

Wertschriftenleihe (Securities Lending)

Risikolose Zusatzerträge oder ertragsarme Zusatzrisiken?

Die Wertschriftenleihe wird als attraktive Gelegenheit zur Steigerung von Wertpapierrenditen angepriesen. Pensionskassen werden mit der Frage konfrontiert, ob sie Wertschriften gegen eine Gebühr ausleihen möchten. In der Vergangenheit stand die Renditesteigerung im Vordergrund. Jüngst wurden die damit verbundenen Risiken zum Thema.

Um was geht es bei der Wertschriftenleihe? Ein Investor (Verleiher, englisch «Lender») kann seine im Wertschriftendepot gehaltenen Wertpapiere, auch Effekten genannt, gegen eine Gebühr an eine vermittelnde Bank (Entleiher, englisch «Borrower») ausleihen. Der Entleiher verpflichtet sich, Wertpapiere gleicher Art, Menge und Güte zu einem bestimmten Zeitpunkt zurückzuerstatten. Das Schema auf Seite 74 zeigt dieses «Securities Lending-and-Borrowing»-Geschäft (SLB).

Geld gegen Rechte

Das SLB-Geschäft wird meistens auf Principal-Basis betrieben. Beim Leihgeschäft ist die Bank Gegenpartei (Principal) des Kunden (Verleiher). Sie kann, was hier nicht weiter ausgeführt wird, auch als Agentin auftreten, die das Geschäft mit einem Dritten vermittelt. Für die Dauer der Ausleihe wird der Principal zum Eigentümer beziehungsweise Rechtsinhaber der geborgten Effekten. Alle damit verbundenen Rechte (auch Stimmrechte) und Ansprüche gehen auf den Entleiher über.

Die wirtschaftlichen Ansprüche an den Effekten (Wertänderungen, Ausgleichszahlungen für Dividenden- und Couponansprüche, Corporate Actions) sowie die Möglichkeit der jederzeitigen Veräusserung verliehener Wertpapiere bleiben während der Ausleihdauer beim Verleiher. Der Verleiher erzielt somit mit SLB-Geschäften Zusatzerträge gegenüber jemandem, der nicht verleiht: Da die wirtschaftlichen Ansprüche beim Verleiher erhalten bleiben

und der Entleiher dem Verleiher zusätzlich eine Leihgebühr bezahlt, ergibt sich eine Überperformance für denjenigen, der seine Wertschriften ausleiht.

Die Verleiher sind Investoren, die längerfristig grosse Wertschriftenbestände halten, um von den Erträgen und Wertänderungen zu profitieren. Die Entleiher sind grosse Finanzinstitute, die an den Börsen die Funktion von «Market Maker» (Geld-/Briefkurse stellen) oder «Broker Dealer» (im Auftrag von Kunden handeln) wahrnehmen. Vor allem Hedge Funds haben einen erhöhten Bedarf für das Entleihen von Wertschriften, den sie über Banken umsetzen.

Risiken der Wertschriftenleihe

Die Finanzkrise zeigt, dass Banken – auch in der Schweiz, wie der Fall UBS gezeigt hat – und Staaten Konkurs gehen können. Ein Bankenkonzurs führt zum Verlust der ausgeliehenen Wertschriften (Gegenparteienrisiko). Dem Verleiher bleibt eine ungesicherte, nicht vorrangige Geld-

forderung gegenüber der Konkursmasse der Bank, die von der Einlagensicherung nicht gedeckt wird. Auf Sicherheiten (englisch «Collateral») basierende, sogenannte gedeckte Lösungen sind deshalb vorzuziehen. Beim gedeckten SLB-Geschäft hinterlegt die Bank in einem Sicherungspool Wertpapiere im Marktwert der vom Kunden verliehenen Effekten, häufig mit einem leichten Zuschlag (beispielsweise 105 Prozent des Werts der ausgeliehenen Wertschriften). Im Konkursfall werden Verleiheransprüche aus dem Liquidationserlös der Sicherheiten beglichen. Sind die Sicherheiten nicht von genügend hoher Qualität (Bonitätsrisiko) oder nicht jederzeit liquide (Liquiditätsrisiko) oder die Ablaufprozesse ungenügend (operationelles Risiko), so sind Wertverluste während der Verleihdauer möglich.

Ein Verleiher sollte deshalb verstehen, welche Sicherheiten hinterlegt werden, wie hoch eine allfällige Überbesicherung ist, was die damit verbundenen Risiken sind, und wie diese Risiken kundenspezifisch segregiert werden.

Auf den verschiedenen Finanzplätzen bestehen unterschiedliche Normen und regulatorische Rahmenbedingungen im Hinblick auf die zu hinterlegenden Sicherheiten. Im ETF-Geschäft ist es mittlerweile Marktpraxis, die gehaltenen Sicherheiten für ausgeliehene Wertschriften transparent und einfach zugänglich auszuweisen.

Autoren

Roman von Ah
Dr. rer. pol.,
Geschäftsleiter,
Swiss Rock Asset
Management



Bruno Heusser
Leiter
Festverzinsliche,
Swiss Rock Asset
Management

KAPITALANLAGEN

Chancen in der Wertschriftenverleihung

Der Verleiher erhält für den Verleih der Wertpapiere einen Betrag, durch den sich die Performance des Portfolios verbessern oder der einen Ausgleich der Verwaltungskosten bewirken kann. Angebots- und Nachfragefaktoren für Wertpapiere bestimmen die Höhe der erwarteten Leihgebühr. Die (Zusatz-)Erträge können für kleinere, globale Bondmandate einer Pensionskasse vielleicht 0.05 Prozent ausmachen. Ein europäisches Aktienmandat mittelgross-kapitalisierter Firmen kann über eine Wertpapierleihe 0.3 Prozent Mehrrendite erzielen.

Intransparente Aufteilung der Leihgebühren

Es ist nicht immer transparent, wie die Aufteilung der Verleihgebühr zwischen Ver-

leiher und Entleiher erfolgt. Die Spannbreite zwischen einzelnen Anbietern ist gross, wie eine Studie von Morningstar zeigt. Zwischen 45 und 70 Prozent der Bruttoerträge fließen an die Investoren. Ein Entscheid der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) hat im letzten Jahr hohe Wellen geworfen. Europäische Fondsmanager werden künftig 100 Prozent der Erträge (nach Abzug der operativen Kosten) an die Investoren weiterleiten müssen. Immerhin hat die ESMA den Forderungen, die Wertpapierleihe zu beschränken oder gar ganz zu verbieten, nicht stattgegeben.

Regulatorische Neuerungen

Die jüngste Krise hat auf regulatorischer Ebene zu Aktivitäten geführt. Im FINMA-Rundschreiben 2010/2 Repo/SLB wurden unter anderem die Transparenz-

vorschriften verschärft und namentlich ungedeckte Ausleihen für als nicht qualifiziert eingestufte Privatinvestoren verboten. Als Sonderregel wurde Schweizer Krankenkassen die Wertschriftenleihe untersagt. Pensionskassen, Versicherungen und andere qualifizierte Anleger können weiterhin SLB-Geschäfte tätigen. Hier ist aber offen, ob die Umsetzung der Minderinitiative (Stichwort Aktionärsrechte) neue Einschränkungen für Vorsorgeeinrichtungen bringt.

Keine Renditen ohne Risiken

Das SLB-Geschäft erfüllt volkswirtschaftlich gesehen wichtige Funktionen zur Preisfindung und Schaffung von Liquidität an den Kapitalmärkten. Jede Anlage, die mehr als die risikofreie Rendite von nicht konkursgefährdeten Staatsschuldern anpeilt, erfordert die Inkaufnahme von Risiken. Der Entscheid über das Eingehen von Risiken liegt beim Investor und bedingt immer das sorgfältige Abwägen von Renditechancen und Risiken. Voraussetzung dafür sind eine hohe Transparenz sowie ein klar definierter regulatorischer Rahmen. Auch bei gedeckten SLB-Geschäften ist der Verleiher letztlich der Risikonehmer. Damit die Chancen in keinem ungünstigen Verhältnis zu den Risiken stehen, sollten die mit dem SLB-Geschäft verbundenen Erträge grösstenteils beim Verleiher ankommen. ■

