

# Wem gehört der Ertrag von Leihgeschäften?

Investoren sollten die Verleihpolitik eines Fonds kennen.

JACQUES-ETIENNE DOERR

Die Wertpapierleihe ist bei klassischen Fonds und ETF die Regel. Bei Wertpapierleihgeschäften verleihen Marktteilnehmer Titel an andere Marktteilnehmer. Die Verleiher werden dafür in der Regel entschädigt. Ausserdem hinterlegt der Borger üblicherweise Sicherheiten (vgl. Grafik). Sind es Barmittel, können sie für die Dauer der Leihe reinvestiert werden. Fonds können also auf zweierlei Art Zusatztrag erwirtschaften: durch die Gebühr und die Reinvestition der Sicherheiten. So weit die Theorie. Manche Anleger gehen davon aus, die Wertpapierleihe sei eine Art risikofreie Zusatzrendite. Doch spätestens die Finanzkrise hat einmal mehr gezeigt, dass es risikofreie Anlagen nicht gibt.

Bei Leihgeschäften kommen zwei Strategien zum Tragen: Fonds verleihen entweder eine begrenzte Anzahl knapper Wertpapiere oder ein hohes Volumen weniger begehrter Papiere. Nur knappe Wertpapiere, nach denen eine hohe Nachfrage besteht, bringen auch eine attraktive Prämie ein. Handelt es sich um ein Papier mit geringer Nachfrage und einer grossen Zahl möglicher Verleiher, vermindert sich die Prämie und sinkt unter Umständen gegen null. Letzteres würde bedeuten, dass die Verleiher nur noch durch die Reinvestition der Sicherheiten eine Ertragschance haben. Spätestens da wird ersichtlich, warum Leihgeschäfte nicht ohne Risiko sind.

## Risiken tragen die Anleger

Fondsanbieter müssen bei der Reinvestition Risiko und Rendite gegeneinander abwägen. Eventuelle Reinvestitionsverluste trägt der Fonds, konkret die Anleger. Durch vorsichtige Strategien lässt sich das Risiko zwar minimieren, jedoch sinkt damit auch die Rendite – und das ist nicht das einzige Risiko.

Bestimmte Marktteilnehmer wie zum Beispiel Hedge Funds leihen sich Wertpapiere häufig für Leerverkäufe und spekulieren auf fallende Kurse, um die Titel später günstiger zurückkaufen zu können und dem Verleiher zurückzugeben. Steigt aber der Preis, erleidet der Borger Verluste. Für den Fonds entsteht ein Gegenparteirisiko, denn in extremen Fällen kann der Borger die Wertpapiere nicht vollständig zurückgeben oder gerät in Zahlungsausfall. Sind die Sicherheiten zu knapp, um den Fehlbetrag zu decken, entstehen Verluste, für die am Ende wieder die Fondsanleger aufkommen müssen.

Es ist kein Zufall, dass die Debatte über Risiken bei Leihgeschäften im Zug der Finanzkrise wieder aufgeflammt ist. Das Reinvestitions- wie auch das Gegenparteirisiko sind deutlich zutage getreten. Investoren sollten sich deshalb über die Verleihpolitik eines Fonds informieren und auch darauf achten, dass der Leihtraher tatsächlich dem Fonds, also den Anlegern zufließt und nicht als

Gewinn beim Fondsanbieter verbucht wird. Dessen hat sich mittlerweile auch die Regulierung angenommen. So verpflichtet die europäische Regulierungsbehörde Esma Fondsanbieter seit diesem Jahr, Nettoerträge vollständig an die Fonds auszuschütten. Das ist vor allem deshalb begrüssenswert, weil die Investoren bei Leihgeschäften das Risiko tragen und nicht die Anbieter.

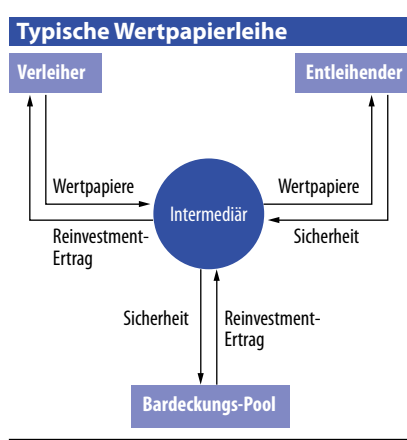
Auch Interessenkonflikte spielen bei der Wertpapierleihe eine Rolle. Man sollte zumindest nicht vergessen, dass die Interessen der lehenden und der verleihenden Partei bei Leerverkäufen entgegengerichtet sind: Wo Anleger auf steigende Kurse setzen, hoffen Leerverkäufer auf einen Preisrückgang. Kommt es zu grösseren Marktverwerfungen, kann ein starker Anstieg an Leerverkäufen die Kurse zum Nachteil der Anleger zusätzlich belasten. Deshalb haben einige Behörden während der Finanzkrise Leerverkäufe temporär verboten.

## Interessenkonflikte

Auch der Leihprozess ist nicht ohne Interessenkonflikte. Leihgeschäfte finden in der Regel nicht direkt zwischen Borger und Verleiher statt, sondern über einen Intermediär. Er ist nicht selten auch für die Verwaltung und die Reinvestition der Sicherheiten verantwortlich und wird entsprechend am Ertrag beteiligt. Da er aber nicht für Verluste aufkommt, besteht ein Anreiz, den Ertrag durch riskantere Anlagen zu optimieren. Das Risiko tragen wiederum die Anleger.

All das bedeutet nicht, dass Wertpapierleihe grundsätzlich nachteilig ist. Wichtig sind Transparenz und ein robustes Risikomanagement. Durch sorgfältige Überprüfung der Gegenparteien und konservative Reinvestition der Barsicherheiten können Ausfall- und Verlustrisiko deutlich verringert werden. Auch eine Überbesicherung und die tägliche Mark-to-Market-Bewertung der Sicherheiten können Risiken reduzieren. Leihprogramme mit robuster Risikokontrolle, die den Nettoertrag vollständig an Investoren ausschütten, können für Anleger Mehrwert schaffen.

Jacques-Etienne Doerr, Managing Officer, Vanguard Switzerland.



## FONDSSPLITTER

### Multi-Asset-ETF

Besser sein als der Index: Das strebt eine Vielzahl von Strategien unterschiedlichster Bezeichnungen und Herkunft an. Die aus diversen Anlageklassen mit wechselnder Gewichtung zusammengefassten Konzepte standen wegen ihrer Komplexität lange Zeit nur institutionellen Investoren zur Verfügung. Nun werden sie als Indexfonds auch für kleineren Depots interessant. Seit Mitte Juli liegt ein erstes solches Produkt in Europa vor, der UBS ETF MAP Balanced 7 UCITS ETF, gehandelt in Dollar und kotiert an der SIX. Er investiert in Aktien, Rohstoffe, Anleihen und Cash, regelbasiert und monatlich angepasst an die aktiven Multi Asset Portfolios (MAP) der UBS. Die Zielvolatilität ist mit 7% niedrig und in unsteter Marktlage dementsprechend attraktiv.

### Die andere Sicht

Finanzmärkte sind das Ergebnis unzähliger sozialer Interaktionen. Information und Kommunikation spielen eine entscheidende Rolle. Entsprechend können aus der Art und Weise, wie sich Marktteilnehmer verhalten und kommunizieren, wichtige Hinweise über das Funktionieren komplexer Systeme wie eben der Finanzmärkte hergeleitet und interpretiert werden. André Würth, Asset Manager und Leiter von AS Asset Services in Auvernier-Neuchâtel, hat sich dieser Einsicht verschrieben. Als Fondsmanager orientiert sich der Systemtheoretiker an sozialwissenschaftlichen Erkenntnissen und hat damit Erfolg. Über die Finanzmärkte als Kommunikationssysteme referiert er auch in Lehrgängen, aktuell an der Universität Zürich. **HF**

# «Töchter gefallen an der Börse besser als Mütter»

FUW-FONDSMANAGER-INTERVIEW BALTHASAR MEIER So setzt WMPartners auf Emerging Markets.

Herr Meier, der WMP Emerging Established Leaders investiert in kotierte Tochtergesellschaften und lokale Joint Ventures globaler Konzerne in Schwellenländern. Trotz dieser Besonderheit wurde er vom Rückschlag der Emerging Markets nicht verschont. Gab es viele Rücknahmen im Fonds?

Nein, Rücknahmen gab's fast keine. Der Fonds strebt innerhalb des Emerging-Markets-Spektrums nach langfristigem konstantem Mehrwert, was er auch in der schwierigen zurückliegenden Zeit erfüllt hat. Seit der Lancierung vor drei Jahren weist er ein klares Plus auf. Wer mit einem Zeithorizont von einem Jahr in Emerging Markets investiert, hat die falsche Wahl getroffen.

Bleiben Emerging Markets ein Wachstumsthema, oder ist mit den strukturellen Problemen in Indien, in Brasilien und der Wachstumsabkühlung in China ein anderes, nüchteres Zeitalter angebrochen? Mittel- und längerfristig bleiben die Schwellenmärkte absolut ein positives Thema. Der Kapitalabfluss hat mit der Ankündigung der US-Notenbank im Mai zu tun, das Liquiditätsprogramm zu einem noch unbestimmten Zeitpunkt schrittweise zurückzufahren. Das ist die kurzfristige Optik. Mittel- und längerfristig ist das strukturelle Wachstum in den Schwellenländern intakt und wird stark getrieben durch die rasch wachsende Mittelschicht in den meisten dieser Volkswirtschaften.

Unter den hochgelobten Bric – Brasilien, Russland, Indien, China – ist in Brasilien und Indien die Währung eingebrochen und hat viel Vertrauen zerstört. Glauben Sie wirklich an ein Comeback?

Der Reiz der Schwellenländer liegt in der hohen Wachstumsdynamik, und selbst in Indien ist ja nicht Wachstum das Problem. Die meisten Unternehmen arbeiten mit Erfolg. Die Schwierigkeiten liegen anderswo, in einer ineffizienten Infrastruktur, in der Inflation, im Haushalts- und im Leistungsbilanzdefizit, was den Währungsrasch verursacht hat. Gerade im Konsumsektor, auf den wir uns konzentrieren, sind die Wachstumschancen intakt. Und was China angeht, so mehren sich dort die Anzeichen einer allmählichen Wiederbelebung, getrieben von einem stärkeren Binnenmarkt, so wie es die Regierung zur Sicherung des langfristigen Wachstums vorsieht. Dann investieren wir in Frontier Markets, afrikanische vor allem, wo verschiedene Titel dieses Jahr geradezu explodiert sind. Je mehr Länder am Wohlstand teilhaben, desto grösser wird der Konsumbedarf – nicht nur für Luxus, das sind die Reichen und die Superreichen, sondern für Güter des täglichen Bedarfs wie Gesundheitsartikel, Nahrung und Getränke.

Gibt's andere Risiken, die Sie fürchten?

Angst hätten wir vor Firmenpleiten. Auch deshalb sind wir fast ausschliesslich in Unternehmen mit starker Bindung zu internationalen Konzernen engagiert. Auch wenn es bei einer Tochter oder einer Halbtöchter mal schlechter läuft, stellt die Mutter ihre lange Aufbauarbeit für Marken und Marktanteile nicht gleich in Frage. Einerseits sind die grossen Konzerne



BILD: ZVG

«Die Töchter haben bessere Erfolgsperspektiven, weil sie ausschliesslich in Wachstumsmärkten tätig sind.»

BALTHASAR MEIER

schon seit Generationen vor Ort und sind mit den lokalen Verhältnissen bestens vertraut. Andererseits haben die Töchter den Müttern punkto Flexibilität und Dynamik viel voraus. Die Vorteile der Tochter-Mutter-Kombination sind vielfältig.

Sie denken an die Finanzierung?

Ein wichtiger Punkt, weil sich die Mutter in der Regel günstiger als die Tochter finanzieren kann. Aber auch bei der Planung, dem Management und dem Know-how-Austausch, dem zentralen Einkauf, dem Reporting und der Compliance entstehen Synergien – alles Faktoren, von denen letztlich auch der Anleger profitiert. Hinzu kommt das geringe Gegenparteirisiko. Zudem haben die Töchter bessere Erfolgsperspektiven, weil sie ausschliesslich in Wachstumsmärkten tätig sind. So werden sich die Präferenzen des indischen Konsumenten über die Jahre vom einfachen Nescafé-Produkt hin zu Nespresso-Kapseln entwickeln. Das Potenzial ist enorm.

Die Hoffnungen der Weltwirtschaft beruhen nicht zuletzt darauf, dass China mit einem stärkeren Akzent auf die Binnenwirtschaft neues Wachstumspotenzial erschliesst. Geht die Rechnung auf?

China profitiert in dieser Hinsicht vom grossen Einfluss der Zentralregierung und wird den Umbau schneller und erfolgreicher bewältigen als andere Schwellenländer, die ebenfalls den Fokus verstärkt auf die Infrastruktur, den Binnenkonsum und die Bedürfnisse einer jungen und urbanen Generation legen, wie beispielsweise Brasilien oder Indien. Auch mit einem Wachstum von 6 oder 7% wie jetzt in der Transformationsphase hat China immer noch die Nase vorn. Die konjunkturelle Aufhel-

lung in den USA und die Stabilisierung in Europa verbessern die Chancen weiter. Wenn jetzt noch das Problem der Schattenbanken angepackt wird – erste Schritte dazu sind gemacht –, wird man als Anleger an China längerfristig noch viel Freude haben. Das gilt nicht nur für China. Die stärkere Betonung des Binnenkonsums findet mit unterschiedlicher Geschwindigkeit und je nach Wirtschaftsniveau in allen Schwellenländern statt.

In welchen Sektoren und Aktien spürt der Investor diesen Wandel am ehesten?

Bei Convenience-Produkten wie Zahnpasta und Hygienepapier ist der Pro-Kopf-Verbrauch nach wie vor sehr niedrig. Dies gilt auch für Tiefkühlprodukte, Zigaretten und Getränke. Tsingtao ist einer unserer Favoriten. Die Marke ist in China bestens eingeführt und besitzt mit Asahi aus Japan starken Rückhalt.

Bieraktien sind im Fonds besonders prominent vertreten, weshalb?

Der beste Anhaltspunkt ist wieder der Verbrauch. In China, dem inzwischen global grössten Verbraucher, beträgt er rund 36 Liter pro Kopf, während es zum Zeitpunkt der Öffnung des Landes rund 6 Liter waren. In der Schweiz sind es knapp 60 Liter, in den USA 90 und in Bayern rund 220 Liter. Der Bierverbrauch spiegelt die veränderten Konsumgewohnheiten recht gut.

Für viele Frontier-Märkte und überhaupt Länder mit mehrheitlich moslemischer Bevölkerung dürfte das Bier ein schlechter Indikator sein. Was sind Alternativen?

Punkto Alkohol ja. Aber die grossen Brauereien produzieren ja auch alkoholfreies Bier und Soft Drinks. Da ist eine ähnliche Verbrauchssteigerung festzustellen, sodass der Getränkemarkt allgemein einen guten Indikator darstellt.

Periodisch sorgen Lebensmittelskandale für Schlagzeilen. Wie gross sind die Haftungsrisiken für Konsumunternehmen?

Sie sprechen den Milchpulvermarkt in China an. Es ist ein grosser Unterschied, ob ein Produkt von einem globalen Konzern mit intensiver und umfassender Qualitätskontrolle oder einem unabhängigen lokalen Hersteller kommt. Ein Grosskonzern kann sich nicht den kleinsten Fehlern leisten. Das Risiko in unseren Positionen ist daher eher gering.

Was sind neue, noch kaum erschlossene Wachstumsmärkte?

Unter anderem Fast Food, was wiederum mit der stark wachsenden urbanen Bevölkerung zu tun hat. Ein noch grösserer Zukunftsmarkt sind Pharmaprodukte. Selbst wenn es schwierig ist, in den Schwellenländern gute Pharmaunternehmen zu finden, weil die multinationalen Konzerne schon sehr viel besetzt haben, widmen wir diesem Thema grosse Aufmerksamkeit. Da ist Indien ein wichtiger Markt. Mit der Konzentration auf Konsum, dem Tochter-Mutter-Konzept und einem Mehrwert von durchschnittlich 8% über der Benchmark MSCI Emerging Markets seit der Einführung des Fonds im Frühjahr 2010 wännen wir uns auf gutem Weg.

INTERVIEW: HANSPETER FREY

## Facts & Figures

### Teamwork

Der WMP EM Established Leaders Fund des Zürcher Vermögensverwalters WMPartners bietet mit Fokus auf kotierte Töchter multinationaler Konzerne einzigartigen Zugang zu Schwellenmärkten. Vom aktiven, mit 41 Mio. Fr. noch relativ kleinen Fonds verspricht sich WMP anhaltendes Wachstum. Zur lokalen Unterstützung greifen Manager Balthasar Meier und Co-Manager Thomas Germann auf ein Marktforschungsinstitut in Indien zurück. «Feldforschung statt Zahlenberge», sagt Meier. Sein Vater war Bankier, der Bruder ist der Performancekünstler und Musiker Dieter «Yellow» Meier. **HF**

### WMP EM Established Leaders Fund

Top-5-Positionen	Land	Anteil in %
Tsingtao Brewery	China	3,89
Nestle (Malaysia)	Malaysia	3,74
Nigerian Breweries	Nigeria	3,73
Nestle Nigeria	Nigeria	3,71
Nestle India	Indien	3,62

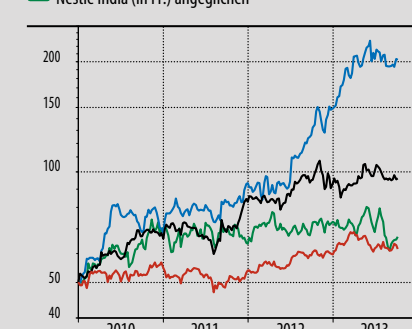
Verwaltungsgebühr/TER in % 2,0 / 1,38  
Performance in % YTD 1 Jahr 3 Jahre  
-3,74 -0,97 13,81

Morningstar Rating™ ★★★★★

Quelle: FuW-Online Marktdaten

### Nestlé N

— Nestlé N: 62.10 Fr., Valor 3886335  
— Nestlé (Malaysia) (in Fr.) angeglichen  
— Nestlé Nigeria (in Fr.) angeglichen  
— Nestlé India (in Fr.) angeglichen



Quelle: Thomson Reuters / FuW