

Minka 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 diesem Zusammenhang von Interessenkonflikten zu hören. Wer jedoch genauer hinsieht, wird feststellen, dass das, was im Interesse des Vermögensverwalters ist, nicht immer auch zum Wohl des Kunden 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 Prozesse und organisatorische Strukturen.

#### 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 schafft eine solche Kombination von Aktivitäten Synergien, von denen auch der Privatinvestor, der Klient dieser Bank ist, profitieren kann. Bei genauerer 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. Derart beeinflusste Anlageempfehlungen stehen eindeutig im Konflikt mit der Forderung nach objektiver Anlageberatung, wie auch kürzlich in der Financial Times diskutiert wurde (FT vom 27.10.99).

Im umgekehrten Fall hingegen, in dem ein Investmenthaus mit institutionellen Kunden tatsächlich in Transaktionen verwickelt und gleichzeitig in der Anlageberatung aktiv ist, hat der Gesetzgeber Vorkehrungen getroffen: Die Corporate Finance Abteilung ist strikt von der Sales-Seite zu trennen, um das Ausnutzen vertraulicher Informationen zu Anlagezwecken zu verhindern (sog. «Chinesische Wall»). Daraus resultieren sogenannte «Restricted Lists», welche jene Unternehmen aufzuführen, mit denen das Investmenthaus auf der Corporate Finance Seite Geschäfte tätigt und die deshalb den Anlagekunden nicht empfohlen werden dürfen. Für den Privatkunden, der in einem solchen Titel investieren möchte, bedeutet dies eine Einschränkung seiner Anlagemöglichkeiten.

und der Kundenseite andererseits, sind ein weiterer Bereich latenter Interessenkonflikte. Für die im Eigenbestand liegenden Titel ist die Bank natürlicherweise an Wertsteigerungen interessiert. Dennoch kann sie grosse Verkaufsaufträge, die den Marktpreis drücken können, nicht ablehnen. Zudem hat die Bank durch ihre Handelsaktivitäten einen Informationsvorsprung gegenüber den übrigen Investoren, die sie als Klienten betreut. Wie mit solchen Situationen umgegangen wird, hängt letztlich von der Unternehmenskultur des einzelnen Instituts ab und davon, wie Vorschriften und ethische Verhaltensregeln im Alltag gelebt werden.

#### Gebührenstruktur setzt Anreize

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 entschädigt, kann dies zu falschen Anreizen führen. Die Verlockung für den Vermögensverwalter ist dann gross, auf dem Konto Transaktionen durchzuführen, deren primäre Absicht darin besteht, sein eigenes Einkommen zu maximieren (sog. Churning).

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

auch beim Vertrieb von Anlagefonds zur Anwendung kommen, wenn dem Vertriebskanal ein Teil der Ausgabe-kommissionen rückvergütet 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 mangelnden Transparenz dem Investor gegenüber. Diesbezügliche Transparenz wird dem auch vom Gesetz gefordert (Art. 400 Abs. 1 OR).

#### Unabhängigkeit verringert Interessenkonflikte

Die geschilderten 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 betreuen. Die Dienstleistungen können entweder durch das Family Office selbst erbracht (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 jedem Gebiet die besten Fachleute heranzuziehen.

Im Research-Bereich kann dies bedeuten, dass Analysen verschiedener Häuser beigezogen und ausgewertet werden. Da das Family Office und seine Researchquellen voneinander unabhängige Organisationen sind, entstehen keine Interessenkonflikte. Eine andere Vorgehensweise besteht darin, das Research von einem unabhängigen Anbieter zu kaufen. In der Vergangenheit waren Researchabteilungen praktisch immer Teil von Investmenthäusern. Heute etablieren sich kleinere unabhängige Organisationen, die neutrale Analysen durchführen und diese an Dritte verkaufen.

Ähnliche Vorteile ergeben sich in bezug auf die mit dem Eigenhandel

verbundenen Interessenkonflikte. Da bei einem Family Office die Funktion als Market Maker und der Eigenhandel als wichtige Einkommensquelle entfallen, 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. Vorteilhafter als transaktionsabhängige Gebühren kann eine Kombination von fixen und performanceabhängigen Gebühren sein. Die Fixgebühr stellt eine pauschale Entschädigung für den administrativen Aufwand und einige, regelmässig anfallende Grunddienstleistungen dar. Die Performancefee wird für den Teil der Rendite erhoben, der eine vordefinierte Renditehürde (Benchmark) überschreitet. Sie soll dem Vermögensverwalter einen Anreiz geben, eine – unter Berücksichtigung des vom Klienten gewünschten Risikoprofils – maximale

beispielsweise im Bereich alternativer Anlagen – bis hin zur Steuer- und Rechtsberatung, die in verschiedenen Konstellationen zusammenarbeiten. Die Beteiligung an Swisspartners durch die L.I.B. Holding AG oder der erfolgreiche Börsengang von Swissfirst bezeugen die Attraktivität solcher Nischenanbieter sowie den Trend zu neuen Kooperationsformen (vgl. auch 1998/99 European Private Banking Survey von PricewaterhouseCoopers). Ein weiteres Beispiel ist die Beteiligung der Swisslife/Rentenanstalt an der RMF Investment Group, einem auf die Betreuung alternativer Anlagen spezialisierten Haus.

Der Einsatz unabhängiger Spezialisten auf jedem Fachgebiet stellt ein hohes Qualitätsniveau der Dienstleistungen sicher. Wenn mit verschiedenen Kooperationspartnern gearbeitet wird, ist es für den Privat Anleger um so wichtiger, eine Ansprechperson zu haben, welche die Aktivitäten zentral koordiniert. Diese Rolle kann zum

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

Rendite zu realisieren. Um zu vermeiden, dass der Vermögensverwalter um der Performance willen unangenehme hohe Risiken eingeht, ist das im Gespräch mit dem Klienten festgelegte Risikoprofil laufend auf seine Einhaltung zu überwachen. Der offen erklärte Verzicht auf Retrozessionen stellt zudem sicher, dass bei Investitionsentscheidungen alle für den Klienten geeigneten Produkte gleichermaßen berücksichtigt werden.

#### Kombination von Spezialisten

Als Gegenbewegung zur Fusionswelle der vergangenen Jahre etablieren sich heute immer mehr kleine Organisationen, die neutrale Analysen durchführen und diese an Dritte verkaufen.

Beispiel von einem Family Office oder einem Consultant wahrgenommen 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. Sofern diese Organisation die nötige Unabhängigkeit hat, kann sie einen wichtigen Beitrag zur Vermeidung von Interessenkonflikten leisten und so den Wert der gesamten Finanzdienstleistungen für seinen Klienten erhöhen. Es bleibt abzuwarten, wie stark der Trend hin zur unabhängigen Beratung das traditionelle Schweizer Private Banking verändern wird. Fest steht jedoch, dass Anbieter, die offensichtlich Interessenkonflikten ausgesetzt sind, es schwer haben werden, im Wettbewerb zu bestehen.



Minka N. Nyberg, Dr. oec. HSG, Dissertation zum Thema Informationsasymmetrien und Anreizmechanismen in der Vermögensverwaltung, Leitung Bereich Multi Manager Services, Private Client Partners, Zürich