

Marka N. Nyberg

Interessenkonflikte in der Vermögensverwaltung

Unabhängigkeit als Schlüsselkriterium bei der Auswahl des Anlageberaters

Der Vermögensverwalter ist für viele private Investoren zugleich eine Vertrauensperson. Diese Rolle mag auf fachlicher Kompetenz beruhen oder auch darauf, dass Finanzfragen unter den persönlichen Angelegenheiten meist einen hohen Stellenwert einnehmen. Um so mehr wird es erstaunen, in diesen Zusammenhängen von Interessenkonflikten zu hören. Werd jedoch genauer hinsieht, wird feststellen, dass dies was an Interesse des Vermögensverwalters ist, nicht immer auch zum Wohl des Klienten ist. Hat man diese Konflikte einmal erkannt, stellt sich die Frage, wie sie vermieden werden können. Dabei geht es weniger um die Person des Anlageberaters, als vielmehr um Prozess und organisatorische Strukturen.

In umgekehrten Fall hingegen, in dem ein Investmenthaus mit multinationalem Kundenstamm in Transaktionsverwekelt und gleichzeitig in der Anlageberatung aktiv ist, hat der Gesetzgeber Vorkehrungen getroffen: Die Corporate Finance Abteilung ist strikt von der Sales-Ste zu trennen, um das Ausnutzen vertraulicher Informationen zu verhindern (vgl. «Chinese Wall»). Daran anschliessend sogenannte «Restricted Lists», welche jene Unternehmen auführen, mit denen das Investmenthaus auf der Corporate Finance Seite Geschäftsdinge und die deshalb den Anlegern nicht empfohlen werden dürfen. Für den Privatkunden, der in einem solchen Fall investieren möchte, bedeutet dies eine Einschränkung seiner Anlegenmöglichkeiten.

Konflikte zwischen einzelnen Bankbereichen

Vermögensverwalter sind häufig Teil von Organisationen, die neben dem Asset Management auch in anderen Bereichen des Bankgeschäftes tätig sind, so z. B. im Investmentbanking, Kreditgeschäft oder Handel. Auf den ersten Blick schiff eine solche Kombination von Aktivitäten Synergien, von denen auch der Privatinvestor, der Klient dieser Bank ist, profitieren kann. Bei genauer Betrachtung zeigt sich allerdings, dass gerade die Tatsache, dass die einzelnen Bereiche vernetzt sind, einiges an Konfliktpotential birgt. So kann man beobachten, dass die Research-Spezialisten grosser Häuser praktisch nie Verkaufsempfehlungen aussprechen, weil die negative Beurteilung eines Unternehmens sich ungünstig auf die Geschäftsbeziehung mit dieser Firma auf der Corporate Finance Seite auswirken könnte. Demnach beeinflusste Anlageempfehlungen stehen eindeutig im Konflikt mit der Forderung nach objektiver Anlageberatung, wie auch kurzlich in der Financial Times diskutiert wurde (FT vom 27.10.99).

Problematischer Eigenhandel

Die zum Teil gegenläufigen Zielsetzungen vom Handel einerseits (entschiedenlich Eigenhandel der Bank)

Schliesslich kann die Ausgestaltung der Gebühren zu einer Quelle von Zielkonflikten zwischen dem Klienten und seinem Vermögensverwalter werden. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Beratung durch einen unabhängigen Vermögensverwalter oder eine Bank erfolgt. Sind die Gebühren für die Anlageberatung oder Vermögensverwaltung transaktionsabhängig ausgestaltet, oder wird der Vertriebskanal für den Verkauf bestimmter Produkte mit Retrozessionen erschwerter, kann dies zu falschen Anreizen führen. Die Verlockung für den Vermögensverwalter ist dann gross, auf den Konto Transaktionen durchzuführen, deren primäre Absicht darin besteht, sein eigenes Einkommen zu maximieren (sog. Churning).



Marka N. Nyberg, Dr. oec. HSG, Direktor von Thoma Informationsmanagement, Unternehmensentwicklung, Leibniz-Bereich, Kuhn-Bühner-Straße, Private Client Partners, Zürich

Den wenigsten Privatinvestoren dürfte bekannt sein, dass Retrozessionen für viele Vermögensverwalter eine zentrale Einkommensquelle darstellen. Füllen kein Kauf oder Verkauf von Wertpapieren Carragen an, erhält der Vermögensverwalter einen Teil davon vom Broker zurückgestellt. Das entsprechende System kann

nicht beim Vertrieb von Anlagefonds zur Anwendung kommen, wenn dem Vertriebskanal ein Teil der Ausgabe-kommissionen rückerstattet wird. Die Problematik der Retrozessionen besteht nicht so sehr in der Tatsache, dass der Vermögensverwalter für seine Funktion als Vertriebsweg entschädigt wird, als vielmehr in den dadurch entstehenden Interessenkonflikten und in der möglichen Transparenz, dem Investor gegenüber. Deswegen ist die Transparenz wird dem auch vom Gesetz gefordert (Art. 400 Abs. 1 OR).

Unabhängigkeit verringert Interessenkonflikte

Die geschichtlichen Interessenkonflikte können reduziert werden, wenn die Vermögensverwaltung oder Anlageberatung durch eine unabhängige Instanz erfolgt, also nicht Teil einer übergeordneten, grosseren Organisation ist. Dafür kommen beispielsweise unabhängige Vermögensverwalter in Frage oder sogenannte Family Offices, die sich aus Steuer-, Rechts- und Finanzexperten zusammensetzen und grosse Familienvermögen betreiben. Die Dienstleistungen können entweder durch das Family Office selbst oder durch die Family Office selbst verbracht (beispielsweise auf dem Gebiet der Steuerberatung) oder von ausserstehenden Anbietern zugekauft werden. Kennzeichnend für diese Organisationen ist ihre Unabhängigkeit, die es ihnen erlaubt, im Interesse ihrer Klienten auf jeden Gehalt die besten Fachleute heranzuziehen.

Im Research-Bereich kann dies bedeuten, dass Analysen verschicketer Hinweis bezogen und ausgewertet werden. Da das Family Office und seine Researchquellen voneinander unabhängige Organisationen sind, entsteht keine Interessenkonflikte. Eine andere Vorgehensweise besteht darin, dass Research von einem unabhängigen Anbieter zu kaufen. In der Vergangenheit waren Researchabteilungen praktisch immer Teil von Unternehmensstrukturen. Heute etablieren sich die zentrale Einkommensquelle darstellen. Füllen kein Kauf oder Verkauf von Wertpapieren Carragen an, erhält der Vermögensverwalter einen Teil davon vom Broker zurückgestellt. Das entsprechende System kann

Ähnliche Vorteile ergeben sich in Bezug auf die mit dem Eigenhandel

verbundenen Interessenkonflikte. Da bei einem Family Office die Funktionen als Market Maker und der Eigenhandlung als wichtige Einkommensquelle empfunden, können damit verbundene Interessenkonflikte vermieden werden.

Schliesslich kann die Ausgestaltung der Gebührenstruktur einen weiteren Beitrag dazu leisten, die Interessen des Klienten mit jenen seines Vermögensverwalters in Einklang zu bringen. Vordringlicher als transaktionsabhängige Gebühren kann eine Kombination von fixen und leistungsabhängigen Gebühren sein. Die Fixgebühr stellt eine präzisierbare Entschädigung für den nichttransaktiven Aufwand und einige, leistungsabhängige Grunddienstleistungen dar. Der Performance wird für den Teil der Rendite erlöhnt, der eine vordefinierte Rendithürde (Benchmark) überschreitet. Sie soll dem Vermögensverwalter einen Anreiz geben, eine – unter Berücksichtigung des von Klienten gewünschten Risikoprofils – maximale

«Den wenigsten Privatinvestoren dürfte bekannt sein, dass Retrozessionen für viele Vermögensverwalter eine zentrale Einkommensquelle darstellen.»

Beispiel von einem Family Office oder einem Consortium wahrzunehmen werden, dessen Aufgabe u.a. darin besteht, die besten Spezialisten auszuwählen und zu überwachen. Auf die Vermögensverwaltung bezogen umfasst dies auch die Konsolidierung der einzelnen Positionen, so dass der Klient ein umfassendes Reporting erhält, das ihm einen Überblick seines Gesamtvermögens gewährt. Solche Organisationen die nötige Unabhängigkeit hat, kann sie einen wichtigen Beitrag zur Vermittlung von Interessenkonflikten leisten und so den Wert der gewonnenen Finanzdienstleistungen für seinen Klienten erhöhen. Es bleibt abzuwarten, wie stark der Trend hin zur unabhängigen Beratung durch unabhängige Schweizer Private Banking verändern wird. Fast sieht jedoch, dass Anbiter, die offenzwecklichen Interessenkonflikten ausgesetzt sind, es schwer haben werden, im Wettbewerb zu bestehen.

Kombination von Spezialisten

Als Gegenbewegung zur Fixationswelle der vergangenen Jahre etablieren sich heute immer mehr kleine Organisationsformen als Anbieter einzelner Finanzdienstleistungen. Das Angebot reicht von unabhängigen Researchfirmen über spezialisierte Produktanbieter –