

Land der Mayas macht den Minenbetrieben das Leben schwer

MEXIKO Die eindringlichen Warnungen des Branchenverbandes sind nutzlos geblieben: Ab 2014 müssen Bergbauunternehmen der Regierung neben anderen neuen Abgaben auch noch eine Gewinnsteuer von 7,5% entrichten.

SANDRO BENINI, Mexiko-Stadt

Ende vergangene Woche hat nach dem Abgeordnetenhaus auch der mexikanische Senat dem von Präsident Enrique Peña Nieto vorgelegten Fiskalpaket zugestimmt. Zu den Massnahmen, um die verglichen mit anderen OECD-Ländern tiefe Fiskalquote anzuhäufen, gehört auch eine neue Steuer von 7,5% auf den Gewinnen von Bergbauunternehmen sowie eine Abgabe von 0,5% auf dem Verkauf von Gold und Silber. Zusätzlich soll es den Gesellschaften des Sektors ab 2014 nicht mehr erlaubt sein, bestimmte Steuerabzüge auf Investitionen und Schulden zu tätigen.

Mexiko war bisher eines der wenigen Länder mit grossen Edelmetallvorkommen, in denen Bergbaubetriebe von gewinnabhängigen Gebühren befreit waren. In ihrer Begründung für die Steuererhöhung schreibt das Finanzministerium: «Während der vergangenen zwanzig Jahre war die Fiskalpolitik gegenüber dem Bergbausektor darauf ausgerichtet, private Investitionen zu fördern, inmitten eines von tiefen Metall- und Mineralienpreisen geprägten internationalen Umfelds. Das Bewusstsein, dass die natürlichen Ressourcen ein nationales Kapital darstellen sowie die deutlich höheren Weltmarktpreise rechtfertigen nun verstärkte Gegenleistungen von Seiten der Unternehmen.»

Weltmarktführer in Silber

Die Hälfte der zusätzlich generierten Fiskaleinnahmen sollen den Gemeinden zugute kommen, auf deren Gebiet Bergbau



betrieben wird – unter anderem, um ökologische Schäden einzudämmen und die Gesundheitsversorgung der Bevölkerung zu verbessern.

Der Bergbau hat in Mexiko eine lange Tradition, wurde er doch bereits in vorkolumbianischer Zeit betrieben. Heute ist Mexiko der weltweit grösste Silber-, der elftgrößte Gold- und zwölftgrößte Kupferproduzent. Ausserdem gehört das Land zu den internationalen Spitzenreitern bei der Produktion von Fluorit, Bismut und Blei. Laut dem nationalen Verband der Bergbauunternehmen trägt der Sektor 1,5% zum Bruttoinlandsprodukt bei und bietet knapp 330 000 Menschen eine Stelle. 1,5 Mio. Arbeitsplätze sind indirekt von ihm abhängig. Während der letzten sechs Jahre haben die ausländischen Direktinvestitionen in den mexikanischen Bergbausektor um 22,4% zugenommen. Nach Erdöl, Tourismus und Überweisun-

gen ausgewandeter Arbeitskräfte an ihre Familien ist er die viertgrösste Devisenquelle des Landes.

Die drei grossen einheimischen Konzerne sind Grupo México, Fresnillo sowie Peñoles. Rund 60% der Produktion bestreiten mexikanische Konzerne. Der Hauptanteil der ausländischen Investitionen stammt aus Kanada. Zu den ausschliesslich in Mexiko aktiven kanadischen Unternehmen gehören etwa die Silberförderer Endeavour Silver, First Majestic Silver und Primero Mining sowie die Goldproduzenten Timmins Gold und Torex Gold.

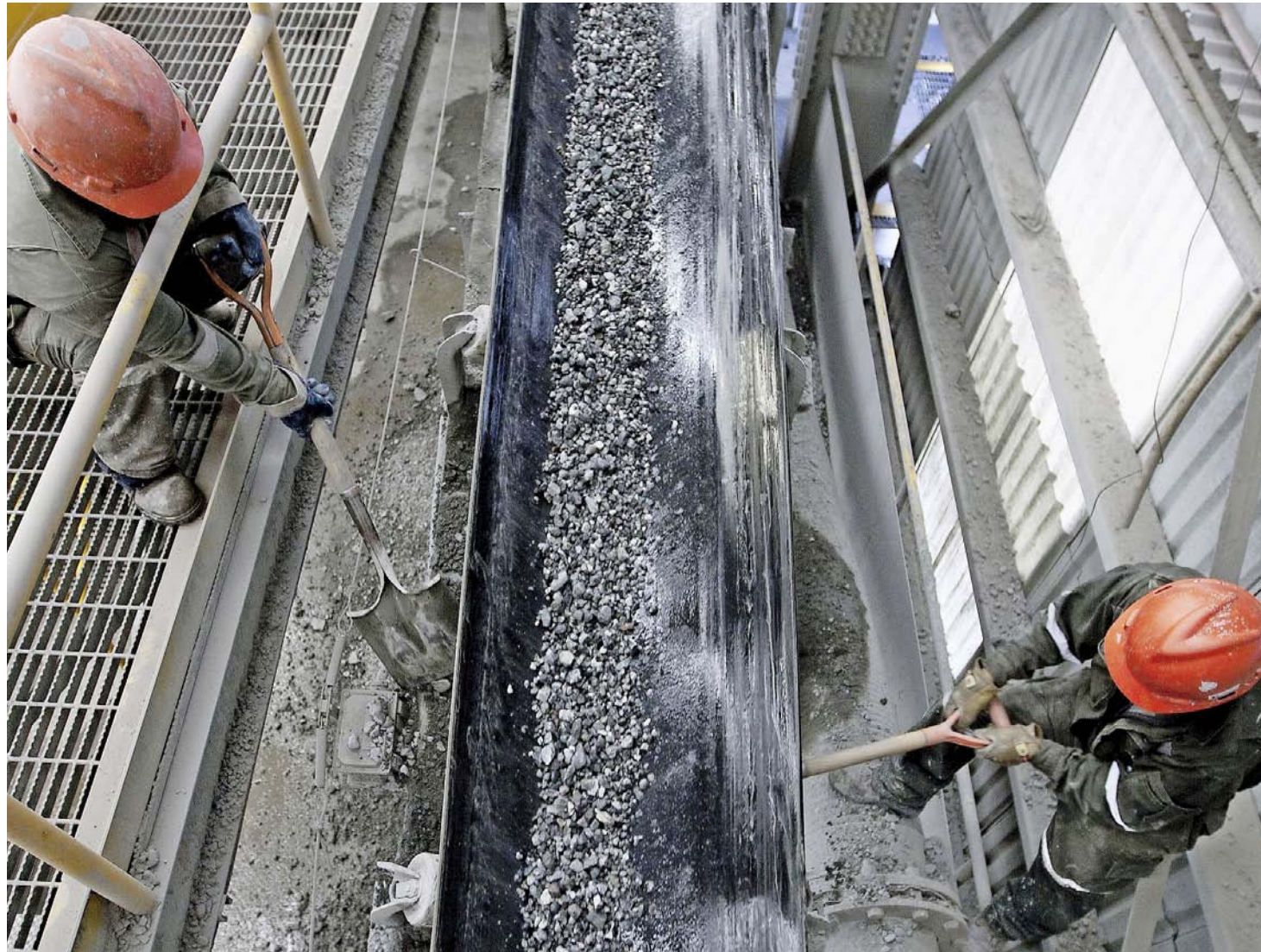
Um die neue Gebühr von 7,5% zu verhindern, betrieb der Bergbauunternehmerverband eine intensive, aber chancenlose Lobbytätigkeit. Seine Vertreter behaupteten vor einer Parlamentskommission, Peña Nietos Pläne würden bis zu 60% des für die nächsten fünf Jahre geplanten

Investitionsvolumens gefährden. Dadurch entstünden nicht wie vorgesehen 100 000 neue Arbeitsplätze, sondern lediglich 40 000. Hinzu käme ein Verlust an Wettbewerbsfähigkeit. Grupo México drohte zeitweise gar mit einem vollständigen Investitionsstopp.

In Lateinamerika Spitze

Analysten zufolge betreiben die Bergbaukonzerne zwar Schwarzmalerei, doch sei es unbestreitbar, dass sich die erhöhte Steuerlast negativ auf die Gewinnmargen auswirken werde – dies umso mehr, als die Edelmetall- und Mineralienpreise ohnehin unter Druck stehen. Laut Experten der zu Citigroup gehörenden Bank Banamex werden Peñoles und Fresnillo stärker betroffen sein als Grupo México, das besser diversifiziert sei und einen höheren Teil seines Umsatzes im Ausland erziele.

Gemäss dem CEO des Investmentfonds Vander Capital, Roberto Charvel, ist die neue Gewinnsteuer insofern berechtigt, als ähnliche Abgaben weltweit üblich sind. «Der Steuersatz von 7,5% ist allerdings im internationalen Vergleich hoch», erklärte er. Mexiko steht nun in Zukunft bezüglich gewinnabhängiger Gebühren unter den lateinamerikanischen Ländern an der Spitze. Für Bradford Cooke, CEO des in Mexiko aktiven kanadischen Förderers Endeavour Silver, bedeutet das, «dass Mexiko seinen Wettbewerbsvorteil im Bergbau unter westlichen Ländern verlieren» und in Zukunft Konkurrenz erhält von anderen rohstoffreichen Ländern wie Brasilien, Chile, Peru oder den USA (vgl. Text rechts).



Arbeiter in der Zacatecas-Mine des mexikanischen Bergbauunternehmens Fresnillo überprüfen unverarbeitetes Silber auf einem Förderband.

«Mehr Steuern heisst weniger Profit»

Bradford Cooke, CEO des in Mexiko aktiven kanadischen Förderers Endeavour Silver, erwartet beträchtliche Auswirkungen des neuen Steuerregimes auf sein Unternehmen.

MARTIN GOLLMER

2012 erzielte Endeavour Silver einen Gewinn von 42 Mio. \$. Hätte damals in Mexiko, wo der kanadische Förderer alle drei seiner Minen betreibt, schon das Ende vergangene Woche definitiv verabschiedete neue Steuerregime für Bergbauunternehmen gegolten, wären unter dem Strich nach Schätzung von CEO Bradford Cooke nur noch 34 bis 35 Mio. \$ übrig geblieben. Er fasst die Auswirkungen für sein Unternehmen im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft» deshalb in einer eingängigen Formulierung zusammen: «Mehr Steuern heisst weniger Profit.»

Cooke will Mexiko trotzdem verbunden bleiben. Es sei ein Land in Nordamerika, Mitglied der Nordamerikanischen Freihandelszone und verfüge, abgesehen von den Steuern, weiterhin über eine bergbaufreundliche Gesetzgebung. Eine Schliessung der drei Minen seines Unternehmens stehe deshalb nicht zur Diskussion, betont Cooke.

Aber wenn es um neue Investitionen ginge, dann bekomme Mexiko jetzt Konkurrenz von anderen rohstoffreichen Ländern in der westlichen Welt wie Brasilien, Chile, Peru oder den USA. «Investitionen müssen eine akzeptable Rendite bringen, Mexiko hatte hier bisher einen Wettbewerbsvorteil. Jetzt dürfte das Land ihn verlieren», sagt Cooke. Er sieht denn auch weniger die bereits im Land existierenden Bergbauaktivitäten in Gefahr, sondern vielmehr die zukünftigen: «Unternehmen könnten nun zum Schluss kommen, dass es anderswo günstiger ist, um zu investieren.» Statt wie erhofft mit

mehr Einnahmen, könnte der mexikanische Staat schliesslich mit weniger dastehen, argumentiert Cooke und meint: «Mit dem neuen Steuerregime für Bergbauunternehmen hat sich die Regierung möglicherweise selbst in den Fuss geschossen.»

Leidtragende könnten gemäss Cooke auch die lokalen Mitarbeiter der Bergbauunternehmen sein. Um weiterhin eine angemessene Rendite auf dem eingesetzten Kapital zu erzielen, müssten nun die Kosten gesenkt und die Produktivität erhöht werden. «Lohnsteigerungen wie in der Vergangenheit liegen da nicht mehr drin», ist Cooke überzeugt. Auch dass es zu Entlassungen kommen könnte, schliesst er nicht aus.

Wenn die Bergbauunternehmen in Zukunft weniger Gewinn erzielen können, hätten sie auch weniger zu verteilen. Das könnten eventuell die Aktionäre in Form von Dividendenkürzungen zu spüren bekommen. Wahrscheinlicher ist ge-

«Mexiko schiesst sich mit dem neuen Steuerregime in den eigenen Fuss.»

mäss Cooke aber, dass die Programme zur Unterstützung der Gemeinden, in denen Förderstätten betrieben werden oder Minenprojekte bestehen, zusammengestrichen würden. «Wir waren bisher sehr grosszügig», erklärt der CEO von Endeavour Silver, «aber in Zukunft können wir wohl nicht mehr so viel für die



Bradford Cooke glaubt, dass Mexiko einen Wettbewerbsvorteil verloren hat.

Kommunen ausgeben, in denen wir aktiv sind.» Mexiko könnte so wertvolle Entwicklungshilfe für ländliche Regionen, in denen Bergbau häufig die wichtigste Einkommensquelle ist, verloren gehen. Auch in dieser Hinsicht dürfte sich das neue Steuerregime als Eigentor für das Land herausstellen.

Cooke hat sich stark engagiert für die Verhinderung der neuen Steuern. Er koordinierte die Abfassung eines Briefs an den mexikanischen Staatspräsidenten Enrique Peña Nieto, in dem 19 namhafte Bergbauunternehmen ihn baten, sich bei den Parlamentariern für einen Kompromiss einzusetzen. Vergeblich, wie sich vergangene Woche herausgestellt hat. Cooke glaubt, dass die Bergbauunternehmen «das Opfer der komplizierten politischen Verhältnisse in Mexiko» geworden seien.

Anzeige

Wie smart ist „Smart Beta“?

Der Mehrwert von Smart-Beta-Indizes ist darin begründet, dass diese Indizes aufgrund ihrer Gewichtung systematisch auf klassische Faktorprämien setzen. Smart Beta Investing ist ein Ansatz, mit dem ein Portfolio aktiv auf bestimmte Faktorprämien wie Bewertung, Momentum oder niedrige Volatilität ausgerichtet werden kann. Als starke Befürworter des faktorbasierten Investierens halten wir Smart Beta daher für einen potenziell vielversprechenden Anlageansatz. Fallstricke entstehen, weil intelligente Indizes nicht speziell dafür entwickelt wurden, Faktorprämien so effizient wie möglich zu nutzen, sondern vor allem deshalb, weil sie einfacher und ansprechender sind.

Fundamentale Indizes übergewichten unvergütete Risiken

In einem fundamentalen Index werden die Aktien proportional zu ihren Fundamentaldaten wie Buchwert oder Gewinn gewichtet. Im Vergleich zum kapitalgewichteten Index übergewichtet ein fundamentaler Index Aktien, die gemessen an derartigen Kennzahlen günstig sind, d. h. Value-Aktien. Studien zeigen, dass der Mehrwert von fundamentalen Indizes tatsächlich vollständig auf diese Ausrichtung der Value-Prämie zurückzuführen ist.

Smart Beta – im Grunde eine aktive Strategie

Wir werden häufig gefragt, ob Smart-Beta-Strategien eine Form der passiven Anlage sind. Es ist wichtig festzuhalten, dass dies nicht der Fall ist. Mit passivem Management lassen sich zwar intelligente Indizes replizieren, aber die intelligenten Indizes selbst sind im Wesentlichen aktive Strategien. Die einzig wirklich passive Anlagestrategie ist das kapitalgewichtete marktweite Portfolio – das einzige Kaufen- und Halten-Portfolio, das im Prinzip von jedem Anleger im Gleichgewicht gehalten werden kann. Smart-Beta-Indizes sind fundamental anders, weil

sie unterschiedliche subjektive Annahmen und Entscheidungen erfordern. Ihre aktive Natur wird auch dadurch deutlich, dass sich ihr Profil nur durch regelmäßige Rebalancings wahren lässt.

Der Vorteil: die Ausrichtung auf Faktorprämien

Der Mehrwert von Smart-Beta-Indizes ist darin begründet, dass diese Indizes aufgrund ihrer Gewichtung systematisch auf klassische Faktorprämien setzen. Smart Beta Investing ist ein Ansatz, mit dem ein Portfolio aktiv auf bestimmte Faktorprämien wie Bewertung, Momentum oder niedrige Volatilität ausgerichtet werden kann. Als starke Befürworter des faktorbasierten Investierens halten wir Smart Beta daher für einen potenziell vielversprechenden Anlageansatz. Fallstricke entstehen, weil intelligente Indizes nicht speziell dafür entwickelt wurden, Faktorprämien so effizient wie möglich zu nutzen, sondern vor allem deshalb, weil sie einfacher und ansprechender sind.

Fundamentale Indizes übergewichten unvergütete Risiken

In einem fundamentalen Index werden die Aktien proportional zu ihren Fundamentaldaten wie Buchwert oder Gewinn gewichtet. Im Vergleich zum kapitalgewichteten Index übergewichtet ein fundamentaler Index Aktien, die gemessen an derartigen Kennzahlen günstig sind, d. h. Value-Aktien. Studien zeigen, dass der Mehrwert von fundamentalen Indizes tatsächlich vollständig auf diese Ausrichtung der Value-Prämie zurückzuführen ist.

Unsere grösste Sorge im Hinblick auf einfache Value-Strategien wie fundamentale Indizes besteht darin, dass sie Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten übergewichten. Studien haben jedoch gezeigt, dass die Aktien notleidender Unternehmen tendenziell unterdurchschnittlich abschneiden und, dass die Höhergewichtung notleidender Firmen durch naive Value-Strategien das Risiko erhöht und die Rendite schmälert. Implizit bedeutet dies, dass die Value-

Prämie effizienter vereinnahmt werden kann, wenn billige Aktien finanziell notleidender Firmen gemieden werden.

Low-Volatility-Indizes haben ein eindimensionales Risikoverständnis

Low-Volatility-Indizes sind so konstruiert, dass sie von der Low-Volatility-Prämie profitieren: der empirischen Studie nach, erzielen risikoarme Aktien ähnliche oder bessere Renditen als der Marktdurchschnitt, bei einem deutlich geringeren Risiko.

Minimum-Volatility-Indizes nutzen Optimierungstechniken, um ein Portfolio mit der niedrigsten erwarteten künftigen Volatilität aufzubauen. Das so konstruierte Portfolio besteht generell aus Aktien, die sich in der Vergangenheit als schwankungsarm erwiesen haben, kann aber auch Aktien mit einer höheren Volatilität beinhalten, wenn diese helfen, die Volatilität durch niedrige Korrelationen zu reduzieren.

Unsere erste Kritik an Low-Volatility-Indizes bezieht sich auf ihr eindimensionales Risikoverständnis, bei dem die historische Volatilität und die Korrelationen im Mittelpunkt stehen. Wir meinen, dass sich Risiko nicht in einer einzigen Zahl erfassen lässt, und unsere Untersuchungen bestätigen, dass ein mehrdimensionaler Ansatz, der auch zukunftsgerichtete Risikomessgrössen berücksichtigt, das Risiko zusätzlich reduzieren kann - vor allem im Hinblick auf Extremrisiken.

Eine zweite Kritik an Low-Volatility-Indizes bezieht sich auf die komplette Nichtberücksichtigung der erwarteten Rendite. Tatsächlich haben wir festgestellt, dass die erwartete Rendite von Aktien mit ähnlichen

Volatilitätsmerkmalen sehr unterschiedlich ausfällt. Ein Beispiel: Aktien, die unter Volatilitätsgesichtspunkten attraktiv sind, aber andere Faktorprämien konterkarieren, z. B. weil sie unattraktive Bewertungs- oder Momentum-Merkmale vorweisen, weisen tendenziell eine unterdurchschnittliche erwartete Rendite vor. Andererseits zeichnen sich schwankungsarme Aktien, die durch andere Faktorprämien gestützt werden, durch eine überdurchschnittliche erwartete Rendite aus.

„Investoren können besser abschneiden, wenn sie die Fallstricke des Smart-Beta-Ansatzes vermeiden und vergütete Risiken nutzen.“

Momentum-Indizes tun sich schwer mit der Nutzung der Momentum-Prämie

Historisch betrachtet ist die Momentum-Prämie mindestens genauso gross und konsistent wie die Value- und die Low-Volatility-Faktorprämie. Obwohl Momentum-Strategien beeindruckende langfristige Renditen vorweisen, können sie über kürzere Zeiträume hohe Mindererträge verzeichnen.

Die in jüngerer Zeit lancierten Momentum-Indizes versuchen, dieses Risiko zu kontrollieren, indem sie die Höhergewichtung von Momentum-Aktien begrenzen. Durch diesen Ansatz können Anleger

jedoch nicht voll von der potenziellen Momentum-Prämie profitieren. Unsere Untersuchungen zeigen, dass eine fortschrittlichere Momentum-Strategie, die für systematische Risikomerkmale wie Beta adjustiert wird, deutlich höhere risikoadjustierte Erträge erzielen kann. Diese Strategie ermöglicht es uns, ein Portfolio zusammenzustellen, das bei unverändertem Risikobudget sehr viel aggressiver auf die Momentum-Prämie ausrichtet ist. Bei Momentum-Strategien ist der Portfolioumschlag ein grosser Sorgenfaktor, da sich diese definitionsgemäss durch häufige Umschichtungen auszeichnen. Ausgefeiltere Handelsregeln können helfen, unnötige Umschichtungen zu vermeiden.

Gleichgewichtete Indizes profitieren nur teilweise vom Small-Cap-Effekt

Mehrere Indexanbieter, darunter MSCI und S&P, haben gleichgewichtete Indizes lanciert. Diese werden typischerweise als Instrument betrachtet, mit dem sich die Small-Cap-Prämie nutzen lässt, ein weiteres Beispiel für eine Prämie, die in der Literatur umfangreich dokumentiert ist.

Allerdings raten wir zur Vorsicht. Die Belege für eine Small-Cap-Prämie in der Literatur beziehen sich in erster Linie auf die kleinsten, illiquidesten Aktien am Markt. Gleichgewichtete Indizes investieren zwar nicht in diese Titel, wohl aber in die Aktien grosser und mittelgrosser Unternehmen. Damit können gleichgewichtete Indizes, wenn überhaupt, nur teilweise von dem in der Literatur diskutierten Small-Cap-Effekt profitieren.

Fazit: ein guter Ausgangspunkt, aber Anleger haben eine noch bessere Option

Unsere Meinung zu Smart-Beta-Strategien lässt sich wie folgt zusammenfassen: Der Smart-Beta-Ansatz kann zwar ein guter Ausgangspunkt sein. Wir



Viele gute Ideen entstehen zunächst im Kleinen.

sind jedoch überzeugt, dass Anleger noch bessere Optionen haben. Bei Robeco haben wir effizientere Ansätze entwickelt, um Faktorprämien anhand eines Investmentprozesses zu nutzen, der auf umfangreichem Research basiert. Im Mittelpunkt stehen dabei die Vermeidung der Fallstricke von Smart-Beta-Strategien und die Ausschöpfung angemessen vergüteter Risiken. Unsere Untersuchungen umfassen umfangreiche empirische Tests über ausgedehnte Zeiträume und in unterschiedlichen Märkten. Robeco verfolgt einen disziplinierten Investimentsansatz, der es uns ermöglicht, wiederkehrende Verhaltensmuster der Anleger systematisch auszuschöpfen.

Wünschen Sie weitere Informationen?
Bitte besuchen Sie www.robeco.ch/quant

ROBECO
The Investment Engineers