

Wall-Street-Notizen

Anheuser-Busch im Visier von Inbev

	Freitags-Schluss (23. 5.)	5 Tage in %	1 Jahr in %	5 Jahre in %
Dow Jones	12 480	-4,21	-7,61	45,09
S&P 500	1376	-3,55	-9,22	47,44
Nasdaq	2445	-2,84	-4,40	61,89

Quelle: Bloomberg

dek. Zum Sommeranfang stösst man hierzulande gerne mit einem kühlen Bud light an. Die Biermarke aus St. Louis gehört zum erlauchten Klub von Superbrands, ähnlich wie Coca-Cola oder Nike. Doch Bud, wie das Unternehmen Anheuser-Busch (AB) in Anlehnung an seine wichtigste Marke genannt wird, hat im Gegensatz zu anderen grossen Marken Mühe, seine Marktposition zu halten. Als Folge davon ist der Aktienkurs in den letzten Jahren kaum vom Fleck gekommen. Nun steht offenbar die Konkurrenz vor der Tür und ist bereit, den Konzern mit einer saftigen Prämie zu übernehmen. Das Gerücht ist zwar schon länger ein Thema an der Wall Street, doch am letzten Freitag sind plötzlich klare Details zum Übernahmeversuch betreffend Bud bekanntgeworden. Offenbar plant die belgische Inbev einen Kauf von AB und ist bereit, bis zu 65 \$ je Aktie zu zahlen. Am Markt ist das Gerücht ernst genommen worden, was zu einem Kurssprung der AB-Aktie um rund 7% auf \$ 56.60 führte.

Aus der Sicht von Inbev wäre eine Akquisition von Bud durchaus nachvollziehbar. Zum einen würde sich der belgische Bierriese damit auf einen Schlag rund 45% des amerikanischen Biermarktes holen. Zum anderen hätte Inbev auch die Möglichkeit, die Bud-Marke weltweit zu vermarkten, ein Vorstoss, der den Managern in St. Louis bisher nicht gelungen ist. Inbev verkauft die eigenen Biermarken, wie etwa Stella Artois oder Beck's, bereits über das Distributionsnetz von Bud in den USA. Grösse ist alles im Biergeschäft, und das zeigt sich vor allem in den USA, wo sich neben AB auch Coors/Miller, ein Joint Venture zwischen Molson Coors und SAB Miller, hohe Marktanteile gesichert hat. Die Schwierigkeit für neue Konkurrenten am Markt ist jeweils, das Distributionsnetz der Konkurrenz zu umgehen, um das Bier in die Regale der Supermärkte und in die Bars und Restaurants zu bringen.

Interessant an den derzeitigen Spekulationen um Bud und Inbev ist vor allem der Zeitpunkt. Inbev hat seit der Fusion zwischen Interbrew und Ambev in Brasilien eine spektakuläre Performance hingelegt. Sie hat Marktanteile gewonnen und stark vom Wachstum in den aufstrebenden Märkten profitiert. Doch im letzten Quartal sind plötzlich Spuren einer Verlangsamung selbst in dynamischen Märkten wie Brasilien oder Russland sichtbar geworden. Insofern gehen die Akteure der Wall Street davon aus, dass der internationale Biermarkt möglicherweise eine Pause einlegen wird, was sich dementsprechend auf die Aktien der führenden internationalen Bierkonzerne ausgewirkt hat. Für Inbev ist also der Zeitpunkt gekommen, das Gewinnwachstum mit Akquisitionen anzukurbeln.

Tagesgespräch an der Börse

Die UBS-Aktien unter Druck

ti. Die Aktien der UBS haben in einem schwächer tendierenden Gesamtmarkt bei hohen Umsätzen um 5,8% tiefer bei Fr. 28.20 geschlossen. Hinter diesen neuerlichen Kursverlusten stehen Überlegungen im Zusammenhang mit der bevorstehenden Bezugsrechtsemission, die der Bank neue Mittel von rund 16 Mrd. Fr. sichern soll. Auf der Basis der Konditionen der Emission (vgl. NZZ 23. 5. 08) lässt sich ein theoretischer Preis der UBS-Aktien nach Kapitalerhöhung von Fr. 28.14 errechnen. Offenbar nähern sich die Börsennotierungen der theoretischen Orientierungsmarkte an. Hinzu kommt, dass der 925 Seiten starke Emissionsprospekt potenzielle Investoren auf eine lange Reihe von Risiken aufmerksam macht, die mit der Zeichnung neuer Aktien verbunden sein könnten. Darunter findet sich auch der Hinweis, dass die Bank weiterhin im amerikanischen Immobilienmarkt engagiert ist und auf diesen Positionen weitere Verluste erleiden könnte. Die Bewertung etlicher Positionen beruhe auf Modellen, deren Input-Grössen auf keinen beobachtbaren Ereignissen beruhen. Mit all diesen Hinweisen will sich die Bank gegen allfällige spätere Forderungen enttäuschter Anleger wappnen.

INHALT

Marktübersicht/Devisen	30
Aktien Schweiz	31
Aktien Europa/Eurex	33
Aktien Asien und Rohwaren	34
Optionsscheine	35
Obligationen/Zinsen	36

Anlagefonds werden immer teurer
Passiv verwaltete Exchange-Traded Funds (ETF) profitieren

Bei aktiv verwalteten Anlagefonds müssen Investoren immer tiefer in die Tasche greifen. Die Fondsanbieter machen dafür die Macht der Vertriebsgesellschaften und die hohe Regulierungsdichte verantwortlich. Index-Produkte profitieren von der Entwicklung.

feb. Die Gebühren für aktiv gemanagte Anlagefonds sind in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen, während passiv verwaltete Fonds wie Exchange-Traded Funds (ETF) günstiger geworden sind. Gemäss der Research-Gesellschaft Lipper hat sich die Total-Expense-Ratio (TER) für aktiv verwaltete, in Europa zugelassene Aktienfonds im Zeitraum 2002 bis 2007 von durchschnittlich 1,78% auf 1,88% erhöht. Auch für aktiv gemanagte Anleihenfonds müssen die Anleger immer tiefer in die Tasche greifen: Hier stieg die TER im selben Zeitraum von 1,02% auf 1,15%. Die TER oder Gesamtkostenquote eines Anlagefonds umfasst beispielsweise die Gebühren für das Management eines Fonds, für Wirtschaftsprüfer und die Depotbank. Die Ausgabe-Kommission, die beim Fondskauf zusätzlich fällig wird, ist darin nicht enthalten.

Salonfähige Performance-Fees

Ausserdem verlangen die Investmentgesellschaften von den Anlegern immer öfter Performance-Gebühren, die bei einem Anlageerfolg fällig werden. Laut Lipper veranschlagen mittlerweile rund 330 in der Schweiz zugelassene Anlagefonds eine solche Performance-Fee – im Durchschnitt beträgt diese 15,2% der Netto-Performance der Produkte. Der Trend hin zu solchen erfolgsabhängigen Gebühren kommt dadurch zustande, dass die Anlagefonds-Welt immer stärker mit dem Hedge-Funds-Universum zusammenwächst. Bei Hedge-Funds sind Performance-Fees üblich. Durch das «Verschwimmen» der Grenzen zwischen den Produktkategorien würden solche Gebühren nun auch bei traditionellen Anlagefonds salonfähig, sagt ein Vertreter von Lipper.

In einer Zeit, in der günstigere Exchange-Traded Funds (ETF) und strukturierte Produkte den traditionellen Anlagefonds das Geschäft streitig

machen, scheinen die Gebührenerhöhungen eine gewagte Strategie zu sein – zumal die ETF in den vergangenen Jahren ihre Tarife gesenkt haben. Gemäss Lipper ist die durchschnittliche Total-Expense-Ratio von europäischen ETF im Zeitraum 2002 bis 2007 von 0,49% auf 0,37% gefallen. ETF orientieren sich zumeist an Indizes, legen die ihnen anvertrauten Gelder also «passiv» an und sparen so Kosten bei der Verwaltung. Gemäss einer vergangene Woche vorgestellten Studie von Morgan Stanley hat sich das weltweite Volumen von ETF im Zeitraum 2000 bis 2007 auf rund 800 Mrd. \$ mehr als verzehnfacht.

Die Macht der Vertriebsgesellschaften

Die Anbieter herkömmlicher Anlagefonds rechtfertigen die Gebührenaufschläge unter anderem damit, dass Vertriebsgesellschaften und Banken einen immer höheren Anteil an der Managementgebühr der Fonds beanspruchen und sich nicht mehr – wie früher – mit der vom Investor beim Fondskauf entrichteten Anlagekommission zufrieden geben. Da Anlagefonds nicht in erster Linie gekauft, sondern von Vertriebsgesellschaften verkauft würden, komme diesen Unternehmen eine grosse Macht zu, der sich die Fondsgesellschaften oft beugen müssten, heisst es bei Lipper. Für Heinz Rothacher, Managing Director bei der Investmentgesellschaft Black Rock, ist die immer stärkere Regulierung der Produkte ein weiterer Grund für die höheren Gebühren, denn sie verursache Kosten. So seien viele Fondsgesellschaften zuletzt dazu gezwungen gewesen, ihre Rechtsabteilungen auszubauen. Ausserdem sei die Infrastruktur der Fonds teurer geworden.

Laut Martin Maurer vom Verband der Auslandsbanken in der Schweiz sind die Anlagefondsgesellschaften aber mitverantwortlich für die hohe Regulierungsdichte. In der Schweiz sei die Fondsmarktstruktur sehr oligopolistisch, und die Anbieter hätten die «Überregulierung» der Branche durch die «sehr retailorientierte» Eidgenössische Bankkommission (EBK) über Jahre hinweg mitgetragen. Folglich dürfe sich die schweizerische Fondsbranche nicht beschweren, dass sie nun bei den Gebühren vonseiten der strukturierten Produkte und der ETF unter Druck gerate.

Fonds-Industrie entdeckt qualifizierte Anleger
Ein attraktives Geschäftsmodell im Standortwettbewerb

Von Michael Bächle und Thomas Portmann*

Seit Anfang 2007 besitzt die Schweiz ein neues Fondsgesetz. Dieses soll den hiesigen Finanzplatz stärken, um die Wertschöpfungskette von Anlagefonds nicht nur im traditionell starken Vermögensverwaltungs- und Vertriebsbereich, sondern auch bei der Administration und Verwahrung kompetitiv abzudecken. Obschon weiterhin kein EU-weit harmonisierter Fonds-Vertrieb und keine ebensolchen Vermögensverwaltungs-Dienstleistungen möglich sind (kein sogenannter Europass), dürfte das Kollektivanlage-Gesetz (KAG) die Angebotsbreite für spezifische Anleger-Segmente dennoch nachhaltig erweitern.

Differenzierter Anlegerschutz

Ein zentrales Anliegen des KAG bleibt der Anlegerschutz. In Erweiterung der unter dem Anlagefondsgesetz (AFG) umgesetzten «Fonds für institutionelle Anleger» werden neu die Investorenschutz-Bedürfnisse differenziert, und mit dem «qualifizierten Anleger» aufgrund des vermindernten Schutzbedarfs wird ein Typus definiert, welchem ein grösseres Anlage-Universum offensteht. Als qualifiziert gelten dabei nicht mehr nur institutionelle (sprich professionelle) Anleger, sondern neu auch vermögende Privatpersonen. Damit öffnet sich den Produzenten ein breites Spektrum für den Absatz massgeschneiderter Anlagevehikel, während qualifizierte Anleger eine flexibel gestaltete und aufsichtsrechtlich überwachte Kollektivanlage erwerben können.

Internationaler Standortwettbewerb

Fonds für qualifizierte Anleger sind indes im internationalen Kontext kein Novum. Vielmehr orientierten sich diese an geltendem EU-Recht. Mehrere Staaten – etwa Luxemburg, Irland oder Liechtenstein – bieten solche Fonds bereits erfolgreich an. Dabei wird die von den Gesetzgebern offen formulierte Rechtsetzung durch die Praxis der Aufsichtsbehörden laufend konkretisiert, was etwa bei der Auslegung des Anlegerschutzes oder der Risiko-Vorschriften Unterschiede verursacht. Diese positiv zu wertende Flexibilität stösst umgekehrt bei steuerlichen Fragestellungen an ihre Grenzen: So beurteilen Steuerbehörden qualifizierte Fonds-Konstrukte unter anderem im Rahmen der derzeit international diskutierten Zinsbesteuerung eher kritisch.

Grundsätzlich sind Unterschiede in der Ausgestaltung das Resultat eines international ausgeprägten Standortwettbewerbes. Während das

minimale Lancierungs-Volumen für qualifizierte Anleger kaum restriktiv wirkt, sind die Mindestanzahl Anleger sowie die Diversifikations-Tiefe der Anlagepolitik wichtige Standortfaktoren: Irland und Liechtenstein ermöglichen einem einzelnen qualifizierten (Privat-)Anleger die Auflegung eines Fonds mit nur einer Anlage. Umgekehrt setzt die Schweiz für qualifizierte Fonds grundsätzlich auch die im Retail-Vertrieb gültigen Klassifizierungs-Arten mit entsprechenden Anlagevorschriften voraus. In Luxemburg hat die Aufsichtsbehörde die Anlagemöglichkeiten auf Zirkular-Ebene konkretisiert und der Anlageverwaltung eher weitgehende Freiheiten eingeräumt.

Die Schweiz verfolgt mit minimal fünf Investoren eine restriktivere Praxis als ihre Wettbewerber. Eine Aufhebung dieser vergleichsweise starken Einschränkung lässt die Eidgenössische Bankkommission nur aufgrund der Destinatärs-Theorie zu: So ist Pensionskassen die Auflegung von Einanleger-Fonds gestattet, weil dahinter eine Vielzahl von Anspruchsberechtigten steht. Umgekehrt wird ein einzelner qualifizierter Privatanleger sein Depot weiterhin nicht in eine separate Fondsstruktur überführen können. Dies soll nicht zuletzt ein mögliches Steuerschlupfloch schliessen, indem ein Anleger als «investment advisor» de facto die Anlageverwaltung seines eigens für ihn konzipierten Fonds vornimmt, während der de iure nach aussen auftretende Vermögensverwalter die Entscheide bloss umsetzt: Erstens sind Fonds-Transaktionen stempelsteuerfrei, und zweitens läuft ein aktiver Anleger nicht Gefahr, als gewerbmässiger Wertschriftenhändler klassifiziert und besteuert zu werden.

Wohin des Weges?

Trotz aller Attraktivität sind Fonds für qualifizierte Anleger domizilunabhängig für alle Anbieter eine grosse Herausforderung, trittsicher den schmalen Grat zwischen Flexibilität und Time-to-Market in einem dynamischen Umfeld zu beschreiten. Mit der Erweiterung in Frage kommenden – alternativer – Anlagen steigen nicht nur die Anforderungen an Research und Vermögensverwaltung; vielmehr werden auch Administratoren, Depotbanken und Vertriebseinheiten in ihre Systeme, Prozesse und Mitarbeiter investieren müssen, um kompetitiv zu bleiben. Differenzierter Anlegerschutz und flexible Anlagemöglichkeiten sind wichtige Schritte zur Stärkung der Produktionsstandorte kollektiver Anlagefonds. Mit dem neuen KAG wurden die Weichen zwar grundsätzlich richtig gestellt, gleichwohl bedarf es weiterer Anstrengungen, um die sich bietenden Chancen zu nutzen.

* Dr. Michael Bächle ist Mitglied der Geschäftsleitung der UBS Fund Management (Switzerland) AG; Dr. Thomas Portmann ist bei UBS Fund Services Global CRM für alle UBS-Geschäftsbereiche.

Aktienmärkte



	Vortag	Schluss	Veränderung
Schweiz			
SMI	7459.94	7363.90	-1.29%
SPI	6280.89	6205.82	-1.20%
Vereinigte Staaten			
Dow Jones	12479.63	geschlossen	-
S&P 500	1394.35	geschlossen	-
Nasdaq	2464.58	geschlossen	-
Europa			
Stoxx 50	3169.43	3162.16	-0.23%
Euro-Stoxx 50	3725.82	3724.90	-0.02%
Stoxx Gesamt	319.02	318.27	-0.24%
Grossbritannien			
FTSE 100	6087.30	geschlossen	-
Deutschland			
DAX Xetra	6944.05	6953.84	0.14%
Frankreich			
CAC 40	4933.77	4937.84	0.08%
Japan			
Nikkei 225	14012.20	13690.19	-2.30%

Devisenmärkte



Kurse 18.45 Uhr	Vortag	Schluss	Veränderung
Euro			
in Franken	1.6154	1.6155	0.01 Rp.
in Dollar	1.5784	1.5774	-0.10 Cent
in Yen	162.83	163.17	0.34 Yen
Dollar			
in Franken	1.0235	1.0245	0.10 Rp.
in Yen	103.20	103.48	0.28 Yen
Pfund			
in Franken	2.0280	2.0309	0.29 Rp.
Yen (100)			
in Franken	0.9915	0.9900	-0.15 Rp.
Franken (100)			
in Euro	61.9167	61.8805	-3.62 Cent
in Dollar	97.7231	97.6134	-10.97 Cent

Geld- und Kapitalmärkte



Jahresende 2007	Vortag	Schluss	
Geldmarkt (3 Monate)			
Franken-Libor	2.76%	2.78%	2.78%
Euro-Libor	4.68%	4.86%	-
Dollar-Libor	4.70%	2.64%	2.65%
Yen-Libor	0.90%	0.91%	0.92%
Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)			
Schweiz (10-j.)	3.05%	3.03%	3.04%
Deutschland (10-j.)	4.31%	4.25%	4.27%
Grossbritannien (10-j.)	4.51%	5.00%	4.98%
USA (10-j.)	4.02%	3.88%	3.88%
Japan (10-j.)	1.51%	1.66%	1.74%

	Vortag	Schluss	
Geldmarkt (3 Monate)			
Franken-Libor	2.76%	2.78%	2.78%
Euro-Libor	4.68%	4.86%	-
Dollar-Libor	4.70%	2.64%	2.65%
Yen-Libor	0.90%	0.91%	0.92%
Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)			
Schweiz (10-j.)	3.05%	3.03%	3.04%
Deutschland (10-j.)	4.31%	4.25%	4.27%
Grossbritannien (10-j.)	4.51%	5.00%	4.98%
USA (10-j.)	4.02%	3.88%	3.88%
Japan (10-j.)	1.51%	1.66%	1.74%