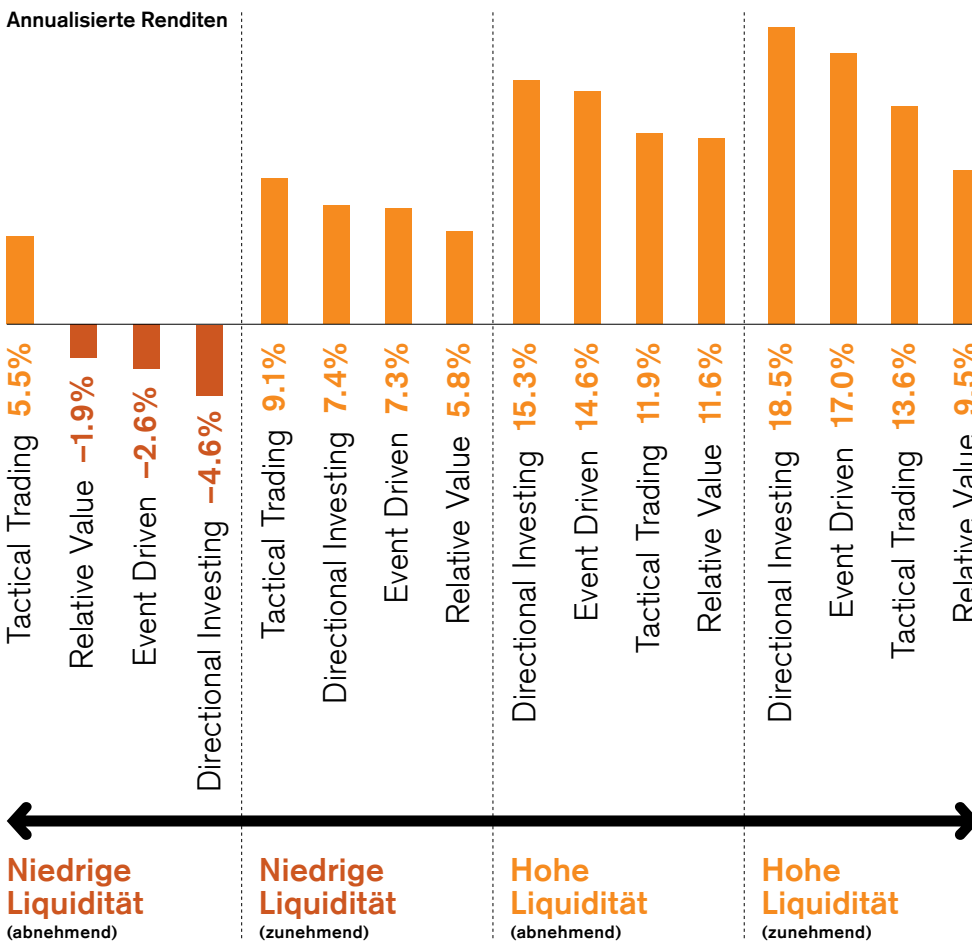
Hedge-Fonds priesen sich ursprünglich als Absolute-Return-Produkte an, die in jedem Marktumfeld eine positive Performance erzielen. Nach der Finanzkrise werden jetzt ihre Diversifikationsvorteile und ihre risikobereinigte Performance hervorgehoben. Ein Hedge-Fonds-Portfolio schliesst keinen alternativen oder «klassischen» Ansatz zur Portfoliozusammenstellung aus. Demgegenüber verfügen Hedge-Fonds über Eigenschaften, die man in anderen Finanzbereichen vergeblich sucht. Manager mit Trendfolgestrategien haben beispielsweise in 17 der 19 grössten Aktienmarktkorrekturen seit 1980 eine positive Rendite erzielt, was einzigartig ist. Kein anderer Ansatz in der Finanzbranche bietet eine auch nur annähernd günstige Korrelation. Bei anderen Anlageklassen erweist sich eine gemessene tiefe Korrelation nur allzu oft als Illusion, und zwar meistens genau dann, wenn sie am dringendsten benötigt wird – ganz ähnlich wie bei der Liquidität.

Im letzten Jahrzehnt hat sich an den grundlegenden Argumenten zugunsten von Anlagen in Hedge-Fonds nicht viel geändert. Doch das Marktumfeld hat sich stark gewandelt. Einige Beispiele: Die Hedge-Fonds-Branche ist grösser; die grössten Fonds sind grösser; einige Handelspositionen verzeichnen verstärktes Herdenverhalten; die Liquidität ist wegen des Dodd-Frank-Gesetzes in den USA in gewissen Marktsegmenten geringer; die Renditen sind niedriger und die Informationstechnologie ist wichtiger. Grundsätzlich ist ein intelligent strukturiertes Portfolio, das voneinander unabhängige Renditen und Cashflows generiert, heute für einen besonnenen und sorgfältigen Investor aber so nützlich wie 1949, als die ersten Hedge-Fonds aufgelegt wurden. Wer die Zukunft voraussehen kann, investiert in die Anlage mit der besten Performance. Wer das nicht kann, baut ein Portfolio mit gut ausgewogenen Rendite- und Cashflow-Quellen, dessen Risiko aktiv bewirtschaftet wird. Nicht zu vergessen ist, dass wahrgenommene Liquidität sich sehr schnell in Luft auflösen kann. ●

## Liquidität von Hedge-Fonds

# Ein wichtiger Renditetreiber

Egal, ob es um die Risikotoleranz eines Anlegers geht oder um die Entscheidung eines Fondsmanagers für eine geeignete Handelsstrategie – das Management der Liquidität ist bei Anlagen in Hedge-Fonds entscheidend. Denn Illiquidität birgt zwar Risiken, kann aber auch höhere Renditen bringen.



## Die beste Handelsstrategie: eine Funktion der Marktliquidität

In Phasen niedriger Liquidität performen Tactical-Trading-Strategien am besten. Insbesondere bei knapper Liquidität sticht dieser Stil als einziger mit positiven Renditen hervor. Quelle: Datastream, Credit Suisse

Liquidität ist bei Anlagen in Hedge-Fonds ein wichtiger Faktor. Sowohl Anleger als auch Hedge-Fonds-Manager müssen Liquidität bewirtschaften. Seit der globalen Finanzkrise sind Hedge-Fonds zwar insgesamt liquider geworden, sie sind aber nach wie vor weniger liquid als Aktien. Man kann Hedge-Fonds daher, gemäss der Definition von Alexander Ineichen, als «quasi-liquid» bezeichnen. Im Folgenden betrachten wir die Rolle der Liquidität für Hedge-Fonds und ihre Investoren eingehender. Was sich zeigt: Illiquidität hat nicht nur Nachteile, sondern ist – richtig gemanagt – auch eine potenzielle Renditequelle.

### Illiquidität als Renditequelle

Erträge von Hedge-Fonds lassen sich in drei Komponenten aufschlüsseln: Renditen durch die allgemeine Marktpformance (auch Beta genannt); Renditen aus Risikoaufschlägen, zum Beispiel wegen Illiquidität (alternatives Beta); und Renditen aufgrund des Könnens des Managers (Alpha, beispielsweise durch Titelauswahl und Timing des Ein- und Ausstiegs in eine respektive aus einer Anlage).

Typischer Beta-Treiber ist die Performance von Märkten, denen gegenüber Hedge-Fonds exponiert sind. Die verschiedenen Strategien reagieren unterschiedlich sensibel auf solche Treiber. Long/Short-Equity-Ansätze (die zum Fundamental-Stil gehören, siehe **Box Seite 23**) sind gegenüber der Entwicklung des Aktienmarkts relativ sensibel, der Einfluss auf Managed Futures (eine Tactical-Trading-Strategie) oder Fixed-Income Arbitrage (eine Relative-Value-Strategie) hingegen ist eher gering.

### Hedge-Fonds bieten Vorteile

Traditionelle Beta-Treiber lassen sich einfach nutzen. Hingegen sind mit herkömmlich gehandelten Instrumenten die Quellen für alternatives Beta wie Ausfallrisiken und Illiquiditätsprämien kaum erschliessbar. Aber sie sind über Hedge-Fonds zugänglich. Die «Distressed-Debt-Strategie» etwa investiert in notleidende Wertschriften, die normalen Anlegern kaum zugänglich sind. Anlagefonds haben striktere Liquiditätsanforderungen, sie dürfen oft nur in schlecht benotete Unternehmensanleihen investieren. Hedge-Fonds hingegen können sich auch in notleidenden Schuldtiteln engagieren. Zudem haben die Distressed-Debt-Hedge-Fonds einen grundsätzlich längeren Anlagehorizont, sie können warten, bis das angeschlagene Unternehmen wieder auf Kurs ist.

## Glossar Liquiditätsbeschränkungen

**Kündigungsfrist für Rücknahmen** Minimalfrist, zu der Rücknahmeforderungen vorab angekündigt werden müssen.

**Rücknahmefrist** Häufigkeit, mit der Anleger ihr Kapital abziehen können.

**Lock-up** Sperrfrist, während der die Mittel nach der Erstanlage im Fonds gebunden bleiben.

**Gate** Ein Gate beschränkt den Kapitalrückzug während einer gegebenen Rücknahmefrist auf einen prozentualen Anteil des verwalteten Vermögens.

**Side Pocket** Eine Vorkehrung, die es dem Manager ermöglicht, besonders illiquide Positionen in einem separaten Konto zu halten. In der Regel gibt es keinen liquiden Markt für derartige Positionen. Es kann daher schwierig sein, ihren Wert zu bestimmen oder sie zu verkaufen. Stellt ein Anleger eine Rücknahmeforderung, ist der Manager folglich nicht verpflichtet, die Positionen in einer Side Pocket sofort zu liquidieren. Die Pro-rata-Erlöse derartiger Positionen werden erst an die Anleger zurückerstattet, wenn diese Positionen verkauft sind – was möglicherweise erst lange nach dem Rückzug des Kapitals durch den Anleger geschieht.

Anlagen in illiquidere Wertschriften durch Hedge-Fonds-Manager haben Auswirkungen für die Investoren. Da erzwungene Verkäufe solcher Wertpapiere möglicherweise nur mit hohen Abschlägen möglich sind, können die Manager von Hedge-Fonds diverse Klauseln einrichten, um Verluste zu verhindern. Solche Liquiditätsklauseln können die Form von Rücknahmebeschränkungen, Lock-ups, Gates, Side Pockets oder einer Kombination dieser Massnahmen annehmen (**siehe Glossar links**). Anleger, die sich während der Finanzkrise dieser Beschränkungen nicht bewusst waren und schlechte Erfahrungen gemacht haben, wünschen heute ein höheres Mass an Liquidität. Liquidere Strategien und Strukturen wie OGAW (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, englisch: UCITS), die diesem Wunsch entgegenkommen, verzeichnen deshalb höhere Kapitalzuflüsse.

Rücknahmebeschränkungen können Anleger also davor schützen, ihre Mittel zu den ungünstigsten Bedingungen abziehen. Es gibt aber auch Argumente gegen derartige Vorkehrungen. Anleger könnten den Eindruck erhalten, dass Hedge-Fonds solche Klauseln als Vorwand benutzen, um weitere Gebühren zu kassieren, bevor das Kapital zurückerstattet wird. Deshalb muss den Anlegern Sinn und Zweck langer Sperrfristen genau erklärt werden. Lange Fristen können etwa dann berechtigt sein, wenn der Hedge-Fonds illiquide Anlagen wie «over the counter» gehan-

deltete notleidende Wertpapiere hält. Allgemein sollten Anleger, die von Illiquiditätsprämien profitieren möchten, die Bedingungen bis ins letzte Detail verstehen und bereit sein, einen längeren Anlagehorizont und striktere Liquiditätsklauseln in Kauf zu nehmen.

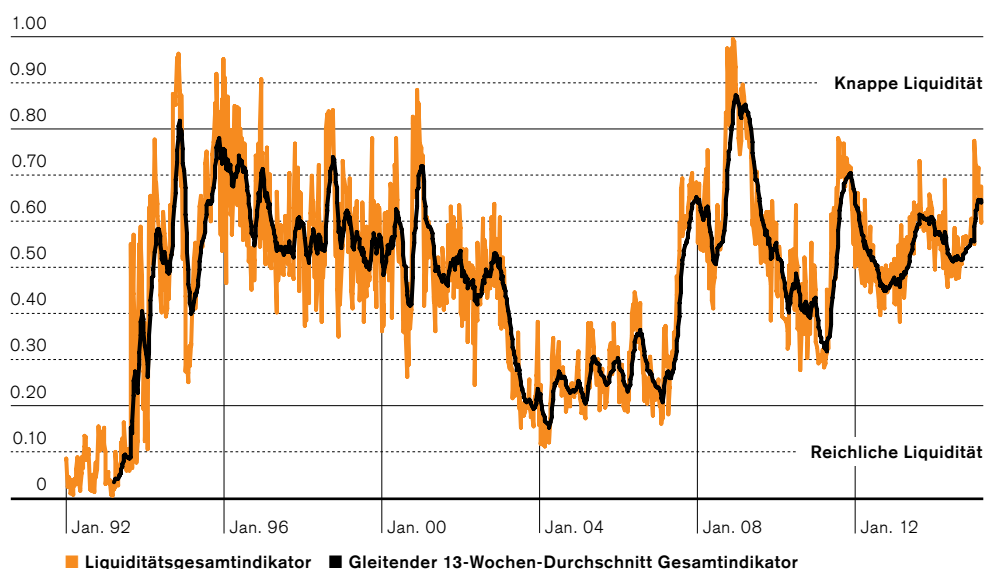
### Balance zwischen Rendite und Liquidität

Wie Alexander Ineichen hervorhebt, galten Hedge-Fonds früher als Anlageklasse mit überdurchschnittlicher Rendite bei geringerer Volatilität. Vor dem aktuellen Hintergrund rechnen wir allerdings mit einer Beschränkung des Renditepotenzials wegen eines niedrigeren erwarteten Performancebeitrags traditioneller Anlagekategorien (das heisst schwächerer Beta-Treiber) sowie aufgrund struktureller Veränderungen in der Anlegerbasis. Spielten früher Privatanleger eine grössere Rolle, setzt sich die Anlegerbasis von Hedge-Fonds immer mehr aus institutionellen Investoren zusammen. Wegen der verschärften Liquiditäts- und Transparenzanforderungen für Hedge-Fonds können institutionelle Investoren derartige Vehikel nun einfacher in ihre Portfolios aufnehmen. Die Verschiebung hin zu einer stärker institutionell geprägten Anlegerbasis hat auch Auswirkungen auf die Zusammensetzung von Portfolios: Heute werden Hedge-Fonds statt mit hohen Renditen vermehrt mit Argumenten wie geringen Korrelationen mit anderen Anlageklassen und stabileren Renditemustern angepriesen.

## Variablen des Hedge-Fonds-Barometers: Liquidität

Hedge-Fonds entwickeln sich gut, wenn sich die Liquiditätsbedingungen verbessern. Sie sind Liquiditätsschocks ausgesetzt, wenn sich die Liquidität verknappt. Quelle: Credit Suisse/IDC

Perzentil-Rangierung \*



\* 1.00 kennzeichnet die tiefste beobachtete Marktliquidität

Verschärfte Regulierungsvorschriften führen zu steigenden operativen Kosten, sodass gewisse kleinere Fonds nicht mehr rentabel sind. Derweil sind institutionelle Anleger bereit, für ein geringeres Risiko Abstriche bei den Renditen zu machen, solange ihre Liquiditäts- und Transparenzbedürfnisse erfüllt werden. Aus diesen strukturellen Gründen ist das Renditepotenzial von Hedge-Fonds unseres Erachtens allgemein gesunken.

### Der Treiber der Credit Suisse Strategie

Das selbst entwickelte Credit Suisse Hedge Fund Barometer ist unser Hauptinstrument zur Beurteilung des Anlageumfelds für Hedge-Fonds. Das Tool ist ein Frühwarnindikator, mit dem unnötige Risiken vermieden werden sollen. Neben Volatilität, Konjunkturzyklus und systemischem Risiko erfasst das Barometer auch die Liquiditätsbedingungen. Ende 2014 beobachteten wir eine allgemeine Zunahme des Risikos, während eine sich verknappende Liquidität Anfang 2015 unsere Aufmerksamkeit auf sich zog. Die Grafik links zeigt, dass sich die Liquiditätsbedingungen um die Jahreswende zu verschlechtern begannen. Eine knappere Liquidität ist für Hedge-Fonds allgemein Anlass zur Sorge, doch gewisse Strategien sind weniger betroffen und können sogar florieren (siehe Grafik Seite 21). Angesichts der divergierenden Geldpolitik in den wichtigsten Regionen und insbesondere der erwarteten Leitzinserhöhungen durch die US-Notenbank rechnen wir in nächster Zukunft nicht mit einer deutlichen Verbesserung der Liquiditätsbedingungen. Wir haben unsere Strategie daher Anfang 2015 angepasst und konzentrieren uns auf Ansätze, die wie Tactical Trading weniger sensibel sind auf die Liquiditätsbedingungen. Unser Ausblick für Relative-Value-Strategien verschlechtert sich, vor allem für solche, die in Fixed Income investieren. Diese Strategien setzen typischerweise mehr Fremdkapital ein und/oder investieren in illiquide Wertschriften, weshalb sie bei einer Verknappung der Liquidität stärker gefährdet sind.

Kurz: Bei Anlagen in Hedge-Fonds gilt es auch Liquiditätsaspekte zu berücksichtigen. Denn Illiquidität stellt nicht nur ein Risiko dar, sondern kann auch eine potenzielle Quelle zusätzlicher Rendite sein. Eine sorgfältige Analyse hilft, unnötige Risiken zu vermeiden und trägt zu höheren Renditen bei. ●

#### Marina Stoop

Cross Asset and Alternative Investments Strategist  
+41 44 334 60 47  
marina.stoop@credit-suisse.com

## Die Hedge-Fonds-Stile und ihre Sensibilität gegenüber Liquidität

### Tactical-Trading-Strategien: hohe Widerstandskraft bei knapper Liquidität

Zu den Tactical-Trading-Strategien gehören Global Macro und Managed Futures. Sie nutzen Trends an den Aktien-, Anleihen-, Devisen- und Rohstoffmärkten. Tactical Trading beruht auf der Analyse gesamtwirtschaftlicher Variablen statt auf Unternehmenstransaktionen oder titelspezifischen Preisdifferenzen. Derartige Strategien engagieren sich in allen wichtigen Märkten. Während sich Managed Futures auf den Handel mit Futures konzentrieren, den liquidesten Instrumenten, bewirtschaften Global-Macro-Manager das breiteste Anlageuniversum und handeln mit unterschiedlichsten Marktinstrumenten. Ein weiterer Schlüsselaspekt des Tactical-Trading ist, dass gewisse Strategien rein modellgetrieben sind. Bei Managed Futures sind Trendfolgestrategien das bekannteste Beispiel. Ein Modell generiert Signale, welche die Handelsgeschäfte steuern. Menschliches Ermessen und Gefühle werden ausgeblendet, was erklären dürfte, weshalb sich Tactical-Trading-Ansätze in Krisen gut behaupten. Manager mit Verwaltungsmandat können sich auf Modelle abstützen, bei ihren Anlageentscheidungen aber auch ihre eigene Beurteilung einfließen lassen. Dadurch sind sie aber möglicherweise anfälliger für irrationale Entscheide.

### Fundamental-Strategien: unterschiedlich sensibel gegenüber Liquidität

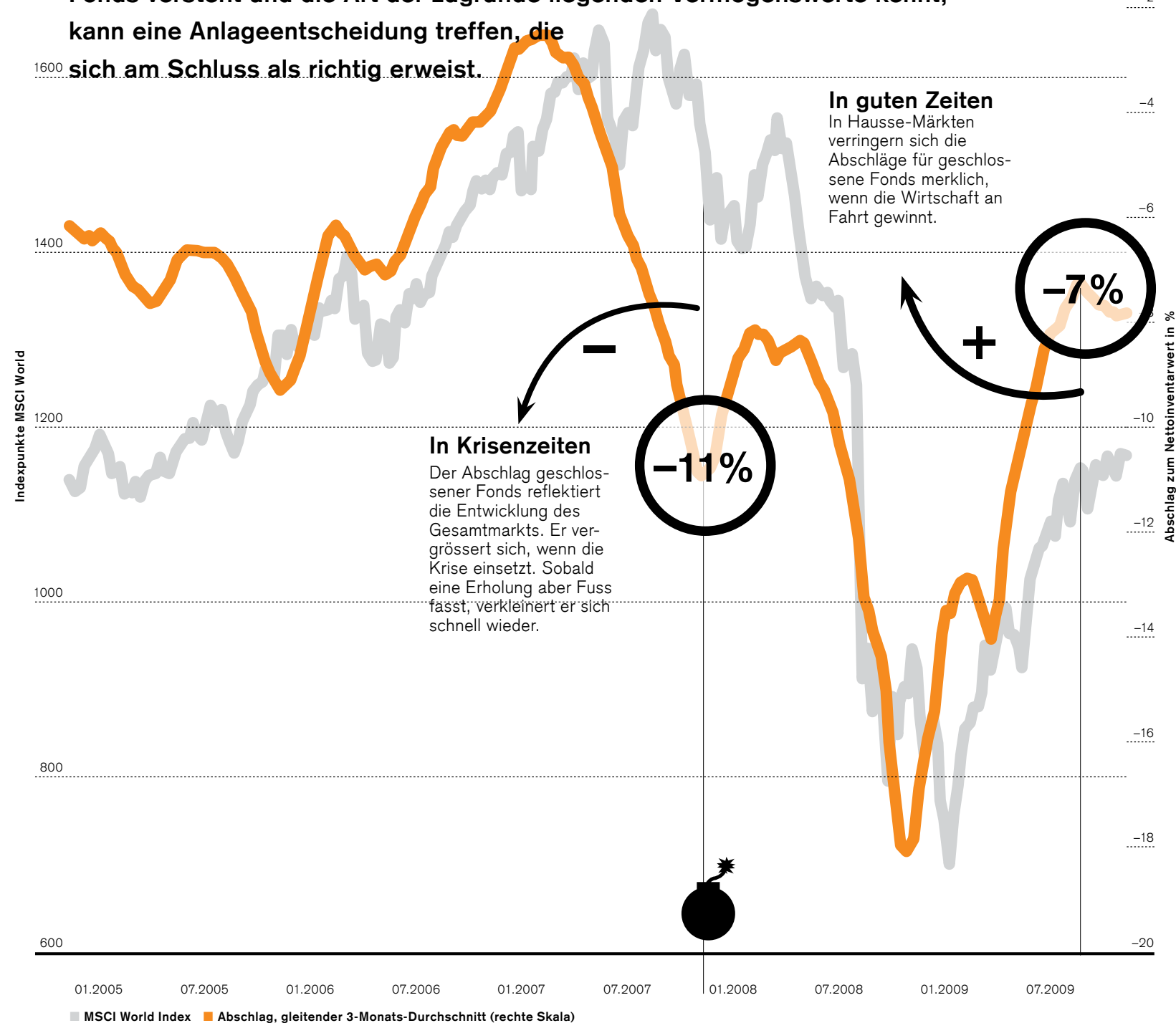
Fundamental-Strategien konzentrieren sich auf individuelle Wertpapiere mit Schwergewicht auf Aktien und Anleihen. Directional-Ansätze gehen mit einem breit abgestützten Portfolio aus eher liquiden Instrumenten bewusst ein direktionales Marktexposure ein. Demgegenüber engagieren sich Event-Driven-Strategien in stärker konzentrierten Portfolios mit Wertschriften, die von spezifischen Katalysatoren (Ereignissen) beeinflusst werden. Directional-Strategien positionieren sich in eher liquiden, börsennotierten Titeln, Event-Driven-Manager in eher illiquiden Instrumenten (zum Beispiel notleidende Schuldpapiere, Spezialsituationen, aktivistische Investoren mit längerer Haltedauer). Die Sensibilität gegenüber der Liquiditätslage hängt von den Basisinvestments ab, der Fremdkapitaleinsatz ist aber in der Regel geringer als im Relative-Value-Segment (siehe unten).

### Relative-Value-Strategien: von günstigem Liquiditätsumfeld abhängig

Zu den Relative-Value-Strategien zählen Fixed Income Arbitrage, Convertible Arbitrage und Equity Market Neutral. Sie wollen preisseitige Ineffizienzen zwischen Wertschriften mit und ohne Bezug zueinander nutzen und ein direktionales Marktexposure vermeiden. Weil sie folglich auf Beta-Erträge verzichten, sind ihre Renditen niedriger, aber durch geringe Korrelation mit den wichtigsten Anlagekategorien stabiler. Die Renditen können mit zum Teil hohem Fremdkapitaleinsatz gesteigert werden – vor allem bei Fixed-Income-Strategien, bei denen die Preisineffizienzen oft klein sind. Daher reagieren diese Strategien sensibler auf Liquiditätsbedingungen. Sie entwickeln sich bei günstigen Märkten tendenziell gut, können aber bei hoher Volatilität und knapper Liquidität zum Verkauf von Positionen zu ungünstigen Kursen gezwungen sein oder auf ihren Positionen sitzenbleiben. Die Marktliquidität muss daher im Auge behalten werden.

# Offene kontra geschlossene Fonds

Wer die fundamentalen Unterschiede zwischen offenen und geschlossenen Fonds versteht und die Art der zugrunde liegenden Vermögenswerte kennt, kann eine Anlageentscheidung treffen, die sich am Schluss als richtig erweist.



## Durchschnittlicher Abschlag gegenüber Nettoinventarwert geschlossener US-Anlagefonds

Am Tiefpunkt der globalen Finanzkrise fiel der durchschnittliche Abschlag geschlossener Fonds von -7 auf -11 Prozent im Januar 2008. Er erholte sich danach vorübergehend, brach anschliessend auf -18 Prozent ein und drehte Anfang 2009 wieder nach oben. Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

**D**en Investoren bieten sich bei der Wahl von Anlagefonds viele Möglichkeiten: regional oder global, aktiv oder passiv, Anleihen oder Aktien, etablierter Manager oder Startup und viele mehr. Am wichtigsten ist jedoch die Entscheidung zwischen offenen und geschlossenen Fonds.

Die Renditen der beiden Typen unterscheiden sich unter normalen Marktbedingungen nicht stark. Bei Turbulenzen können sich vor allem bei Fonds, die in illiquide Anlagen wie Immobilien, Small Caps oder spezielle Kreditpapiere investieren, substanzielle Renditedifferenzen ergeben. In solchen Fällen dürften geschlossene Fonds geeigneter sein.

Geschlossene Fonds haben ein vorgegebenes Vermögen, das dank einer guten Performance wachsen kann – und umgekehrt. In der Regel fließt jedoch kein neues Kapital in den Fonds und es wird nichts ausgeschüttet. Ein Anleger, der aussteigen möchte, muss am öffentlichen Markt einen Käufer für seine Anteile finden. Der Vermögenspool offener Fonds kann sich aber infolge von Marktpreisbewegungen sowie von Kapitalzuflüssen oder -abflüssen verändern. Bei Nettozuflüssen investiert der Manager in neue Vermögenswerte. Will ein Anleger verkaufen, nimmt der Fonds die Anteile zurück und stösst entsprechend Anlagen ab, um die Rücknahmeforderung erfüllen zu können.

#### **Betrieb unter normalen Marktbedingungen**

Bei offenen Fonds kaufen und verkaufen die Anleger ihre Anteile zu einem Kurs, der dem zugrunde liegenden Nettoinventarwert (NAV) entspricht. Dagegen notieren geschlossene Fonds meist mit einem Auf- oder Abschlag zu ihrem NAV. Diese Agios oder Disagios reflektieren das Angebot und die Nachfrage von ausstiegs- oder einstiegswilligen Anlegern. Laut Studien ist ein Aufschlag Ausdruck der Kompetenz des Managers oder der beschränkten Verfügbarkeit der zugrunde liegenden Vermögenswerte, wogegen ein Abschlag mangelndes Vertrauen in den Manager signalisieren kann. Die Daten von Morningstar zeigen, dass geschlossene US-Fonds auf lange Sicht im Durchschnitt mit einem leichten Abschlag gehandelt wurden. Dieser nimmt in Baisse-Märkten tendenziell zu, wogegen er schrumpft oder zum Aufschlag wird, wenn die Märkte zulegen und die Anleger optimistischer werden. Bestimmte geschlossene Fonds kaufen eigene Anteile zurück, um den Abschlag zu reduzieren und damit den Wert für die verbleibenden Anleger zu steigern.

Manchmal versuchen Spekulanten, die Kontrolle über einen Fonds zu gewinnen und diesen zum Marktwert zu liquidieren, um den Abschlag zu eliminieren. Trotz dieser Massnahmen verschwinden Agios und Disagios selten – vielleicht, weil die Privatanleger, die sich tendenziell prozyklisch verhalten, die Nachfrage nach den meisten geschlossenen Fonds dominieren.

Bei Kapitalzuflüssen und -abflüssen werden die Transaktionskosten in offenen Fonds oft von allen Anlegern getragen. Die Auswirkungen dieser Kosten sind in grossen Fonds mit wenigen Bewegungen eher unbedeutend, können aber die Performance kleiner, schnell wachsender Fonds merklich beeinträchtigen. Offene Fonds mit spezialisierten Strategien in relativ illiquiden Anlagen – wie etwa Small-Cap- oder Frontier-Market-Aktien – können zu Beginn eine gute Performance aufweisen. Später ist es für diese Fonds schwer, das zu wiederholen, denn die umfangreichen Neugelder lassen sich oft nicht gleich anlegen. Daher schieben viele erfolgreiche Manager von offenen Fonds mit Spezialstrategien den Neuanlagen einen Riegel vor, um ihre bestehenden Anleger zu schützen, wenn sie sich ihren Kapazitätsgrenzen nähern.

#### **Betrieb im turbulenten Markt**

Bei Marktturbulenzen, wie etwa der Finanzkrise, können gewisse Anlagen illiquid werden, während sich andere weiterhin leicht verkaufen lassen. Die Investoren eines offenen Fonds, die sich als erste zu einem Ausstieg entscheiden, werden aus Erlösen von Verkäufen liquiderer Anlagen entschädigt. Reaktionsschnelle Anleger halten sich so schadlos, wogegen langsamere Investoren letztlich Anteile an einem unausgewogenen Fonds halten. Die nun mehrheitlich illiquiden Investments dieses Fonds lassen sich nicht einfach abstossen und ihr theoretischer Wert könnte weiter unter den Wert des ausgewogenen Portfolios vor Krisenbeginn fallen. Eventuell können Fondsmanager die Rücknahmeforderungen durch die Einrichtung von «Gates» beschränken. Geschieht dies zu Beginn der Krise, wird der Fonds effektiv vorübergehend geschlossen, was die verbleibenden Anleger schützt. Im Worst-Case-Szenario erfolgt diese Schliessung indes erst, nachdem die schnelleren Anleger ausgestiegen sind. Den ausharrenden Investoren bleibt damit ein Pool illiquider Vermögenswerte, die wahrscheinlich veräussert werden, sobald eine gewisse Liquidität wiederhergestellt ist. Leider dürften die Notierungen dann im Bereich ihrer Tiefststände liegen.

Ein solches Szenario ist in einem geschlossenen Fonds absolut unmöglich. Schnellere Anleger, die verkaufen möchten, dürften kaum Käufer finden. Dies wird den Fondskurs auf einen substanziellen Abschlag zum NAV drücken. Anfang 2009, mitten in der Finanzkrise, stieg das durchschnittliche Disagio der grössten börsennotierten geschlossenen US-Fonds auf bis zu 25 Prozent. Doch der Fondsmanager ist nicht zu Verkäufen gezwungen, um für Rücknahmeforderungen zu bezahlen. Investoren, die ihre Nerven während dieser Stressphase behalten können, besitzen nach wie vor Anteile an einem ausgewogenen Pool mit vom Manager ausgewählten Vermögenswerten. Die Chancen, dass sich diese nach der Krise erholen, stehen gut, zumal sie nicht zu Tiefstnotierungen verkauft werden müssen, weil andere Fondsanleger frühzeitig aussteigen. Nach der Finanzkrise sank der durchschnittliche Abschlag im Zuge der Markterholung schnell und wirkte neben den steigenden Kursen der zugrunde liegenden Anlagen als zusätzlicher Treiber der Fondsrendite.

#### **Auf das richtige Pferd setzen**

Anleger sollten ihre Wahl zwischen offenen und geschlossenen Fonds daher hauptsächlich auf die Art der zugrunde liegenden Investments abstimmen. Für Anlagen in konventionelle, liquide Märkte wie Large Caps aus Industrieländern ist ein etablierter, grosser offener Fonds vermutlich in den meisten Fällen geeigneter. Er vermeidet die schwankenden Auf- und Abschlüsse geschlossener Fonds und bei ausreichender Grösse ergeben sich kaum Probleme mit der Zuweisung der Transaktionskosten. Allerdings dürfte er nur über beschränktes Leverage-Potenzial verfügen.

Im Gegensatz dazu dürften geschlossene Fonds für Investments in Immobilien, Frontier Markets, Small Caps und tiefer eingestufte Unternehmensanleihen geeigneter sein. Solche Anlagen sind (potenziell) illiquid – mit allen möglichen Risiken, die wir beschrieben haben (siehe Box auf Seite 47). ●

#### **Giles Keating**

Head of Research and  
Deputy Global Chief Investment Officer  
+41 44 332 22 33  
giles.keating@credit-suisse.com

#### **Lars Kalbreier**

Head of Mutual Funds & ETFs  
+41 44 333 23 94  
lars.kalbreier@credit-suisse.com

## Institutionelle Portfolios

# Attraktive Konstanz

Geduldig und doch anpassungsfähig: Das sind zwei Besonderheiten des New Zealand Superannuation Fund. Dank eines sehr langfristigen Anlagehorizonts kann der Fonds konträre und illiquide Strategien verfolgen, wenn die Preise stimmen. Seine Liquidität bewirtschaftet er dabei auf Ebene des Gesamtfonds.

INTERVIEW VON OLIVER ADLER Head of Economic Research  
JOSÉ ANTONIO BLANCO Head Global MACS

Oliver Adler: Wodurch zeichnet sich der Staatsfonds New Zealand Superannuation Fund (NZSF) aus Sicht eines Privatkunden aus?

**Adrian Orr:** Der NZSF ist ein «Puffer»-Fonds. Unser Ziel besteht in der Glättung der steigenden finanziellen Belastungen zukünftiger Generationen. Aus diesem Grund haben wir einen sehr langfristigen Anlagehorizont: Der NZSF wird bis mindestens 2031 kein Geld ausschütten. Somit kennen wir unseren Anlagehorizont und unsere Liquiditätsbedürfnisse genau. Dank der Kontrolle über unser Kapital und unserer Governance können wir mit hoher Risikobereitschaft anlegen und in sogenannte illiquide Anlagen investieren. Das Kapital, das wir zur Verfügung haben, bezeichnen wir als «Dotierungen» (Endowments).

Oliver Adler: Wie definieren Sie Ihre Anlagestrategie?

**Adrian Orr:** Wir haben diverse Anlageüberzeugungen, an denen wir uns laufend messen. Ein Beispiel: Wir glauben an das Konzept des fairen Werts (Fair Value) für eine Anlage. Die effektiven Preise können zwar von diesem Fair Value abweichen, sollten sich diesem aber mit der Zeit wieder annähern. Diese Überzeugungen geben uns Vertrauen, konträre und illiquide Strategien zu verfolgen, wenn der Preis in unseren Augen stimmt. Alle potenziellen Anlagen werden unabhängig von der Anlageklasse auf ihre Attraktivität überprüft – sei es als Diversifikator oder als Gelegenheit, weil die Anlage falsch bewertet ist. Wir beurteilen auch, ob sie mit unseren Überzeugungen vereinbar sind.

Oliver Adler: Machen das nicht die meisten Fonds auch so?

**Adrian Orr:** Die meisten Fonds verfolgen eine spezifische strategische Asset Allocation (SAA), auf die sie sich immer wieder neu ausrichten, wogegen wir nach Gelegenheiten handeln. Wir schichten laufend von den unattraktivsten in die attraktivsten Anlageklassen oder Vermögenswerte um und orientieren uns dabei an unserem Vertrauen in unsere Strategien. Wir investieren am wenigsten in intransparente Hedge-Fonds-Strategien, die ausschliesslich auf den Fähigkeiten der Manager aufbauen. Wir erachten den Faktor Fähigkeit als eher ungeeignet, um den Wert von Anlagen zu steigern. Er ist schwer zu beurteilen und in unseren Augen auch wenig konstant.



Fotos: Jamie Bowering

Adrian Orr ist CEO des New Zealand Superannuation Fund, der von 2010 bis 2014 annualisierte Renditen von 17 bis 25 Prozent generiert hat.

José Antonio Blanco: Mit welchem Zeit-horizont beurteilen Sie die Attraktivität einer fehlbewerteten Anlage? Wie hoch soll der Anteil illiquider und liquider Anlagen in Ihrem Fonds sein?

**Adrian Orr:** Wer sein Kapital wirklich kontrolliert, ist in unseren Augen ein langfristiger Investor. Wir sollten also jederzeit in der Lage sein, zu unseren Bedingungen zu kaufen oder zu verkaufen. Dies

bedeutet letztlich, dass wir unsere Liquidität auf Ebene des Gesamtfonds bewirtschaften. Wir stellen sicher, dass wir nicht plötzlich den Fonds voller illiquider Anlagen haben und diese dann in Notverkäufen veräußern müssen. Wir wollen die Möglichkeit ergreifen können, jederzeit Vermögenswerte zu kaufen, also etwa dann, wenn sie von den Märkten falsch bewertet werden.

Oliver Adler: Wie bewerten Sie Liquidität?

**Adrian Orr:** Wir streben ein absolutes Liquiditätsniveau an, über das der Fonds jederzeit verfügen muss. Und wir haben Preisvorgaben für die Liquidität, während wir uns der definierten Liquiditätsschwelle annähern. Das Liquiditätsniveau auf Fondsebene wird durch die Analyse spezifischer Risikoszenarien festgelegt, sodass wir immer in der Lage sind, bei Markteinbrüchen Anlagen zu kaufen, statt sie veräußern zu müssen. Wir haben eine flexible Preisstruktur anstelle eines definierten quantitativen Ziels für spezifische illiquide Anlagen. Dies generiert tendenziell die richtigen Anreize innerhalb des Fonds.

Oliver Adler: Bedeutet dies, dass Ihre Liquidität bei Marktturbulenzen effektiv zurückgeht? Und könnte dies dazu führen, dass Sie künftig nicht in Gelegenheiten investieren können, die Sie eigentlich im Visier hatten?

**Adrian Orr:** Wir versuchen, genau dies vorzusehen und zu vermeiden. Dazu fragen wir uns: Wie würde sich dieses Portfolio in schlechten Zeiten entwickeln? Auf Basis dieser Überlegung definieren wir den Höchstpreis, den wir für den Erwerb einer Anlage als akzeptabel erachten. Oder etwas bildlicher: Wir haben einen Liquiditäts-«Wasserfall», in dem sich zuoberst die liquidesten und zuunterst die illiquidesten Anlagestrukturen befinden. Wir haben eine Preis- und eine Managementstruktur für den Gesamtfonds, die es uns erlauben, uns vom oberen zum unteren Ende dieses Wasserfalls durchzuarbeiten. Wenn Sie tatsächlich zu den illiquidesten Anlagen gelangen, stossen Sie in eine sehr, sehr befremdliche Welt vor, in der Liquidität wahrscheinlich Ihre geringste Sorge wäre.

José Antonio Blanco: Die Allokation Ihres Fonds in Anlagen, die als eher weniger liquid bezeichnet werden können, ist sehr breit gestreut und mit rund 20 Prozent relativ niedrig. Weshalb diversifizieren Sie bei illiquiden Anlagen derart stark, während Sie bei liquiden Anlagen ziemlich gewichtige Einzelpositionen eingehen?

**Adrian Orr:** Sie müssen sich vom SAA-Rahmen lösen. Die Frage ist, wie wir unseren Zweck auf die kostengünstigste, einfachste Weise erfüllen können. Dies bedeutet, dass wir börsennotierte, günstig bewertete liquide Anlagen kaufen und damit unser Referenzportfolio bilden. Es ist global diversifiziert und besteht aus rund 80 Prozent Aktien und 20 Prozent Fixed Income.

**José Antonio Blanco**  
Head Global Multi Asset Class Solutions  
+41 44 332 59 66  
jose.a.blanco@credit-suisse.com

## Mehrwert dank Portfoliomanagement

Das Credit Suisse Private Banking pflegt einen strukturierten Anlageansatz. In einem ersten Schritt wird eine für die Kunden geeignete strategische Asset Allocation (SAA) festgelegt, an der sich die disziplinierte Verwaltung des Mandatsportfolios orientiert. Allerdings wird die SAA periodisch überprüft und angepasst (siehe Interview). Die Finanzmärkte sind zwar im weitesten Sinne effizient, es fallen aber dennoch Kosten an, um relevante Informationen schnell bereitzustellen und dann entsprechend zu handeln. Daher stellen sich Preisbewegungen nach Ereignissen nicht immer sofort ein und sind auch nicht immer angemessen. Dies eröffnet Gelegenheiten zur allmählichen Verbesserung der Risiko-Ertrags-Eigenschaften von Portfolios, indem auf verschiedene Weise von der SAA abgewichen wird. Wir verwalten unsere Portfolios daher aktiv und allgemein über sämtliche Anlagekategorien, Märkte, Währungen und einzelne Wertschriften hinweg.

In unserem Streben nach Mehrwert kombinieren wir eigene Analysen mit der Wertschöpfung von Drittparteien, sofern deren Anlagestil der Logik und Struktur der Mandatsportfolios sowie den Kundenanforderungen entspricht. Ohne spezifische anderslautende Anweisungen werden Verwaltungsmandatsportfolios von Privatkunden vornehmlich in angemessenen liquiden Anlagen investiert. Wir konzentrieren uns also auf Investments, die relativ einfach gehandelt und überwacht werden können. Indessen gehen wir auch beschränkte Liquiditätsrisiken ein, indem wir Portfolios teilweise in Anlageklassen wie etwa High-Yield-Anleihen und Strategien – beispielsweise Hedge-Fonds – investieren, die schwieriger handelbar sind und deshalb neben anderen Eigenschaften einen Liquiditätsprämie generieren sollten. Unsere Vorsicht in Bezug auf illiquide Anlagen ist durch regulatorische Aspekte bedingt.\* Die Vorsicht rührt auch daher, dass sie unsere Fähigkeit einschränken könnten, die Portfolios an ein sich veränderndes Umfeld und sich ändernde Kundenbedürfnisse anzupassen. Derartige Investments werden daher am besten gesondert von den liquiden Komponenten eines Portfolios verwaltet.

\* Gewisse Anlageklassen dürfen Privatanlegern nicht angeboten werden, weil sie ein sehr spezifisches Fachwissen erfordern und hohe, ungewöhnliche Risiken bergen können.

Unseres Erachtens sollte es über 20 Jahre eine Durchschnittsrendite wie US-Staatspapiere zuzüglich 2.5 Prozent generieren. Wir fragen uns jeden Morgen: Wie können wir die Performance dieses Referenzportfolios übertreffen und Mehrwert schaffen?

José Antonio Blanco: Mehrwert schaffen bedeutet ...?

**Adrian Orr:** Die Sharpe Ratio zu verbessern, das heisst, eine höhere Rendite bei gleichem Risiko oder dieselbe Rendite bei geringerem Risiko zu erzielen. An diesem Punkt beginnen wir, aktiv zu investieren.

Oliver Adler: Vergleichen wir Ihre aktuelle Asset Allocation mit der typischen SAA eines ausgewogenen Fonds. Wie gross sind die Abweichungen bei den Hauptanlageklassen gegenüber einem Ausgangs- oder «Referenzpunkt»?

**Adrian Orr:** Die Abweichung ist beträchtlich und wurde seit etwa 2007 offensichtlich, weil wir uns von unserer SAA – die wir damals hatten – entfernten und begannen, unsere deutlich aktiveren und direkteren Anlagestrategien umzusetzen. In der Folge verzeichnete der Fonds eine starke Zusatzperformance. Ich würde unsere Strategie daher eher mit jener eines Wachstumsfonds statt eines ausgewogenen Fonds vergleichen. Unsere Performance war in den letzten fünf Jahren aussergewöhnlich gut, lagen doch unsere annualisierten Renditen zwischen 17 und 25 Prozent.

Oliver Adler: Wie steht es mit illiquiden Anlageklassen wie Immobilien, die wahrscheinlich sehr lokaler Natur sind? Oder Infrastruktur, die in aller Munde ist?

**Adrian Orr:** Viele unserer illiquiden Anlagen wurden ins Portfolio aufgenommen, weil sie, wie etwa Nutzholz, Diversifikatoren sind, oder aufgrund von marktseitigen Fehlbewertungen spezifischer Anlageklassen oder Anlagen – beispielsweise Lebensversicherungsabfindungen. Infrastrukturanlagen sind wirklich schwierig. Sie wurden jüngst stark nachgefragt, sodass sich kaum mehr attraktive Gelegenheiten bieten. Zudem wirken sie weniger diversifizierend als gemeinhin angenommen, sofern es sich nicht um tatsächlich physische Objekte handelt.

José Antonio Blanco: Wie wägen Sie das delicate Thema ethischer und nachhaltiger Anlagen gegenüber Illiquiditätsaspekten ab?

**Adrian Orr:** Unser Fokus auf Konstanz hat zu einem grossen Teil mit ökologischen und sozialen Governance-Aspekten zu tun. Wir gehen keine Verträge mit externen Managern ein, wenn es an der erforder-

# «Wir fragen uns jeden Morgen: Wie können wir die Performance dieses Referenzportfolios übertreffen und Mehrwert schaffen?»

**Adrian Orr**



## Adrian Orr

Seit Februar 2007 ist Adrian Orr CEO des New Zealand Superannuation Fund. Er kam von der Reserve Bank of New Zealand, wo er als Deputy Governor amtierte. Davor war er als Chief Economist bei Westpac Banking Corporation, als Chief Manager of the Economics Department der Reserve Bank of New Zealand und als Chief Economist bei The National Bank of New Zealand tätig.

lichen Transparenz mangelt und die Verhaltensweisen, die Berichterstattung und die Performance nicht unseren Erwartungen entsprechen.

Oliver Adler: Sind Sie auch der Ansicht, dass sich im Verlauf der letzten Jahre bei den meisten investierbaren Anlagen generell weniger Gelegenheiten anbieten?

**Adrian Orr:** Ja, unbedingt. Unsere grösste Zusatzperformance erzielten wir, weil wir konträr investieren konnten. Doch zurzeit bewegen sich die Aktienkurse weltweit im Bereich ihrer Fair Values. Gewisse Gelegenheiten finden sich noch in Europa und Japan und damit in Regionen, die wir nicht sonderlich optimistisch beurteilen.

José Antonio Blanco: Spricht die aktuelle Lage grundsätzlich mehr für illiquide als für einfach handelbare Anlagen?

**Adrian Orr:** Die Illiquiditätsprämie ist meines Erachtens gesunken. Weltweit fliesst derart viel Kapital in illiquide Anlagen, dass sich ein Engagement in unseren Augen kaum noch lohnt. Weshalb sollten wir uns Illiquidität und die mit Direktanlagen einhergehenden Governance-Probleme aufbürden, wenn wir dafür nicht angemessen entschädigt werden? Wir sind also geduldig und warten bessere Gelegenheiten ab. ●

# Teak spricht für sich





Bäume sind ein fester Bestandteil der Landschaft und sie beflügeln die menschliche Vorstellungskraft. Ihre Produkte sind in unserem Leben allgegenwärtig. Kein Wunder, dass sie auch als Finanzanlage genutzt werden. Teak wird besonders geschätzt wegen seiner Schönheit, seiner spirituellen Assoziationen, weil es widerstandsfähig ist und sich gut verarbeiten lässt. Der Teakbaum erreicht seine Reife in rund 20 Jahren und ist ziemlich einfach zu kultivieren, obschon die für ein gesundes Wachstum erforderlichen Standorte gewisse Bedingungen erfüllen müssen. In den richtigen Händen bietet Teak geduldigen Investoren aber dennoch interessante Möglichkeiten.

*INTERVIEW VON GISELLE WEISS  
FOTOS LUCA ZANETTI*



## Carol Franklin

Nach dem Studium der Anglistik arbeitete Carol Franklin während 20 Jahren in diversen Führungspositionen bei Swiss Re. Von 1999 bis 2001 war sie Geschäftsführerin des WWF (Worldwide Fund for Nature) Schweiz. Heute ist sie Verwaltungsratspräsidentin von Forests for Friends und The Tree Partner Company.

Giselle Weiss: Sie sagen, Sie seien «zufällig» beim Edelholzanbau gelandet und dass Sie ihn interessant fänden. Weshalb?

**Carol Franklin:** Wer in Bäume investiert, gibt sein Geld für 20 Jahre aus der Hand. Solche Anlagen sind schwer an den Mann oder die Frau zu bringen, weil sie – richtig aufgelegt – wirklich illiquid sind. Die meisten unserer Konkurrenten versprechen, nach drei bis fünf Jahren erste Ausschüttungen vorzunehmen und die Investition bei Bedarf zurückzuzahlen. Das ist absoluter Unsinn. Sie stellen zudem Renditen von 9 bis 15 Prozent jährlich in Aussicht, was ebenfalls Unsinn ist. Unsere Renditen liegen bei jenen, die man früher auf Sparkonten erzielte: 6 bis 7 Prozent pro Jahr, wobei 85 Prozent davon nach 20 Jahren anfallen, wenn die Bäume abgeerntet werden.

Wie funktioniert das Ganze?

**Carol Franklin:** Gemäss unserem Konzept bezahlt der Investor den ganzen Anlagebetrag zu Beginn und erhält dafür eine Beteiligung. Wir haben folglich genug Kapital für die 20 Jahre, die der Baum für sein Wachstum benötigt. Wir kaufen das Land, pflanzen die Bäume und pflegen sie sehr sorgfältig. Läuft alles gut, können wir nach vier, fünf Jahren das erste Mal nicht kommerziell auslichten. Weitere Ausdünnungen erfolgen nach 8 und 14 Jahren, die Ernte nach 20 Jahren.

Schauen wir etwas zurück:

Weshalb Bäume? Warum nicht Weingüter, edle Autos, Picassos oder ein kleines, aber feines Start-up in der chemischen Industrie?

**Carol Franklin:** Ich habe mich schon immer für Ökologie interessiert. Bäume sind für unser Überleben unerlässlich. Sie bremsen den Klimawandel, indem sie CO<sub>2</sub> speichern. Man kann sie – anders als etwa Derivate – sehen und berühren. Weshalb Teak? Teak lässt sich nach 20 Jahren verkaufen. Es gibt viele schöne und interessante Bäume, für die aber kein internationaler Markt besteht. Beim Teak hingegen funktioniert der Markt. Zurzeit verkaufen wir all unser Holz nach Indien, das die gesamte globale Ernte aufnehmen könnte. Jüngst sind die Märkte Vietnam und China gewachsen und ein Teil des Holzes geht in diese Länder, wo es zu wunderschönen Gartenmöbeln, Türen, Schränken und anderem verarbeitet wird. Es wäre schön, wenn die Märkte USA und Europa schon bald wieder mehr Leben zeigen würden.

Wir sprechen hier über Holzplantagen, nicht über Tropenwald, richtig?

**Carol Franklin:** Ja. Wir pflanzen die Bäume auf brachliegendem Weideland an. Plantagen sind an sich nicht ökologisch, lindern aber den Druck auf die Primärwälder, weil dort weniger Bäume geschlagen werden. Unsere Plantagen sind ausserdem allesamt vom Forest Stewardship Council (FSC) zertifiziert.

Warum haben Sie Panama als Standort ausgewählt?

**Carol Franklin:** Teak wächst nur entlang des Äquators. In vielen Ländern dieser Region würden Sie Ihr Geld aber wohl nicht anlegen wollen. Panama hat ein relativ verlässliches Rechtssystem. Das Land ist schmal und befindet sich zwischen zwei Ozeanen, sodass der nächste Seehafen nie weit ist. Pflanzen Sie etwa in Brasilien an, kann der nächste Hafen 3000 Kilometer entfernt sein. Der Transport des Holzes an die Küste kostet dort ein Vermögen. Der Transport zur See ist im Vergleich zu jenem über Land nicht sehr teuer. Panama gewährt zudem Steuervergünstigungen für Wiederaufforstungen.

Wer sollte in eine Teakplantage investieren?

**Carol Franklin:** Ums schnelle Geld geht es hier nicht. Gefragt sind langfristige Mittel von Anlegern, die sich Bäumen verbunden fühlen, denen ökologische Aspekte wichtig sind und die etwas tun möchten, um die Welt zu retten. Pensionskassen wären ideal, weil Teak eine langfristige Anlage ist und Pensionskassen berechenbare, langfristige Verpflichtungen haben. Teak eignet sich zudem für Family Offices. Familien mit einer grossen Tradition besessen oft eigenen Wald – einige auch noch heute. Wir haben unter unseren Anlegern viele Grosseltern! Sie denken langfristig und Teak generiert nach kürzerer Zeit Renditen als etwa deutscher Wald. Eine Eiche benötigt bis zu ihrer Reife 100 Jahre.

Und wer sollte nicht investieren?

**Carol Franklin:** Anleger, die ihr Geld in den nächsten 20 Jahren möglicherweise benötigen. Ich würde auch nie mehr als zehn Prozent meines verfügbaren Kapitals in ein Projekt wie dieses investieren. Wir sind nicht börsennotiert, was die Anlage noch illiquider macht. Dies bedeutet aber auch, dass wir von den Finanzmärkten entkoppelt sind. Beim nächsten Crash – und der kommt ganz bestimmt – werden zumindest Ihre Bäume weiterwachsen. Sollten die Holzpreise zu einem gegebenen Zeit-

# «Es gibt viele schöne und interessante Bäume, für die aber kein internationaler Markt besteht. Beim Teak hingegen funktioniert der Markt.»

Carol Franklin

punkt unattraktiv sein, lassen wir die Bäume einfach stehen und warten. Wir sind nicht im Geschäft mit Reis, Orangen oder etwa mit Trauben.

Können Sie den Pflanzzyklus beschreiben?

**Carol Franklin:** Sie kaufen Land, bearbeiten das Land und pflanzen die Bäume. Sie brauchen den richtigen Boden und die richtigen Setzlinge. Letztere wurden in den vergangenen zehn Jahren dramatisch verbessert. Weil unsere Plantagen ökozertifiziert sind, können wir gewisse Schädlings- und Unkrautbekämpfungsmittel nicht einsetzen. Gras und Büsche müssen deshalb mit der Machete kontrolliert werden. In der Wachstumsphase entfernen wir die Äste, um Knotenbildung zu vermeiden. In der Regel werden pro Hektare 800 bis 1100 Bäume im Abstand von drei Metern gepflanzt. Nach vier Jahren werden die Bäume ausgedünnt, um ihnen Platz und Licht zu geben, sodass sie zu grossen,

starken und geraden Exemplaren heranwachsen.

Während des weiteren Wachstums lichten Sie erneut aus?

**Carol Franklin:** Richtig. Die nächste Auslichtung findet nach acht Jahren statt, sie ist die erste kommerzielle Nutzung. Das Holz wird für Türrahmen, Tafelungen mit Nut-Feder-Verbindungen, Holzdielen oder Möbel verwendet. Wir verdienen bei der zweiten Ausdünnung mehr Geld, als wir für die Arbeiten aufwenden, doch wir setzen es für den Unterhalt ein. In unserer Liquiditätsplanung sind das Erträge, die wir nicht an die Anteilsinhaber ausschütten – anders als andere Unternehmen, die damit ihre Aktionäre bei Laune halten und zusätzliche Mittel für die Pflege der Plantage benötigen. Eine weitere Auslichtung wird nach 14 Jahren, die eigentliche Ernte nach 20 Jahren vorgenommen. Abhängig vom Wachstum der Bäume oder der Marktlage können es aber auch 18 oder 22 Jahre sein. Sind die Bäume anfällig für Witterungseinflüsse oder Schädlinge?

**Carol Franklin:** In den ersten vier, fünf Jahren kann Feuer Schaden anrichten. Wir haben deshalb Feuerschneisen eingerichtet, meist in Form von Strassen. Zudem haben wir Angestellte, die auf der Plantage leben und aufpassen. Panama kennt keine Wirbelstürme. Es gibt lokale Windhosen, die manchmal junge Bäume umlegen. Diese können aber wieder aufgerichtet werden und wachsen weiter. Eine bestimmte Pilzerkrankung kann ebenfalls problematisch sein; sie kommt aber nur begrenzt vor und wir bekämpfen sie früh.

Was sollten Anleger wissen oder berücksichtigen, bevor sie sich engagieren?

**Carol Franklin:** Sie müssen sich vor allem bewusst sein, dass sie ihr Geld für die nächsten 20 bis 24 Jahre aus der Hand geben. Und sie sollten uns unter die Lupe nehmen, weil sie hier in Menschen investieren, nicht in Dinge. Das ist wie eine Rückversicherung. Das mag technisch klingen, aber letztlich schliessen sie eine Versicherungspolice auf den Versicherer ab.

Macht Ihnen der Klimawandel Sorgen?

**Carol Franklin:** Nun, es gibt Bedenken, weil die Regenfälle unvorhersehbar werden. Und wenn die Tropen kühler würden, wäre das ein Problem. Im Tagesgeschäft sind die politischen Risiken wohl tendenziell grösser als die natürlichen. Panama ist vermutlich stabiler als einige andere Länder in den Tropen.

Haben Sie Besucher, die sich die Bäume ansehen möchten?

**Carol Franklin:** Wir organisieren Anlegerreisen inklusive Exkursionen in Panama – wir besuchen den Kanal, ein indigenes Dorf, die alte Festung bei Colón und unsere Schaf- und Ziegenfarm. Viele Besucher möchten sich nur umsehen und wollen nicht investieren oder potenzielle Anleger möchten uns näher kennenlernen, bevor sie investieren. Das ist uns recht. Wenn Sie von vorne beginnen könnten, würden Sie dies nochmals tun?

**Carol Franklin:** Meine erste Erfahrung mit derartigen Investments machte ich effektiv als Verwaltungsratsmitglied eines Unternehmens, das scheiterte. Das ist eine lange Geschichte. Mein Mann und ich machten es zu unserer Mission, dieses Unternehmen – das heute als Forests for Friends firmiert – zu retten. Das war ein enormes Wagnis und unsere Chancen standen schlecht. Hätten wir die Herausforderung hingegen nicht angenommen, hätten 2500 Menschen ihr Geld verloren. Wir hatten Erfolg, und das sowie die Gründung von The Tree Partner Company haben mein Leben für immer verändert. ●



1



3



2



Aktionärsbeteiligungen 2014: 4 207 407 Schweizer Franken



1 The Tree Partner Company betreibt zwei Teakplantagen von insgesamt 170 Hektaren, die von Panama City mit dem Auto in drei Stunden erreichbar sind.

2, 3 Forstingenieure erheben periodisch Daten zum Wachstum der Teakbäume. Die erste kommerzielle Auslichtung erfolgt nach rund acht Jahren, wenn die Stämme einen Durchmesser von mindestens 40 Zentimetern haben.



7



**4** Beim ersten Ausdünnen gefällte Bäume werden beispielsweise zu Türrahmen verarbeitet. **5** Panamas Nähe zu Seehäfen ist ein enormer Kostenvorteil. **6** Die eigentliche Ernte findet rund 20 Jahre nach der Pflanzung statt, wenn die gesamte Plantage gefällt wird (Kahlschlag). **7** Die Plantagen bieten der lokalen Bevölkerung Arbeitsplätze und eine Chance, Neues zu lernen. **8** Die Frucht zehnjähriger Arbeit: Das bei der Ausdünnung geerntete Teak wird am Eingang zur Plantage gesammelt, in Zwölf-Meter-Container verladen und dann – hauptsächlich nach Indien – verschifft.



# Den Nutzwald institutionell bewirtschaften

**M**it 165 Millionen Hektaren ist heute die Nutzholzfläche, die sich für Investitionen eignet, beinahe so gross wie Alaska. Institutionelle Anleger besitzen Forst in Argentinien, Australien, Brasilien, Kanada, Chile, Neuseeland, Südafrika und Uruguay – knapp die Hälfte befindet sich in Nordamerika. Global gibt es viel weniger Nutzholzflächen als bewaldetes Land. In Australien machen etwa die Holzplantagen nur ein Prozent des Waldes aus.

Verschiedene Institutionen wie Militär, Universitäten und selbst Königshäuser haben seit Jahrhunderten exklusive Besitzrechte auf Waldgebieten. Reine Finanzinstitutionen begannen sich erst in den 1980er-Jahren für Nutzholzanlagen zu interessieren – eine Reaktion auf die Zunahme der Altersvorsorgestiftungen, die diversifizieren wollten, und auf eine Welle von Waldverkäufen durch grosse Forstproduktunternehmen.

## Das Holzgeschäft weckt Interesse

In den ersten beiden Jahrzehnten engagierten sich nur grosse Stiftungsfonds von Universitäten in Nutzholz. US-Holzunternehmen mit GAAP-Rechnungslegung wurden auf ihrem Waldbesitz besteuert – selbst wenn dieser nicht abgeerntet wurde. Viele von ihnen veräusserten ihre Plantagen daher an steuerbefreite US-Pensionsfonds. Die günstige Besteuerung von Real Estate Investment Trusts (REITs) regte ebenfalls Waldverkäufe von Unternehmen an. Während einer Phase hoher Aktienmarktrenditen und rückläufiger Inflation interessierten sich nur Akteure mit langem Anlagehorizont sowie ungewöhnlich breiten Verwaltungsmandaten für institutionelle Anlagen. Dieselben Institutionen, die bei Private-Equity-Anlagen eine Vorreiterrolle gespielt hatten, begannen nun den Spielraum für Nutzholzinvestitionen als Teil eines Portfolios

natürlicher Ressourcen auszuloten. Zu den ersten Investoren gehörten die Stiftungen der Universitäten Yale und Harvard. Yale alleine besitzt heute 1.215 Millionen Hektaren Wald.

## Geringe Volatilität lockt die Pensionsfonds

Andy Wiltshire, Head of Alternative Assets des Harvard-Stiftungsfonds, arbeitete zu Beginn seiner Karriere im Forstsektor Neuseelands. 2004 veranlasste er den Kauf von 166 000 Hektaren neuseeländischen Nutzwalds durch die Harvard Management Company. Kaingaroa Forest ist der grösste Nutzwald auf der Nordinsel Neuseelands. 30 Prozent davon wurden vor zwei Jahren an das Canadian Public Sector Pension Investment Board veräussert und eine weitere Beteiligung ging an den New Zealand Superannuation Fund. Das Interesse privater und öffentlicher Institutionen an Forstanlagen nimmt folglich auf breiter Front zu.

Nutzholz ist in den Augen vieler attraktiv, weil die intensiv bewirtschafteten Kurzumtriebsplantagen auf lange Sicht wenig volatile reale Renditen von jährlich 10 bis 15 Prozent generieren. Daher erwerben staatliche Fonds und grosse Pensionsfonds der öffentlichen Hand seit Längerem kommerziell nutzbare Forstgebiete. Die Renditen von Nutzholzanlagen weisen keine positive Korrelation mit anderen Anlageklassen auf. Indessen reagieren die Holzpreise auf den Wohnbauphasezyklus, weshalb sie vor der Finanzkrise zulegten und danach markant einbrachen. Dank der verhaltenen Erholung des US-Eigenheimmarktes konnten die Pensionsfonds über mehrere Jahre günstig in Nutzholz anlegen. Meistens engagierten sie sich über die Timber Investment Management Organizations. Diese intermediären Anlagefonds erleichtern den nichtspezialisierten Institutionen den Umgang mit Forstanlagen. Grössere Kapitalpools

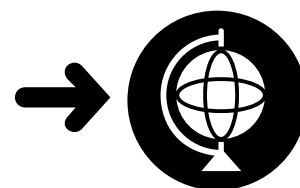
investieren oft lieber direkt. Institutionen, die unterbewerteten Grundbesitz kauften, erzielten hohe Renditen. Letztere waren anfänglich vor allem durch einen tieferen Diskontsatz bedingt, der langfristigen Anlagen wie Nutzholz Auftrieb gab, wogegen jüngst die steigende Holznachfrage unterstützend wirkte.

Der US-Eigenheimmarkt, traditionell ein vorlaufender Indikator der Holznachfrage, erholt sich zurzeit kontinuierlich. Australien und Neuseeland erfreuen sich einer robusten Bautätigkeit, die dank der Zuwanderung anhalten dürfte. In China und Indien wächst der Markt weiter dank fortschreitender Urbanisierung und folglich hoher Bautätigkeit. Chinas Holzplantagen können jedoch nicht mit der Nachfrage mithalten und sind bedroht durch Umzonungen in Bauland.

Die Nutzholzinvestments der institutionellen Anleger werden höchstwahrscheinlich zunehmen, weil ihre Positionen in alternativen Anlageportfolios zurzeit niedrig sind und der Holzverbrauch der Wohlstandsentwicklung folgt. Daher richtet sich das Interesse zunehmend auf die südliche Halbkugel. Für Forstflächen in Schwellenmärkten interessieren sich laut jüngsten Umfragen hauptsächlich europäische Investoren und eher kleinere Anleger. Ein entscheidender Faktor, insbesondere bei einheimischen Harthölzern, ist die Nachhaltigkeit. Dazu gibt es verschiedene Werkzeuge von der Zertifizierung der Forstaktivitäten und Fondsmanager über die Beaufsichtigung durch Nichtregierungsorganisationen bis hin zu Auflagen für die Wiederaufforstung. ●

## Gregory Fleming

Senior Analyst  
+41 44 334 78 93  
gregory.fleming@credit-suisse.com



**Weitere Details auf  
unserer Karte: Seite 40–41**

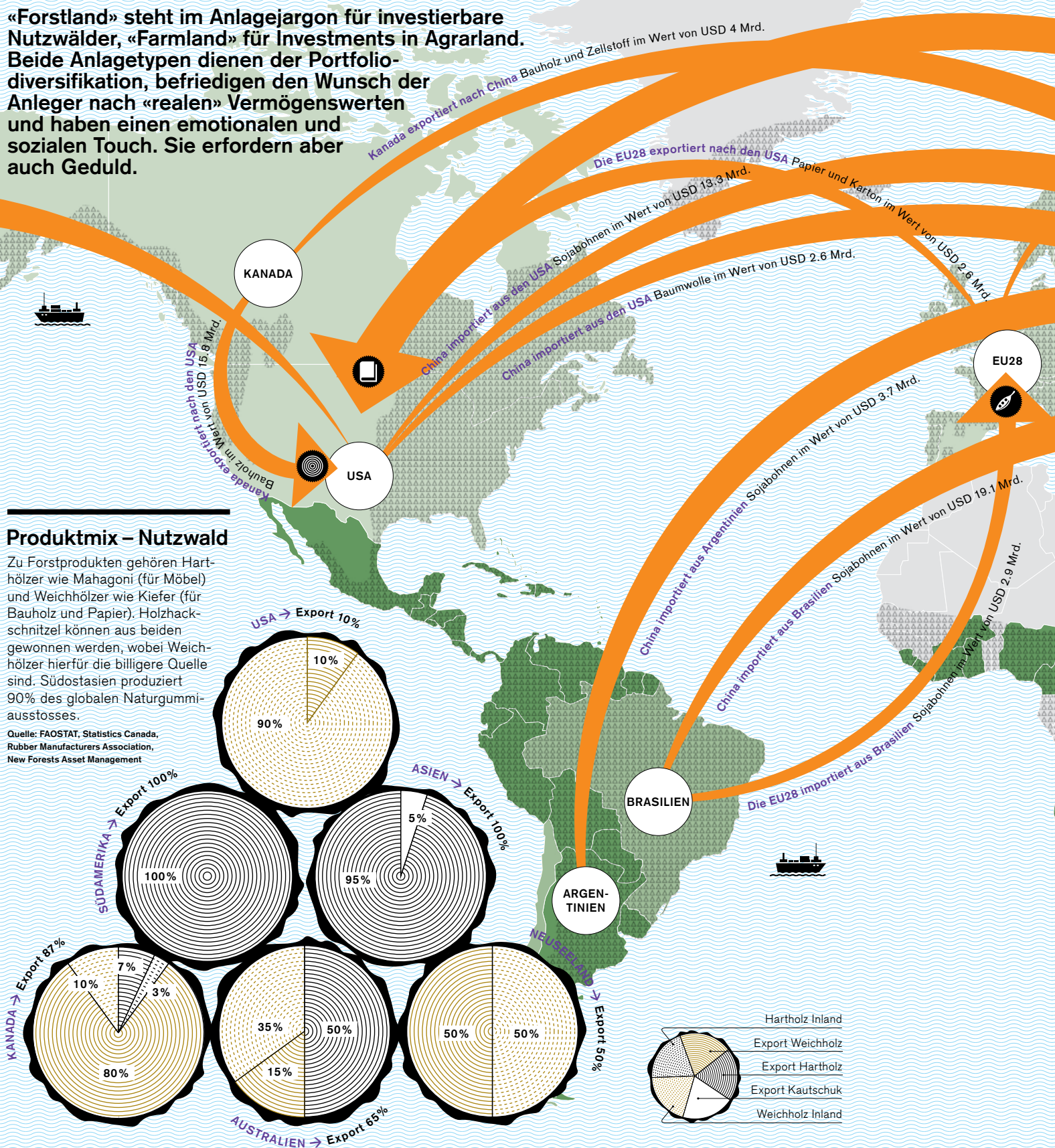
# Investitionen in Feld und Wald

«Forstland» steht im Anlagejargon für investierbare Nutzwälder, «Farmland» für Investments in Agrarland. Beide Anlagetypen dienen der Portfolio-diversifikation, befriedigen den Wunsch der Anleger nach «realen» Vermögenswerten und haben einen emotionalen und sozialen Touch. Sie erfordern aber auch Geduld.

## Produktmix – Nutzwald

Zu Forstprodukten gehören Hart-hölzer wie Mahagoni (für Möbel) und Weichhölzer wie Kiefer (für Bauholz und Papier). Holzhack-schnitzel können aus beiden gewonnen werden, wobei Weich-hölzer hierfür die billigere Quelle sind. Südostasien produziert 90% des globalen Naturgummi-ausstosses.

Quelle: FAOSTAT, Statistics Canada, Rubber Manufacturers Association, New Forests Asset Management

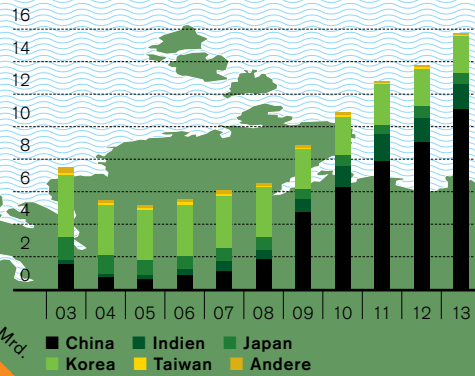


## Wohin Neuseeland exportiert

Rundholz ist die drittgrösste Exportbranche Neuseelands. Das Land ist heute der weltweit führende Holzexporteur (2012) und Chinas grösster Lieferant von Weichhölzern (2013).

Quelle: UN Comtrade, New Zealand MPI

Volumen (Mio. JAS\*)

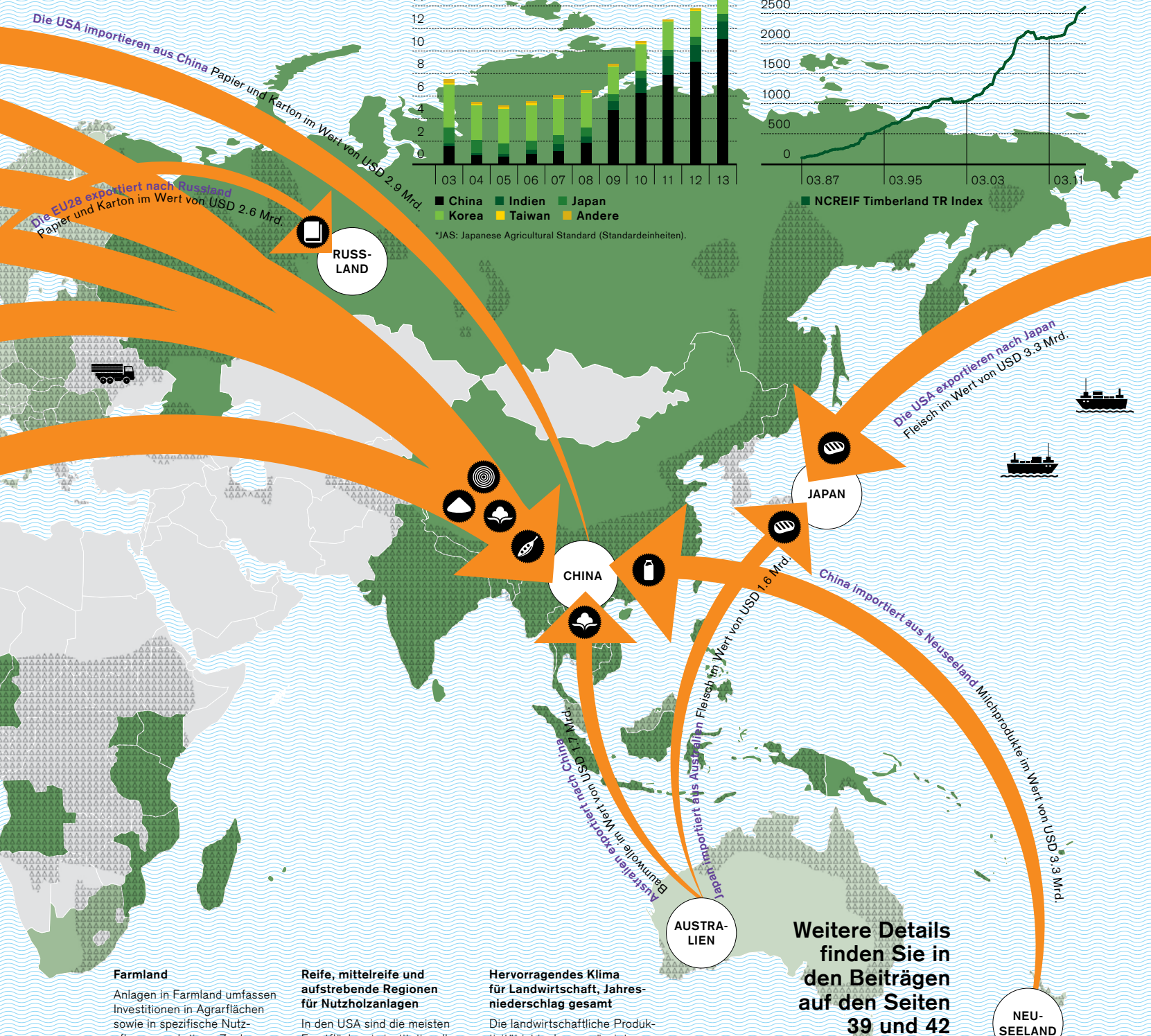
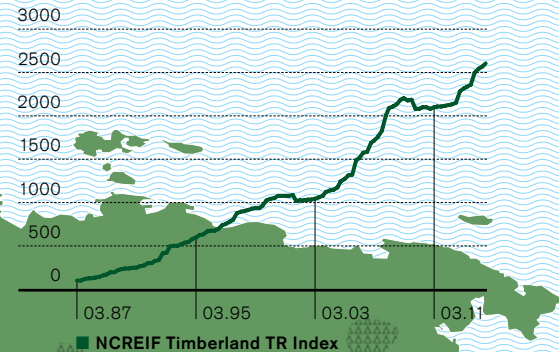


\*JAS: Japanese Agricultural Standard (Standardeinheiten).

## NCREIF Timberland TR Index

Die Renditen werden an einem diversifizierten Index aus Nutzholzanlagen gemessen. Nutzholz ist ein guter Diversifikator und entwickelte sich während der Finanzkrise von 2008 stabil, wie der Index zeigt. Quelle: Bloomberg, Credit Suisse/IDC

Index



### Farmland

Anlagen in Farmland umfassen Investitionen in Agrarflächen sowie in spezifische Nutzpflanzen und -tiere. Zu den Nutzpflanzen zählen einjährige Saaten wie Soja oder Dauerkulturen (Früchte und Nüsse).

- Sojabohnen
- Milchprodukte
- Fleisch
- Papier und Karton
- Baumwolle
- Bauholz
- Zellstoff

### Reife, mittelreife und aufstrebende Regionen für Nutzholzanlagen

In den USA sind die meisten Forstflächen in institutioneller Hand, weshalb sich das Anlegerinteresse auf Märkte wie Asien richtet. In Europa sind Wälder meist in Privatbesitz.

- Reif
- Mittelreif
- Aufstrebend

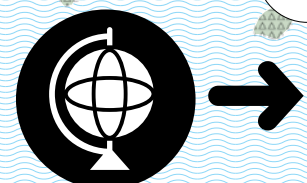
Ausgewählte internationale Agrarhandelsflüsse, in USD

### Hervorragendes Klima für Landwirtschaft, Jahresniederschlag gesamt

Die landwirtschaftliche Produktivität ist in den gemässigten Zonen am höchsten. Doch stossen auch andere Regionen mit immer noch reichlichen Niederschlägen, wie etwa in Südamerika und Afrika, auf Anlegerinteresse.

475–4974 Millimeter Niederschlag pro Jahr

Weitere Details finden Sie in den Beiträgen auf den Seiten 39 und 42

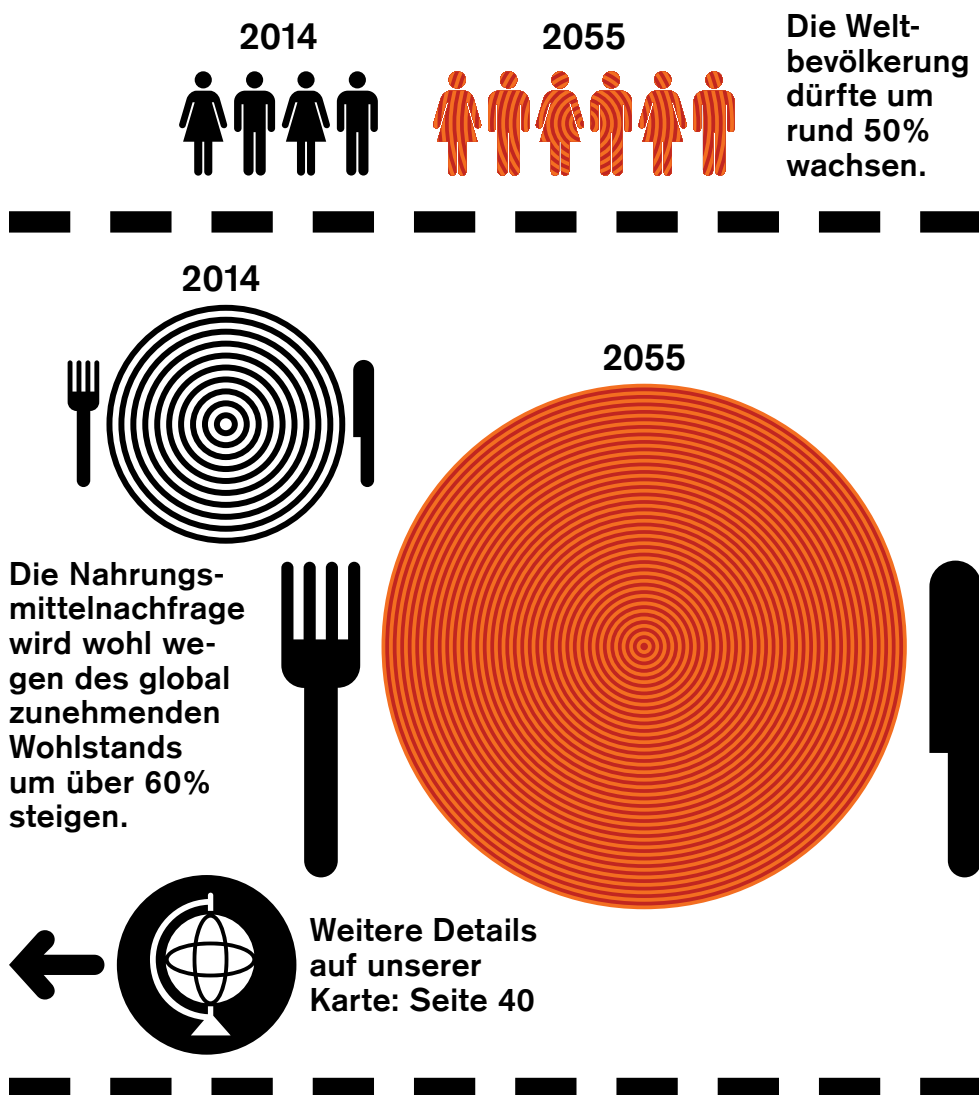


## Renditen ernten

# Agrarland trägt zweierlei Früchte

Institutionelle Anleger und Agrarland werden nicht oft in einem Atemzug genannt. Anlagen in die Landwirtschaft sind jedoch eine Erwägung wert angesichts des Bevölkerungswachstums und der resultierenden Anforderungen an das Nahrungsmittelangebot. Der Brückenschlag zwischen Landwirtschaft und Finanzdienstleistungen erfordert indes spezifisches Fachwissen.

INTERVIEW VON GREGORY FLEMING Senior Analyst



Gregory Fleming: Nach einer traditionellen Karriere im Pensionskassen- und Anlagefondsbereich beschäftigen Sie sich nun mit Agrarlandanlagen. Weshalb dieser Wechsel?

**Griff Williams:** Ich wollte institutionellen Investoren Zugang zu Agraranlagen eröffnen, die für Spar- und Pensionsportfolios reale Vorteile bieten, aber in reiner Form leider nur sehr schwer zugänglich sind. Sie erfordern zudem spezifisches Fachwissen, das im Finanzdienstleistungssektor allgemein nicht verfügbar ist. Als Farmer mit über 20 Jahren Vermögensverwaltungserfahrung kann ich eine Brücke zwischen diesen Bereichen schlagen.

Welche Investoren ziehen Agrarnutzflächen in Betracht?

**Griff Williams:** Investoren mit dem Wunsch nach Anlagen, die von langfristigen Themen wie etwa der Bevölkerungszunahme, sich ändernden Ernährungsgewohnheiten, der wachsenden Mittelklasse sowie dem Wasser- und Umweltmanagement profitieren. Agraranlagen bieten einen Schutz gegen Inflation und generieren laufende Erträge. Indessen müssen die Investoren den Farmbetriebsleitern vertrauen können oder zumindest dem Partner, der diese auswählt. Kein Anleger will aufs Land fahren, um selbst zu prüfen, ob alles zum Besten steht. Ist die Landwirtschaft gegenüber der modernen, dienstleistungsbasierten Wirtschaft genug offen, um gute Renditen zu bieten?

**Griff Williams:** Die Weltbevölkerung sollte in den nächsten 40 Jahren um 50 Prozent auf über 9 Milliarden wachsen und die Nahrungsmittelnachfrage infolge des global steigenden Wohlstands sogar um über 60 Prozent anziehen. Die Ernährungsgewohnheiten verschieben sich hin zu eiweissreicherer Nahrung, was die Nachfrage nach Landressourcen weiter erhöht. Darum könnten Investoren nicht nur von wertsteigernden Qualitätsverbesserungen bei Nahrungsmitteln und Kulturpflanzen, sondern auch von einem weltweit nur sehr beschränkt steigenden Angebot an landwirtschaftlicher Nutzfläche profitieren.

Der Anlagehorizont ist bei illiquiden Investments wichtig. Welcher ist für Agrarbeteiligungen ideal?

**Griff Williams:** Landwirtschaft ist kein hektisches Geschäft mit täglichen Marktkommentaren am Fernsehen. Der Farmer ist quasi die Urform des

geduldischen Anlegers und etwas Geduld ist auch bei aussenstehenden Anlegern gefragt. Je nach Investment ist ein Horizont von fünf bis zehn Jahren oder eine längerfristige, strategische Allokation angemessen. Fonds brauchen mindestens drei bis fünf Jahre, bis sich Ergebnisse zeigen. Bei einem so kurzen Horizont ist die Anlage aber ziemlich stark vom Verlauf weniger Anbau- oder Produktionszyklen abhängig. Zudem sind auch Kapitalgewinne auf Agrarland über längere Horizonte wahrscheinlicher.

Welche Renditen dürfen Anleger erwarten?

**Griff Williams:** Eine gute interne Verzinsung läge bei rund 12 bis 15 Prozent pro Jahr. Diese dürfte sich aus einer Cash-Rendite auf den Agrarprodukten von 6 bis 8 Prozent sowie einem ähnlich steigenden Landwert zusammensetzen – sofern der Boden verbessert wird.

Sind gewisse Kulturpflanzen oder Produkte aus Anlegerperspektive zu bevorzugen?

**Griff Williams:** Ich habe Milchprodukte, Nutztier, Zuckerrohr, Früchte, Soja, Getreide und andere Fruchtfolgekulturen untersucht. Alle weisen einzigartige, komplexe Eigenschaften auf, die vom Betriebsleiter ein sehr hohes Wissen erfordern. Anleger haben vielleicht eine Affinität zu einem bestimmten Produkt. Das ist legitim, sollte aber den objektiven Blick auf die Renditen und Risiken im Zyklusverlauf nicht verstellen. Sämtliche Agrarerzeugnisse profitieren von weltweiten demografischen Langzeittrends. Gewisse Produkte entwickeln sich allerdings deutlich volatil als andere. Einige sind zudem anspruchsvoller: Die Milchviehhaltung erfordert etwa höhere Investitionen und ein intensiveres Bestandsmanagement als die Schafhaltung.

Wie sollten Anleger vorgehen?

**Griff Williams:** Die Maximierung nachhaltiger Renditen und die Minimierung ökologischer Risiken setzen eine Partnerschaft mit echten Landwirten voraus. Der Anleger sollte auf die Kompetenz zur landwirtschaftlichen Produktivität achten, statt auf Landspekulation zu setzen oder sich in Vehikeln zu engagieren, die vor allem auf Geschäfte mit Agrar-Futures ausgerichtet sind. Die Renditehorizonte und Performancetreiber Letzterer unterscheiden sich ziemlich deutlich von jenen der Farmbetriebe.

Welches sind weltweit die Besonderheiten von Investments in Agrarflächen?

**Griff Williams:** Entscheidend ist, dass die Landwirtschaft vielerorts ein politisch

# «Für maximale nachhaltige Renditen und minimale ökologische Risiken braucht es eine Partnerschaft mit echten Landwirten.»

**Griff Williams**

definiertes Anlageuniversum bleibt. Gewisse Regierungen beschränken den direkten Besitz von Agrarbetrieben auf im Land Ansässige, andere verknüpfen die Produktion mit Subventionen. Einige Länder haben ihren starken Agrarsektor indes liberalisiert und den globalen Marktpreisen ausgesetzt – und in der Folge substanzielle Effizienzsteigerungen verzeichnet. Neuseeland als Paradebeispiel hat die Subventionen in den 1980er-Jahren praktisch über Nacht abgeschafft. Seine Milchwirtschaft ist heute die weltweit effizienteste und nur wenige Farmer würden sich wieder staatlichen Einfluss auf die Preissetzung wünschen. Auch Australien hat die Unterstützung des Agrarsektors weitgehend



## Griff Williams

Der Neuseeländer entstammt einer Farmerfamilie auf der Nordinsel, wo er weiterhin an einem Milchwirtschaftsbetrieb beteiligt ist. Bei Milltrust ist er verantwortlich für die Konzeption und das Co-Management der global diversifizierten Agrarstrategie mit Fokus auf Australien und Neuseeland. Davor war er Head of Europe und Interim-CEO bei Itaú Asset Management.

eingestellt. Andere Länder wie die USA haben ihre Agrarsubventionen erst vor Kurzem behutsam modifiziert. Die US Farm Bill von 2014 ist ein positiver, wenn auch bescheidener Schritt zur Senkung der Direktzahlungen und ihrem Ersatz mit Ernteversicherungsbestimmungen. Weltweit sind die Transferzahlungen in reichen Ländern ein grosses Hindernis für Freihandelsabkommen. Ich stelle mit Nachdruck fest, dass die Landwirtschaft in einkommensstarken Ländern auch ohne staatliche Preisstützung überleben und florieren kann. Die Identifikation der liberalisierten Länder und die Durchführung einer unverzichtbaren Prüfung des Rechtssystems, der Sicherheit von Besitzrechten sowie der Umwelt- und Marketingvorschriften erfordern unterschiedliche Kompetenzen.

Haben Sie Märkte mit Best Practices identifiziert oder variieren diese von Betrieb zu Betrieb?

**Griff Williams:** Das Angebot an unverzerrten Agrarmärkten ist aus Ländersicht recht klein. Das beste operative Umfeld bietet sich in Australasien und in ausgewählten Ländern Südamerikas wie Uruguay, Paraguay und Brasilien. Sobald eine gewisse Zahl von Farmern in einem Land die besten Technologien und Methoden anwendet, nimmt der Druck auf die Mitbewerber rasch zu. Dies trifft sowohl auf erntesteigernde Technik als auch auf nachhaltige Produktion zu. Es gibt aber nach wie vor genug eher leistungsschwache Betriebe in Ländern mit ausreichend guten Anlagebedingungen, die Gelegenheiten für ein Portfolio bieten. ●

## Anlagetrends

# Immobilien und ihre Eigenheiten

---

Der Verkauf von illiquiden Anlagen wie Immobilien kann zeitaufwändig und langwierig sein. Bei indirekten Immobilienanlagen können Regulierungsvorschriften oder das Poolen verschiedener Objekte diese negativen Effekte mildern. Ein gewisses Illiquiditätsrisiko bleibt aufgrund der heterogenen Eigenschaften von Immobilien aber bestehen. Allerdings können Anleger mit ausreichend langfristigem Horizont diese Risiken in Kauf nehmen und möglicherweise eine höhere Rendite erzielen als mit liquideren Investments.



## Tipps für Anleger

**1 / Langfristigen Anlagehorizont annehmen: Transaktionskosten lassen sich damit am besten absorbieren.**

**2 / Auf Verschuldung achten: Genügend Eigenkapital kann Notverkäufe vermeiden. Preis- und Liquiditätszyklen können lang sein.**

**3 / Produkt genau analysieren: Die Gesetze können sich für verschiedene Typen von Immobilienfonds sowie von Land zu Land stark unterscheiden. Gewisse Typen sind Liquiditätsproblemen stärker ausgesetzt.**

**4 / Sich Zeit nehmen: Kauf- und Verkaufsentscheidungen nicht vorschnell treffen. Das könnte sehr kostspielig werden.**

**5 / Portfolio mit Immobilien ergänzen: Sich nicht von Illiquidität abschrecken lassen. Immobilien sind ein guter Portfolio-Diversifikator.**

**W**enns um illiquide Anlagen geht, sind Immobilien als wichtigste Vertreter vorne dabei. In Industrieländern leisten sie den höchsten Beitrag zum Vermögen der Privathaushalte und bilden einen enormen Reichtum. Es überrascht daher nicht, dass Aufsichtsbehörden und Zentralbanken den Immobilienmärkten besondere Aufmerksamkeit schenken. Wohnimmobilien sind mit fast 30 Prozent des Netto-Gesamtvermögens in den Portfolios der sehr vermögenden Personen (**Ultra-High Net Worth Individuals UHNWIs**, **Grafik 1**) vertreten, und Pensionskassen halten ebenfalls einen substantiellen Teil ihrer Allokation in Immobilien (**Grafik 2**).

### Die Gründe der Illiquidität

Die Illiquidität von Immobilien ergibt sich aus einer Kombination diverser Eigenschaften. Immobilien sind ihrer Natur nach mit einem unverwechselbaren Standort verknüpft. Diese charakteristische Lage sowie eine spezifische Objektqualität machen jede Liegenschaft einzigartig. Jedes Gebäude erfordert folglich eine objektbezogene Analyse und auf Mikroebene können sich die Preise wegen Faktoren wie Lärmpegel oder Aussicht stark unterscheiden. All dies schlägt sich in der Objektbewertung nieder: Es gibt keinen richtigen oder objektiven Preis. Der Richtpreis hängt vom verwendeten Bewertungsmodell

und den anlegerspezifischen Präferenzen ab. Die Preisfindung wird noch erschwert, wenn nur beschränkte Daten zu ähnlichen Transaktionen verfügbar sind und ein Objekt seltene Eigenschaften aufweist. Die Verhandlungen sind deshalb oft langwierig und akzentuieren die Illiquidität zusätzlich. Die Festlegung eines fairen Preises ist angesichts des hohen Transaktionsumfangs aber besonders wichtig.

Diverse weitere, meist kostenseitige Eigenschaften von Immobilien tragen zur Illiquidität bei. Die Konzeption und bis zu einem bestimmten Grad auch der Standort eines Gebäudes geben etwa seine Eignung für gewisse Aktivitäten vor. Der Umbau eines Grosskaufhauses in viele kleine Einzelhandelsgeschäfte ist zum Beispiel relativ kostspielig und muss die Regulierungsvorschriften berücksichtigen. Die Umnutzung eines Objekts, wie etwa von Wohnungen in Läden oder umgekehrt, kann sich aus rechtlicher Sicht als schwierig oder sogar unmöglich erweisen. Anleger müssen das bedenken und sollten darum eine klare Strategie haben, wenn sie in Immobilien investieren. Zu den weiteren Auslagen gehören rechtliche Aufwendungen und Steuern in der Transaktionsphase. Der Erwerb einer Geschäftsimmobilie gliedert sich in fünf Schritte (**Grafik 3**). Bei jedem Schritt fallen andere Ausgaben an. Die Handänderung einer Geschäftsimmobilie erfordert normalerweise eine Verhandlungszeit von rund drei Monaten plus mehrere Monate für den Transaktionsabschluss. Ein weiterer Faktor für die Illiquidität von Immobilien ist schliesslich die Marktlage: Der Markt kann schnell austrocknen, wenn die Nachfrage übertrieben oder – und das ist viel schwerwiegender – nicht ausreichend ist.

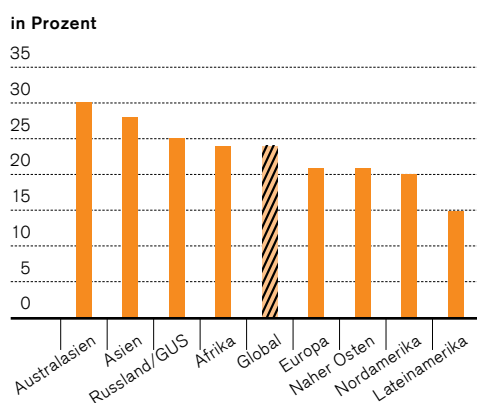
### Schwierige Entscheidungen für Investoren

Investoren müssen sich vor allem fragen, ob es sich lohnt, diese Nachteile aus Risiko-Ertrags-Perspektive in Kauf zu nehmen. Die Antwort ist vom Zeithorizont abhängig. Die hohen illiquiditätsbedingten Transaktionskosten sind Fixkosten, weshalb es sinnvoll ist, sich während längerer Zeit zu engagieren. Das macht Pensionskassen und andere institutionelle sowie private Investoren mit langfristiger Ausrichtung zu typischen Immobilienanlegern. Diese Investoren müssen zudem akzeptieren, dass ihre Immobilienpositionen möglicherweise nicht immer 100-prozentig liquid sind. Wohlhabende Anleger können solche Beschränkungen einfacher verkraften, daher weisen UHNWIs höhere Immobilienallokationen auf (**Grafik 1**). Für sie ist es >

## 01 Immobilien-Allokation in UHNWI-Anlageportfolios

Wohnimmobilien (Haupt- und Zweitwohnsitz) haben einen Anteil von rund 30 Prozent am Netto-Gesamtvermögen von UHNWIs, Liegenschaften spielen aber auch anlageseitig eine wichtige Rolle. Immobilien zeichnen für durchschnittlich 24 Prozent der Anlageportfolios von UHNWIs verantwortlich. In über 40 Prozent aller Fälle ist dieser Anteil in den letzten Jahren sogar noch gestiegen.

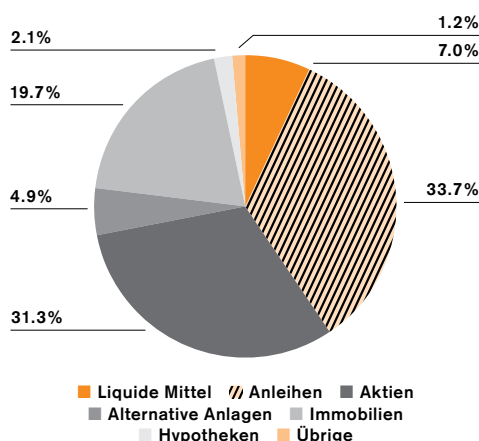
Quelle: Knight Frank, The Wealth Report 2014



## 02 Asset Allocation von Schweizer Pensionsfonds, per Ende September 2014

Schweizer Pensionsfonds halten üblicherweise ein substantielles Kontingent an Immobilien. Per Ende September 2014 waren fast 20 Prozent ihrer Mittel in Immobilien investiert. Dieser Wert geht in der Regel etwas zurück, wenn sich Aktien besonders gut entwickeln und ihr Anteil an der Asset Allocation folglich steigt.

Quelle: Credit Suisse Swiss Pension Fund Index, 3. Quartal 2014



### 03\_Ablauf von Immobilientransaktionen

Eine typische Transaktion von Geschäftsimmobilien gliedert sich in fünf Schritte und kann bis zu sechs Monate dauern. Jeder Schritt wie beispielsweise die Objektsuche oder die Transaktion kann Kosten verursachen. Die Schritte zwei, drei und vier können gleichzeitig erfolgen. So generiert vor allem die Überprüfung Zeitaufwand und Kosten. Quelle: Credit Suisse



sinnvoll, Illiquidität in Kauf zu nehmen und sich dafür entschädigen zu lassen. Börsennotierte Schweizer Immobilienfonds weisen seit Januar 1990 etwa einen Aufschlag von durchschnittlich sieben Prozent gegenüber ihrem Nettoinventarwert (NAV) auf – eine Prämie, die Direktanleger in Immobilien vermeiden können. Direkte Immobilienanlagen sind zwar nicht täglich handelbar, was sich aber aus der Behavioral-Finance-Perspektive

als Vorteil erweisen könnte. Die meisten Anleger unterschätzen nämlich die Transaktionskosten und beeinträchtigen ihre Performance, indem sie ihre Positionen zu oft handeln. Weil Immobilientransaktionen viel Zeit in Anspruch nehmen, sind Anleger hier automatisch vor Handelsaktivismus geschützt.

Illiquide Anlagen sind insofern problematisch, als dass sich die Interessen der Anleger nicht notwendigerweise mit den Marktbedin-

gungen decken. Ein Anleger mag durchaus rationale Gründe für den Kauf oder Verkauf einer Immobilie haben, doch wenn viele Investoren zur selben Zeit gleich handeln, kann sich die Liquidität des gesamten Markts reduzieren. Im Endeffekt verhalten sich die Anleger prozyklisch, weil sie extremere Positionen eingehen und diese häufiger umschlagen, wenn die Liquidität hoch ist und umgekehrt. Aus langfristiger Perspektive – wie sie die meisten Direktanleger in Immobilien pflegen – ist dies irrational. Theoretisch sollte sich die Zahl der Transaktionen in den einzelnen Zyklusphasen nicht verändern. Dies ist jedoch klar nicht der Fall: Zwischen der Spitze im 1. Quartal 2007 und dem 1. Quartal 2009 (Finanzkrise) brachen die vierteljährlichen Volumen der Geschäftsimmobilientransaktionen in den USA um 91 Prozent ein und stiegen bis ins 3. Quartal 2014 wieder um 691 Prozent.

Die Illiquidität wird in aussergewöhnlichen Marktsituationen oft verstärkt. Ausserdem sind davon nicht alle Immobiliensegmente gleich betroffen. Baisse-Märkte lösen eine Flucht in qualitativ gute Objekte aus. Die meisten Investoren konzentrieren sich dann auf Immobilien an bester Lage in Städten wie London oder New York – sofern sie überhaupt noch kaufen.

#### Negative Konsequenzen sind vermeidbar

Die Anlagelösungen für das geschilderte Illiquiditätsproblem können sich von Land zu Land stark unterscheiden, beruhen aber allgemein auf derselben einfachen Idee: Immobilien werden gepoolt, verbrieft und dann als Beteiligungen vertrieben. In einem nächsten Schritt gilt es, einen Markt für diese Wertschriften zu schaffen. Das muss nicht notwendigerweise eine Aktienbörse sein, solange die Anteilsscheine einigermaßen kontinuierlich gehandelt werden können und die Immobilien daher tatsächlich liquider sind. Manchmal ist ein Market Maker erforderlich, um den Markt wirklich liquid zu machen. Dies gilt nicht nur für Immobilien, sondern auch für mit Immobilien besicherte Hypotheken. Die rechtlichen Strukturen solcher Transaktionen können sich abhängig von der Anzahl der Besitzer und Objekte stark unterscheiden. Für sie alle ist jedoch Vertrauen unabdingbar. Dies setzt einen gewissen Grad an Transparenz voraus, beispielsweise bei der Bewertung.

Bisweilen steht die Illiquidität in Widerspruch mit gewissen Anlagezielen. Ein Ansatz besteht beispielsweise darin, die Liquidität durch Erhöhung der Transaktionskosten leicht

zu reduzieren, um die Spekulation zu bremsen. Dies kann dazu beitragen, Investoren mit einem sehr kurzen Zeithorizont abzuschrecken, die zu Verkäufen von Vermögenswerten tendieren, sobald sich die ersten dunklen Wolken zusammenbrauen.

### Grenzen der Liquidität

Allerdings bietet auch das Pooling von Immobilien keine Garantie für eine 100-prozentige Liquidität. Oftmals resultiert lediglich eine «Pseudoliquidität», die nur funktioniert, wenn die Märkte zulegen (siehe Seite 24/25). Geben die Märkte dagegen nach, übersteigt die Zahl der potenziellen Verkäufer die der potenziellen Käufer. Davor sind auch komplexe Finanzinstrumente mit Immobilienbezug nicht gefeit wie etwa mit Hypotheken für Wohn- oder Geschäftsobjekte besicherte Wertschriften (RMBS/CMBS). Das wurde den Anlegern während der Finanzkrise schmerzhaft bewusst und das Vertrauen liess sich kurzfristig nicht wiederherstellen. Des Weiteren hängt das Risiko eines Übergangs von einem liquiden zu einem illiquiden Umfeld vom gesetzlichen Rahmen ab, wie der Fall offener Immobilienfonds in Deutschland gezeigt hat. Eine angekündigte Gesetzesänderung löste massive Rücknahmeforderungen der Investoren aus, die ihr Kapital zurückziehen wollten, bevor die neuen Anlageregeln in Kraft traten. Im Gegensatz dazu sind börsennotierte Fondsstrukturen mit fixer Kapitalbasis, wie sie etwa in der Schweiz zu finden sind, solchen Risiken weniger ausgesetzt.

### Verkäufe könnten einfacher werden

Solange Immobilien an spezifische Standorte gebunden sind, werden sie mit Liquiditätsproblemen kämpfen. Aus unserer Sicht werden die Anleger den Immobilien in den kommenden Jahrzehnten jedoch zunehmende Priorität einräumen. Erstens verfügen Immobilien nach wie vor nicht in allen Asset Allocations über eine ideale Gewichtung. Zweitens dürften die Zinsen während längerer Zeit niedrig bleiben, was die Renditen von Immobilien attraktiv macht und aus Verkäuferperspektive eine bessere Liquidität nach sich ziehen sollte. ●

**Dr. Beat Schwab**  
Head Real Estate Investment Management Schweiz  
+41 44 333 92 42  
beat.schwab@credit-suisse.com

## Schweizer Immobilienfonds: Liquidität und Diversifikation

**Immobilienfonds sind eine interessante Alternative zu Anlagen in physische Immobilien, bieten sie den Investoren doch in der Regel Zugang zu diversifizierten Portfolios, die von erfahrenen Branchenexperten bewirtschaftet werden.**

**Allerdings kann die Art und Weise, wie die Produktstruktur Zu- und Abflüsse von Anlegerkapital regelt, die Rendite des Fonds beeinflussen. Allgemein lässt sich zwischen offenen und geschlossenen Fonds unterscheiden. Wie im Beitrag von Giles Keating und Lars Kalbreier (siehe Seite 24/25) erläutert, können diese beiden unterschiedlichen Strukturen bei Marktturbulenzen sowohl Vor- als auch Nachteile haben.**

**Schweizer Immobilienfonds streben nach einer halboffenen Struktur, welche die Vorteile beider Typen auf sich vereint und deren Nachteile beschränkt. Oder etwas konkreter: Während der Kapitalbeschaffung werden die Fonds für Anleger geöffnet, ansonsten finden Handänderungen von Fondsanteilen aber an den Sekundärmärkten statt – wobei die Fonds mehrheitlich an der SIX Swiss Exchange kotiert sind. Wenn die anlegerseitige Nachfrage nach Immobilienfonds hoch ist, steigen somit die Kurse dieser Anteile am Sekundärmarkt und umgekehrt. Allerdings fliesst diese Überschussliquidität nicht direkt in das Produkt und wirkt sich demnach weder auf das zugrunde liegende Portfolio noch den Fondsbetrieb aus. Sie wird also vollumfänglich durch das Angebot und die Nachfrage am Sekundärmarkt absorbiert. Dies führt üblicherweise dazu, dass die Fondsanteile mit einem Aufschlag (Agio) oder Abschlag (Disagio) gegenüber dem Nettoinventarwert des zugrunde liegenden Immobilienportfolios gehandelt werden. Ergeben sich in einem Zielmarkt echte Anlagegelegenheiten, kann der Fonds wieder für die Zeichnung neuer Anteile geöffnet und das so beschaffte Kapital in der Folge investiert werden. Diese Struktur ermöglicht ein kontrolliertes und gesundes organisches Wachstum und gewährt den Anlegern zudem einen gewissen Grad an Liquidität.**

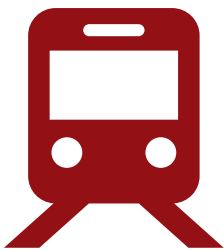
**Darüber hinaus raten wir Investoren zu einer internationalen Diversifikation. Die Immobilienmarktzyklen variieren tendenziell von Land zu Land, sodass die Ergänzung eines Inlandportfolios mit internationalen Immobilien dessen Risiko-Ertrags-Profil deutlich verbessern kann. Es gibt verschiedene Schweizer Immobilienfonds mit internationalem Fokus. Derartige Produkte lauten auf Schweizer Franken und sichern ihr Fremdwährungsengagement grösstenteils ab. Dennoch glauben wir, dass global diversifizierte Immobilienportfolios nicht nur Schweizer Anlegern Wertschöpfung bieten können.**

**Philippe Kaufmann**  
Head of Global Real Estate Research  
+41 44 334 32 89  
philippe.kaufmann.2@credit-suisse.com

Langstreckenprojekte

# Infrastruktur im Aufwind

Quelle: Preqin



Transport



Telekommunikation  
und Technologie



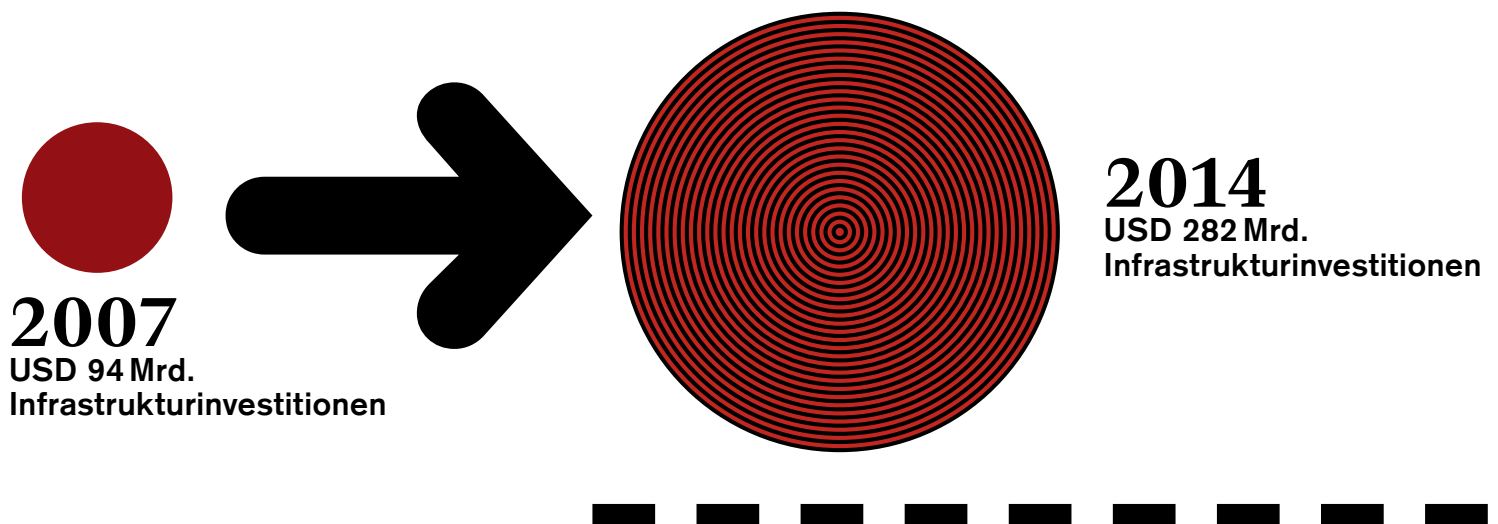
Energie



Gesellschaftliche  
Infrastruktur



Ressourcen  
und Abfall



# 2015

**90%**  
der befragten Anleger  
beabsichtigen, mindestens  
USD 50 Mio. zu investieren.

**25%**  
der befragten Anleger  
beabsichtigen, über USD  
400 Mio. zu investieren.

Längerfristige, illiquide Vermögenswerte wie Infrastrukturen sind vor allem wegen des aktuellen Tiefzinsumfelds bei institutionellen Anlegern im Kommen. Der Trend ist nicht zu übersehen: In den letzten sieben Jahren sind die verwalteten Vermögen mit Infrastrukturbezug weltweit um 300 Prozent gestiegen. Investoren legen ihr Geld zunehmend in den Sektoren Transport, Telekommunikation und Technologie sowie Energie und Ressourcen an und unterstützen damit die umfassenden Bauprojekte, die diese Bereiche erfordern. Solche Investitionen sind nicht ohne Risiko, werden aber oft von Regierungen und supranationalen Organisationen mitgetragen.

**E**s gibt klare Hinweise, dass Versicherer und Pensionsfonds mit langfristigen Verbindlichkeiten ihre Asset Allocation in Infrastrukturen als Anlageklasse erhöhen. Grössere Family Offices und staatliche Anlagefonds sind weitere Investoren in diesem Bereich. Ihre Anlagen beruhen auf der Überlegung, dass Infrastrukturprojekte oder -unternehmen auf lange Sicht Renditen generieren, die theoretisch ziemlich stabil sind und normalerweise einen Inflationsschutz bieten. Meistens beurteilen die Anleger das Risiko-Ertrags-Profil derartiger Investitionen über einen Horizont von sieben bis zehn Jahren, oft aber über deutlich längere Zeiträume. Gemäss dem Datenanbieter Preqin belaufen sich die Infrastrukturvermögen, die durch nicht börsennotierte Fonds verwaltet werden, zurzeit auf rekordhohe 282 Milliarden US-Dollar – eine Verdreifachung seit 2007. 25 Prozent der von Preqin befragten Investoren beabsichtigen, 2015 über 400 Millionen US-Dollar in Infrastrukturen zu investieren, und 90 Prozent planen entsprechende Investments von mindestens 50 Millionen US-Dollar. Preqin schätzt die verfügbaren Mittel – das heisst bereits gezeichnetes, aber noch nicht abgerufenes Kapital – auf rund 107 Milliarden US-Dollar. Zudem planen Versicherungen eine Erhöhung ihrer Asset Allocation in Infrastrukturen auf drei Prozent.

### Infrastruktur und ihre Komponenten

Der Oberbegriff Infrastruktur umfasst verschiedene Sektoren wie Transport, Telekommunikation und Technologie, Energie, gesellschaftliche Infrastruktur sowie Ressourcen und Abfallentsorgung. Auf den Transportsektor entfallen etwa der Bau von neuen Bahn- und anderen Massentransportsystemen, Häfen und Cargo-Terminals, Flughäfen, Strassen, Brücken und Tunnels. Telekommunikations- und Technologieinvestitionen reichen von relativ einfachen Mobilfunkmasten und Glasfaserkabeln bis hin zur komplexen Einrichtung von Serverfarmen oder anderen IT-Plattformen. Der Energiesektor ist sehr breit, eingeschlossen sind konventionelle Investitionen wie Pipelines, Speichereinrichtungen, Raffinerien, unterstützende Infrastrukturen für Öl- und Gasfelder, der Nuklearsektor, Energieübertragungssysteme und alternative Energien. In letzter Zeit flossen substantielle Investitionen in Onshore- und Offshore-Windanlagen, Wasser- sowie Solar- und Biomassekraftwerke. Als gesellschaftliche Infrastruktur wird in der Regel der Bau und Unterhalt von Schulen, Universitäten, Krankenhäusern und Gefängnissen bezeichnet. Der Bereich Ressourcen und Abfallentsorgung überschneidet sich teilweise mit dem Energiesektor, umfasst aber grundsätzlich Wasserbewirtschaftungs- und Abwassersysteme sowie Müllabfuhr und Recycling.

### So funktionieren Infrastrukturinvestitionen

Bei nicht börsennotierten Fonds ist es üblich, dass die sogenannten General Partners die Infrastrukturinvestitionen verwalten und Teams beauftragen, das Tagesgeschäft einzelner Vermögenswerte oder Projekte abzuwickeln. Die Limited Partners zeichnen einen anfänglichen Kapitalbetrag, der abgerufen wird, sobald der Fonds investiert ist. In der Regel wird eine erste Investitionsphase definiert, vor deren Ablauf der General Partner die Mittel anlegen muss. Tut er dies nicht, verfallen die Kapitalzeichnungen oder die Limited Partners können allenfalls eine Verlängerung gewähren. Klare Richtlinien definieren fondsrelevante Aspekte wie Fondsumschlag, Konzentration der Anlagen, Fremdkapitalquoten und geplante Rückzahlungen. Darüber hinaus ist festgelegt, wie die Limited Partners bei Bedarf über einen Wechsel des Asset Manager oder des General Partner abstimmen >

können. Die Fremdkapitalisierung ist sorgfältig zu überwachen, da die Finanzierung auf der Fondsebene oder, was eher üblich ist, auf der Ebene der einzelnen Projekte oder Vermögenswerte erfolgt. Der Fremdkapitaleinsatz ist gewöhnlich höher als bei Private Equity, da für Infrastrukturinvestitionen von weniger volatilen Cashflows ausgegangen wird. Zu den Performancequellen zählen Cashflows aus Projekten, Verbesserungen und Erweiterungen der Infrastruktur aufgrund einer neuen Verwaltung, Fremdkapitaleinsatz und – langfristig betrachtet – Verkäufe von Vermögenswerten an neue Anleger.

### Investoren scheuen Neubauprojekte

Die Branche ist von Investitionen in bestehende Infrastrukturen geprägt. Die General Partners konzentrieren sich darauf, die Cashflows zu erhöhen, die Finanzierungsstrukturen zu verbessern, die Anlagen zu modernisieren und Vermögenswerte, die sie ursprünglich günstig erworben haben, wieder zu veräußern. Bisweilen werden öffentlich notierte Infrastrukturfirmer wieder in Privatbesitz überführt, weil die Akteure glauben, dass sich ein Managementwechsel in einer privaten Struktur einfacher vornehmen lässt. Ein Hauptproblem ist, dass die Nachfrage der Anleger vor allem auf bestehende Infrastrukturen zielt, während schätzungsweise 70 Prozent des Infrastrukturbedarfs auf vollständige Neubauprojekte entfallen. Die Anleger halten sich zurück, weil sie die in der Bauphase anfallenden Risiken nicht tragen wollen. Die Cashflows sind in dieser Phase negativ und die Investoren haben nur eine beschränkte direkte Kontrolle über Faktoren wie Kostenüberschreitungen, bauliche Fehler, Umweltrisiken und Beschaffungsprobleme. Die Risiken der Neubauprojekte können typischerweise nur Unternehmen tragen, die über langjährige Erfahrung im Infrastrukturbau verfügen, und sie können mit Garantien von Regierungen, Banken oder supranationalen Institutionen unterlegt sein. In Schwellenländern konnten viele Projekte nur realisiert werden, weil beispielsweise die Asian Development Bank oder die Inter-American Development Bank die Garantie übernahmen. In Europa hat die Europäische Investitionsbank mit Finanzierungen und Garantien eine Schlüsselrolle gespielt.

### Finanzierung

Die Finanzierung kann auf verschiedene Arten geschehen. Eigenkapital kann von Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften stammen, die sich als Limited Partners in nicht notierten Fonds engagieren, oder von infrastrukturnahen Unternehmen, die Mittel einschießen. Hinzu kommen Bankkredite, Finanzierungen über den aufstrebenden Markt für Infrastrukturanleihen sowie Garantien von Banken, Regierungen und supranationalen Institutionen. Weil Infrastrukturinvestitionen langfristiger und illiquider Natur sind, sollten sich Anlagefonds, die den Anlegern kurzfristige Liquidität versprechen, nicht in diesen engagieren. Kleine Privatanleger, die den Zugang zur Infrastrukturindustrie suchen, kaufen daher am besten Aktien oder Anleihen von Unternehmen, die solche Einrichtungen erstellen oder betreiben.

### Infrastrukturanleihen

Neben Eigenkapitalengagements durch langfristig orientierte Anleger existiert auch ein Markt für Infrastrukturanleihen, der aber nach allgemeiner Auffassung bisher ungenügend entwickelt ist. Früher wurden Infrastrukturen entweder mit Bankkrediten oder mit Anleihen von supranationalen Akteuren und Regierungen oder von Unternehmen finanziert, die Projekte erstellen oder betreiben. Das Risiko der



1 Arbeiter verlegen Bahngleise im Nordwesten Chinas. 2 Pipeline-Röhren warten vor dem Ölbohrturm auf die Installation. 3 Die Altpapierballen sind bereit für das Recycling.

Anleger beschränkte sich auf das direkte Bonitätsrisiko des Emittenten, ohne einen Regressanspruch auf die Aktiven des Projekts. Doch heute reduzieren die Banken ihre Schulden, senken das Risiko laufzeitbedingter Ungleichgewichte, indem sie sich auf variable statt auf festverzinsliche Kredite konzentrieren, und bauen ihre Eigenhandelspositionen ab. Somit dürften Infrastrukturfinanzierungen durch Banken tendenziell zurückgehen, sodass Anleger und Anleihenmärkte für Finanzierungen voraussichtlich an Bedeutung gewinnen werden. Anleger treten bei Neubauprojekten und allgemein bei Projekten mit längerer Realisierungszeit nur widerwillig als Eigenkapitalgeber auf. Indessen partizipieren sie aktiv an Anleihenemissionen von Unternehmen, die bestehende Infrastrukturen managen, wie etwa Eisenbahn- und Pipeline-Betreiber. Käufer finden sich darüber hinaus auch für Anleihen mit Kreditgarantien von Regierungen, supranationalen Institutionen und Banken.

## Risiken

Das aktuelle Tiefzinsumfeld macht höhere Allokationen in längerfristige, illiquide Vermögenswerte wie Infrastrukturen attraktiver. Allerdings dürfen die Risiken, die zu Verlusten für Anleger führen können, in dieser Branche nicht ausgeblendet werden – wie diverse Beispiele belegen. Das grösste Risiko bei Neuprojekten ist, dass sie nicht oder stark verspätet fertiggestellt oder die Kosten überschritten werden. Zu den aktuellen Fällen zählen eskalierende Kosten für den Bau neuer Atomkraftwerke sowie erwartete Kostenüberschreitungen bei Hochgeschwindigkeits-Bahnlinien und gebührenpflichtigen Strassentunnels. Auch politische Risiken sind sorgfältig zu evaluieren. Vor allem bei Bergbauprojekten in eher riskanten Schwellenländern ist Vorsicht geboten, führte doch in diesem Sektor jüngst ein Regierungswechsel zur Kündigung von Verträgen und Lizenzen sowie zur Beschlagnahme von Vermögenswerten. Mögliche Änderungen der staatlichen Subventions- und Förderungspolitik sind weitere politische Risiken. Alternative Energieprojekte und vor allem Windanlagen sahen ihre Wirtschaftlichkeit beeinträchtigt, weil die Subventionen sanken. Projekte für gesellschaftliche Infrastrukturen, oft in Form öffentlich-privater Partnerschaften, können ebenso leiden, wenn der Staat die Finanzierung beschneidet. Umweltaspekte sind besonders in den Sektoren Transport, Energie und Abfallentsorgung kritisch. Projekte und Infrastruktureinrichtungen wurden beispielsweise mit Umweltbussen belegt und geplante Cashflows verzögerten sich wegen Grabenkämpfen zu ökologischen Fragen. Gut vorhersehbare Cashflows sind fraglos wichtig, aber bisweilen sind die Prognosen zu optimistisch. Im Falle einer gebührenpflichtigen Strasse benützten die Autofahrer lieber weiterhin die gebührenfreie Konkurrenzverbindung, sodass die Umsätze und Cashflows des Projekts letztlich nur mittelmässig ausfielen. Risiken gehen indes auch von neuen Technologien aus. Im Telekomsektor ist etwa die Realisierbarkeit von Mobilfunkmasten in Zukunft fraglich, während die anfänglich übertriebene Installation von Glasfaserkabeln grosse Verluste verursachte. Auch Marktpreisbewegungen können die Wirtschaftlichkeit von Infrastrukturen beeinflussen. Der markante Rückgang der Ölpreise stellt zurzeit diverse alternative Energien vor Probleme und macht Investitionen in das Fracking von Öl- und Gasvorkommen weniger attraktiv.

Zu den finanziellen Risiken gehören höhere Zinsen und höhere Kreditrisikoaufschläge. Steigende Finanzierungskosten beeinträchtigen die Wirtschaftlichkeit der Infrastrukturen, machen alternative Anlageklassen attraktiver und können Projekte verzögern, wenn Refinanzierungen nicht sichergestellt werden können. Weitere Markt-

risiken ergeben sich aus Wechselkursschwankungen, die die Absicherung längerfristiger Investments problematisch machen, und aus Veränderungen der Zinskurve, die den Kurs der Swaps zur Kreditrisikoabsicherung beeinflussen. Auch ein übermässiger Fremdkapitaleinsatz gehört zu diesen Risiken. 2008 und 2009 mussten diverse Infrastrukturfonds restrukturiert werden, weil ihre fallenden Cashflows nicht mehr zur Bedienung der gestiegenen Fremdkapitalkosten ausreichten und/oder die Refinanzierung nicht gewährleistet werden konnte. Und letztlich bergen auch durch die quantitative Lockerung «gedopte» Märkte ein Risiko. Erste Anzeichen zeigen, dass Geschäfte im Hafen- und Eisenbahnsektor bereits von übertriebenen Bewertungen betroffen sind: Sie wurden zu substanziell höheren Preisen abgewickelt als in den letzten fünf Jahren.

## Staatliche Massnahmen

«Wir arbeiten daran, langfristige Finanzierungen durch institutionelle Anleger zu erleichtern und Finanzierungen durch die Kapitalmärkte zu fördern, insbesondere mit transparenten Verbriefungen für kleine und mittlere Unternehmen. Zudem unterstützen wir das mehrjährige Programm zur Förderung qualitativ guter öffentlicher und privater Infrastrukturinvestitionen», liessen die Staats- und Regierungschefs der G20 im jüngsten Communiqué verlauten. Die Beschleunigung der Infrastrukturprojekte gehört ganz klar zu den gesamtwirtschaftlichen Zielen der einzelnen Regierungen, aber auch des Internationalen Währungsfonds, der OECD sowie der EU. Laut Schätzungen von Standard & Poor's könnte sich der Bedarf an Infrastrukturfinanzierungen weltweit bis 2030 auf 3.4 Billionen US-Dollar jährlich belaufen. Für Regierungen sind Infrastrukturinvestitionen zweifelsohne attraktiv, beeinflussen sie doch zu Beginn die Beschäftigung positiv und kommen der Wirtschaft längerfristig über diverse Multiplikatoreffekte zugute.

## Vier Trends

Der Infrastruktursektor ist von diversen klaren Trends geprägt. Erstens werden die Neuinvestitionen von Anlegern wie Pensionsfonds, die langfristige Vermögenswerte benötigen und nicht auf Liquidität angewiesen sind, deutlich zunehmen. Zweitens werden Infrastrukturinvestitionen wegen ihrer starken wirtschaftlichen Multiplikatoreffekte durch Regierungen und supranationale Institutionen unterstützt werden. Drittens bleibt das Umfeld für Investitionen in Neubauprojekte beziehungsweise Startups weiterhin schwierig und verlangt somit eine projekt- und kreditseitige Förderung. Viertens werden sich die Anleger auf Bereiche mit Inflationsschutz und minimalem systemischem Risiko konzentrieren, in denen der Fremdkapitaleinsatz und die finanziellen Risiken umsichtig gemanagt werden. Der aufstrebende Markt für Infrastrukturanleihen als Alternative zu Bankfinanzierungen dürfte mit der Zeit so wichtig werden wie die Zeichnung von Eigenkapital. ●

**Robert Parker**  
Senior Advisor  
+44 20 7883 9864  
robert.parker@credit-suisse.com

## Expertenmeinung

# Das Blickfeld erweitern

Der Global Investor hat zwei Finanzspezialisten der Credit Suisse gebeten, die verschiedenen illiquiden Anlagen aus Investorensicht zu beschreiben. Lohnt es sich für Kunden, Liquidität für höhere Renditen zu opfern? Welchen Anteil haben illiquide Anlagen in ihren Portfolios? Bevorzugen sie gewisse Investments? Und wie beeinflusst die Kultur die Wahl der Anlagen?

INTERVIEW VON **MANUEL MOSER** Senior Financial Editor, Credit Suisse

Manuel Moser: Wie sieht die Asset Allocation im Portfolio eines typischen Kunden aus?

**Felix Baumgartner:** Nach meinen Beobachtungen ist der typische Kunde zu etwa 40 bis 50 Prozent in Aktien und zu 30 Prozent in Cash investiert. Der Cash-Anteil stammt in der Regel von der Fixed-Income-Allokation: Läuft eine Anleihe aus, geht der Erlös in die Cash-Position des Kundenkontos, weil es an guten Opportunitäten für neue Fixed-Income-Anlagen fehlt. Cash-Positionen sind nicht sehr beliebt. Die Kunden suchen deshalb nach anderen Gelegenheiten, einschliesslich illiquider Anlagen.

Sind gewisse Investoren gegenüber illiquiden Anlagen offener als andere?

**Patrick Schwyzer:** Die Anlegerpräferenzen lassen sich anhand verschiedener Faktoren charakterisieren wie etwa der Geografie, der aktuellen Lebensphase des Anlegers, seines Hintergrunds und seines Wohnsitzlandes. Die USA sind beispielsweise gegenüber illiquiden Investments klar offener. Auf die Schweiz trifft dies weniger zu. Für diesen Unterschied gibt es diverse Gründe, darunter möglicherweise die Tatsache, dass die erwerbstätigen US-Amerikaner ihr Ruhestandskapital selbst verwalten müssen. Sie analysieren daher das gesamte Anlagespektrum in Bezug auf die besten Erträge und Renditen. Demgegenüber wird die Pensionsgeldverwaltung in der Schweiz nach wie vor Drittparteien oder der Pensionskasse des Arbeitgebers anvertraut.

Wie steht es mit Präferenzen für bestimmte Typen illiquider Anlagen wie etwa Immobilien oder Hedge-Fonds?

**Felix Baumgartner:** Wir beobachten folgende Präferenzen: Am beliebtesten sind Immobilien, gefolgt von Hedge-Fonds und Private Equity. Traditionelle Schweizer Anleger bevorzugen Immobilien in der Schweiz. Hierzulande bieten sich aber kaum noch Chancen. Einige traditionelle Anleger investieren nach wie vor in Gold – natürlich ist Gold nicht illiquid, es ist aber sehr volatil.

Wie zufrieden sind die Kunden aus Ihrer Sicht mit den Renditen illiquider Anlagen?

**Felix Baumgartner:** Mit Blick auf Immobilien und Hedge-Fonds sind sie meines Erachtens zufrieden. Private Equity könnte in den nächsten Jahren einen Boom erleben, weil es eine langfristige Anlage ist und Diversifikation sowie gute



Fotos: Luca Zanetti

Patrick Schwyzer (links) und Felix Baumgartner von Private Banking & Wealth Management der Credit Suisse diskutieren über ihre Ansichten.

Renditen bietet. Die Kunden sind jedoch momentan zu wenig in Private Equity investiert, um davon profitieren zu können. Meinen Schätzungen zufolge macht Private Equity nur ein bis zwei Prozent im Portfolio eines Schweizer Anlegers aus.

**Patrick Schwyzer:** Ich glaube, es ist eher nur ein halbes Prozent!

Welche Überschussrendite nach Gebühren erwartet ein Kunde gewöhnlich von Private Equity verglichen mit kotierten Aktien?

**Patrick Schwyzer:** Die Festlegung der Illiquiditätsprämie ist schwierig. Laut Studien erbringt Private Equity auf lange Sicht eine Outperformance gegenüber dem klassischen Aktienmarkt. Während der Laufzeit eines auf Buyouts spezialisierten Private-Equity-Fonds würde der Kunde beispielsweise eine jährliche Rendite im zweistelligen Prozentbereich erwarten.

Wie realistisch sind derartige Renditen?

**Patrick Schwyzer:** Bei Private Equity ist entscheidend, dass in die besten Fonds im obersten Quartil investiert wird. Die Kunden tendieren folglich zu Managern, die bewiesen haben, dass sie mit einer bestimmten Strategie zweistellige Renditen generieren können. Wer solche Manager identifizieren will, muss das Private-Equity-Universum allerdings im Detail kennen und verstehen.

Was darf man von Hedge-Fonds im Vergleich zu Cash, Anleihen, Aktien oder Private Equity erwarten?

**Patrick Schwyzer:** Schwierig zu sagen, zumal Hedge-Fonds keine homogene Anlageklasse sind. Wir gliedern Hedge-Fonds in vier verschiedene Stile, von denen jeder sein eigenes Risiko-Ertrags-Profil hat. Ein Long-Short-Equity-Manager sollte als Faustregel beispielsweise an zwei Dritteln der Kursgewinne und an einem Drittel der Verluste traditioneller Aktienanlagen partizipieren. An den Finanzmärkten hat bekanntlich alles seinen Preis. Andere Stile, wie Managed Futures, korrelieren tendenziell nicht mit den Aktienmärkten. Zu beachten ist, dass ein breiter Hedge-Fonds-Index einfach alle verschiedenen Stile auf sich vereint.

Niemand geht davon aus, dass Hedge-Fonds vollumfänglich liquid sind. Doch wie steht es mit Anleihen? Die Finanzbranche verzeichnet zurzeit einen Ansturm auf hochverzinsliche und sehr riskante Anleihen. Besteht in Ihren Augen ein Risiko, dass Kunden Anlagen erworben haben, die sie als liquid erachten und die sich am Ende aber als illiquid erweisen könnten?



## «Die Kunden möchten unseren Denkprozess und unsere Vorgehensweise verstehen, das höre ich in den meisten Gesprächen.»

Patrick Schwyzer

### Patrick Schwyzer

ist Managing Director in der Division Private Banking & Wealth Management der Credit Suisse, Zürich, und Head of Alternative Investments für Private-Banking-Kunden in der Schweiz und der Region (Ost-)Europa/Naher Osten/Afrika (EMEA). Davor war er bei GAM Global Asset Management London tätig. Er hat einen Studienabschluss der Universität St. Gallen mit Fokus auf Finanzwesen und Kapitalmärkte.

### Felix Baumgartner

ist Managing Director in der Division Private Banking & Wealth Management der Credit Suisse, Zürich, und Co-Head Premium Clients Switzerland. Davor war er Director bei Credit Suisse First Boston im Bereich Global Foreign Exchange (GFX) und Mitglied des GFX-Managementteams. Er ist eidgenössisch diplomierter Bankfachmann und verfügt über einen Studienabschluss der London Business School.

**Patrick Schwyzer:** Wissen zu vermitteln, ist hier absolut unabdingbar. Dies ist eine der Lektionen aus der Finanzkrise von 2008. Bisweilen entwickelt sich ein Produkt wie vorgesehen, es wird aber von den Kunden anders wahrgenommen und sorgt deshalb für gewisse Irritationen. In solchen Situationen hilft üblicherweise ein erläuterndes Gespräch mit einem Experten. Zudem kann der Sekundärmarkt Liquidität für alternative Anlagen bieten. Obwohl nicht so konzipiert, ist das Produkt dann liquid. Der Liquiditätsgeber wird die Anlage aber in der Regel mit einem Abschlag gegenüber ihrem Nettoinventarwert erwerben.

Tendieren Unternehmer stärker als andere Investoren zu illiquiden Anlagen?

**Felix Baumgartner:** Eine gute Frage. Als Besitzer der eigenen Firma sind Unternehmer gegenüber illiquiden Anlagen tatsächlich offener. Nehmen wir beispielsweise an, dass sie 80 Prozent ihres Gesamtvermögens in ihr Unternehmen investiert haben. Das bereitet ihnen keine Sorgen, weil sie wissen, was damit passiert. Wenn sie aber bereits 80 Prozent in ihr Unternehmen investiert haben, ist es wenig sinnvoll, ihr restliches Vermögen auch in illiquide Anlagen zu investieren. Wir würden in diesem Fall dazu raten, fünf Prozent in Private Equity, sofern sie das wirklich wollen, und den Rest in Cash oder liquiden Anlagen zu halten.

Wie umfassend informieren sich Kunden, bevor sie in illiquide Anlagen investieren?

**Patrick Schwyzer:** Die Kunden möchten unseren Denkprozess und unsere Vorgehensweise verstehen, das höre ich in den meisten Gesprächen. Sie wollen wissen, wie wir einen bestimmten Manager auswählen, sei dies nun im Private-Equity- oder im Hedge-Fonds-Universum. Mit dem Thema Due Diligence wollen sie sich dagegen nicht im Detail befassen. Das ist genau der Grund, weshalb sie uns konsultieren.

Trifft es zu, dass die Risikobereitschaft der Anleger heute wieder gleich hoch ist wie vor der Finanzkrise?

**Felix Baumgartner:** Absolut. Die Anleger suchen nach Gelegenheiten. Kunden, insbesondere jene aus der Schweiz, wollen die Performance ihres Portfolios, einschliesslich der illiquiden Teile, heute auch wieder durch den Einsatz von Fremdkapital verbessern. Das entspricht der Aufnahme einer Hypothek auf einer Immobilie. Zudem sind Banken je nach Beleihungsquote vermehrt bereit,

auf illiquiden Anlagen Kredit zu gewähren. Allerdings beschränken wir dieses Risiko – sowohl im Interesse des Kunden als auch der Bank.

**Patrick Schwyzer:** Ein Zyklusbeispiel: Vor der Finanzkrise 2008 entwickelte sich die Dachfondsbranche äusserst lebhaft, insbesondere in der Schweiz. Nach der Krise kehrten die Privatanleger diesem Segment den Rücken zu. Wir beobachten nun ein Comeback, zumal die Branchenakteure beginnen, einige sorgfältig analysierte Single-Manager-Hedge-Fonds oder Beratungsdienstleistungen anzubieten.

Ist die Zunahme der Family Offices für die Erhöhung der Allokation in illiquide Anlagen von Bedeutung?

**Patrick Schwyzer:** Nicht unbedingt. Es hängt von der Art des Family Office ab. Die kleineren, die eine zwei- oder dreiköpfige Familie betreuen, haben einen einzigen Anlagespezialisten, der sich von Anleihen bis hin zu alternativen Investments um alles kümmert. Sie wenden sich oft an uns, weil sie Hilfe bei der Zusammenstellung ihres eigenen Hedge-Fonds-Portfolios wünschen. Grössere Family Offices beschäftigen in der Regel eigene Spezialisten für Private Equity oder Hedge-Fonds,

konsultieren uns aber dennoch gerne als «Sparringpartner».

**Felix Baumgartner:** Das Anlageverhalten und die Interessen können sich zudem dramatisch ändern. Wir haben dies in den letzten zwei Jahren gesehen. Einige Family Offices, die bisher nur in kotierte Aktien investierten und wegen Illiquiditätsbedenken keine Private-Equity-Anlagen hatten, stiegen innerhalb von drei bis sechs Monaten in den Markt ein.

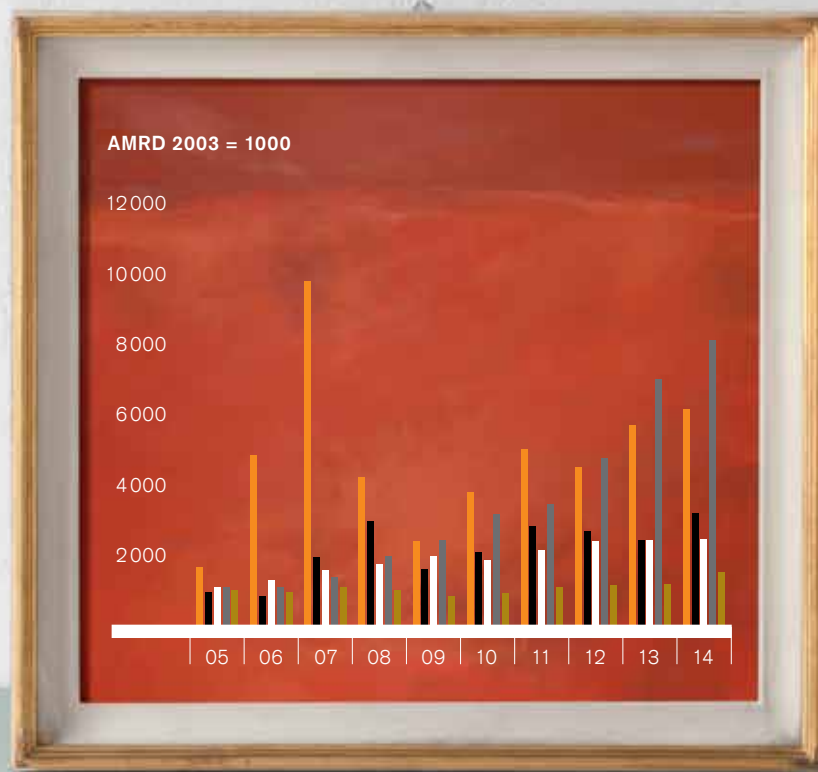
Sind die Gebühren für Kunden ein Thema?

**Patrick Schwyzer:** Natürlich. Vor 2008 engagierten sich Privatanleger in Hedge-Fonds hauptsächlich über Dachfonds. Dort fallen auf zwei Ebenen Gebühren an: Jene für die Manager der zugrunde liegenden Hedge-Fonds, die durchschnittlich 2 Prozent für das Management und 20 Prozent Performancegebühr verrechnen; hinzu kommen die Dachfondsgebühren für den Manager, der die Fonds auswählt. Wir haben seither einen klaren Trend hin zu Einzelfonds beobachtet, womit eine Gebührenebene wegfällt. Die verbleibenden Gebühren stehen aber auch unter Druck. Entscheidend ist schliesslich die Rendite. Um die Höhe der Gebühren zu rechtfertigen, ist eine gute Performance absolut unerlässlich. ●



**«Wir beobachten folgende Präferenzen: Am beliebtesten sind Immobilien, gefolgt von Hedge-Fonds und Private Equity.»**

**Felix Baumgartner**



#### Marktüberblick

Die Indizes vergleichen das Wachstum der einzelnen Sektoren über zehn Jahre. Als Basis dienen die mittleren 80 Prozent der Daten und der gleitende 14-Jahres-Durchschnitt.

■ Chinesische Gegenwarts-kunst  
■ AMRD Contemporary 100 Index  
■ Schmuck  
■ Klassische Autos  
■ Uhren

# Ein Faible für die schönen Dinge

Die Idee, aus Leidenschaft in Sammlerstücke zu investieren, kam in den späten 1970er-Jahren in Grossbritannien mit der Publikation von «Alternative Investment» auf. Bei seiner Arbeit als Analyst in der City of London stellte der inzwischen verstorbene Robin Duthy fest, dass konventionelle Anlagen intensiv auf ihre vergangene Performance und ihr künftiges Potenzial untersucht wurden, aber keine systematischen Analysen der Märkte für Kunst, Antiquitäten und Sammlerstücke existierten. In Zusammenarbeit mit dem ebenfalls verstorbenen Sir Roy Allen der London School of Economics konzipierte er eine ausgeklügelte Methode, um saisonale und andere Verzerrungen an diesen Märkten zu eliminieren. Wenn die Medien etwa über aufsehenerregende Preise von Sammlerstücken bei Auktionen berichten, so ist dabei unbedingt zu beachten, dass zwischen dem Erlös des Verkäufers und dem bezahlten Preis eine beträchtliche Differenz besteht, weil die Transaktionskosten in diesen Märkten (zum Beispiel Kommissionen der Auktionshäuser oder Agenten) ernüchternd hoch sein können. Sie sind quasi der Preis dafür, dass für die naturgemäss illiquiden, wertvollen Einzelstücke ein Abnehmer gefunden wird.

# «Jeder erfolgreiche Kauf muss auf Vertrauen fassen – sei es in den Händler oder in sich selbst – und die einzige Basis für Selbstvertrauen ist Wissen.»

**Robin Duthy** Alternative Investment –  
Gründer von Art Market Research & Development (AMRD)

## Chinas Kunstmarkt boomt

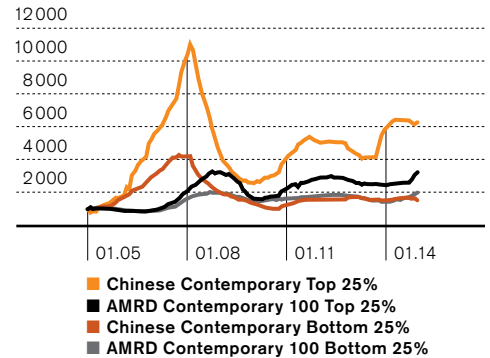
Im Jahr 2007 verkaufte Howard Farber das Gemälde «Great Criticism: Coca-Cola» (1993) von Wang Guangyi für USD 1.59 Mio. via Phillips. 1997 habe er dafür nur USD 25 000 bezahlt, liess er verlauten. Der Verkauf des Gemäldes erfolgte Ende 2007, als sich der Markt mit einem Verkaufs-Ankaufspreis-Verhältnis von 63 seinem Bewertungshöhepunkt näherte. Nach 2005 entwickelte sich der Auktionsmarkt für zeitgenössische Kunst aus China ungestüm. Zwei Jahre später veräußerte Charles Saatchi einen Teil seiner Sammlung deutscher Nachwuchskünstler, um chinesische Gegenwartskunst anzukaufen. Sotheby's Hongkong hat «1998.8.30» von Lijun 2010 für über USD 1.2 Mio. versteigert. 2014 wechselte Lijuns Werk «Publication 2 No. 4» für über USD 7.6 Mio. den Besitzer. Die AMRD-Methode erlaubt den Vergleich mit anderen Kunstsektoren, die beispielsweise im AMRD Contemporary 100 – einem führenden Benchmark – vertreten sind. Der Index Chinesische Contemporary erfasst die globalen Verkäufe und zeigt, dass die besten Gegenwartskünstler aus China in den letzten fünf Jahren höhere Umsätze erzielten als ihre Konkurrenten.



## Chinesische Gegenwartskunst

Der Markt für chinesische Gegenwartskunst ist in den letzten 14 Monaten um 29 Prozent gewachsen und ist fast wieder auf seinem Stand von Anfang 2007. Der Index beruht auf einem gleitenden 14-Jahres-Durchschnitt.

AMRD 2003 = 1000



## Italiener in Poleposition

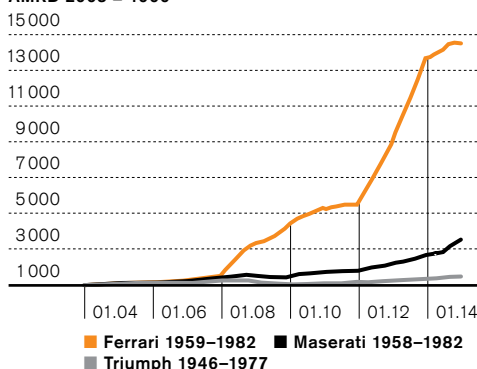
Ab einem gewissen Alter haben die meisten Menschen erfahren, wie es ist, etwas zu besitzen und wieder zu verlieren, das später zu einem begehrten Sammlerstück wird. Der Wunsch, die eigene Jugend wieder aufleben zu lassen, und höhere verfügbare Einkommen nach der Familienphase scheinen Liebhaber dazu zu bewegen, seltene Wertgegenstände zu erwerben. Dies ist am Markt für klassische Autos offensichtlich. Die Preise für einige Modelle explodieren und die Italiener bleiben in der Poleposition. Ferrari-Modelle von 1959–1982 verzeichneten in den letzten zehn Jahren eine Wertsteigerung von 1350% und die Preise für Maserati-Autos von 1958–1982 haben in den letzten sechs Monaten um 23% zugelegt. Triumph der Jahrgänge 1946–1977 kamen aber praktisch nicht in Fahrt. Indes haben auch sie mit einem durchschnittlichen Preiszuwachs von 3.9% in den letzten Jahren konstant an Wert gewonnen.



## Klassische Autos

Zehn Jahre Marktwachstum auf der Basis des gleitenden 14-Jahres-Durchschnitts machen klar, dass Ferrari Maserati um 55 Prozent und Triumph um 84 Prozent hinter sich gelassen hat.

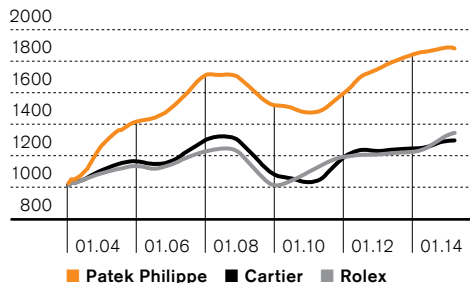
AMRD 2003 = 1000



## Uhren

Das Wachstum von 2004 bis 2014 wurde anhand der mittleren 80 Prozent der Daten des AMRD-Uhren-Index auf der Basis des gleitenden 14-Jahres-Durchschnitts berechnet.

AMRD 2003 = 1000



## Gewisse Uhren ticken schneller

Luxusgüter leiden in wirtschaftlich schwierigen Zeiten tendenziell als Erste. In der letzten Finanzkrise brachen die Preise für Luxusuhren massiv ein. Der Schweizer Uhrenmarkt ist für wirtschaftliche Schwächen besonders anfällig und muss regelmässig neue Käufer gewinnen. Premium-Armbanduhren sind allgemein eine schlechte Anlage. Liebhaber kaufen sie, weil sie ihre Schönheit schätzen, aber nicht, weil sie hoffen, dass sie ihren Wert behalten oder steigern werden. Die Ausnahme sind Uhren von Patek Philippe, Rolex und – in gewissen Fällen – Cartier, die einen soliden Werterhalt zeigen. Kaufen Kenner heute eine Rolex oder eine Patek Philippe, besteht eine gute Chance, dass sie nicht viel Geld verlieren, wenn sie sie in einigen Jahren wieder abstossen. Ältere Rolex und Patek Philippe sowie einige seltene Modelle erzielen bei Auktionen sehr hohe Preise: 2014 fand bei Sotheby's in Genf eine Patek Philippe von 1933 «Henry Graves Jr. Supercomplication» für 23.2 Millionen Franken einen Käufer und wurde damit zum teuersten jemals in einer Auktion versteigerten Zeitmesser.

## Perlen bevorzugt

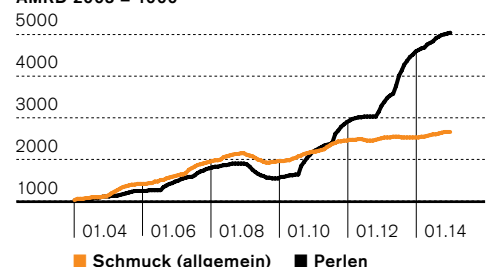
Schmuck hat in den letzten Jahren stark an Wert gewonnen, wobei vor allem signierte Stücke, farbige Edelsteine und Perlen hervorstachen. Hersteller wie Cartier, Van Cleef & Arpels oder Boucheron sind begehrt, weil ihre Produkte gutes Design und sorgfältige Verarbeitung garantieren und zudem eine Signatur und Identifikationsnummer eingraviert haben. Dies ist eine Reaktion auf die vielen nicht signierten und erst kürzlich hergestellten Fälschungen älterer europäischer Originale. Perlen haben stärker an Wert gewonnen als jeder Edelstein. Früher stammten die schönsten Perlen aus dem Persischen Golf rund um Bahrain, wo sie von Perlen-tauchern geborgen wurden, bis die Austerbänke in den 1930er-Jahren durch die Ölförderung zerstört wurden. Heute werden keine natürlichen Perlen mehr geerntet. Zudem ist die Nachfrage aus den Golfstaaten hoch, wo vor allem antike Objekte gefragt sind. So stiegen die Preise von Schmuckperlen auf nie dagewesene Niveaus. Seit 2004 betrug der Preiszuwachs 405 Prozent und jedes Jahr werden neue Rekorde aufgestellt. Die schönsten und wertvollsten Schmuck- und Edelsteine sind also weiterhin sehr gesucht, zumal sich mit ihnen der eigene Wohlstand mit Stil demonstrieren lässt.



## Schmuck

Der Vergleich zeigt den AMRD-Perlen-Index und den AMRD-Schmuck-Index über zehn Jahre auf Basis des gleitenden 14-Jahres-Durchschnitts.

AMRD 2003 = 1000



Unterlegung in Europa

# Vitaminspritze für Verbriefungsmarkt

Um das Wirtschaftswachstum zu fördern, muss die EZB den Verbriefungsmarkt ankurbeln. Nach der Krise von 2008 sanken die Neuemissionsvolumen in Europa bis 2013 um drei Viertel. Eine verbesserte Transparenz, bereinigte Bankbilanzen und verschärfte Regulierungsvorschriften sollten dem Verbriefungsmarkt in der zweiten Jahreshälfte 2015 neue Impulse verleihen und den Anlegern damit attraktive Renditechancen eröffnen.



Nach der Finanzkrise kollabierte der europäische Verbriefungsmarkt. Die Neuemissionen verbriefter Papiere brachen in Europa im Vergleich zu 2008 um über 75 Prozent ein und haben sich seither nicht wieder erholt. Die Primärmarktaktivität belief sich 2013 auf weniger als 200 Milliarden Euro, was lediglich 14 Prozent der Emissionen in den USA im selben Zeitraum entsprach (**Grafik 1**). Dieser nicht funktionierende Verbriefungsmarkt ist ein grosser Nachteil für Europas Banken, die Wirtschaft und die Anleger. Die wegen der Regulierungsvorschriften nötige Entschuldung und ihre negativen Folgen für die Kreditvergabe und das Wirtschaftswachstum hätten unseres Erachtens besser abgedefert werden können.

Der aktuelle Pool an Vermögenswerten, die sich für eine quantitative Lockerung eignen, könnte sich als zu klein erweisen, um der Europäischen Zentralbank (EZB) bei der Förderung des Wirtschaftswachstums Erfolg zu beschern. Es müssen daher mehr verbriefte Anlageprodukte auf Basis qualitativ hochstehender Vermögenswerte (Qualifying Securitization, QS) emittiert werden, um die Anlagebasis der EZB auszuweiten. Da die EZB die Zinsen und Renditen in den negativen Bereich drückt, benötigen die Banken höhere Margen. Bei richtiger Strukturierung lassen sich mit QS gleich drei Bedürfnisse auf einmal erfüllen: das der Banken nach Gewinnerzielung, jenes der EZB nach Wirtschaftswachstum und jenes der Anleger nach attraktiven Renditechancen.

Damit der Verbriefungsmarkt in Europa expandieren kann, muss er für Banken wirtschaftlich interessant werden. Bisher war dies nicht immer der Fall – vor allem, weil Verbriefungen den Banken wegen der Regulierungsvorschriften keine «kapitalseitige Entlastung» bringen (**siehe Box Seite 61**). Banken sind verpflichtet, in der riskantesten First-Loss-Tranche, für die eine Risikogewichtung von 1.25 Prozent gilt, engagiert zu bleiben. Damit sind derartige Transaktionen für Banken wirtschaftlich schlicht nicht attraktiv.

### Ein langwieriger Prozess bis zur attraktiven Kapitalanlage

Die EZB befindet sich in einem mehrjährigen Prozess, um das Vertrauen der Anleger und der Märkte zurückzugewinnen und das Wirtschaftswachstum zu fördern. Die Basis, um das Anlegervertrauen wiederherzustellen – einschliesslich jenes in die EZB als Investor – wurde unseres Erachtens mit der umfassenden Prüfung der Aktivqualität (AQR) durch die EZB und mit dem Stresstest durch die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) bereits gelegt.

Im Oktober 2014, nach einjähriger Analyse von über einer Million Daten, publizierten die EZB und die EBA die mit Spannung erwarteten Resultate der AQR und des Stresstests. Die AQR umfasste 130 Banken aus den 18 Mitgliedsländern der Eurozone, deren kumulierte Bilanzsumme von 22 Billionen Euro rund 82 Prozent der Gesamtaktiven aller Institute entspricht, die dem Einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus (SSM) unterstellt sind. Der EBA-Stresstest prüfte 123 Banken aus 22 Mitgliedsländern der Europäischen Union, darunter auch Grossbritannien und Skandinavien. 25 der 130 Banken fielen durch, wobei sich ihr zusätzlicher Kapitalbedarf auf 24.6 Milliarden Euro bezifferte. Insbesondere weisen 13 Banken zusammen eine Kapitallücke von 9.5 Milliarden Euro auf.

Die Ankündigungen der EZB und der EBA waren in unseren Augen weder zu harsch noch zu nachsichtig, sondern hoben lediglich Schwachpunkte gewisser geprüfter Banken hervor. Die EZB verpflichtete diese nicht zu sofortigen Massnahmen. Sie stellte aber klar, dass während ihrer künftigen Beaufsichtigung der Kapitalerfordernisse

entsprechende Anpassungen erfolgen müssen, zumal sie sich weiterhin um eine qualitative Stärkung der Bilanzen europäischer Banken bemüht. Noch wichtiger ist unserer Meinung nach, dass der Prozess hin zu einer europäischen Bankunion substanziell zu mehr Offenlegung und Transparenz beigetragen hat, was seinerseits Bankanlagen für Investoren wieder attraktiver machen sollte.

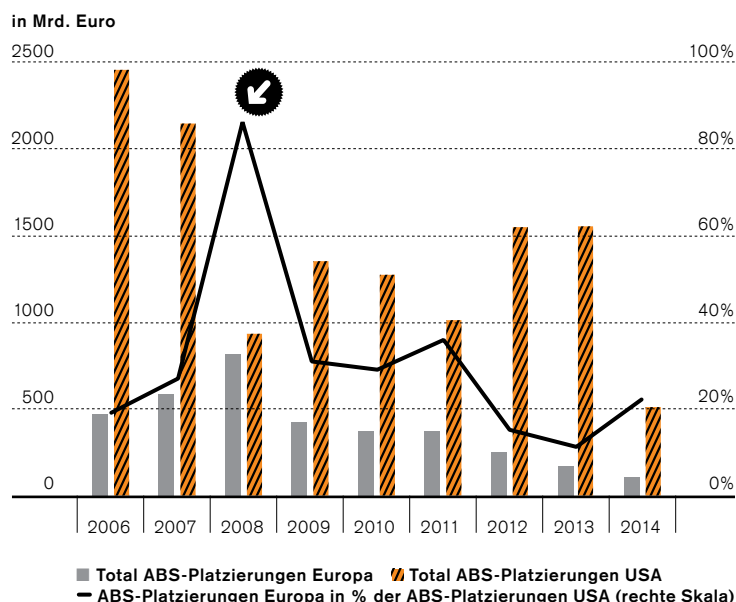
### EZB kauft Asset-Backed Securities

2014 gab die EZB Einzelheiten zu ihrem Ankaufprogramm für Asset-Backed Securities (ABS) bekannt. In einem nächsten Schritt schuf sie den rechtlichen Rahmen für dessen Umsetzung und mittlerweile haben die Käufe begonnen. Die EZB hat vier Vermögensverwalter mit der Umsetzung des Kaufprogramms betraut. Diese werden die Käufe im Namen des Eurosystems aufgleisen, die Kurse überprüfen und die Sorgfaltsprüfung durchführen, bevor die Transaktionen bewilligt werden. Im Rahmen des Programms werden vorrangige sowie garantierte Mezzanine-Tranchen von in der Eurozone verbrieften Krediten erworben. Griechische und zypriotische ABS werden ebenfalls berücksichtigt, wenn auch unter strengeren Bedingungen. Vorgesehen sind kombinierte Käufe von ABS und Pfandbriefen (Covered Bonds) im Wert von 1 Billion Euro.

Inzwischen wurden diverse weitere Massnahmen ergriffen, um die Entwicklung des Verbriefungsmarkts in Europa zu fördern. Dazu gehören die Änderungen der Regulierungsvorschriften Solvency II für Versicherungen, welche die kapitalseitige Belastung durch qualitativ >

## 01\_Aktivität an den Primärmärkten für Asset-Backed Securities in Europa und den USA

Die Neuemissionen von Asset-Backed Securities (ABS) bleiben in Europa im Vergleich zu den USA bescheiden. Der europäische Markt sollte jedoch infolge der Lancierung des Wertschriftenkaufprogramms der EZB im laufenden Jahr an Schwung gewinnen. Quelle: Association for Financial Markets in Europe (AFME), Credit Suisse



# Wie funktionieren Verbriefungen?

Die folgenden Illustrationen zeigen, wie sich Kredite in handelbare Wertschriften verwandeln lassen:



- 1** Eine Bank gewährt einem Kunden eine Hypothek und erzielt damit Zinserträge.



- 2** Die Bank bündelt sodann zahlreiche – riskante und weniger riskante – Wohnhypotheken in einem Hypothekenpool.



- 3** Die Bank platziert diese Hypothekenpools in einem speziellen Finanzvehikel, das die mit Hypotheken besicherten Anleihen vertreibt.



- 4** Rendite und Risiko der resultierenden Anleihe sind vom Risiko der Hypotheken abhängig, mit denen diese besichert wird. Zur Schaffung von Anleihen mit unterschiedlichen Risiken gliedert die Bank die Hypotheken in Risikogruppen, sogenannte Tranchen. Ratingagenturen wie Standard & Poor's oder Moody's benoten solche Tranchen oft, um das Ausfallrisiko zu beziffern. Laut Regulierungsvorschriften muss die Bank einen Teil der riskantesten Tranche in ihren Büchern behalten.



- 5** Die neu geschaffenen Anleihen werden an private und institutionelle Anleger und sogar an Zentralbanken verkauft. Die Bank erzielt somit eine Gebühr für die Hypothekenvergabe, verkauft aber die Risiken und Erträge dieser Hypotheken an Investoren, indem sie die Verbindlichkeiten in handelbare Wertschriften umwandelt.

hochstehende Verbriefungen lindert. Unter gewissen Umständen eignen sich nun gemäss den Regeln zur Mindestliquiditätsquote für Banken einige qualitativ hochstehende Verbriefungen ebenfalls für EZB-Käufe. Allerdings wird weiterhin darüber diskutiert, ob die bestehenden Verbriefungsregeln die Kapitalanforderungen für die emittierenden Banken nicht nach wie vor zu hoch ansetzen. In diesem Bereich sind weitere Anpassungen erforderlich, wenn der europäische Verbriefungsmarkt wiederbelebt werden soll.

### Verbriefungsmarkt mit substanziellen Volumen

Die von der EBA und EZB publizierten Daten zu den Risikopositionen und zu den risikogewichteten Aktiven der Banken sollten es dem Markt unseres Erachtens erlauben, die infrage kommenden Wertchriften besser zu verstehen und zu quantifizieren. Aus Emittentensicht stellen wir fest, dass nicht verbriefte Portfolios zurzeit in gewissen Situationen weniger Kapital erfordern dürften als verbriefte Portfolios (**siehe Box**). Daher könnten zu verbriefende Portfolios einen grösseren Anteil an Krediten mit höherer zugewiesener Risikogewichtung enthalten. Wir glauben daher, dass aufgrund ihrer momentan geltenden höheren Risikogewichtungen qualitativ gute Kredite an kleine und mittlere Unternehmen (KMU) verbrieft werden könnten. Das ist genau jener Bereich, in dem die EZB den Finanzierungsengpass zu beseitigen versucht.

Die Verbuchung von Verbriefungen gemäss International Financial Reporting Standards (IFRS) ist alles andere als klar und der Ansatz für die kapitalseitige Entlastung wahrscheinlich wenig systematisch. Vor diesem Hintergrund haben wir den potenziellen Umfang geeigneter verbriefteter Vermögenswerte für Europa zu schätzen versucht. Abhängig vom Spektrum der berücksichtigten Kredite haben wir die Daten zur Belastung derselben angepasst und schätzen den Markt auf zwischen 1 Billion Euro (inkl. KMU-Kredite) und 2.4 Billionen Euro (inkl. Kategorien mit tieferer Risikogewichtung wie verbrieft oder besicherte Kredite). Aufgrund der Kreditaufschlüsselung rechnen wir damit, dass Verbriefungen mit höherer Wahrscheinlichkeit die Bankfinanzierungskanäle für KMU und Unternehmen im Allgemeinen öffnen werden, weil die kapitalseitige Erleichterung in diesen Sektoren nachhaltig tiefere Finanzierungskosten nach sich ziehen sollte. Verbriefungen können daher in unseren Augen eine Schlüsselrolle dabei spielen, das gesamtwirtschaftliche Ziel der EZB – die Ankurbelung des Wirtschaftswachstums – zu erreichen.

Der Abschluss der AQR und der Start des ABS-Kaufprogramms sind unseres Erachtens wichtige Schritte hin zu einem funktionierenden Markt für Verbriefungen im Jahr 2015. Dies dürfte wiederum dazu beitragen, den Druck auf die Bankbilanzen zu mildern, die Kreditkosten für KMU zu senken, Finanzierungsmittel für die Wirtschaft bereitzustellen und folglich das Umfeld in der Eurozone positiv zu beeinflussen. Die mit Niedrigrenditen konfrontierten Investoren (darunter auch die EZB) sollten dadurch Zugang zu renditestärkeren Anlagen erhalten, die zumindest anfänglich zu attraktiven Preisen angeboten werden dürften, um dem Verbriefungsmarkt neuen Schwung zu verleihen. ●

**Christine Schmid**  
Head Global Equity & Credit Research  
+41 44 334 56 43  
christine.schmid@credit-suisse.com

**Carla Antunes da Silva**  
Head of European Banks  
Investment Banking Equity Research  
+44 20 7883 0500  
carla.antunes-silva@credit-suisse.com

## Die Kapitalunterlegung verschiedener Kredite und Verbriefungen

Der Vergleich zeigt die Kapitalanforderungen für ein verbrieftes Portfolio (Rückbehalt von fünf Prozent in den Büchern gemäss Vorschrift) gegenüber jenen des zugrunde liegenden Kreditportfolios. Wir gehen bei dieser Analyse davon aus, dass die Bank den Standardansatz für die Berechnung der risikogewichteten Aktiven verwendet.

**A**

### Kapitalanforderungen für typische Kreditportfolios

Wir wenden die Risikogewichtungen gemäss Standardansatz auf folgende drei Typen von Kreditportfolios an: besicherte Wohnhypotheken, Gewerbehypotheken und unbesicherte Unternehmenskredite. Nachstehend finden Sie unsere Analyse der Eigenkapitalanforderungen.

- ① **WOHNHYPOTHEK – RISIKOGEWICHTUNG = 35%**  
KAPITALANFORDERUNG =  $0.08 \times 35 = 2.4\%$
- ② **GEWERBEHYPOTHEK – RISIKOGEWICHTUNG = 100%**  
KAPITALANFORDERUNG =  $0.08 \times 100 = 8\%$
- ③ **UNBESICHERTER UNTERNEHMENSKREDIT – RISIKOGEWICHTUNG = 150%**  
KAPITALANFORDERUNG =  $0.08 \times 150 = 12\%$

**B**

### Kapitalanforderung für eine typische Verbriefung

Für eine Bank, die fünf Prozent des Portfolios in ihren Büchern behält, ergibt sich die folgende maximale Kapitalanforderung:

- ① **RISIKOGEWICHTUNG =  $5 \times 12.5 = 62.5$**
- ② **KAPITALANFORDERUNG =  $0.08 \times 62.5 = 5\%$**

Eine Verbriefung verschafft einer Bank also nicht in allen Fällen kapitalseitige Erleichterung. Bei Wohnhypotheken ist die Kapitalanforderung beispielsweise für verbrieft Instrumente höher als für das zugrunde liegende Kreditportfolio. Diese unterschiedlichen Kapitalanforderungen könnten die Verbriefung hochriskanter Vermögenswerte fördern, weil zum Beispiel höher risikogewichtete KMU-Kredite einer Bank mehr kapitalseitige Entlastung verschaffen würden als tiefer risikogewichtete Wohnhypotheken. Die Aufsichtsbehörden müssen die für Verbriefungen geltenden Risikogewichtungen – verglichen mit dem zugrunde liegenden Portfolio – deshalb detaillierter regeln.

## Unternehmensanleihen

# Kein Ausstieg?

Die Bemühungen der Aufsichtsbehörden, das Finanzsystem zu stärken, führen zu einer knapperen und volatileren Liquidität an den Unternehmensanleihenmärkten. In der Folge könnten Anleger keine Käufer finden. Um ihre Erwartungen realistisch zu gestalten und im Voraus planen zu können, müssen Investoren das neue Umfeld und seine Implikationen verstehen.

Seit der Finanzkrise von 2008 haben die Aufsichtsbehörden die Vorschriften für Finanzinstitute verschärft, um die Stabilität des Finanzsystems zu stärken. Banken und Händler haben ihre Finanzprofile verbessert und riskante Kapitalmarktaktivitäten reduziert. Diese Anpassung betrifft insbesondere die Anleihenmärkte, weil sie auf Intermediäre angewiesen sind, die Risiken schultern und den Handel erleichtern. Studien offizieller Stellen legen den Schluss nahe, dass die Liquidität an den Anleihenmärkten seit 2008 abgenommen hat. Für Anleger ist es nun schwieriger, in Positionen ein- und wieder auszusteigen, und sie sind mit höheren Transaktionskosten konfrontiert. Dies könnte das Risiko heftigerer Kursausschläge akzentuieren. In einem Extremszenario könnten Anleger ganz auf ihren Papieren sitzenbleiben, weil niemand kaufen will. Wir analysieren diese strukturelle Veränderung am Anleihenmarkt, ihre Auswirkungen auf die aktuellen Marktbedingungen und ihre Folgen für die Anleger.

Im Vergleich zu Aktien sind die Fixed-Income-Märkte stärker auf Händler und Over-the-Counter-Strukturen angewiesen, sie sind dezentralisierter und stärker von funktionierenden Intermediären abhängig. Der

Unternehmensanleihenmarkt ist zudem deutlich fragmentierter als der Aktienmarkt, begeben Unternehmen doch meist nur sehr wenige Aktienklassen, aber viel verschiedene Schuldtitel. Zudem unterscheiden sich die Liquiditätsmerkmale je nach Anleihtyp. Der Markt für Staatsanleihen gilt als liquider als jener für Unternehmenspapiere, was teils durch die unterschiedlichen Strukturen der Emissionen bedingt ist. Regierungen begeben grosse Volumen, haben weniger verschiedene Laufzeiten und kaum exotische Anleihenmerkmale. Der Unternehmensanleihenmarkt ist viel stärker unterteilt und weist weniger Tiefe auf. Zudem haben seine einzelnen Risikosegmente verschiedene Liquiditätseigenschaften: Investment-Grade-Papiere sind gewöhnlich liquider, High-Yield- und Emerging-Market-Anleihen werden als weniger liquid wahrgenommen.

## Knappere Liquidität schärft Bewusstsein

Regulatorische Instanzen und Thinktanks haben darauf hingewiesen, dass sich die Liquidität an den Anleihenmärkten verändert hat. Im November 2014 kam eine Analyse der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zum Schluss, dass sich die Liquidität an den Anleihenmärkten seit der Finanzkrise von

2008/2009 unterschiedlich entwickelt hat: Die globale Marktaktivität konzentriert sich nun stärker auf die liquidesten Wertschriften wie Staatsanleihen und weniger auf riskantere Papiere wie Unternehmensanleihen. Dieser Trend signalisiert eine erhöhte Anfälligkeit des letzteren Segments. Da die Datenverfügbarkeit beschränkt ist, hat die International Capital Market Association Marktteilnehmer befragt, um das Thema aus Marktsicht zu beleuchten. Laut ihrer Studie hat die Liquidität an den europäischen Sekundärmärkten für Unternehmenspapiere abgenommen, wobei in den Antworten von einem «substanziellen» bis «volumfassenden» Rückgang die Rede ist. Eine Umfrage der Europäischen Zentralbank (EZB) bei Grossbanken im Januar 2015 konzentrierte sich auf Euromärkte und gelangte zu ähnlichen Resultaten. Die meisten Banken gaben für 2014 einen Rückgang ihrer Market-Making-Aktivitäten für Unternehmensanleihen an und rechnen für 2015 mit einer weiteren Abschwächung. Zudem hat das Vertrauen der Marktteilnehmer in ihre Fähigkeit, in turbulenten Phasen als Market Maker aufzutreten, 2014 im Vergleich zu 2013 gelitten.

## Regulatorische Massnahmen als Treiber

Wir glauben, dass die knappere Liquidität am Unternehmensanleihenmarkt durch die verschärfte Regulierung des Finanzsektors bedingt ist. Das deckt sich auch mit der EZB-Umfrage, begründeten die Banken doch den Rückgang ihrer Market-Making-Aktivitäten meist mit der Regulierung und bilanzseitigen Einschränkungen.

Die Finanzkrise von 2008 zeigte Mängel der Finanzsektorregulierung auf. Seither haben staatliche Stellen den Regulierungsrahmen verbessert und verschärft, sodass die Banken ihre Market-Making- und Handelsaktivitäten zurückgefahren haben. Basel III verpflichtet die Banken, mehr Eigenkapital für ihre riskanten Positionen zu halten. Das macht Market-Making-Aktivitäten, die eine substanzielle Bilanzkapazität voraussetzen, weniger rentabel. Zudem veranlassen die neu eingeführten Liquidity Coverage und Leverage Ratios Banken dazu, liquidere Wertschriften zu halten, Aktivitäten mit hohen Volumen und niedrigen Margen zu reduzieren und ihre Abhängigkeit von kurzfristigen Finanzierungen zu senken. Die Banken haben zudem auch ihren Eigenhandel zurückgefahren. Dieser Eigenhandel war besonders in volatilen Marktphasen eine Quelle der Liquidität. Doch seit 2008 haben Banken und Händler ihre Fixed-Income-Handelsaktivitäten gedrosselt

und ihre Fähigkeit, Risiken mitzutragen und Kapitalmarktaktivitäten zu erleichtern, reduziert.

Diese Veränderung fällt in eine Zeit historisch tiefer Zinsen, die auf die Lockerungsprogramme der Zentralbanken zurückzuführen sind. Das hat wohl die Marktunsicherheit reduziert und damit die Liquiditätssorgen der Anleger gemildert. Die tiefen Zinsen haben die Unternehmensanleihenmärkte belebt, weil die Akteure die niedrigeren Finanzierungskosten nutzen. **Grafik 1** zeigt die Diskrepanz zwischen den Beständen der Primärmarkthändler und der Grösse des US-Unternehmensanleihenmarkts. Die lockere Geldpolitik veranlasst die Anleger dazu, renditeschwache Staatspapiere abzustossen und riskantere, oft weniger liquide Wertschriften zu kaufen. Das akzentuiert wiederum die Liquiditätssorgen (**Grafik 2 und 3**).

Bisher hat der Rückgang der Anleihenmarktliquidität den Anlegern kaum Sorgen bereitet, zumal die Nachfrage nach Unternehmensanleihen gut war. Doch es ist ein Szenario denkbar, in dem viele Anleger gleichzeitig aussteigen möchten, während niemand kaufen oder als Market Maker auftreten will. In diesem Fall würde sich die Liquidität rasch verflüchtigen, die Anleger wären sich selbst überlassen. Der moderate Rückgang der Liquidität in den letzten Jahren ist daher vielleicht kein guter Indikator dafür, was in turbulenten Zeiten oder bei nachlassender Nachfrage nach Unternehmensanleihen zu erwarten wäre. Stressphasen sind dann denkbar, wenn die Zinsen von ihren historischen Tiefstständen aus wieder steigen. Die Vermögensverwaltungsbranche ist gegenüber einer plötzlich verebbenden Liquidität im Unternehmensanleihenmarkt besonders exponiert. Die Anleger rechnen damit, dass sie ihre Anteile an Anlage- und börsennotierten Fonds täglich verkaufen können – was die geringe Liquidität der in diesen Fonds gebündelten Anleihen aufdecken könnte. Bei umfassenden Kapitalrückzügen aus Fonds könnten viele Vermögensverwalter gezwungen sein, mit substantiellen Verlusten in versiegende Märkte zu verkaufen.

Im Juni 2014 versuchte die Bank of England in ihrem Financial Stability Report, die in den Anleihenkursen enthaltene Liquiditätsprämie zu beziffern, indem sie die Preise für Kreditderivate mit den effektiven Anleihenkursen verglich. Laut dieser Analyse schnellte die Liquiditätsprämie bei europäischen Investment-Grade-Titeln von rund 50 Basispunkten (Bp) im Jahr 2007 auf rund 200 Bp

im folgenden Jahr nach oben. Bei europäischen High-Yield-Emissionen war der Anstieg noch extremer, von rund 100 Bp auf fast 1200 Bp im selben Zeitraum. Die Anleger scheinen in einer Krise auf Liquidität und Qualität zu setzen. Gemäss der Studie ist der Liquiditätsaufschlag zurzeit recht gering. Es ist zu befürchten, dass die aktuellen Marktpreise die Anleger nicht genügend für den anhaltenden Rückgang der Liquidität und einen möglichen Zinsanstieg in turbulenten Zeiten entschädigen.

### Folgen für Anleger

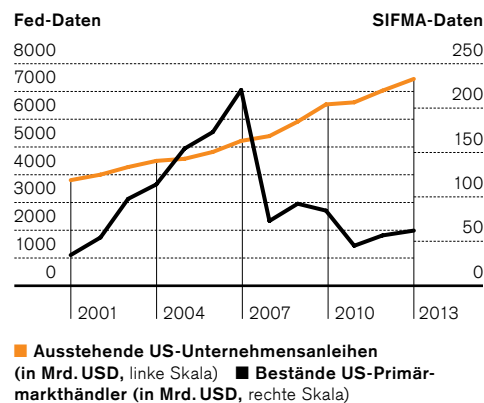
Besonders Käufer höher verzinslicher Unternehmensanleihen müssen diese Änderung hin zu einer geringeren, volatileren Liquidität berücksichtigen. Liquidität ist wohl in turbulenten Marktphasen relevanter, Anleger sollten aber dennoch vorausplanen und sich fragen, wie stark sie von den Märkten abhängig sind. Können und wollen sie Fixed-Income-Instrumente bis zur Fälligkeit halten, werden Liquiditätsaspekte irrelevant. Sonst müssen sie von Fall zu Fall entscheiden, ob sie für das Risiko, nicht nach Belieben verkaufen zu können, entsprechend entschädigt werden.

Die Anleger sind nicht alleine. Die Aufsichtsbehörden sind sich der strukturellen Veränderungen an den Anleihenmärkten zunehmend bewusst. Eine regulatorische Reaktion zur Abfederung abrupter Bewegungen erscheint nicht unwahrscheinlich. Langfristig dürfte die von den Banken hinterlassene Lücke gefüllt werden oder die Banken werden ihre Handelsaktivitäten so anpassen, dass sie ihre Kunden spezifischer bedienen können. Handelbare Unternehmensanleihen sind ein wichtiger Teil des Finanzsystems, neue Formen des Handels entwickeln sich schnell. Schon gibt es elektronische Plattformen mit «Peer to Peer»-Handel. Ein weiterer Ansatz wäre die Standardisierung des Unternehmensanleihenmarkts, um seine Komplexität zu reduzieren sowie Handel und Market Making zu vereinfachen. Eine Kombination scheint pragmatisch, zumal der elektronische Handel möglichst standardisierte Wertpapiere benötigt. Bis dahin kann eine eingehendere Überprüfung der Frage, wie sehr ein Anleger beim Kauf eines Wertpapiers auf Liquidität angewiesen ist, die meisten der angesprochenen Vorbehalte beseitigen. ●

**Jan Hannappel**  
Equity and Credit Research Analyst –  
European and US Banks  
+41 44 334 29 59  
jan.hannappel@credit-suisse.com

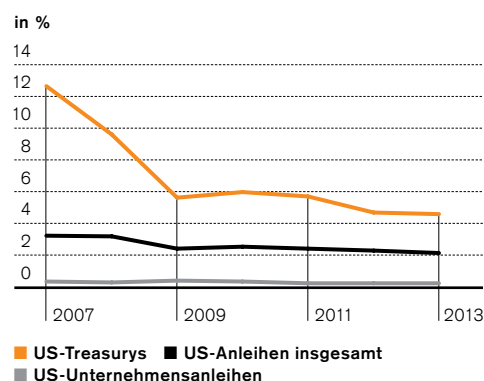
## 01\_Der Markt für Unternehmensanleihen wächst

Eine wachsende Lücke zwischen den Beständen der Primärmarkthändler und der Grösse des US-Unternehmensanleihenmarkts nährt Liquiditätsbefürchtungen. **Quelle: Credit Suisse, Federal Reserve, SIFMA**



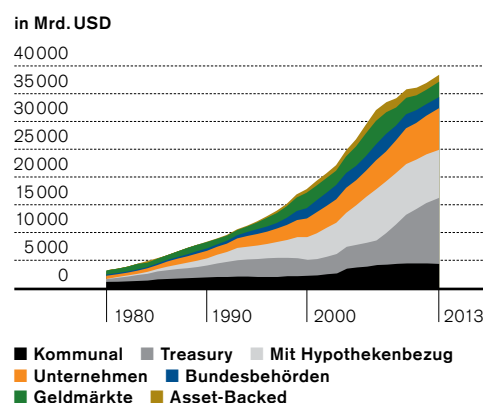
## 02\_Umschlagsrate sinkt

Die Umschlagsrate von Unternehmensanleihen ist markant tiefer als jene der US-Treasurys und des Anleihenmarkts als Ganzes. Der Umschlag am US-Anleihenmarkt ist seit 2007 um durchschnittlich über 30% zurückgegangen. **Quelle: Credit Suisse, SIFMA**



## 03\_Ausstehende US-Anleihen

Der Umfang der US-Anleihenmärkte ist zwischen 1980 und 2013 um den Faktor 14 gestiegen. **Quelle: Credit Suisse, SIFMA**



# Autoren

## Oliver Adler

Head of Economic Research .....  
oliver.adler@credit-suisse.com .....  
+41 44 333 09 61 .....

Oliver Adler ist Head of Economic Research bei Credit Suisse Private Banking & Wealth Management. Er besitzt einen Bachelor-Abschluss der London School of Economics sowie einen Mastertitel in International Affairs und einen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften der Columbia University in New York. > S. 10–12, 14, 26–29

## Carla Antunes da Silva

Head of European Banks, Equity Research .....  
carla.antunes-silva@credit-suisse.com .....  
+44 20 7883 0500 .....

Carla Antunes da Silva ist Head of European Banks im Credit Suisse Investment Banking und analysiert den europäischen Bankensektor seit 15 Jahren. Davor war sie Associate Director of Research und Lead-Analystin für britische Banken bei JPM. Sie begann ihre Laufbahn 1996 bei der Deutschen Bank, wo sie für iberische Banken zuständig war. Sie rangierte in diesem Bereich konstant unter den besten Analysten und hat einen Master of Arts in Philosophy, Politics and Economics der Universität Oxford sowie einen Master of Science in Management der London School of Economics. > S. 58–61

## José Antonio Blanco

Head of Global Multi Asset Class Solutions .....  
jose.a.blanco@credit-suisse.com .....  
+41 44 332 59 66.....

José Antonio Blanco ist Head of Global Multi-Asset Class Solutions und stimmberechtigtes Mitglied des Anlagekomitees der Credit Suisse. Er hat einen Abschluss in Wirtschaftswissenschaften sowie einen Dokortitel in Applied Econometrics der Universität Zürich. Blanco ist Vorstandsmitglied der Swiss Financial Analysts Association und der Swiss Society for Financial Market Research. > S. 10–12, 14, 26–29

## Gregory Fleming

Senior Analyst .....  
gregory.fleming@credit-suisse.com .....  
+41 44 334 78 93.....

Gregory Fleming stiess 2006 als Senior Analyst für das Investment Decision Cockpit und das Anlagekomitee zur Credit Suisse. Zuvor war er bei Westpac Investment Management und Grosvenor Financial Services Group für die Portfoliostrategie zuständig. Ausserdem arbeitete er als Global Economist bei der International Textile Manufacturers Federation. Er besitzt einen M. A. mit Auszeichnung in Wirtschaftsgeschichte der University of Canterbury, Neuseeland. > S. 13, 39, 40–43

## Nikhil Gupta

Fundamental Micro Themes Research .....  
nikhil.gupta.4@credit-suisse.com .....  
+91 22 6607 3707 .....

Nikhil Gupta stiess 2011 zu Credit Suisse Private Banking & Wealth Management und arbeitet zurzeit im Fundamental Micro Themes Research Team. Davor war er während vier Jahren bei einem Management-Beratungsunternehmen tätig. Er hat einen MBA der Indian School of Business in Hyderabad, Indien. > S. 15

## Jan Hannappel

Equity & Credit Research Analyst – European and US Banks.....  
jan.hannappel@credit-suisse.com .....  
+41 44 334 29 59.....

Jan Hannappel ist Research Analyst im Global Equity & Credit Research der Credit Suisse, wo er sich auf europäische und US-Banken konzentriert. Bevor er 2014 zur Credit Suisse stiess, war er als Corporate-Finance-Analyst tätig. Jan Hannappel hat einen Master in Rechnungswesen und Finanzen der Universität St. Gallen. > S. 62–63

## Lars Kalbreier

Head of Mutual Funds & ETFs .....  
lars.kalbreier@credit-suisse.com .....  
+41 44 333 23 94.....

Lars Kalbreier, CFA, ist Managing Director und Global Head of Mutual Funds & ETFs. In dieser Rolle ist er für die Fondsauswahl und den Beratungsprozess zuständig. Davor leitete Kalbreier das Global Equities & Alternatives Research und war Mitglied des Anlagekomitees der Credit Suisse. Er ist Mitglied des Anlageausschusses des Corpus Christi College in Cambridge, Grossbritannien. > S. 24–25

## Philippe Kaufmann

Head of Global Real Estate Research .....  
philippe.kaufmann.2@credit-suisse.com .....  
+41 44 334 32 89.....

Philippe Kaufmann ist Head of Global Real Estate Research bei Credit Suisse Private Banking & Wealth Management, wo er zuvor bereits sechs Jahre lang im Swiss Real Estate Research tätig war. Bevor er 2007 zur Credit Suisse kam, arbeitete er in Unternehmen aus den Bereichen Policy und Economic Consulting. Er besitzt einen Mastertitel in Wirtschaftswissenschaften der Universität Freiburg, Schweiz. > S. 44–47

## Giles Keating

Head of Research and Deputy Global Chief Investment Officer.....  
giles.keating@credit-suisse.com .....  
+41 44 332 22 33.....

Giles Keating ist Global Head of Research for Private Banking & Wealth Management, Deputy Global Chief Investment Officer und Vizevorsitzender des Anlagekomitees. Er arbeitet seit 1986 bei der Credit Suisse. Giles Keating war Research Fellow an der London Business School und hat Abschlüsse der London School of Economics und der University of Oxford, Grossbritannien, wo er als Honorary Fellow amtiert. Er ist Vorsitzender von Tech4All und techfortrade, die Armut durch den Einsatz von Technologie verringern wollen. > S. 03, 24–25

## Sven-Christian Kindt

Head of Private Equity Origination & Due Diligence.....  
sven-christian.kindt@credit-suisse.com .....  
+41 44 334 53 88.....

Sven-Christian Kindt ist Head Private Equity Origination & Due Diligence bei Credit Suisse Private Banking & Wealth Management. Bevor er 2008 zur Credit Suisse kam, arbeitete er für Bain & Company und A. T. Kearney in London. Er hat einen Abschluss der ESCP Europe und der Ross School of Business der University of Michigan, USA. > S. 16–17

## Robert Parker

Senior Advisor Credit Suisse .....  
robert.parker@credit-suisse.com .....  
+44 20 7883 9864 .....

Robert Parker ist Senior Advisor bei Investment Strategy & Research der Credit Suisse. Er arbeitet seit 42 Jahren in der Vermögensverwaltungsbranche und stiess 1982 als Gründer von CSFB Investment Management zur Credit Suisse. Er ist Vorsitzender des Asset Management and Investors Council und Vorstandsmitglied der International Capital Markets Association. Parker hat einen B. A. und einen M. A. in Wirtschaftswissenschaften der University of Cambridge, Grossbritannien. > S. 48–51

## Christine Schmid

Head of Global Equity & Credit Research.....  
christine.schmid@credit-suisse.com .....  
+41 44 334 56 43.....

Christine Schmid ist Head of Global Equity & Credit Research bei Credit Suisse Private Banking & Wealth Management. Sie ist seit über 15 Jahren in der Analyse von Finanzunternehmen tätig und koordiniert die Einschätzung des globalen Finanzsektors. Sie hat einen Mastertitel in Wirtschaftswissenschaften der Universität Zürich und ist CFA Charterholder. > S. 58–61

## Beat Schwab

Head of Real Estate Investment Management Switzerland  
beat.schwab@credit-suisse.com .....  
+41 44 333 92 42.....

Beat Schwab ist seit November 2012 Head of Real Estate Investment Management Switzerland. Von 2006 bis 2012 war er CEO der Immobiliendienstleistungsgruppe Wincasa AG. Davor war er in verschiedenen Unternehmen der Bau- und Immobilienbranche tätig. Schwab promovierte in Wirtschaftswissenschaften an der Universität Bern und hat einen MBA der Columbia University, USA. > S. 47

## Markus Stierli

Head of Fundamental Micro Themes Research .....  
markus.stierli@credit-suisse.com .....  
+41 44 334 88 57.....

Markus Stierli ist Head of Fundamental Micro Themes Research bei Credit Suisse Private Banking & Wealth Management in Zürich. Stierli besitzt einen Dokortitel im Fach Internationale Beziehungen der Universität Zürich und ist Chartered Alternative Investment Analyst. > S. 04–08, 15

## Marina Stoop

Cross Asset & Alternative Investments Strategist .....  
marina.stoop@credit-suisse.com .....  
+41 44 334 60 47.....

Marina Stoop ist Head of Risk and Flow Analysis im Cross Asset Strategy & Alternative Investments Team. Sie ist in dieser Rolle für den Input zu Finanzmarktrisiken, Liquidität und Kapitalflüssen an das Anlagekomitee verantwortlich. Stoop kam 2010 zur Credit Suisse, nachdem sie an der ETH Zürich mit einem Master of Science in Management, Economics and Technology abgeschlossen hatte. > S. 21–23

# Risikowarnung

Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere in Bezug auf Wert- und Renditeschwankungen. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen.

Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse:  
<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Dieser Bericht kann Informationen über Anlagen, die mit besonderen Risiken verbunden sind, enthalten. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Zusätzliche Informationen erhalten Sie ausserdem in der Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel», die Sie bei der Schweizerischen Bankiervereinigung erhalten.

Kurs, Wert und Ertrag der in diesem Bericht beschriebenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente können sowohl steigen als auch fallen. Der Wert von Wertpapieren und Finanzinstrumenten unterliegt Schwankungen von Kassa- bzw. Termin- und Wechselkursen sowie der Entwicklung von wirtschaftlichen Indikatoren, der Bonität von Emittenten oder Referenz-Emittenten usw. Diese Schwankungen und Entwicklungen können sich sowohl vorteilhaft als auch nachteilig auf den Ertrag bzw. den Kurs der betreffenden Papiere oder Instrumente auswirken. Beim Kauf von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten können Sie aufgrund von Schwankungen der Börsenkurse oder anderer finanzieller Indizes usw. einen Verlust oder einen den investierten Betrag übersteigenden Verlust erleiden. Dieses Risiko betrifft insbesondere Anleger in Wertpapiere wie beispielsweise ADRs, deren Wert von Wechselkursschwankungen beeinflusst wird.

Provisionssätze für Maklergeschäfte entsprechen den zwischen der CS und dem Anleger vereinbarten Sätzen. Bei Transaktionen, die als Abkommen zwischen selbstständigen Händlern/Kommittenten (Principal-to-principal-Basis) zwischen der Credit Suisse und dem Anleger abgeschlossen werden, entspricht der Kauf- bzw. Verkaufspreis der Gesamtvergütung. Auf Principal-to-principal-Basis durchgeführte Transaktionen, einschliesslich ausserbörslicher (OTC) Transaktionen mit Derivaten, werden als Kauf-/Geldkurs oder Verkaufs-/Briefkurs angegeben, wobei zwischen diesen Kursangaben eine Differenz (Spread) bestehen kann. Gebühren für Transaktionen werden vor dem Handel gemäss den geltenden Gesetzen und Bestimmungen vereinbart. Bitte konsultieren Sie vor einem Kauf die handelsvorbereitende Dokumentation, in der Sie eine Erläuterung der Risiken und Provisionen usw. der jeweiligen Wertpapiere oder Finanzinstrumente finden.

Bei strukturierten Wertpapieren handelt es sich um komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein erhöhtes Risiko aufweisen. Diese Produkte richten sich ausschliesslich an erfahrene und informierte Anleger, die alle mit der entsprechenden Anlage verbundenen Risiken verstehen und akzeptieren. Der Marktwert von strukturierten Wertpapieren wird durch wirtschaftliche, finanzielle und politische Faktoren beeinflusst (insbesondere Spot- und Forward-Zinsen sowie Wechselkurse), ebenso durch Faktoren wie Laufzeit, Marktkonditionen, Volatilität oder Bonität des Emittenten bzw. von Referenzemittenten. Anleger, die den Erwerb strukturierter Produkte erwägen, sollten das betreffende Produkt eigenständig prüfen und analysieren und ihre eigenen Berater zu den mit dem geplanten Erwerb verbundenen Risiken konsultieren.

Einige der in diesem Bericht behandelten Produkte weisen ein erhöhtes Mass an Volatilität auf. Anlagen mit erhöhter Volatilität können starken Wertschwankungen unterliegen, die zu Verlusten bei einer Realisierung der betreffenden Anlage führen können. Derartige Verluste können dem Wert der ursprünglichen Anlage entsprechen. Bei bestimmten Investments können die erlittenen Verluste den Wert der ursprünglichen Anlage sogar übersteigen. In einem solchen Fall müssen Sie die erlittenen Verluste durch zusätzliche Zahlungen decken. Die Rendite auf ein Investment kann fluktuieren, und gegebenenfalls wird ein Teil des für die ursprüngliche Anlage gezahlten Betrags für die Zahlung der Rendite verwendet. Bestimmte Investments können gegebenenfalls nicht ohne weiteres realisiert werden, und der Verkauf bzw. die Realisierung der betreffenden Instrumente kann sich als schwierig erweisen. Ebenso kann es sich als schwierig erweisen, zuverlässige Informationen zum Wert eines Investments oder den damit verbundenen Risiken zu erlangen. Bitte wenden Sie sich bei Fragen an Ihren Relationship Manager.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Die Wertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden.

## Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Preis und der Wert der hierin erwähnten Anlagen und alle daraus resultierenden Erträge können sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen.

Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

## Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und Schuldern, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Anlageausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen

in Schwellenmärkten ergeben, und Ihre Portfolio-Strukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern beraten lassen.

## Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können.

Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Mass an Risiko und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Marktbewegungen können zu erheblichen Verlusten oder sogar zu einem Totalverlust führen.

Anleger in Immobilien sind Liquiditäts-, Fremdwährungs- und anderen Risiken ausgesetzt, einschliesslich konjunktureller Risiken, Vermietungsrisiken und solcher, die sich aus den Gegebenheiten des lokalen Marktes, der Umwelt und Änderungen der Gesetzeslage ergeben.

## Zins- und Ausfallrisiken

Die Werthaltigkeit einer Anleihe hängt von der Bonität des Emittenten bzw. des Garanten ab. Sie kann sich während der Laufzeit der Anleihe ändern. Bei Insolvenz des Emittenten und/oder Garanten der Anleihe ist die Anleihe oder der aus der Anleihe resultierender Ertrag nicht garantiert und Sie erhalten die ursprüngliche Anlage möglicherweise nicht oder nur teilweise zurück.

## Offenlegungen

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von der Abteilung Research der Division Private Banking & Wealth Management der CS am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Aufgrund unterschiedlicher Bewertungskriterien können die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über einen bestimmten Titel von Ansichten und Beurteilungen des Credit Suisse Research Department der Division Investment Banking abweichen oder diesen widersprechen.

Artikelbeiträge von Anlagestrategen sind keine Research-Berichte. Anlagestrategen gehören nicht dem CS Research Department an. Die CS verfügt über Weisungen, die sicherstellen, dass das Research Department unabhängig ist. Dies schliesst Weisungen zu Handelsbeschränkungen für bestimmte Wertschriften vor der Veröffentlichung von Research-Berichten ein. Diese Weisungen gelten nicht für Anlagestrategen.

Die CS lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab, es sei denn, dieser Haftungsausschluss steht im Widerspruch zu einer Haftung, die sich aus bestimmten, für die CS geltenden Statuten und Regelungen ergibt. Dieser Bericht ist kein Ersatz für eine unabhängige Beurteilung. Die CS hat möglicherweise eine Handelsidee zu diesem Wertpapier veröffentlicht oder wird dies möglicherweise in Zukunft tun. Handelsideen sind kurzfristige Handelsempfehlungen, die auf Marktereignissen und Katalysatoren basieren, wohingegen Unternehmensempfehlungen Anlageempfehlungen darstellen, die auf dem erwarteten Gesamtertrag im 6- bis 12-Monats-Horizont basieren, gemäss der Definition im Disclosure-Anhang. Da Handelsideen und Unternehmensempfehlungen auf unterschiedlichen Annahmen und Analysemethoden basieren, könnten die Handelsideen von den Unternehmensempfehlungen abweichen. Ausserdem hat die CS möglicherweise andere Berichte veröffentlicht oder wird möglicherweise Berichte veröffentlichen, die im Widerspruch zu dem vorliegenden Bericht stehen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Berichte spiegeln die verschiedenen Annahmen, Einschätzungen und Analysemethoden wider, auf denen sie basieren, und die CS ist in keiner Weise verpflichtet, sicherzustellen, dass der Empfänger Kenntnis von anderen entsprechenden Berichten erhält.

## Bestätigung der Analysten

Alle in diesem Bericht aufgeführten Analysten bestätigen hiermit, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über Unternehmen und deren Wertschriften mit ihren persönlichen Ansichten über sämtliche hier analysierten Unternehmen und Wertschriften übereinstimmen. Die Analysten bestätigen darüber hinaus, dass eine bereits erhaltene oder zukünftige Vergütung in keiner Art und Weise direkt oder indirekt mit den in diesem Bericht ausgedrückten Empfehlungen oder Ansichten in Verbindung steht.

Die in diesem Bericht erwähnten Knowledge Process Outsourcing Analysten (KPO-Analysten) sind bei der Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited angestellt.

## Wichtige Angaben

Die CS veröffentlicht Research-Berichte nach eigenem Ermessen. Dabei bezieht sie sich auf Entwicklungen in den analysierten Unternehmen, im Sektor oder Markt, die für die im Bericht geäusserten Meinungen und Ansichten wesentlich sein können. Die CS veröffentlicht ausschliesslich unparteiische, unabhängige, eindeutige, faire und nicht irreführende Analysen.

Der für alle Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Credit Suisse verbindliche Code of Conduct ist online unter folgender Adresse abrufbar:

[https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code\\_of\\_conduct\\_en.pdf](https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_en.pdf)

Weitere Informationen finden Sie im Dokument «Unabhängigkeit der Finanzanalyse» unter folgender Adresse:

[https://www.credit-suisse.com/legal/pb\\_research/independence\\_en.pdf](https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf)

Die Vergütung der für diesen Research-Bericht verantwortlichen Analysten setzt sich aus verschiedenen Faktoren zusammen, darunter aus dem Umsatz der CS. Einen Teil dieses Umsatzes erwirtschaftet die Credit Suisse im Bereich Investment Banking.

## Zusätzliche Angaben

**Vereinigtes Königreich:** Weitere Informationen zu Angaben über den Bereich Fixed Income erhalten Kunden der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited unter der Telefonnummer +41 44 333 33 99.

Informationen zu rechtlichen Hinweisen und Offenlegungen bezüglich der von Credit Suisse Investment Banking beurteilten Unternehmen, die in diesem Bericht erwähnt wurden, finden Sie auf der Seite «Disclosure» der Investment Banking Division unter folgender Adresse:  
<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Weitere Informationen wie Angaben im Zusammenhang mit anderen Emittenten finden Sie auf der der Seite «Disclosure» der Private Banking & Wealth Management Division unter folgender Adresse:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

## Allgemeiner Haftungsausschluss/Wichtige Information

Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem CS Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG oder ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter folgender Adresse:

[http://www.credit-suisse.com/who\\_we\\_are/de/](http://www.credit-suisse.com/who_we_are/de/)

**KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG:** Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktcommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN:** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder impliziete Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die Credit Suisse, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagendienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites beinhalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko.

## Distribution von Research-Berichten

Sofern hier nicht anders vermerkt, wurde dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG erstellt und publiziert, die der Zulassung und Regulierung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht untersteht. **Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale»-Kunden, definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. CSSB übernimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG, Dubai Branch, verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an Kunden, die nach den Regeln der DFSA als «professioneller Kunde» oder «Marktkontrahent» einzustufen sind und über genügend Kenntnisse und ausreichend Erfahrung in Finanzfragen verfügen, um sich an Finanzmärkten zu engagieren und die regulatorischen Kriterien für eine Kundenbeziehung erfüllen. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (France) verteilt, die von der Autorité de Contrôle Pru-

dentiel et de Résolution (ACPR) als Anlagendienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (France) wird von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution und der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **Deutschland:** Die Credit Suisse (Deutschland) AG, die der Zulassung und Regulierung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) untersteht, vertreibt das von einem ihrer verbundenen Unternehmen erstellte Research an ihre Kunden. **Gibraltar:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited vertrieben. Die Credit Suisse (Gibraltar) Limited ist eine unabhängige Gesellschaft, die zu 100% im Besitz der Credit Suisse ist. Sie untersteht der Regulierung der Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Channel Islands) Limited verteilt, einem rechtlich unabhängigen Unternehmen, das in Guernsey unter der Nummer 15197 und unter der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Channel Islands) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **Hongkong:** Der vorliegende Bericht wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, herausgegeben. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als «Authorized Institution» der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut nach Massgabe der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs). **Indien:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India», CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India (SEBI) unter den SEBI-Registrierungsnummern INB230970637, INF230970637, INB010970631, INF010970631 und INP000002478 sowie der folgenden Geschäftsadresse: 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, Indien, Tel. +91-22 6777 3777, beaufsichtigt wird. Für Details zu den Geschäftsaktivitäten der Credit Suisse India und den vom SEBI gegen sie verhängten Disziplinarmassnahmen verweisen wir auf Section III und Section IV des Disclosure Document unter <https://www.credit-suisse.com/media/pb/docs/in/private-banking/services/disclosure-portfolio-management.pdf>. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien einerseits von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, sowie andererseits von der Credit Suisse AG, einer Schweizerischen Bank mit Lizenz zur Erbringung von Bank- und Finanzdienstleistungen in Italien, verteilt. **Japan:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No.66, Mitglied der Japan Securities Dealers Association, Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association, ausschliesslich in Japan verteilt. Credit Suisse Securities (Japan) Limited wird diesen Bericht nicht ausserhalb Japans verteilen oder in Länder ausserhalb Japans weiterleiten. **Jersey:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission beaufsichtigt wird. Die Geschäftsadresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser reguliert wird (QFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (gemäss Definition der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA)) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. **Singapur:** Dieser Bericht wurde zur Verteilung in Singapur ausschliesslich an institutionelle Anleger, zugelassene Anleger und erfahrene Anleger (wie jeweils in den Financial Advisers Regulations definiert) erstellt und herausgegeben und wird von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, auch an ausländische Anleger (gemäss Definition in den Financial Advisers Regulations) verteilt. Die Credit Suisse AG, Singapore Branch, ist gemäss den Bestimmungen der Vorschrift 32C der Financial Advisers Regulations berechtigt, Berichte, die durch ihre ausländischen oder verbundenen Unternehmen erstellt wurden, zu verteilen. Für Fragen, die sich aus diesem Bericht ergeben oder die damit in Verbindung stehen, wenden sich Leser aus Singapur bitte an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, unter +65-6212-2000. In Bezug auf Finanzberatungsdienstleistungen, die Sie von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, erhalten, entbindet Ihr Status als institutioneller Anleger, zugelassener Anleger, erfahrener Anleger oder ausländischer Anleger die Credit Suisse AG, Singapore Branch, von der Verpflichtung bestimmte Anforderungen des Financial Advisers Act, Chapter 110 in Singapur (das «FAA»), der Financial Advisers Regulation sowie der entsprechenden Hinweise und Richtlinien, die hierzu erlassen wurden, zu erfüllen. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **Thailand:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, die von der Securities and Exchange Commission, Thailand, beaufsichtigt wird und unter der Adresse 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok, Tel. 0-2614-6000, eingetragen ist. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt.

**USA: WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN.**

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2015 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

15C027A\_R

**Impressum**

Credit Suisse AG, Investment Strategy & Research,  
Postfach 300, CH-8070 Zürich

**Herausgeber**

Giles Keating

**Redaktion**

Oliver Adler, Markus Stierli, Gregory Fleming

**Redaktionsschluss**

30. April 2015

**Produktionsmanagement**

Markus Kleeb, Manuel Moser

**Konzept**

arnold.kircherburkhardt.ch

**Design und Realisierung**

arnold.kircherburkhardt.ch

Charis Arnold, Benno Delvai, Angélique El Morabit,  
Monika Häfliger, Samira Moschettini, Nadia Bucher,  
Rahel Schwarzentruher (Projektmanagement)

**Redaktionelle Mitarbeit**

arnold.kircherburkhardt.ch

Giselle Weiss, Robin Scott, Zoe Arnold, Carola Bächli,  
Ruth Hafen, Alexandra Stark  
Credit Suisse  
Manuel Moser

**Druck**

GDZ print, Zürich

Kopien dieser Publikation können Sie bei Ihrem Kundenberater  
bestellen; Mitarbeiter kontaktieren hierfür direkt den MyShop.

Die vorliegende Publikation ist auf dem Internet verfügbar:

[www.credit-suisse.com/globalinvestor](http://www.credit-suisse.com/globalinvestor)

Intranet-Zugang für Mitarbeiter der Credit Suisse Group:

<http://research.csinfra.net>

Das internationale Research stützt sich auf das globale Netzwerk  
der Vertretungen der Credit Suisse.

Foto Titelseite: Dorling Kindersley/Getty Images



# Expertenwissen für Investoren

[www.credit-suisse.com/globalinvestor](http://www.credit-suisse.com/globalinvestor)

Suchen Sie Hintergrundinformationen zu einem bestimmten Thema?  
Auf der Wissensplattform des Global Investor finden Sie ein Archiv mit den im  
Global Investor publizierten Artikeln – mit PDFs zum kostenlosen Download.

