



Ehrlichkeit und Nachhaltigkeit für Ihre Kapitalanlagen

Vermögensstrukturen auf der Basis von Exchange Traded Funds

Die meisten Anleger erwarten von ihrem Finanzpartner den Werterhalt ihres Vermögens nach Kosten, Steuern und Inflation. Wenn die Märkte gut laufen, darf es ein wenig mehr sein; wenn sie schlecht laufen, sind auch moderate Wertverluste für die meisten akzeptabel.



Professor Dr. rer. pol.
Olaf Gierhake,
swisspartners
Wealth Management AG

Eine einfache Aufgabe für Anbieter und Anleger? Nein. Auf längere Sicht schaffen es nur wenige, die genannte Zielsetzung nachhaltig zu verfolgen und sie letztlich auch zu erreichen. Die aktuelle Finanz- und Wirtschaftskrise hat einmal mehr ge-

zeigt, dass auch die »Profis« von Banken und Vermögensverwaltern meist nicht in der Lage sind, das Vermögen der Anleger vor substantiellen Kapitalverlusten zu bewahren. Woran liegt das?

Erstens: der Interessenskonflikt des Anbieters

Nahezu alle Banken und Vermögensverwalter unterliegen einem unauflösbaren Ziel- und Interessenskonflikt: Sie verdienen an Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten, deren offene und versteckte Gebühren die Wertentwicklung des Kundenvermögens reduzieren.

Der Anbieter muss also entscheiden: entweder verdiene ich – oder der Kunde. Wie würden Sie sich entscheiden, wenn Sie der Anbieter wären?

Es wird den Anbietern branchenüblich sehr leicht gemacht, diese Entscheidung zum eigenen Nutzen zu

fällen. Haben Sie schon einmal eine Dienstleistung aktiv bezahlt, die Ihnen Ihre Bank für die erbrachten Leistungen *in Rechnung* gestellt hätte? Nein, die Gebühren werden schlicht und »diskret« dem vorhandenen Vermögen belastet.

Nahezu alle Private-Banking-Anbieter belasten dem Kundenvermögen offene Kosten für Depotführung, Depottransaktionen, Vermögensverwaltung und Ausgabeaufschläge von Finanzprodukten. Manchmal, wenn der Kunde danach fragt, fassen die Anbieter diesen Teil der Kosten zu einer vermeintlich kundenfreundlichen und transparenten »All in Fee« zusammen, die »alle« Kosten umfassen soll.

Leider stimmt das nicht, denn zu der »All in Fee« kommen in der Regel versteckte Verwaltungskosten sowie innere Transaktions- und Absicherungskosten von eingesetzten Finanzprodukten, die substantiell zusätzlich zu Buche schlagen und die der Kunde nie zu sehen bekommt, weil sie auf den Depotauszügen *nicht* auftauchen. Bei Vermögensverwaltungsmandaten ist es durchaus üblich, dass dem Kunden im Zeitablauf wechselnde Finanzprodukte ins Depot »geschoben« werden, ohne dass der Verwalter ernsthaft befürchten müsste, dass diese Vorgänge und die dahinter stehenden Produktkosten einmal im Einzelnen kritisch hinterfragt würden.

Beispielsweise von der Zeitschrift Capital regelmäßig veröffentlichte »Mystery Shopping«-Studien zeigen, dass sich die typische kumulierte Belastung von offenen und versteckten Kosten bei Private Banking Anbietern in einer Bandbreite von 2,5 und 5 Prozent des verwalteten Vermögens *pro Jahr* bewegt.

Zweitens: mangelnde Information und ungeeignete Entscheidungskriterien der Anleger

Aber nicht nur Banken und Vermögensverwalter sind schuld an dieser Situation, auch der Anleger trägt hierzu bei.

Hand aufs Herz: Worauf achten Sie bei der Auswahl eines Vermögensverwalters oder auch eines Investment-Produktes am meisten? Auf die positiven Wertverläufe des Anbieters in der Vergangenheit? Auf das von Ihrem Anbieter wortreich gepriesene »Research« der Spezialisten des Instituts? Auf den persönlichen Eindruck, den der freundliche, seriös erscheinende Berater bei Ihnen hinterlässt?

Sorry, alle diese Kriterien sind bei näherem Hinsehen für die Auswahl eines in Ihrem Sinne »geeigneten« Dienstleisters ungeeignet. Keines dieser »klassischen« Kriterien ist in der Lage, den beschriebenen Interessens- und Loyalitätskonflikt der Anbieter aufzulösen.

Wertentwicklung der Vergangenheit?

Ihr Anbieter wird immer und bei jeder Besprechung Produkte und Mandatsbeschreibungen im Koffer haben, die in der Vergangenheit gut gelaufen sind. Bei Tausenden von verfügbaren Finanzprodukten ist es kein wirkliches Kunststück, diejenigen herauszusuchen, die in einem für den Anbieter geeignet erscheinenden Zeitraum profitabel waren. Werden Ihnen in den vorgelegten Produktprospekten und Angebotsbeschreibungen auch immer wieder »schöne Bildchen« mit Wertverläufen der Vergangenheit gezeigt, die von »links unten nach rechts oben« zeigen? Die gewünschte Schlussfolgerung des Anlegers, die Wertentwicklung eines Produktes *in der Vergangenheit* habe etwas mit der wahrscheinlichen Wertentwicklung desselben Produktes *in der Zukunft* zu tun, ist zwar intuitiv nahe liegend, in der Sache aber leider trotzdem falsch. Eine Vielzahl von Studien hat diese Tatsache bestätigt. Schauen Sie mal ins Kleingedruckte der Ihnen vorgelegten Angebote, da steht das sogar immer drin; es wird nur leider von den meisten Anlegern nicht ernst genommen.

Das »Research« der Bankspezialisten?

Auf längere Sicht schaffen es nur sehr, sehr wenige, nach Berücksichtigung der unter anderem durch das »Research« verursachten Kosten einen korrekt gewählten Marktindex zu schlagen. Auch hier gilt das oben gesagte: Bei Tausenden von »Spezialisten« müs-

sen sich immer einige finden, die in der Vergangenheit besser waren als andere. Die erfolgreiche Prognose welcher »Manager«, in der Zukunft besser sein wird als andere, ist dagegen aussichtslos. Egal, auf wen sie setzen, die auf lange Sicht klar spürbaren Kosten, sogenannte »aktiven Managements«, haben Sie auch unabhängig vom tatsächlichen Erfolg sichtbar oder unsichtbar in Ihrem Depot. Im Extremfall sogar auf bis zu vier aufeinander geschichteten Stufen: Vermögensverwalter, Dachfondsmanager, Fondsmanager, eingesetzte Finanzprodukte.

Der persönliche Eindruck Ihres Ansprechpartners?

Nun, stellen Sie ihm doch mal ein paar einfache Testfragen, mit deren Hilfe Sie herausfinden, ob ihr Berater tatsächlich in Ihrem Interesse handelt:

»Nach welchen Kriterien werden Sie persönlich vergütet oder befördert?« Wenn Ihr Berater ehrlich ist, wird er antworten, das seine Vergütung abhängt von dem von ihm betreuten Vermögensvolumen, seinen »Fees pro Vermögen« oder zum Beispiel dem Erreichungsgrad seiner »Verkaufsquote«, meist für instituts-eigene Produkte. Der Kundenerfolg im eingangs beschriebenen Sinne spielt für die Karriere Ihres »Beraters« – fast sicher – keine Rolle; die für eine echte Beratung zwingend erforderliche Interessensidentität zwischen Ihnen und dem Berater ist nicht gegeben.

»Lassen Sie Ihr privates Geld auch (vollständig) nach dem von Ihnen vorgeschlagenen Konzept in Ihrem Hause verwalten?« – oder – »Haben Sie dieses Produkt für Ihr Privatdepot auch gekauft?« In den seltensten Fällen kaufen die Bankberater ihre eigenen Produkte und Dienstleistungen. Häufig trauen auch und gerade Bankmitarbeiter ihren eigenen »Research«-Kollegen – trotz günstiger Mitarbeiterkonditionen – nicht über den Weg. Warum sollten Sie es dann tun?

Drittens: die Steuerlast

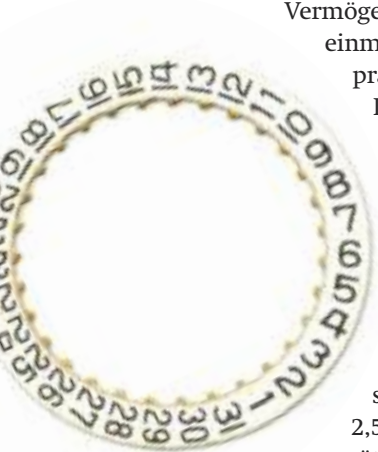
Ein wirklich guter Anbieter berücksichtigt auch der Zielerreichung dienliche steuerliche Aspekte. Seit Einführung der Abgeltungsteuer Anfang 2009 erhebt das Finanzamt Anspruch auf Beteiligung an nahezu allen realisierten Wertgewinnen im Depot, egal ob es sich um Kursgewinne, Dividenden oder Zinszahlungen handelt. Typische Steuerbelastungen werden sich deswegen bei einem konventionellen Bankdepot in einer Größenordnung zwischen 0,5 und 3 Prozent des Vermögens pro Jahr bewegen, da bei jeder Depotumschichtung auch Kursgewinne steuerpflichtig rea-



lisiert werden. Auch Fonds sind – entgegen den Aussagen vieler Bankberater – nicht steuerfrei, denn Zinsen und Dividenden der im Fonds vorhandenen Wertpapiere werden trotzdem der Abgeltungssteuer unterworfen. In vielen Fällen werden bei herkömmlichen Private-Banking-Mandaten die individuellen steuerlichen und rechtlichen Anforderungen des Vermögensinhabers und seiner Familie nicht einmal diskutiert. So gut wie nie werden praktikable Lösungsvorschläge offeriert.

Dabei können durch geeignete Strukturierungsmaßnahmen die laufenden Steuerbelastungen des Vermögens in Deutschland drastisch reduziert oder sogar ganz vermieden werden.

Fassen wir die (traurige) Ausgangssituation zusammen: ein Private Banking Mandat verursacht typischerweise auf verschiedenen Ebenen zwischen 2,5 Prozent und 5 Prozent an Kosten sowie zusätzlich 0,5 Prozent bis 3 Prozent an Steuern im Jahr; die Gesamtbelastung bewegt sich somit zwischen 3 Prozent und 8 Prozent pro Jahr. In der Abbildung unten wird der Einfluss von Kosten und Steuern auf die langfristige Wertentwicklung eines typischen Bankmandates anhand der tatsächlichen Marktentwicklung der letzten 20 Jahre gezeigt. Der Endwert der Vermögensentwicklung nach 20 Jahren liegt nach Berücksichtigung der Kosten und Steuern bei etwa *einem Drittel* des möglichen Endwertes vor Kosten und Steuern.



Als Faustregel kann folgendes gelten: Je seltener man mit dem Anbieter in der Vergangenheit über Kosten gesprochen hat, umso wahrscheinlicher ist es, dass sich die tatsächlichen Kosten- und Steuerbelastungen des heute vorhandenen Depots am oberen Ende der Skala bewegen. Im Elite Report wurde einmal von Hans-Kaspar von Schönfels sehr treffend der Begriff des »Enteignungskoeffizienten« geprägt, der diesen Sachverhalt beschreibt. Die schleichende Enteignung durch »normale« Geldentwertung von typischerweise 1 bis 3 Prozent pro Jahr, künftig vielleicht auch deutlich mehr, ist hierbei noch nicht einmal berücksichtigt.

Bislang bleiben leider die meisten Private-Banking-Anbieter eine plausible Erklärung schuldig, wie sie es bei den beschriebenen Rahmenbedingungen und mit den im Geschäftsmodell enthaltenen Interessenskonflikten, noch dazu beim derzeit herrschenden Zinsniveau, nachhaltig schaffen wollen, den vom Kunden gewünschten realen Kapitalerhalt nach allen Kosten und Steuern zu gewährleisten.

Die Lösung:

Eine Lösung kann meines Erachtens nur gefunden werden, wenn zwischen Berater und Kunden eine echte Interessensidentität hergestellt wird und anschließend alles auf den Prüfstand kommt.

Eine als fair erachtete und *ausschliesslich* vom Kunden bezahlte Vergütung des Anbieters ist der erste Schritt. Die Interessensidentität kann dabei nur dann entstehen, wenn sich der Anbieter verpflichtet, wie zum Beispiel bei der Honorarberatung üblich, an der Kapitalanlage selbst nicht mehr – zum Beispiel durch eigene Produkte, Bestandsvergütungen oder Kosten-Retrozessionen – zu verdienen. Nur so lässt sich der beschriebene Interessenskonflikt des Anbieters nachhaltig beseitigen.

Setzen Sie in diesem Sinne bei den Kosten die Spielregeln, ändern sich die Anlagen einschliesslich der Kosten- und Produktstrukturen fast von allein, denn die Vergütung des persönlichen Finanzpartners ist dann ausschliesslich an *Ihren* langfristigen Erfolg gekoppelt:

Kostengünstige Exchange Traded Funds und passive Investmentfonds mit breiter Diversifizierung und niedrigen Kosten werden statt teurer Finanzprodukte gekauft. Unnötiges »Depotquirlen« zum Erzeugen von Transaktionskosten hört schlagartig auf. Teure Finanzprodukte mit zweifelhaftem Nutzen werden gar nicht erst vorgeschlagen. Der Berater spricht mit seinem Kunden, wenn es tatsächlich etwas Substantiel-

les zu beraten und entscheiden gibt und nicht, wenn das Bankmanagement entscheidet, dass der gewünschte Umsatz mit – meist hauseigenen – Finanzprodukten im laufenden Quartal noch nicht erreicht ist. Auch die hektische Finanz- und Tagespresse dient dem Anbieter schlagartig nicht mehr als willkommene »Steilvorlage« für Vorschläge zu kostenträchtigen Finanzproduktverkäufen oder gar extrem teuren Anlagestrategieänderungen.

Die einfachste Möglichkeit zur Vermeidung von laufenden *Steuern* ist eine längerfristige »buy and hold«-Strategie, denn bei einer niedrigen Umschlaggeschwindigkeit des Depots wird eine Steuerpflicht seltener und später ausgelöst. Privat platzierte fondsgebundene Versicherungsverträge oder Finanzholdinggesellschaften im In- und Ausland sind etwas aufwendiger, bieten aber die Aussicht auf eine Reihe von zusätzlichen steuerlichen und rechtlichen Vorteilen, die man mit einem Bankdepot nicht erreichen kann: Der Schutz des Familienvermögens vor Krisen und Begehrlichkeiten sowie eine passgenaue Hinterbliebenen- und Altersabsicherung für Familienmitglieder sind nur einige kurze Schlagworte, deren Ausgestaltung einer individuellen Beratung in Abstimmung mit dem Steuer- und Rechtsberater der Familie vorbehalten bleibt.

Zielerreichungsgrad bei verschiedenen Strategievorgaben

In welchem Umfang kann man mit der beschriebenen Vorgehensweise das eingangs skizzierte Ziel erreichen? Üblicherweise wählt der Kunde zwischen einem konservativen, ausgewogenen oder einem dynamischen Anlagestil, der mit zunehmenden Ertragserwartungen, aber auch zusätzlichen Wertschwankungsrisiken einhergeht.

Mit einem *konservativen Bondmandat* kann man derzeit trotz der vorgeschlagenen Massnahmen nach Berücksichtigung der Inflation kaum Geld verdienen oder verlieren. Allerdings muss man sich bewusst sein, dass man bei längerfristig laufenden festverzinslichen Wertpapieren ein mittlerweile erhebliches Inflationsrisiko trägt. Ziehen inflationsbedingt die Zinsen an, gehen gerade die Kurse der langlaufenden festverzinslichen Wertpapiere in den Keller. Der nominale Werterhalt mit festverzinslichen Wertpapieren ist dagegen (fast) sicher. Wenn man sich für eine konservative Anlagestrategie entscheidet, dann müssen zumindest die Kosten drastisch runter: aktive Rentenfonds mit laufenden Fees von 1 Prozent und mehr müssen aus dem Depot raus, ein Vermögensverwaltungsmandat mit zusätzlichen Kosten kann sich langfristig nicht rechnen. Bond-ETFs sind

gut geeignet, bei geringen Kosten die Emittentenrisiken zu streuen. Die Bankgebühren müssen reduziert und die laufende Steuerbelastung der Zinszahlungen muss vermieden werden, wenn vor Inflation noch etwas übrig bleiben soll.

Ein *ausgewogenes Mandat*, hierunter wird bei den meisten Anbietern ein Mandat mit einem Bondbeziehungsweise. Aktienanteil von je rund 50 Prozent verstanden, schwankt zwar nominell mehr als ein Bondmandat, man kann aber immerhin durch die Einbindung von sachwertorientierten Vermögensklassen die Inflationsgefahren substantiell eindämmen. Eine breitere Streuung als bislang bei Banken üblich, wie dies zum Beispiel im Weltportfolio-Konzept von Gerd Kommer vorgeschlagen wird, kann die Risiko/Renditestruktur des Portfolios zudem spürbar verbessern (zum Beispiel mit kleineren Unternehmen, Substanzwertunternehmen, Emerging Markets, Immobilien, jeweils immer als kostengünstige ETFs). Natürlich gilt auch hier: *Kosten und Steuern wollen gemanaged werden, nicht die Märkte* (das geht bekanntlich – spätestens nach Kosten – nicht). Bei ausgewogenen Mandaten ist es häufig leicht möglich, die heute im Bankmandat bestehenden Kosten- und Steuerbelastungen mindestens zu halbieren.

Lassen Sie sich auch und gerade *bei dynamischen Mandaten* keine extrem teuren Hedgefonds oder gar Dachfonds andrehen; das für aktive Fondsmanager oben Gesagte gilt hier erst recht. Dynamische Mandate mit hohem, weltweit gestreuten Aktienanteil haben typischerweise hohe nominelle Wertschwankungen, bei richtiger Strukturierung und – Sie ahnen es – vernünftigem Kosten- und Steuermanagement haben Sie aber langfristig die höchsten Renditemöglichkeiten auch oberhalb von 5 Prozent pro Jahr (nach allen Kosten, Steuern und Inflation). Langfristig heisst übrigens nicht – wie bei Banken üblich – mehr als 5 Jahre. Dynamische Mandate sind – gerade wegen des hohen Wertschwankungsrisikos – nur dann empfehlenswert, wenn das Geld auf unbestimmte Zeit, mindestens aber in den nächsten 15 bis 20 Jahren nicht benötigt wird. Nur mit diesen Anlagehorizonten lassen sich die in längerer Perspektive stets und regelmässig auftretenden »Krisen« wieder auf- und überholen.

Professor Dr. Olaf Gierhake

