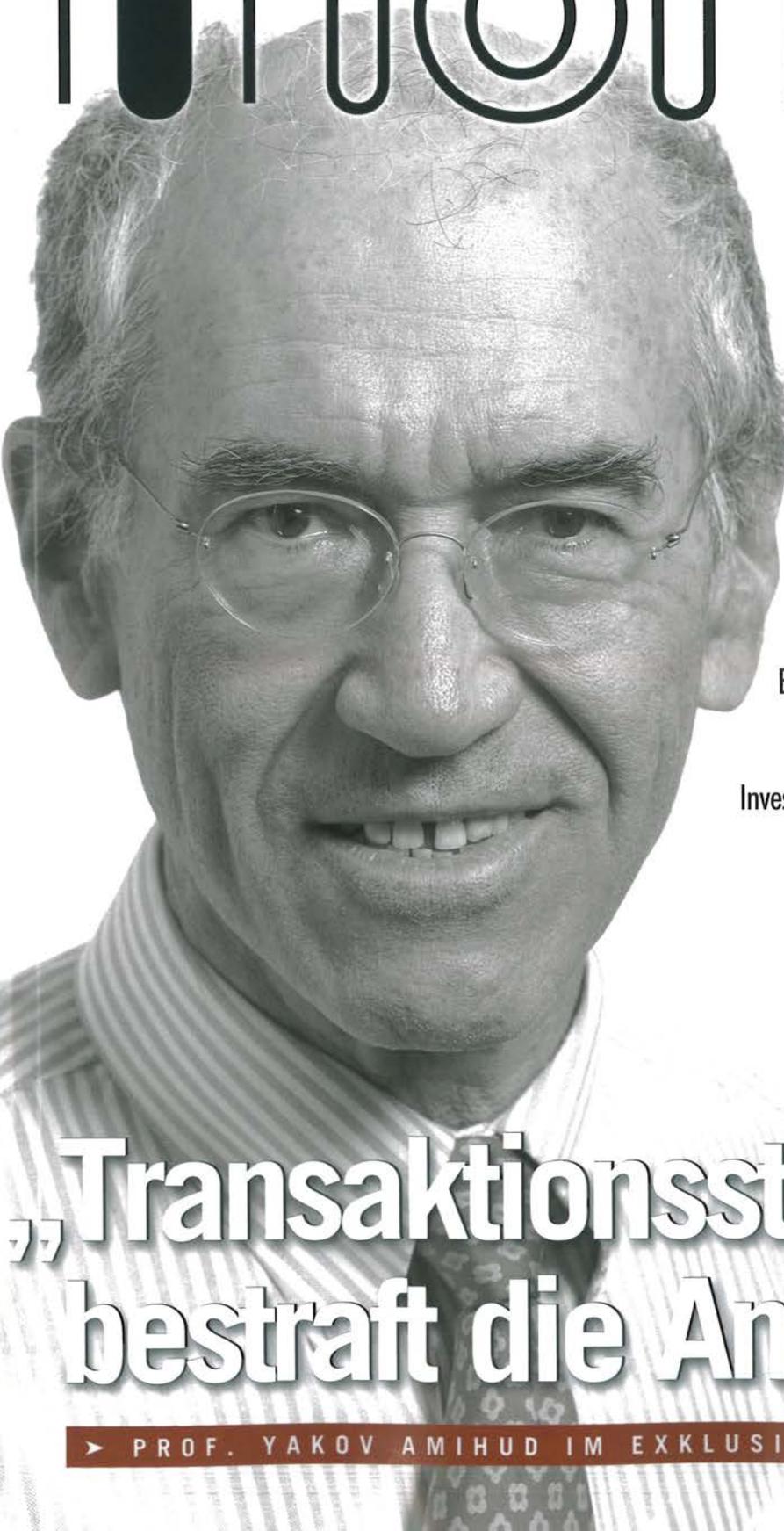


# **m** INSTITUTIONAL **money**



## Asset Allocation 3.0

Diversifikation nach Risikofaktoren | S. 104

## Was uns ETF-Flows erzählen

Wertvoller Input für die Asset Allocation | S. 114

## Conditional Risk Parity

Risiken dank neuer Ansätze im Griff | S. 128

## Liquiditätsalarm?

Einige Rentenmärkte drohen auszutrocknen | S. 160

## Ein weißer Fleck weniger

Investoren entdecken Frontier-Markets-Anleihen | S. 176

## »Langfristige Sicherheit zählt«

Prof. Finn Erling Kydland im Interview | S. 74

## »Wohnimmobilien sind anders«

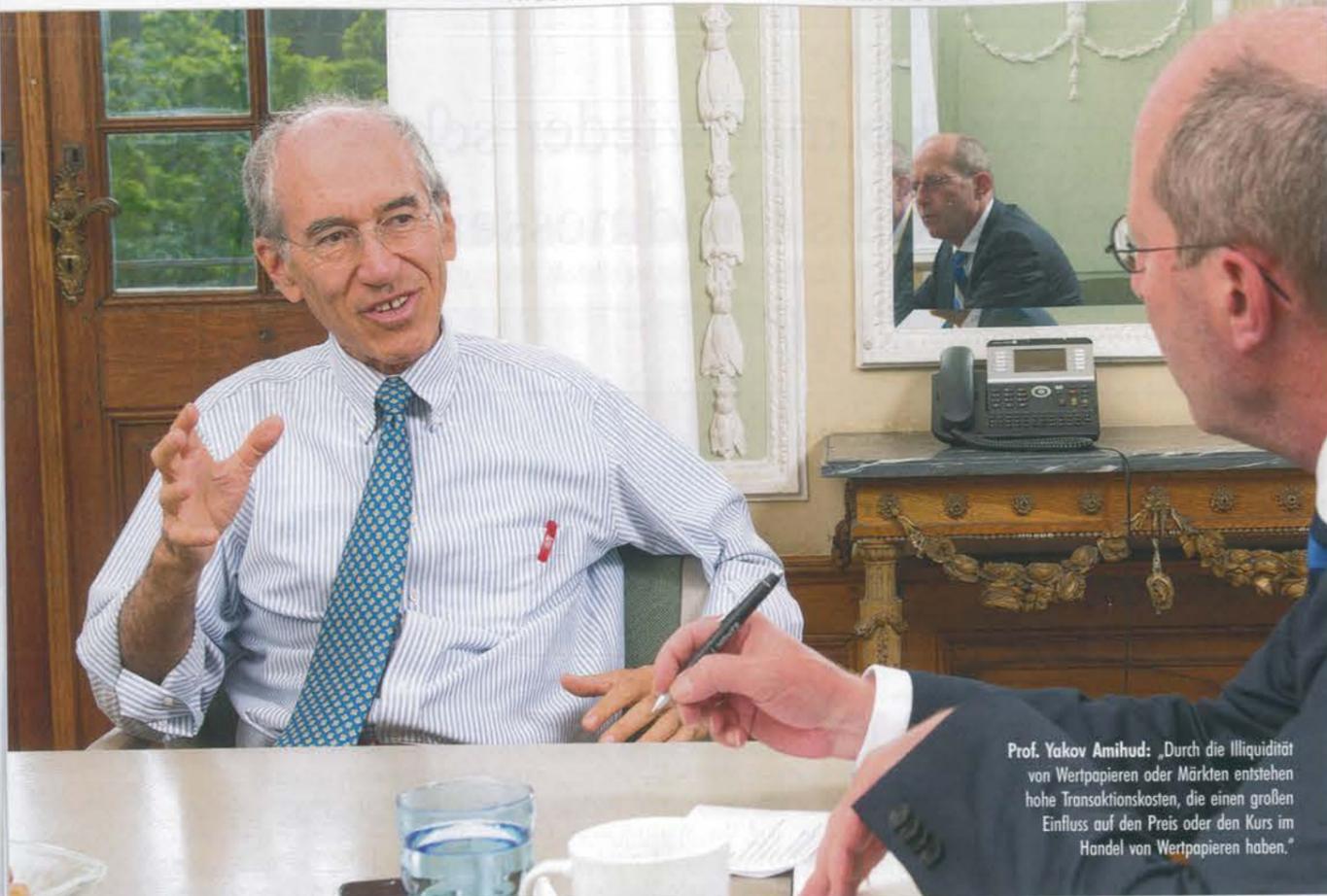
Prof. Vernon L. Smith erforscht  
Immobilienblasen | S. 82

# „Transaktionssteuer bestraft die Anleger“

➤ PROF. YAKOV AMIHU D IM EXKLUSIVINTERVIEW

### + TOP / - FLOP:

- ▲ Pioneer Investments  
Aktien Rohstoffe
- ▼ VCH Expert Natural  
Resources



Prof. Yakov Amihud: „Durch die Illiquidität von Wertpapieren oder Märkten entstehen hohe Transaktionskosten, die einen großen Einfluss auf den Preis oder den Kurs im Handel von Wertpapieren haben.“

**Prof. Yakov Amihud** von der Stern School of Business an der New York University spricht im Interview über die Sinnhaftigkeit von Gier auf Seiten der Anleger, die positiven Effekte des High Frequency Tradings und den Unsinn einer Transaktionssteuer.

**M**an könnte ihn getrost als so etwas wie den Liquiditäts-Prediger bezeichnen. Jedenfalls wirkt Yakov Amihud schon fast missionarisch, wenn er über die besondere Bedeutung des Aspekts Liquidität für Konstruktion und Anlageerfolg eines Portfolios spricht. Bereits seit Mitte der achtziger Jahre setzt er sich intensiv mit diesem Thema auseinander, über das er zahlreiche Aufsätze und Bücher veröffentlicht hat. Entsprechend kann es kaum verwundern, dass nach ihm sogar ein eigenes Maß für Liquidität benannt ist.

*Herr Prof. Amihud, Sie haben sich sehr ausführlich mit dem Thema Liquidität oder Illiquidität von Wertpapieren, insbesondere Aktien, auseinandergesetzt? Was sind die wesentlichen Erkenntnisse, die Sie herausarbeiten konnten?*

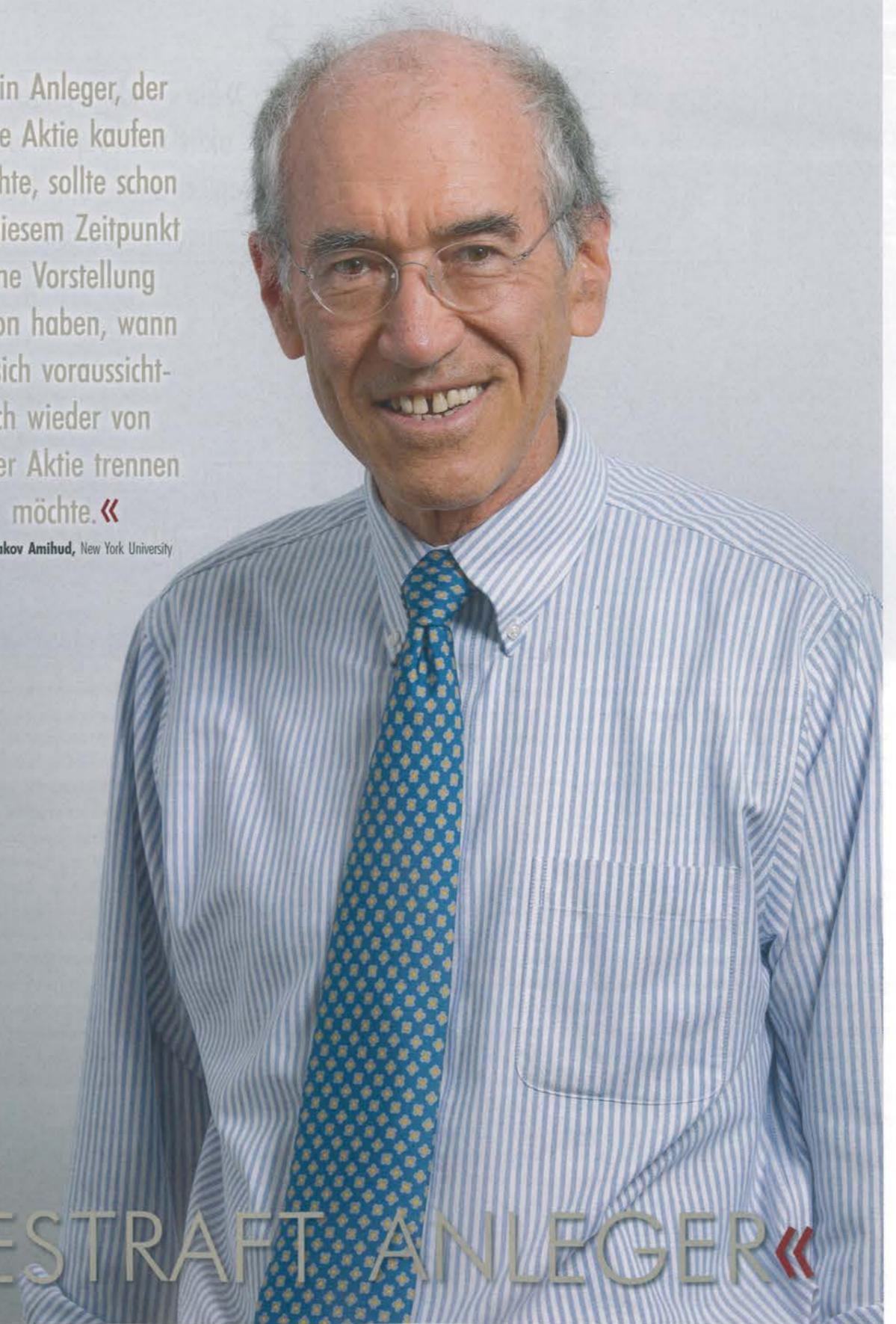
**Yakov Amihud:** Bereits im Jahr 1986 habe ich mich erstmals gemeinsam mit meinem Wissenschaftskollegen Haim Mendelson intensiv mit einem Effekt im Handel von Aktien und anderen Wertpapieren auseinandergesetzt, der heute als sogenannter Market Impact allgemein bekannt ist. Es gibt grob gesagt eine Beziehung zwischen der Größe

eines Unternehmens im Sinne der Marktkapitalisierung dieses Unternehmens und dem Einfluss, den der Handel, also ein Kauf oder Verkauf einer bestimmten Anzahl von Aktien dieses Unternehmens, auf den Börsenkurs hat. Ein Beispiel: Wenn ein Fondsmanager, sagen wir, zehn Millionen Aktien von Microsoft über die Börse verkauft, dann wird das den Kurs überhaupt nicht beeinflussen. Bei einem kleineren Unternehmen würde aber schon der Handel mit nur einer Million Aktien ausreichen, um einen wesentlichen Einfluss auf den Börsenkurs auszuüben. Und mit dieser ersten

ALLE FOTOS: © CHRISTOPH HEMMERICH

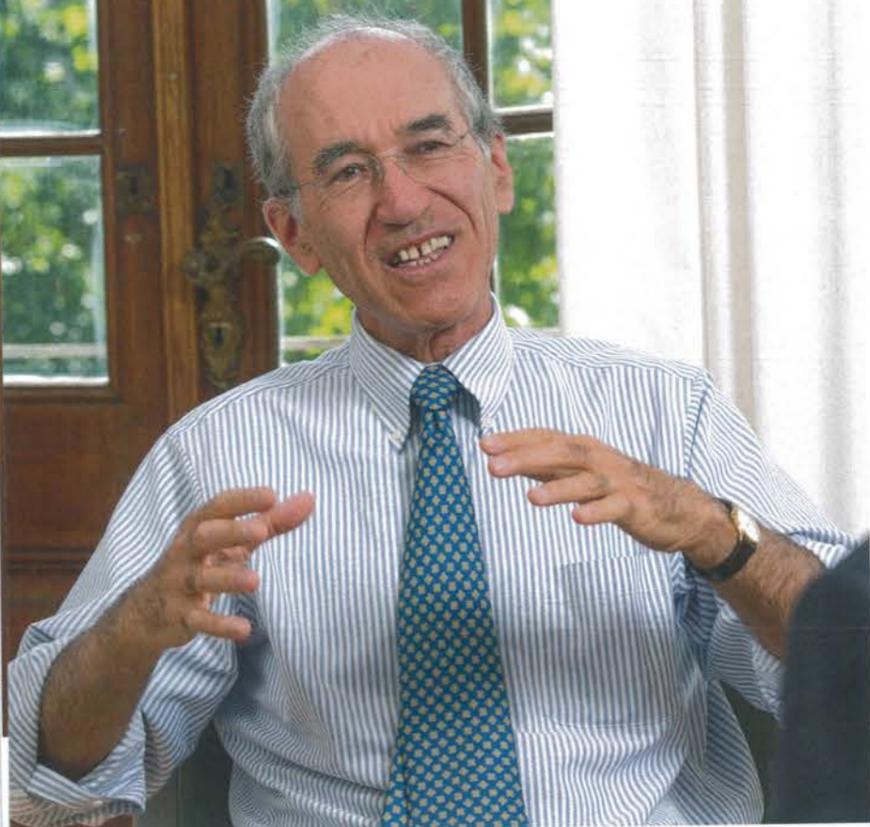
»Ein Anleger, der eine Aktie kaufen möchte, sollte schon zu diesem Zeitpunkt eine Vorstellung davon haben, wann er sich voraussichtlich wieder von dieser Aktie trennen möchte.«

Prof. Yakov Amihud, New York University



»TRANSAKTIONSSTEUER

BESTRAFT ANLEGER«



»Ein Fondsmanager, der aktiv nach Alpha sucht, agiert auch beim Handel seiner Fondsdispositionen mit sehr viel Vorsicht und Bedacht.«

Prof. Yakov Amihud, New York University

ist, ob man diesen Kauf überhaupt vornehmen sollte.

Warum ist das so wichtig?

**Amihud:** Wenn eine Aktie illiquide ist, wird die Nachfrage geringer sein, der Preis dafür oder der Kurs ebenfalls. Aber der durchschnittliche Ertrag wird höher sein, um Anleger dafür zu kompensieren. Unser Buch erläutert die theoretischen Grundlagen und erbringt entsprechende Nachweise für die Wirkung der Marktliquidität insgesamt und den Einfluss von Liquiditätsrisiken auf die Kurse von Wertpapieren und auf die Performance des Gesamtmarktes. Durch die Illiquidität von Wertpapieren oder Märkten entstehen hohe Transaktionskosten, die einen großen Einfluss auf den Preis oder den Kurs im Handel von Wertpapieren haben. Gleichzeitig schärft die Arbeit den Blick dafür, dass man eventuell eine relativ lange Zeit benötigt, um sich ohne Verlust oder, besser gesagt, mit einem ausreichenden Ertrag wieder von einer bestimmten Position zu trennen. Das Liquiditätsrisiko ist höher, wenn die Illiquidität eines Wertpapiers in der Zukunft ansteigt, weil dadurch die Transaktionskosten höher werden. Das Buch zeigt zudem, dass eine höhere Illiquidität und ein höheres Liquiditätsrisiko den Preis eines Wertpapiers sinken lassen, während der erwartete Ertrag auf Seiten des Anlegers ansteigt, der ja schließlich eine entsprechende Kompensation oder Entschädigung für das Halten der Aktie erwartet.

Arbeit haben wir nachweisen können, dass durchaus eine Korrelation besteht zwischen der Marktkapitalisierung einer Aktie und dem Ertrag, den ich mit einem Investment in diese Aktie erzielen kann. Anders übrigens als die Beziehungen zwischen dem Risiko und dem Ertrag einer Aktie oder auch die Beziehung zwischen Volatilität und Ertrag eines Wertpapiers, wo solche eindeutigen Korrelationen nicht bestehen.

Aber das Risiko, das ich mit einem Investment in eine bestimmte Aktie eingehe, hat doch schon einen gehörigen Einfluss auf die Preisfindung oder den Kurs, den ich dafür bezahle?

**Amihud:** Sie haben natürlich recht, dass das Risiko, das ein Investor mit dem Erwerb einer bestimmten Aktie eingeht, in gewisser Weise eingepreist wird – allein schon, weil er einen relativ höheren Ertrag für dieses Risiko verlangen wird. Aber es besteht eben anders als bei der Liquidität keine signifikante Relation zwischen diesem Risiko und dem damit verbundenen Ertrag. Es lässt sich höchstens sagen, dass ein höheres Risiko auch durch einen höheren Ertrag

kompensiert wird oder kompensiert werden muss, damit ein solches Geschäft für den Anleger eine bestimmte Attraktivität hat. Das Gleiche gilt eben auch für die Beziehung Volatilität und Ertrag, für die ebenfalls keine signifikante Korrelation besteht – und wenn, dann nur in Ausnahmefällen als negative Korrelation.

In Ihrem jüngsten Buch mit dem Titel „Market Liquidity – Asset Pricing, Risk, and Crises“ haben Sie diese Arbeiten erweitert und ergänzt, aber die verbindende Klammer sind doch die Zusammenhänge oder die Korrelation zwischen der Illiquidität einer Aktie und dem Return, den man damit erzielen kann?

**Amihud:** So kann man das sicher zusammenfassen. Im Prinzip geht es in erster Linie darum, dass ein Anleger, der eine Aktie kaufen möchte, schon zu diesem Zeitpunkt eine Vorstellung davon haben sollte, wann er sich voraussichtlich wieder von dieser Aktie trennen möchte. Das muss man als Investor mit in seine Überlegungen zum Kauf eines Wertpapiers einbeziehen, weil es wichtig für die Entscheidung der Frage

## Neue Strategien für ein neues Umfeld

### SAUREN ABSOLUTE RETURN (I)



Quelle: Sauren Fonds-Service AG; Wertentwicklung 31.05.2010 bis 31.08.2014 in EUR

Verbindliche Grundlage für den Kauf eines Fonds sind die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), der jeweils gültige Verkaufsprospekt mit den Vertragsbedingungen bzw. dem Verwaltungsreglement/der Satzung, der zuletzt veröffentlichte und geprüfte Jahresbericht und – soweit bereits nach dem letzten Jahresbericht veröffentlicht – der letzte ungeprüfte Halbjahresbericht, die in deutscher Sprache kostenlos bei der Sauren Fonds-Service AG, Postfach 10 28 54 in 50468 Köln (siehe auch [www.sauren.de](http://www.sauren.de)), erhältlich sind.



Top-Fondsgesellschaft  
Höchste Note - 5 Sterne  
2011 - 2012 - 2014

cityWire AAA

Fund Manager Eckhard Sauren  
Rating is based on absolute return  
methodology

Niemand kann sagen, wie die Zukunft auf den Märkten für konservative Anlagen aussehen wird. Ein höheres Zinsniveau und der nachhaltige Zinsrückgang sind voraussichtlich erst einmal Geschichte. Die neue Situation ohne vergleichbares Vorbild erfordert neue Strategien. Dabei ist die Auswahl attraktiver Absolute-Return-Fonds größer denn je.

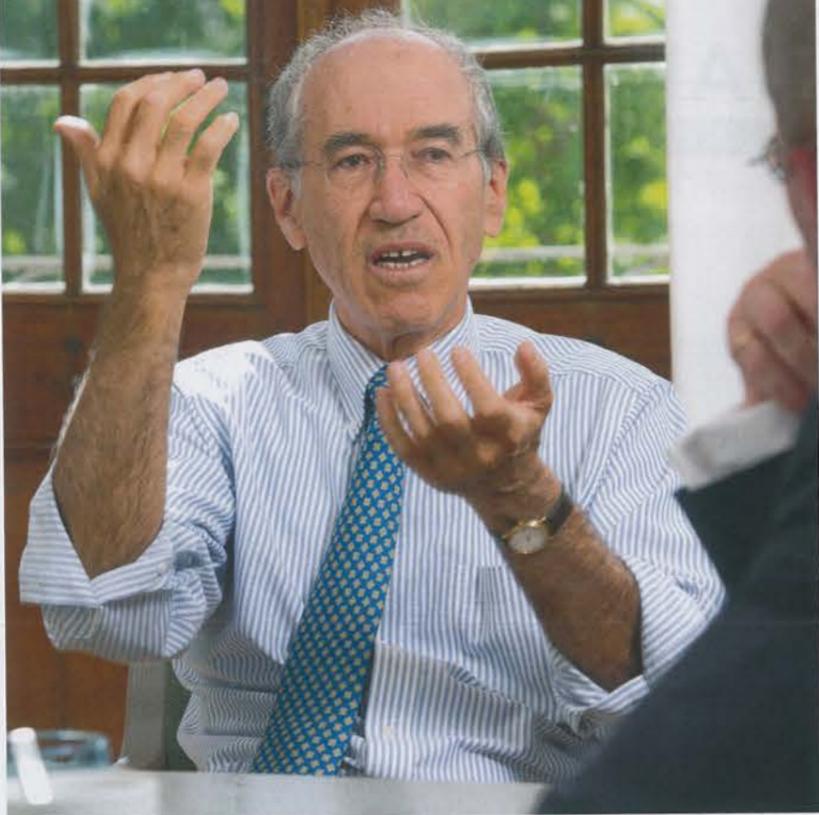
Profitieren Sie von dem Potential eines wichtigen und weiter wachsenden Segments und von der langjährig bewährten und erfolgreichen personenbezogenen Sauren Investmentphilosophie.

Die Consulting Dienstleistungen von Sauren in der Manager-Selektion im Absolute-Return-Bereich ermöglichen Ihnen, auf das umfangreiche Know-how des Sauren Research-Teams für Ihre speziellen Anforderungen zurückzugreifen.

Die institutionelle Anteilklasse I des Sauren Absolute Return bietet dem institutionellen Anleger eine effiziente Investition in ein aktiv verwaltetes Portfolio attraktiver Absolute-Return-Fonds.

SAUREN FONDS-SERVICE AG | Im MediaPark 8 | 50670 Köln  
Telefon: +49 221 65050-163 | E-Mail: [b.rothenhoefer@sauren.de](mailto:b.rothenhoefer@sauren.de)

WIR INVESTIEREN NICHT IN FONDS –  
WIR INVESTIEREN IN FONDSMANAGER



## » Die Einbeziehung von Liquidität in die Konstruktion von Portfolios ist sicher genauso wichtig wie die Einbeziehung von Risikoaspekten.«

Prof. Yakov Amihud, New York University

Welche konkreten Rückschlüsse für ihre Praxis können Anleger daraus ziehen?

**Amihud:** Wer eine Aktie kauft und diese für eine längere Zeit in seinem Portfolio hält, wird den Mehrertrag, den ihm ein illiquides Papier bietet, auch einfahren können. Wer aber heute schon weiß, dass er diese Aktie nicht lange behalten wird, der wird diesen Mehrertrag in der Regel auch wieder verlieren. Diese Beziehungen gelten übrigens nicht nur für die Aktienanlage. Der Liquiditätseffekt ist auch bei Anleiheninvestments relativ groß. Zu beobachten ist das sogar bei Staatsanleihen des gleichen emittierenden Staates. Obwohl diese ja das gleiche Risiko aufweisen, sind manche Papiere liquider, weil es sich eventuell um eine größere Tranche handelt, manche eben illiqui-

der – wobei Letztere dann regelmäßig eine höhere Endfälligkeitsrendite aufweisen. Wer das Papier bis zur Endfälligkeit hält, kann einen höheren Ertrag einstreichen. Insgesamt wird damit deutlich, welche Bedeutung die Steuerung der Liquidität am Ende für das Gesamtportfolio hat. Es geht eben nicht nur darum, die vermeintlich richtige Aktie zu kaufen, es geht vor allem auch darum, sozusagen umsichtig zu handeln im wahrsten Sinne des Wortes, nämlich mit Bedacht zu kaufen und auch mit Bedacht zu verkaufen. Und in den Gesprächen mit so manchem Fondsmanager ist schon herausgekommen, dass einer, der aktiv und ernsthaft nach Alpha sucht, beim Handel seiner Fondsdispositionen durchaus mit sehr viel Vorsicht und Bedacht agiert, weil er

weiß, dass eine bewusst und gut kalkulierte Handelsstrategie einen nicht unbeträchtlichen Teil seines Alphas generieren kann.

*Sollte Liquidität als Investmentstrategie Ihrer Ansicht nach einen genauso hohen Stellenwert haben wie etwa eine Value/Growth-Strategie oder eine Momentum-Strategie? Oder sollte die Berücksichtigung von Liquidität eventuell sogar einen noch höheren Stellenwert haben als andere Aspekte?*

**Amihud:** Die Einbeziehung von Liquidität in die Konstruktion von Portfolios ist sicher genauso wichtig wie die Einbeziehung von Risikoaspekten. Ob ihr ein noch höherer Stellenwert zukommen sollte, kann ich nicht eindeutig beantworten, weil das auf die Ziele des Investors und seine Situation ankommt. Ein Teil des Returns eines Warren Buffett ist sicherlich seinen besonderen Fähigkeiten geschuldet. Einen weiteren Teil seines Erfolgs verdankt er jedoch auch der Tatsache, dass er illiquide Werte kauft, die er nicht traden muss.

*Ihre Erkenntnisse dürften nicht zuletzt der Grund dafür sein, dass nicht nur in größeren Fondshäusern Stockpicking und tatsächlicher Handel auch personell voneinander getrennt wurden.*

**Amihud:** Ich würde sogar sagen, dass das einer der größten Effekte ist, die dieses Erkenntnis hervorgebracht hat. Das findet sich ja heute schon nicht mehr nur in den größeren Häusern, sondern zu einem beträchtlichen Teil auch in kleineren und mittleren Fondsboutiquen. Der Stockpicker, sprich der eigentliche Fondsmanager, sucht die Aktien aus, die ge- oder verkauft werden sollen, sein Händler erhält die Information über den Zeitraum, in dem das geschehen soll, und versucht, durch möglichst umsichtiges und kluges Handeln, also durch das Setzen von Limit-Orders oder den nur stückweisen Kauf oder Verkauf, den besten Preis für die Transaktion zu erzielen. Für einen aktiven Fonds hat das durchaus entscheidenden Einfluss auf dessen Ergebnis.

*Angesichts Ihrer Ausführungen über die durchaus hohe Bedeutung einer vermeintlich geringen Handelsgebühr ist es nicht schwer zu erraten, dass Sie kein Freund*

# Vertrauen auf die Stärke von Erfahrung.



Ein großer Schatz an Wissen und Erfahrung leitet den Elefanten ausgeglichen und trittsicher.

Kluge Investitionen und langjähriges Know-how sind die Basis ausgewogener vermögensverwaltender Fonds. Dafür steht die Erfolgsgeschichte des Ethna-AKTIV E.

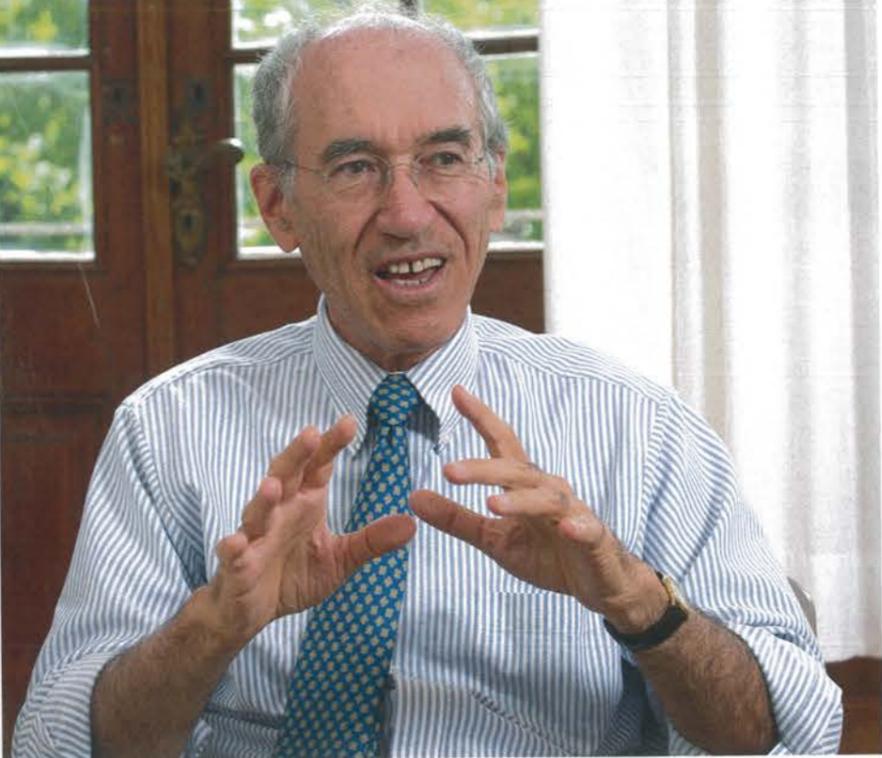
Für ausgewogene Anlagen:  
[www.ethenea.com](http://www.ethenea.com)



**ETHENEA**  
managing the Ethna Funds

ALLE FOTOS: © CHRISTOPH HEMMERICH

Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem letztgültigen Verkaufsprospekt. Maßgeblich sind die Angaben im Verkaufsprospekt sowie der aktuelle Halbjahres- und Jahresbericht. Die wesentlichen Anlegerinformationen, den Verkaufsprospekt sowie die Berichte in deutscher Sprache erhalten Sie kostenlos bei der Verwaltungsgesellschaft ETHENEA Independent Investors S.A., 9a, rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach oder bei den Vertreterinnen in den jeweiligen Ländern, der ETHENEA Independent Investors Services (Deutschland) GmbH, Ulmenstraße 23-25, D-60325 Frankfurt am Main, der Volksbank AG, Feldkircher Straße 2, FL-9494 Schaan, der DZ PRIVATBANK S.A., 4, rue Thomas Edison, L-1445 Luxembourg-Strassen, der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wien oder der IPCConcept (Schweiz) AG, In Gassen 6, CH-8022 Zürich. Zahlstelle in der Schweiz ist die DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich.



»Die Gier ist im Grunde eine durchaus positive Erscheinung bei Menschen, solange sich die Sättigung dieser Gier im Rahmen legaler und ethischer Grenzen abspielt.«

Prof. Yakov Amihud, New York University

einer sogenannten Transaktionssteuer auf den Handel mit Wertpapieren sein dürfen?

**Amihud:** Das ist noch regelrecht gelinde ausgedrückt, ich würde mich sogar als einen strikten Gegner einer solchen Steuer bezeichnen, und meiner Ansicht nach aus gutem Grund. Denn die Einführung einer entsprechenden Abgabe hätte massive Konsequenzen für den Börsenhandel mit dem Ergebnis, dass das Erreichen des eigentlichen Ziels, nämlich Mehreinnahmen für die Steuerschattullen des Staates, keineswegs gesichert wäre.

Das müssen Sie natürlich ein wenig detaillierter erläutern.

**Amihud:** Nehmen wir den durchschnittlichen Anleger in den USA als Beispiel. Der handelt eine Position in seinem Depot im Schnitt zweimal pro Jahr, was bedeuten

würde, dass bei einer Transaktionssteuer von, sagen wir, einem viertel Prozent sein jährlicher Ertrag um rund einen halben

### Finanzwissenschaftler aus Leidenschaft

**Yakov Amihud** ist im Jahr 1947 im israelischen Tel Aviv geboren. Er lehrt seit dem Jahr 1990 als Professor für Finanzwissenschaft an der Stern School of Business der New York University. Amihud ist Autor zahlreicher Arbeiten und Bücher über das Thema Liquidität. Zu seinen bekanntesten Arbeiten gehört unter anderem der Aufsatz „Asset Pricing and the Bid-Ask Spread“, den er gemeinsam mit seinem Wissenschaftskollegen Haim Mendelson bereits im Jahr 1986 im „Journal of Financial Economics“ veröffentlicht hat. Sein bekanntestes Werk aber ist das im Jahr 2012 unter dem Titel „Market Liquidity – Asset Pricing, Risk, and Crises“ erschienene Buch, das er zusammen mit Haim Mendelson und Lasse Heje Pedersen geschrieben hat. Amihud ist auch der Namensgeber einer nach ihm benannten Kennzahl, das „Amihud Measure“ zur Messung von Illiquiditätsprämien



Prof. Yakov Amihud im Interview mit Hans Heuser, Chefredakteur von Institutional Money

an den Aktienmärkten. Er war als Berater unter anderem für die New York Stock Exchange und die American Stock Exchange, aber auch für das Chicago Board of Options Exchange tätig.

Prozentpunkt geringer ausfallen würde. Ohne nun auf die zweifellos sehr komplexen Details unserer eigenen Kalkulationen eingehen zu wollen, würde das unter Einbeziehung der Tatsache, dass dieses fehlende halbe Prozent ja auch nicht wieder re-investiert werden kann, auf Dauer zu einem Verlust für den Gesamtmarkt in Höhe von zehn Prozent führen.

*Aber können Sie dennoch zumindest die Motivation dahinter nachvollziehen, nämlich dass vor allem die Politik, die mit der Einführung einer solchen Steuer liebäugelt, unter einem gewissen Druck steht? Sehr viele Anleger waren nach den Erlebnissen im Zusammenhang mit der Finanzkrise durchaus enttäuscht, wenn nicht von erheblichen Verlusten betroffen, und haben eine Art Beteiligung der Finanzindustrie an den Folgen dieser Krise einfach erwartet?*

**Amihud:** Das kann ich natürlich nachvollziehen, und darin liegt ja auch die Quelle der Idee zu einer Transaktionssteuer auf den Börsenhandel. Viele hatten das Gefühl, dass man die vermeintlich Schuldigen zumindest in irgendeiner Form bestrafen sollte. Nur begehen die Befürworter gleich mehrere Fehler, wenn sie glauben, dass man diese Bestrafung durch die Einführung einer Transaktionssteuer erreichen kann.

Warum gleich mehrere Fehler?

**Amihud:** Weil sich zum einen nicht der gewünschte Effekt einer Art Bestrafung einstellen würde, im Gegenteil, eine solche

ALLE FOTOS: © CHRISTOPH HEMMERICH



DER SICAV PARVEST

Internationales Expertenwissen immer zur Hand.

#### 106 AUFEINANDER ABGESTIMMTE ELEMENTE

Mit 106 Fonds, die in 32 Ländern erhältlich sind, bietet Ihnen Parvest alles, was zu Ihren Zielen, Ihrer Risikoneigung und der gewünschten Anlagekategorie passt.

#### EIN FÜHRENDER MANAGER VON INTERNATIONALEM RUF

Mit Parvest haben Sie Zugang zur Expertise von BNP Paribas Investment Partners, seinem Netz aus Anlageexperten und seinen Partnern vor Ort in fast 40 Ländern.



#### ZUVERLÄSSIGKEIT ALLER KOMPONENTEN

Sie suchen Investmentfonds, die überzeugen konnten? Seit 25 Jahren bietet Parvest Ihrem Kapital die besten Möglichkeiten der Finanzmärkte. Alle Parvest-Fonds folgen nachhaltigen Investment-Grundsätzen.

#### EINFACH ZU VERSTEHEN

Parvest gibt Ihnen ein Stück Unabhängigkeit bei Ihren Anlageentscheidungen.

**PARVEST**  
ALLES WAS MAN BRAUCHT

Der Wert der Fondsanteile kann schwanken, und es kann sein, dass der Anleger sein eingesetztes Kapital nur teilweise oder im Extremfall gar nicht zurückerhält.



**BNP PARIBAS**  
INVESTMENT PARTNERS

Der Assetmanager für eine Welt im Wandel

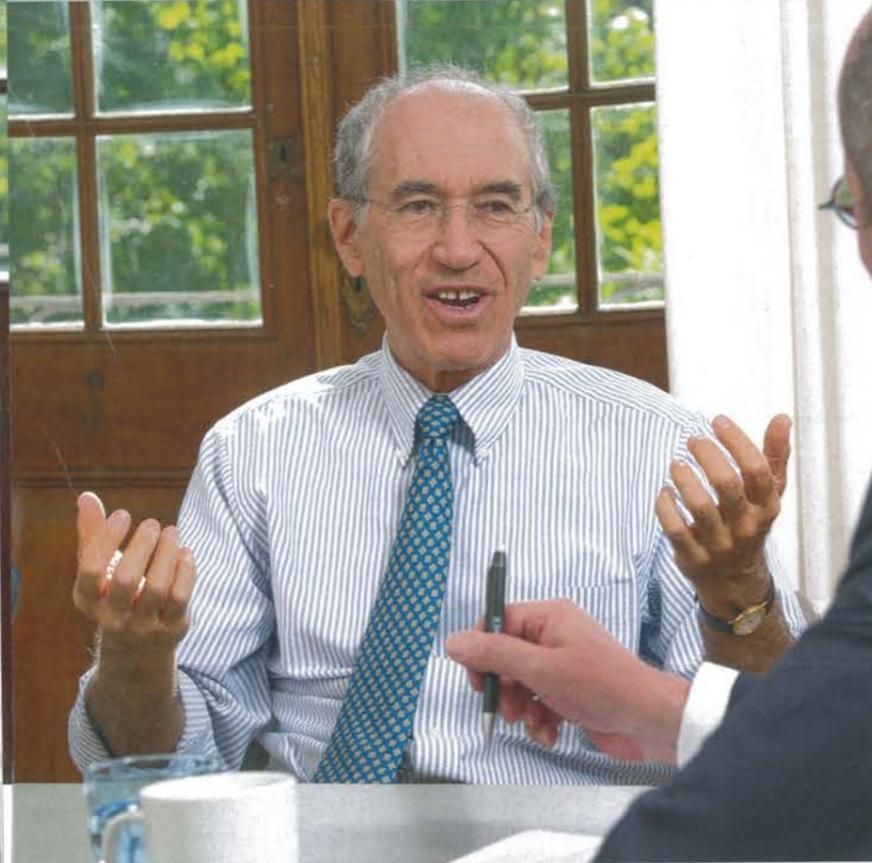
www.parvest.de  
@bnppip\_com

Parvest ist ein UCITS IV SICAV gemäß Luxemburger Recht. Herausgeber dieser Anzeige ist BNP Paribas Asset Management S.A.S. (BNPP AM)\*, ein Mitglied der BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)\*\*. \*Die BNP Paribas Asset Management S.A.S. ist von der AMF (Autorité des Marchés Financiers) als Investmentgesellschaft nach französischem Recht unter der Nummer GP 96-02 zugelassen; Sitz der Gesellschaft 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, Frankreich, RCS Paris 319 378 832. \*\*BNP Paribas Investment Partners ist der globale Markenname für die von der BNP Paribas Gruppe angebotenen Asset Management Aktivitäten. Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte Ihren lokal zugelassenen Investment Partner.

Laden im  
**App Store**

Nur für iPad

TBWA/CORPORATE - © Jasse Kyttänen



»Nur weil das Auto schneller war als das Pferd, wurde es als Bedrohung wahrgenommen.«

Prof. Yakov Amihud, New York University

konnten Initiativen zur Einführung einer solchen Abgabe zweimal verhindert werden. Und ich denke, dass auch die Politiker hier in Europa diese Steuer am Ende nur immer weiter in die Zukunft verschieben werden, um sie dann schließlich im Sande verlaufen zu lassen, weil am Ende eben doch keiner die negativen Effekte haben will.

*Damit würde dann auch ein anderer Effekt nicht eintreten, der von einigen Akteuren sicherlich als vermeintlich angenehmer Nebeneffekt schon eingeplant war, nämlich eine Eindämmung des Hochfrequenzhandels.*

**Amihud:** Was in meinen Augen natürlich eine genauso dumme Idee wäre wie die Einführung der Transaktionssteuer. Die Menschen haben sich in ihrer Geschichte immer schon ohne nachvollziehbaren Grund gegen ein „Schneller“ gewehrt. Nur weil das Auto schneller war als das Pferd, wurde es als Bedrohung wahrgenommen. Das Gleiche gilt für die Einführung der Eisenbahn, die dann eben schneller war als das Auto und damit gleich wieder als Bedrohung empfunden wurde. Dabei muss man doch eines einfach anerkennen: Der Hochfrequenzhandel erhöht zunächst einmal die Liquidität an den Märkten, und das ist schon an sich eine gute Entwicklung. Denn eine der wichtigsten Erscheinungen, die die Wirtschaft tatsächlich in den vergangenen Jahrzehnten vorangebracht haben, ist eine erhöhte Liquidität im Markt und die damit verbundene Möglichkeit, zu jeder Zeit Wert-

Steuer würde am Ende den Anleger selbst treffen. Außerdem wäre fraglich, ob sich der gewünschte Effekt von Steuermehreinnahmen überhaupt einstellen würde. Und nicht zuletzt führt der Vergleich zu einer Art Sündensteuer wie bei der Besteuerung von Alkohol oder Zigaretten doch vollkommen in die Irre. Es mag ja durchaus sein, dass eine Alkohol- oder Tabaksteuer entsprechende Effekte eines geringeren Konsums nach sich zieht. Aber was wäre der Effekt einer Transaktionssteuer? Wenn Ihr Telefonprovider die Gebühren erhöht, dann versuchen Sie diese Mehrausgaben durch eine Reduzierung Ihrer Telefongespräche zu kompensieren. Auf die Börse übertragen hieße das, dass Anleger am Ende weniger handeln würden. Das aber würde der Wirtschaft insgesamt schaden, weil die Kapitalbeschaffungskosten für Unternehmen steigen würden. Denn wenn eine Erhöhung der Zinsen durch Mario Draghi und die EZB diesen Effekt hätte, wie sollte dann eine generelle Transaktionssteuer diese Kosten nicht nach oben treiben? Ein weiteres Resultat: Die Kurse von Aktien würden ins-

gesamt fallen. Ich lasse gern mit mir darüber diskutieren, wie stark dieser Preisverfall sein wird, aber er würde eintreten. Und vielleicht erst auf mittlere Sicht würden sich die erhofften Steuereinnahmen einstellen. Was wiederum bedeutet: Der unmittelbare Effekt ist negativ, verbunden mit lediglich einer Hoffnung auf langfristige positive Effekte. Für eine Volkswirtschaft nicht gerade eine gesunde Entwicklung. All diese Auswirkungen sind der Politik mit Sicherheit noch nicht wirklich bewusst. Das sollten sie aber sein – die Politik sollte zumindest wissen, was solche Maßnahmen tatsächlich bewirken würden.

*Bleibt die emotionale Ebene, weil die Leute eben sehen wollen, dass jemand für ihre Verluste während der Krise bezahlt.*

**Amihud:** Das mag sein, aber zum einen war es ja nicht die Investmentindustrie, die diese Krise verschuldet hat, und zum anderen sollte man nicht verkennen, dass es am Ende nicht die Finanzinstitute wären, die die Kosten dieser Steuer tragen würden, sondern die Anleger selbst. In den USA

## Smart Alpha – eine glänzende Idee



25+JAHRE  
MATHEMATISCHES  
INVESTIEREN

Smart-Beta-Strategien sind derzeit gefragt. Aber gibt es nicht eine smartere Alternative, die Investoren hilft, ihre Ziele zu erreichen? Die Strategien von INTECH machen da weiter, wo Smart Beta aufhört. Wir setzen auf die gemeinsame Renditequelle der beliebtesten Smart-Beta-Strategien – allerdings verwenden wir dabei eine Methode, die auf höhere Erträge bei geringerem Risiko abzielt.

Wir nennen das Smart Alpha.

Bei INTECH nutzen wir seit mehr als 25 Jahren unseren Smart-Alpha-Ansatz auf den verschiedensten Aktien-Märkten für institutionelle Investoren weltweit.

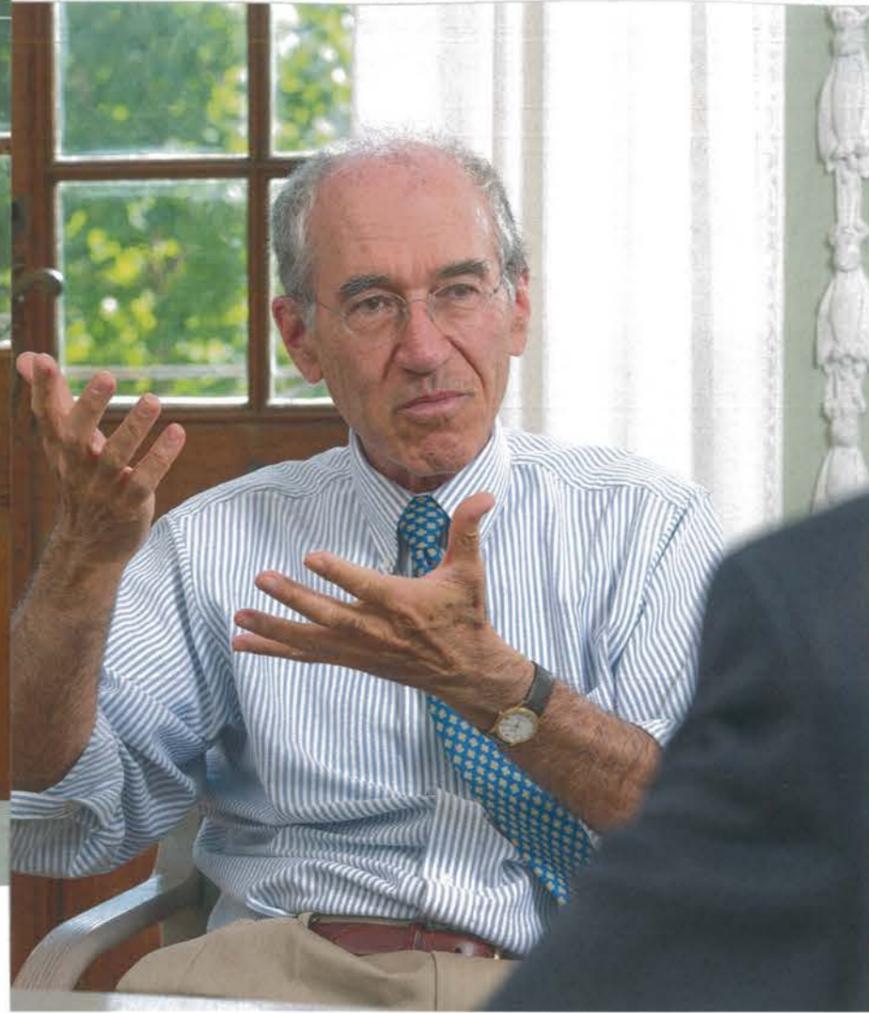
Bringen auch Sie mit INTECH Ihre Investmentstrategie zum Glänzen. Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte:

Weitere Informationen erhalten Sie telefonisch unter

**+49 69 505 060 573** oder per E-Mail an [Christian.Damico@janus.com](mailto:Christian.Damico@janus.com).

**INTECH**

Herausgegeben von Janus Capital International Limited, einem von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich und von der Financial Services Authority in Dubai als Repräsentanz zugelassenen und beaufsichtigten Unternehmen.  
Dieses Dokument ist weder als Anlageberatung noch als Verkaufsangebot, Aufforderung zum Kauf oder Empfehlung für Wertpapiere auszulegen, es sei denn, diese erfolgen gemäß einer Vereinbarung im Einklang mit den geltenden Gesetzen, Regeln und Vorschriften. Die Janus Capital Group und ihre Tochtergesellschaften haften weder für eine vollständige oder auszugsweise rechtswidrige Verbreitung dieses Dokuments an Dritte, noch für hieraus gewonnene Informationen.  
Intech Investment Management LLC handelt als Unterberater der Janus-Capital International Limited.  
Nur für institutionelle Anleger und Wholesale-Kunden. AMG-0814(20)1114 Europe PR



»Der Hochfrequenzhandel erhöht zunächst einmal die Liquidität an den Märkten, und das ist schon an sich eine gute Entwicklung.«

Prof. Yakov Amihud, New York University

ist doch im Grunde eine durchaus positive Erscheinung bei Menschen, solange sich die Sättigung dieser Gier im Rahmen legaler und ethischer Grenzen abspielt.

*Glauben Sie tatsächlich, dass Gier sich von Gesetz und Ethik leiten lässt?*

**Amihud:** Was ist so falsch an dieser Erwartung? Schließlich ist doch jeder von einer gewissen Gier getrieben. Jeder möchte doch im Grunde seine Lebensumstände verbessern, jeder würde es wohl nicht ablehnen, mehr Geld zu verdienen. Man muss nur hoffen, dass wir alle uns dabei im Rahmen von Gesetzen und Ethik bewegen. Denn seien wir doch ehrlich: Im Grunde versuchen doch alle, die Grenzen manchmal mehr oder weniger weit auszudehnen, um sich hier und da einen Vorteil zu verschaffen. Deshalb wird man sicher für Kontrollmechanismen, wie sie auch für andere Lebensbereiche bestehen, sorgen müssen. Aber an der Gier an sich ist doch nichts auszusetzen – weil sie die Menschen zu besseren Leistungen antreibt. Ein Rockefeller wollte natürlich Geld verdienen, aber er hat auch die Ölindustrie in den USA und in der Welt erst zu dem gemacht, was sie heute ist. Und auch Henry Ford hat bei der Erfindung des Fließbands nicht an unser aller Wohl gedacht. Er wollte einfach besser sein als sein Konkurrent General Motors.

chen Gebäude anmietet. Oder man kauft einfach die Aktie des Hochfrequenzhändlers, um an dessen Vorteilen zu partizipieren. Es wird immer Vorteile geben, die der eine gegenüber dem anderen hat. Wenn Sie in der Lage sind, sich über Yahoo oder Google oder den Zugang zu einer besonderen Datenbank schnellere und bessere Informationen über ein Unternehmen zu beschaffen, dann kann ich Sie schließlich auch nicht dafür verklagen, dass Sie diese Informationen dazu genutzt haben, davon zu profitieren, etwa indem Sie Aktien des Unternehmens über die Börse gekauft haben, weil Sie von einem anstehenden deutlichen Anstieg der Gewinne erfahren haben.

*Das hört sich ja fast danach an, als wenn Sie es geradezu gutheißen würden, wenn auch irgendwann wieder die Gier auf Seiten der Anleger zurückkehren würde.*

**Amihud:** Warum auch nicht, denn die Gier

papiere kaufen und verkaufen zu können. Wenn man heute Aktien handelt, dann ist das erheblich preiswerter als noch vor einigen Jahren, und das wirkt sich doch sogar als Effizienzgewinn auf den Sparplan oder den Pensionsfonds der Leute aus, um nur einige einfache Beispiele zu nennen. Außerdem hat eine höhere Liquidität zu einer sehr viel größeren Transparenz bei der Preisfindung von Wertpapieren geführt.

*Die Kritik gegenüber den superschnellen Händlern bezieht sich dabei ja unter anderem auf die Tatsache, dass die entsprechenden Unternehmen ihre Büros in unmittelbarer Nähe zur Börse ansiedeln, nur um den sozusagen physischen Vorteil einer kürzeren Leitung zu den Computern der Börse zu haben.*

**Amihud:** Natürlich haben sie diesen Vorteil, aber den kann schließlich jeder haben, indem er sich ebenfalls ein Büro im glei-

## COCO-BONDS

# Neue Anlageklasse mit hohem Ertragspotenzial

**CoCo-Bonds werden von Banken begeben, um ihre Kapitalausstattung zu stärken. Für Anleger können sie auf der Suche nach einer hohen Verzinsung ein interessantes Investment darstellen, sofern die damit verbundenen Anlagerisiken richtig eingeschätzt werden.**

**C**oCo-Bonds<sup>1</sup> sind eine spezielle Form von nachrangigen Anleihen, die unter gewissen Bedingungen in Eigenkapital umgewandelt werden können. Sie werden hauptsächlich von Banken begeben und sollen ihnen rasch zu neuem Eigenkapital verhelfen, falls sie die gesetzlich vorgeschriebene Mindestkapitalisierung aufgrund einer Schieflage unterschreiten.

### Funktionsweise von CoCos

CoCos sind mit einem Nominalzins ausgestattet. Zudem weisen sie einen Trigger (Auslöser) auf. Dieser bezieht sich auf eine bestimmte Eigenkapitalquote der Emittentin. Unterschreitet die Eigenkapitalquote zum Beispiel infolge eines hohen Verlusts den Trigger, erfolgt je nach Ausgestaltung der Anleihe entweder die automatische Umwandlung in Aktien oder die Abschreibung des Nominalwerts. Die Pflichtwandelung bzw. Pflichtabschreibung kann zudem von der zuständigen Regulierungsbehörde ausgelöst werden, wenn diese zum Schluss kommt, dass die Solvenz der Emittentin gefährdet ist. Der Trigger muss dabei nicht zwingend erreicht worden sein. CoCos stellen die risikoreichste Anleiheklasse von Banken dar. So besteht insbesondere das Risiko, dass der Anleger einen substantiellen Kapitalverlust erleidet, falls die Pflichtwandelung bzw. Pflichtabschreibung erfolgt. Bei einer bestimmten Kategorie von CoCos geht er zudem das Risiko ein, dass die Zinszahlungen ausfallen, denn die Emittentin kann diese bei Bedarf aussetzen. CoCos kompensieren das im Vergleich zu vorrangigen Bankanleihen deutlich höhere Anlagerisiko mit einer entsprechend hohen Verzinsung. Je nach Ausgestaltung der Anleihe liegt das Renditeniveau derzeit (per Ende August 2014) bei fünf bis acht Prozent. Vorrangige Anleihen von europäischen Banken rentieren im Vergleich dazu 1 bis 1,5 Prozent, und die Renditen von europäischen Hochzinsanleihen, die vornehmlich von Industrieunternehmen emittiert werden, liegen bei 3,5 bis vier Prozent.

### Finanzkrise als Wegbereiter

Bei den CoCos handelt es sich um ein noch junges Anlagensegment. Dessen Entwicklung ist hauptsächlich auf die Finanzkrise zurückzuführen. Nachdem etliche Banken mit staatlichen Mitteln gerettet werden mussten, haben die Regulierungsbehörden strengere Eigenmittelvorschriften für Banken (Basel III) erlassen. Diese zwingen Finanzinstitute, bis Ende 2018 schrittweise zusätzliches Eigenkapital zu beschaffen. Dabei bieten sich CoCo-Anleihen an, denn sie können dem regulatorischen Eigenkapital angerechnet werden und sind für die Banken günstiger als eine Aktienkapitalerhöhung. Schweizer und britische Banken spielten bei der Emission von CoCos eine Vorreiterrolle. So begab zum Beispiel Credit Suisse ihre erste CoCo-Anleihe im Februar 2011. Per Ende August 2014 waren am CoCo-Markt rund 75 Milliarden Euro ausstehend, wobei mehr als die Hälfte im laufenden Jahr ausgegeben wurde. Da sich die regulatorischen Rahmenbedingungen und die steuerliche Behandlung von CoCos in nächster Zeit in diversen europäischen Ländern klären dürften, ist mit einem anhaltend starken Marktwachstum zu rechnen.

### Fonds als bevorzugte Lösung

Der CoCo-Markt bietet bereits heute ein breites Spektrum an Anlagemöglichkeiten. Die Auswahl und Überwachung von Einzelinvestments ist allerdings aufwendig, denn CoCos stellen aufgrund des Eigenkapitalbezugs zur Emittentin relativ komplexe Anlageinstrumente dar und bergen hohe Risiken bis zum Totalverlust des Investments. Zudem können sie sehr unterschiedlich ausgestaltet sein. Als Alternative zu Einzelanlagen bieten sich Fondslösungen an. Zurzeit ist das Fondsangebot noch sehr eingeschränkt. Mit zunehmender Marktbreite sollten nun aber vermehrt interessante Produkte lanciert werden.

<sup>1</sup>CoCos steht für Contingent Convertible Bonds (bedingte Wandelanleihen). Da CoCo-Anleihen verschieden ausgestaltet werden können, wird heute auch der Begriff Contingent Capital Bonds verwendet. | Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind kein verlässlicher Indikator für laufende und zukünftige Ergebnisse.

## PARTNER-PORTRÄT

Credit Suisse (Deutschland) AG

CREDIT SUISSE



**Sandro Bund,**  
Ansprechpartner für institutionelle Kunden

### Firmenporträt

Die Credit Suisse wurde 1856 gegründet und zählt zu den weltweit führenden Finanzdienstleistern. Als integrierte Bank kann sie ihren Kunden ihre Expertise aus dem Private Banking, Investment Banking und Asset Management aus einer Hand anbieten. Der Bereich Asset Management ist ein bedeutendes Standbein innerhalb der Division Credit Suisse Private Banking & Wealth Management und bietet weltweit Anlagelösungen und Dienstleistungen an. Mit über 600 Anlagespezialisten in 18 Ländern verfügen wir über umfassendes Expertenwissen in den Bereichen traditionelle sowie alternative Anlagen und betreuen Kundenvermögen im Umfang von 311 Milliarden Euro (per 30. Juni 2014). Unsere Anlagespezialisten liefern eine starke Anlageperformance, die den Kunden über unsere breit gefächerte Produktpalette sowie kundenspezifische Lösungen zur Verfügung steht.\*

### Kontakt

Credit Suisse (Deutschland) AG  
Junghofstraße 16  
D-60311 Frankfurt am Main

Tel.: ..... 069/75 38-1028

Fax: ..... 069/75 38-1090

E-Mail: ... sandro.bund@credit-suisse.com

Internet: ..... www.credit-suisse.de