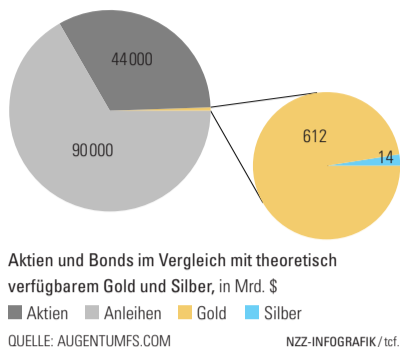
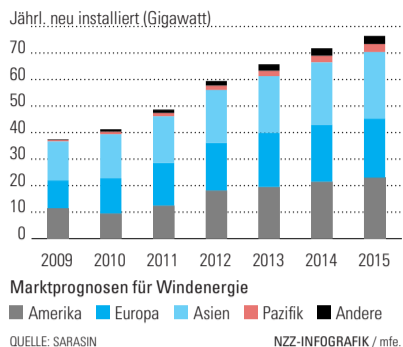
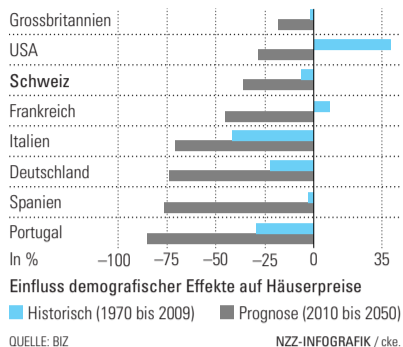


## BÖRSE UND KONJUNKTUR



**Alterung dämpft die Häuserpreise**  
 bet. · Die Bevölkerung in vielen Industrieländern wird immer älter. Welchen Einfluss das auf die Preise von Vermögenswerten haben wird, ist umstritten. Eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) kommt zu dem Ergebnis, dass er deutlich negativ sein wird. Hierfür wurde der Verlauf von Häuserpreisen – die eng mit anderen Vermögenspreisen korrelieren – in 22 Ländern mit der historischen und erwarteten Bevölkerungsentwicklung in Beziehung gesetzt. Von den 1970er bis zu den 1990er Jahren trug die Generation der Babyboomer dank der erhöhten Nachfrage positiv zum Preisverlauf bei. Jedoch verschwindet dieser Effekt bei einer alternden und schrumpfenden Bevölkerung. Gäbe es nur demografische Faktoren, würden deshalb die Häuserpreise in den USA bis 2050 um rund 30% sinken. In vielen europäischen Ländern wäre der Effekt noch stärker.

**Wachstum bei Windturbinen**  
 feb. · Der Ausbau von Kapazitäten erneuerbarer Energien ist im vergangenen Jahr trotz einem schwierigen Umfeld weitergegangen. Gemäss der Bank Sarasin wurden in Europa und den USA mehr Stromerzeugungsanlagen auf Basis erneuerbarer Energien erstellt als aus konventionellen Quellen. Besonders stark war das Wachstum 2009 im Bereich Windenergie (+31%). Die Kapazität zur Erzeugung von Windenergie lag per Ende 2009 bei 159 Gigawatt, in den vergangenen fünf Jahren ist sie pro Jahr durchschnittlich um 25% gewachsen. Gemäss der Bank bewegen sich die Hersteller von Windturbinen und Komponenten normalerweise in einem recht stabilen Umfeld. Zwischen Mitte 2008 und dem Ende des zweiten Quartals 2009 seien die Preise von Windturbinen aber um mehr als 20% gesunken. Günstige chinesische Konkurrenz habe die Margenerosion verursacht.

**Die Silbernadel im Papiergeldhaufen**  
 ra. · An den Märkten findet täglich quasi eine Abstimmung über Aktien und Anleihen statt, wobei oft die Kurse der einen Anlageklasse steigen und jene der anderen fallen. Mit einem Volumen von rund 90 Bio. \$ bei Bonds und 44 Bio. \$ bei Aktien repräsentieren diese Kategorien die grössten Anlagemärkte, zumindest wenn man Devisen nicht einbezieht. Doch alternative Anlagen wie Hedge-Funds, Private Equity, Immobilien und vor allem Rohwaren gewinnen an Bedeutung. Zukunftspessimisten sagen dem Preis für Gold und Silber im Internet angesichts der Grössenverhältnisse der Märkte und der globalen Probleme bereits eine exponentielle Explosion voraus. Das könnte passieren, wenn sehr viel Geld von Aktien und Bonds in Edelmetalle fliessen würde – theoretisch. Die Metallpreise haben zwar wohl Potenzial, doch Preisvervielfachungen dürften vorerst im Reich der Phantasie bleiben.

## Die Interessenkonflikte der Vermögensverwalter

*Kaum praktische Auswirkungen des Bundesgerichtsurteils zu Retrozessionen*

Im Jahr 2006 entschied das Schweizer Bundesgericht, dass Vermögensverwalter Retrozessionen offenlegen und den Kunden abliefern müssen. Dennoch hat sich in der Praxis seitdem kaum etwas verändert.

Jürg Müller, Marc Weibel

Jedes Auftragsverhältnis bewegt sich im Spannungsfeld zwischen minimalem Preis und maximaler Leistung. Damit ist ihm ein Interessenkonflikt inhärent. Dieser ist in der Praxis jedoch zumeist irrelevant, da sich beide Parteien der Ausgangslage bewusst sind und eine einvernehmliche Lösung im Hinblick auf den Preis und die Leistung finden. Schwieriger ist die Situation, wenn sich eine Partei aufgrund asymmetrischer Informations- und/oder Kompetenzverhältnisse der Existenz eines Interessenkonflikts nicht oder nur teilweise bewusst ist. Dies trifft in aller Regel in der Vermögensverwaltung zu.

### Verbot von «churning»

In der Vermögensverwaltung, die unter das Auftragsrecht fällt, entschädigt der Kunde den Vermögensverwalter üblicherweise für die von diesem erbrachten Leistungen direkt durch eine Gebühr. Diese orientiert sich normalerweise an verschiedenen Kriterien, etwa der gewählten Anlagestrategie, dem durchschnittlich investierten Kapital, der erzielten Rendite usw. Diese vom Kunden bezahlte Gebühr stellt jedoch häufig nicht die einzige Einnahmequelle des Vermögensverwalters dar.

Oft fallen zusätzlich Zahlungen von Dritten an – etwa von Banken und Produktanbietern. Bei diesen handelt es sich um sogenannte Finder-Fees, Rückvergütungen auf Courtagen des Wertpapierhandels, auf Depotgebühren oder bei Produktplacierungen und Bestandespflege-Kommissionen auf einzelnen Depot- bzw. Produktbeständen. Neben diesen finanziellen «Entschädigungen» kommen Vermögensverwalter ausserdem regelmässig in den Genuss nicht geldwerter Leistungen. Diese umfassen vor allem kostenlos zur Verfügung gestellte Informations- und/oder Vermögensverwaltungssysteme.

Während Letztere quasi keine Nachteile für die Kunden nach sich ziehen, sind die finanziellen Vergütungen kritischer zu hinterfragen. Diese können Entschädigungen für Vertriebs- und/oder sonstige Dienstleistungen des Vermögensverwalters wie etwa Abklärungen in Sachen Geldwäscherei darstellen und damit durchaus gerechtfertigt sein. Regelmässig werden solche Vergütungen jedoch ohne Gegenleistung erbracht. In diesem Fall sind sie Bestandteil von Anreizstrukturen.

Solche Strukturen können beim Vermögensverwalter Interessenkonflikte herbeiführen. Ein typisches Beispiel dafür ist das inzwischen von der Schweizer Finanzaufsicht Finma verbotene «churning». Unter «churning» wird das häufige Umschichten von Depot-Inhalten verstanden, wobei die einzelnen Transaktionen nur bedingt sinnvoll sind, was für Aussenstehende jedoch nur schwer erkennbar ist. Erhält der Vermögensverwalter von der Depotbank eine Rückvergütung für die dem Kunden verrechneten Courtagen, hat er ein Interesse an hohen Transaktionsvolumina, was letztlich dann zu «churning» führen kann.

In einem vielbeachteten Urteil setzte sich bereits das Schweizer Bundesgericht mit dieser Problematik auseinander und wirbelte damit viel Staub auf (BGE 132 III 460). Erste Stimmen gingen denn auch von tiefgreifenden Strukturänderungen in der Branche als Reaktion auf den Bundesgerichtsentscheid aus. In der Folge bestimmte operative Hektik das Verhalten vieler Vermögensverwalter: Nach Ergehen des Urteils passten sie die Verträge mit ihren Kunden an, überlegten, wie die von Dritten erhaltenen Entschädigungen zu rechtfertigen sind, oder informierten ihre Kunden gar zum ersten Mal über die Existenz solcher Entschädigungen.

### Fehlendes Unrechtsbewusstsein

Nachdem sich der Staub gelegt hat, präsentiert sich die Vermögensverwaltungslandschaft im Grossen und Ganzen wie zuvor. Theoretisch sollten heutzutage die Kunden dank angepassten Vermögensverwaltungsverträgen über sämtliche finanziellen Rückvergütungen sowie deren Höhe informiert sein – wobei der Umfang der Aufklärungspflicht teilweise noch Gegenstand von Diskussionen ist. In tatsächlicher Hinsicht hat

sich jedoch nicht viel geändert. Zwar dürfte es weitgehend unbestritten sein, dass sämtliche finanziellen Vergütungen Dritter ohne erbrachte Gegenleistung grundsätzlich den Kunden zustehen – ausser Letztere verzichten rechtsgültig darauf. Dennoch kommen wohl die wenigsten Kunden in den Genuss dieser Rückvergütungen.

Zwischen den landläufig erwarteten Auswirkungen des Bundesgerichtsurteils und der Realität scheint eine deutliche Diskrepanz zu existieren. Der Hauptgrund liegt wohl im fehlenden Unrechtsbewusstsein der Vermögensverwalter sowie im mangelnden Bewusstsein der Kunden. In der Branche hat man sich über Jahrzehnte an finanzielle Entschädigungen von Dritten gewöhnt. Regelmässig verdienen Vermögensverwalter auf diesem Weg gleich viel, wenn nicht mehr als mit den direkt den Kunden belasteten Gebühren. Letztere zeigen ihrerseits ein erstaunliches Desinteresse gegenüber Entschädigungen Dritter und damit den Interessenkonflikten der Vermögensverwalter.

### Hilfe durch Code of Conduct

Um die Situation zu verbessern und potenzielle Interessenkonflikte zu entschärfen, sollten alle finanziellen Zuwendungen Dritter, inklusive entsprechender Gegenleistungen, ausgewiesen werden. Dies ermöglicht eine differenzierte Beurteilung der Rechtfertigung und Verhältnismässigkeit der einzelnen Vergütungen. Diese sollten denn auch in einem vertretbaren Verhältnis zu den direkt den Kunden belasteten Gebühren stehen und möglichst wenig Interessenkonflikte bergen.

Ohne vollumfängliche Transparenz lässt sich somit keine Ausgangslage schaffen, die eine faire Aufteilung der Entschädigungen zwischen Kunde und Vermögensverwalter zulässt. Um eine mit grosser Wahrscheinlichkeit ineffiziente Detailregelung durch den Gesetzgeber zu vermeiden, wäre die Branche im eigenen Interesse gefordert – gegebenenfalls unter Berücksichtigung zu definierender regulatorischer Mindeststandards –, einen Code of Conduct zu definieren und durchzusetzen.

Jürg Müller und Marc Weibel sind Partner bei Müller, Weibel + Partner in Luzern.

## MÄRKTE UND MEINUNGEN

### Bessere Risikostreuung mit Nebenwerten

feb. · Viele Anleger haben in letzter Zeit mit den Aktienmärkten wenig gute Erfahrungen gemacht. Das Standardwerte-Barometer Swiss-Market-Index (SMI) erzielte in den vergangenen zehn Jahren per Ende Juni 2010 eine Performance von -21,1% (ohne Dividenden). Ein Problem vieler Investoren bei ihren Aktienanlagen ist, dass sie stark auf grosskapitalisierte Werte setzen und die Papiere kleiner und mittelgrosser Firmen (Small und Mid-Caps) vernachlässigen. Dies wird deutlich, wenn man die Langfrist-Performance des breit gefassten Swiss-Performance-Indexes (SPI) sowie des Nebenwerte-Barometers SPI Extra mit der des SMI vergleicht. Diese Indizes erzielten im selben Zeitraum nämlich Performance-Werte von +2,2% bzw. sogar +23,1%.

In einer wegweisenden Untersuchung des US-Aktienmarkts im Zeitraum 1936 bis 1975 hatte Rolf Banz 1981 einen Size- oder Small-Cap-Effekt – also Renditedifferenzen zwischen Neben- und Standardwerten – in der Höhe von mehr als 10 Prozentpunkten jährlich ermittelt. Heute ist in der Wissenschaft umstritten, ob Nebenwerte generell höhere Renditen als Standardwerte erzielen. Befürworter dieser These argumentieren, dies entspreche den Annahmen der modernen Portfoliotheorie, wonach Risiken und Renditen an den Kapitalmärkten Zwillingsgeschwestern seien. Die US-Fondsgesellschaft T. Rowe Price gibt in einer jüngst veröffentlichten Studie an, über einen Zeitraum von 15 Jahren hinweg sei die Performance von Mid-Cap-Aktien in 84% der Fälle besser als die von Standardwerten, Small-Caps kämen auf 77%. Kritiker argumentieren, der Size- bzw. Small-Cap-Effekt habe sich in bestimmten Perioden auch umgedreht – dann entwickelten sich Standardwerte deutlich besser.

Ein grosses Diversifikationspotenzial bieten Small- und Mid-Caps aber allemal. Es ist sinnvoll, die Risiken auf mehr Aktien zu verteilen und dafür die Nebenwerte-Märkte zu nutzen. Wer in Nebenwerte investieren will, sollte auf ein breites Portfolio setzen. Dies eröffnet Fonds-Experten auf diesem Gebiet Chancen. Wem aktiv gemanagte Fonds zu teuer sind, der kann auch mit Exchange-Traded Funds (ETF) in das Segment investieren oder breit gefasste Indizes auswählen. In der Schweiz wären dies beispielsweise der SPI oder der SPI Extra, in Deutschland der M-DAX oder der S-DAX, in den USA der Russell 2000 oder der Russell 2500.

## AGENDA

### Konjunktur und Politik

- 7. 9. Arbeitslosenquote Schweiz  
August (Vormonat: 3,6%)
- Auftragsingang Industrie Deutschland  
Juli (E): 0,5% (Vormonat: 3,2%)
- Ecofin  
Treffen der EU-Finanzminister
- Geldpolit. Lagebeurteilung Bank of Japan  
September (E): 0,1% (Vormonat: 0,1%)
- 8. 9. Industrieproduktion Deutschland  
Juli (E): 1% (Vormonat: -0,6%)
- US-Notenbank  
Beige Book
- 10. 9. Industrieproduktion Frankreich  
Juli (Vormonat: -1,7%)
- Industrieproduktion Italien  
Juli (Vormonat: 0,6%)
- Bruttoinlandprodukt Italien  
2. Quartal (Vorquartal: 0,5%)
- Lagerbestände Grosshandel USA  
Juli (E): 0,5% (Vormonat: 0,1%)
- Bruttoinlandprodukt Japan  
2. Quartal (Vorquartal: 0,1%)
- 13. 9. Industrieproduktion Euro-Raum  
Juli (Vormonat: -0,1%)

### Unternehmen und Märkte

- 6. 9. Genolier  
Ausserordentliche Generalversammlung
- 7. 9. Burkhaller  
Semesterergebnis
- Jungfrauahn-Gruppe  
Semesterergebnis
- MCH  
Semesterergebnis
- 8. 9. Richemont  
Umsatz nach fünf Monaten
- 9. 9. Swiss Prime Site  
Semesterergebnis
- BYZ Holding  
Semesterergebnis
- Gottex Fund Management  
Semesterergebnis
- 10. 9. Newron  
Semesterergebnis
- Sopracenerina  
Semesterergebnis

Erwarteter Wert; G/A: Gewinn pro Aktie; GJ: Geschäftsjahr; i. V.: in der Vorperiode; Q: Quartal.  
 QUELLE: BLOOMBERG, REUTERS, SDA, DIV. BANKEN, (OHNE GEWÄHR UND ANSPRUCH AUF VOLLSTÄNDIGKEIT)

ANZEIGE

Für kompetente Wirtschaftsbücher.  
 www.nzz-libro.ch

NZZ Libro  
 BUCHVERLAG NEUE ZÜRCHER ZEITUNG