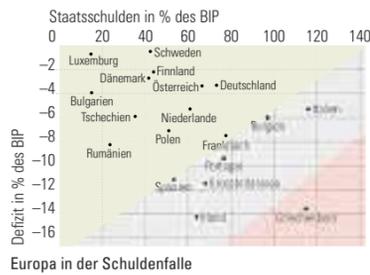
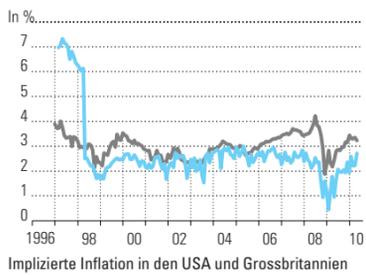


BÖRSE UND KONJUNKTUR



Europa in der Schuldenfalle
QUELLE: JULIUS BÄR
NZZ-INFOGRAFIK / cke.



Implizierte Inflation in den USA und Grossbritannien
QUELLE: SARASIN
NZZ-INFOGRAFIK / cke.



MSCI-Industrielländer-Aktienindex (1990=100)
QUELLE: UBS
NZZ-INFOGRAFIK / cke.

Staaten auf der schiefen Bahn
ra. · Derzeit kursieren viele Modelle, die zeigen sollen, welche Staaten in Sachen Verschuldung und Kreditwürdigkeit auf der schiefen Bahn sind. Die Experten der Bank Julius Bär verwenden dazu die Analyse des Staatsdefizits und der Staatsschulden in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Demnach steht es wenig überraschend bei Griechenland am schlimmsten, und eine Kehrtwende erscheint äusserst anspruchsvoll. Ebenfalls nicht gut bestellt ist das Feld in Irland, Grossbritannien, Spanien, Portugal, Italien und Belgien – wobei mit Grossbritannien und Belgien zwei Länder auftauchen, auf die sich die Finanzmärkte derzeit noch nicht «eingeschossen» haben. Unter den noch finanzpolitisch gesunden Staaten fällt auf, dass auch viele osteuropäische Länder auftauchen, etwa Bulgarien, Tschechien, Rumänien und Polen sowie (nicht in der Grafik) Litauen, Lettland, die Slowakei und Ungarn.

Begrenzte Inflationsangst
feb. · Der Kauf von Staatsanleihen schürt Zweifel an der Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB). In einer Studie weist die Bank Sarasin indessen darauf hin, dass die EZB mit dem Aufkauf von Staatsobligationen ein Instrument einsetzt, das von anderen Zentralbanken schon länger verwendet wird. Nach dem Ausbruch der Finanzkrise haben auch die US-Notenbank Fed und die Bank of England (BoE) so agiert. Dies bedeute zwar nicht, dass die EZB ihren stabilitätsorientierten Pfad einhalten könne, schreiben die Analytiker. Die Reaktion, die die Finanzmärkte auf den Aufkauf von Staatsanleihen der Fed und der BoE gezeigt hätten, deutet allerdings – zumindest kurzfristig – nicht auf potenzielle Inflationsängste hin. Die implizierten Inflationserwartungen in den Märkten für inflationsindexierte Anleihen zeigten eine Normalisierung der Inflationserwartungen, keinen Anstieg.

Verlustrisiken kennen und messen
sev. · Nach einem Einbruch an der Börse kann es lange dauern, bis die Wertpapiere wieder ihr altes Niveau erreichen. So dauerte es nach dem Platzen der Dotcom-Blase 70 Monate, bis der MSCI-Industrielländer-Aktienindex wieder den alten Höchststand vom März 2000 erklomm. Der durch die Subprime-Krise ausgelöste Kurssturz von 2007/08 dauerte zwar weniger lang, war dafür aber mit 54% noch heftiger. Die UBS spricht im ersten Fall von der längsten Zeit unter dem alten Hoch («time under water»), im zweiten Fall vom höchsten prozentualen Verlust («drawdown»). Grössenordnung und Dauer der Verluste sind Kennzahlen zur Einordnung von Anlagerisiken. Die historische Performance sollte bei Anlageentscheidungen immer nur einer von mehreren Faktoren sein, da von der bisherigen Wertentwicklung nicht auf die künftige geschlossen werden kann.

Retrozessionen gefährden die Vertrauensbasis

Versteckte Provisionen schaffen Interessenkonflikte zwischen Anlegern und Vermögensverwaltern

Das Fundament einer langfristigen Partnerschaft zwischen Kunde und Vermögensverwalter ist ein durch Vertrauen geprägtes Verhältnis. Trotzdem sichert sich die Finanzbranche durch versteckte Provisionen alljährlich einen Bonus in Milliardenhöhe.

Florian Schubiger

Wer Klarheit darüber haben will, wie die eigene Bank oder der eigene Vermögensverwalter mit Retrozessionen umgeht, findet die Antwort in den allgemeinen Geschäftsbedingungen. Meist kann man sich die Mühe aber auch sparen, denn die Vertragswerke der einzelnen Institute gleichen sich wie ein Ei dem anderen. Anleger müssen ausnahmslos auf Retrozessionen – auch als versteckte Provisionen oder «Kickbacks» bekannt – sowie deren transparente Offenlegung verzichten. Anleger, die darüber verhandeln wollen, beissen auf Granit.

Starke Interessenkonflikte

Man muss kein Finanzexperte sein, um zu erkennen, dass diese Konstellation Interessenkonflikte in einem hohen Masse fördert. Anleger wollen für ihre Investitionen die besten Finanzinstrumente, zudem möglichst tiefe Gesamtkosten und eine ansprechende Rendite. Auf der anderen Seite sind die Vermögensverwalter, die gerade nach der Finanzkrise unter enormem Druck stehen, Gewinne zu erwirtschaften. Sie profitieren von hohen Gebühren, intransparenten Produkten und versteckten Retrozessionen.

Die Interessenkollision zwischen den beiden Seiten wird durch die einseitig formulierten Verträge und die dadurch entstehende Informations-Asymmetrie noch verstärkt. Kontrollmöglichkeiten für Anleger werden faktisch ausgehebelt. Das führt so weit, dass kaum ein Privatanleger in der Schweiz weiss, wie viel sein Vermögensverwalter effektiv an der Verwaltung seines Geldes verdient. Auch die Kundenberater kennen die genaue Höhe der «Kickbacks» nicht. Beeinflusst von ausgeklügelten bankinternen Anreiz- und Bonussystemen, schaffen sie den Spagat zwischen

Berater und Produktverkäufer aber trotzdem immer seltener. So wimmelt es in vielen Wertschriftendepots von teuren Anlagefonds, undurchsichtig strukturierten Produkten und riskanten Hedge-Funds.

Eine solche Verkaufsmotivität birgt für Anleger erhebliche Risiken. Ein Lied davon singen können die Geschädigten der im September 2008 kollabierten US-Investmentbank Lehman Brothers und alle, die beim Milliardenbetrüger Bernard Madoff investiert hatten. Die Retrozessionen sollen in beiden Fällen besonders hoch gewesen sein. Das demonstriert, wie weit die Interessen zwischen Berater und Kunde auseinanderklaffen können – und das notabene in einem Geschäft, bei dem neutrale Beratung und Interessenwahrung als zentrale Dienstleistung angepriesen werden. Ein durch Vertrauen geprägtes Verhältnis zwischen Kunde und Vermögensverwalter gilt indessen als Fundament für eine langfristige Partnerschaft zwischen Kunden und Vermögensverwaltern. In diese harmonische Beziehung passen versteckte Retrozessionen eigentlich überhaupt nicht ins Bild.

Ein Geschäftsmodell, bei dem ausschliesslich das Know-how und der Zeitaufwand des Beraters vergütet werden, wäre die Lösung. Professionelle Anleger wie Pensionskassen machen es

RETROZSSIONEN

Vermögensverwalter kassieren von Fondsgesellschaften und anderen Produktanbietern versteckte Provisionen, sogenannte Retrozessionen oder Kickbacks. Bei Aktienfonds fliessen beispielsweise rund 0,7% pro Jahr des investierten Kapitals unter dem Tisch. Bei strukturierten Produkten oder Hedge-Funds können die Beträge noch deutlich höher sein. Sogenannte externe oder unabhängige Vermögensverwalter erhalten zudem Retrozessionszahlungen von ihren Depotbanken. Diese werden als Rückvergütung auf der Courtagel bei Depotumschichtungen, der laufenden Depotgebühr und bei zahlreichen weiteren Geschäften bezahlt. Je nach Ausrichtung eines Wertschriftendepots können die Retrozessionen gut und gerne die Hälfte der Einnahmen eines Geldverwalters ausmachen.

vor. Sie trennen Beratung und Produktvertrieb strikt voneinander und lassen sich die Weitervergütung der Retrozessionen vertraglich zusichern. Was für institutionelle Anleger gut ist, kann für Private eigentlich so schlecht nicht sein. Trotzdem fristet das Modell der Beratung gegen Honorar bei Privatanlegern weiterhin ein Mauerblümchendasein.

Eine Erklärung dafür könnte sein, dass der Begriff Honorarberater nicht geschützt ist. So verlangen unterdessen viele Finanzberater ein Honorar und stecken die Provisionen trotzdem in die eigene Tasche. Das verunsichert die Anleger, und weil in der Branche kaum jemand offen über Retrozessionen spricht, haben sie Schwierigkeiten, die verschiedenen Geschäftsmodelle zu verstehen und miteinander zu vergleichen. Die Folge: Viele Privatanleger entscheiden sich doch für den Provisionsberater, der sich oft erst nach der Beratung als Verkäufer entpuppt.

Zu viel Geheimniskrämerei

Zahlreiche Banker sind sich sehr wohl bewusst, dass die heutige Praxis gerade bei Anlegern mit grösseren Vermögen ein Auslaufmodell ist. Die Verantwortung liegt aber nicht nur bei der Finanzbranche, sondern auch bei den Kunden. Solange diese keine Rechenschaft über Provisionszahlungen verlangen, wird kein grosser Player auf die lukrativen «Kickbacks» verzichten.

Anleger sollten daher das Schweigen brechen und mit ihrem Berater über heimliche Rückvergütungen sprechen. Noch besser wäre es, sie liessen sich schriftlich zusichern, dass sie das Recht haben, jederzeit den genauen Betrag der bezahlten Retrozessionen einsehen zu können. Vermögensverwalter, die eine solche Forderung verweigern, widersetzen sich nicht nur dem Obligationenrecht, sondern geben indirekt ja geradewegs zu, dass sie etwas zu verbergen haben. Informierte Anleger werden indessen Intransparenz immer weniger goutieren. So schliesst sich der Kreis: Vertrauen ist bei Geldangelegenheiten eine Grundbedingung – und Transparenz der Beweis dafür, dass geschenkten Vertrauen nicht missbraucht wird.

Florian Schubiger ist Gründer und Partner der Wintertürcher Finanzberatungsfirma VermögensPartner AG.

MÄRKTE UND MEINUNGEN

Verdienen am sinkenden «Angst-Barometer»

sev. · Die Markt-Volatilität, häufig auch als «Massstab der Angst» bezeichnet, befindet sich derzeit auf hohem Niveau. Die Griechenland-Krise, Sorgen um eine Ansteckung der süd-europäischen Länder sowie der kurzfristige «Flash-Crash» in den USA vor drei Wochen haben sie hochgetrieben. Der vom Börsenbetreiber Chicago Board Options Exchange (CBOE) erhobene VIX, der die von den Marktteilnehmern erwartete Volatilität für den breiten amerikanischen S&P-500-Index spiegelt, bewegt sich nach einer Spitze von 45 Punkten am 20. Mai derzeit bei 30 Punkten. Vor der Korrektur war er im April bis auf 16 Zähler gefallen.

Für Retail-Anleger ist ein Investieren in Volatilität als Anlageklasse nur indirekt möglich. Mittels Hebel-Produkten kann man dabei grundsätzlich auf steigende Volatilitäten setzen, während man mit Discount-Zertifikaten auf fallende Volatilitäten spekuliert. Allerdings spielt bei beiden Produkten die Richtung der Bewegung im Basiswert die entscheidende Rolle. Bei Vontobel verweist man darauf, dass bei hoher Volatilität die sogenannten Reverse Convertibles attraktiver werden. Je stärker die Schwankungen, desto höher sind auch die Coupons. Sinkt die Volatilität nach dem Kauf, so steigt die Chance, dass die Titel die eingebauten Barrieren nicht durchbrechen. Die Anleger kassieren dann einen höheren Coupon, als sie in einem weniger bewegten Umfeld bekommen hätten. Das Standard-Instrument, um direkt sinkende oder steigende Volatilität zu handeln, sind gemäss UBS Variance-Swaps. Diese sind jedoch überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehalten. Die Börsenbetreiber haben zwar in den letzten Jahren eine Reihe von Indizes lanciert, diese sind jedoch nur schwer handelbar zu machen.

Grundsätzlich ist die Volatilität ein Markt-Indikator, bei dem sich häufig eine antizyklische Nutzung auszahlt: Ist die Stimmung euphorisch, steht nicht selten eine Korrektur bevor, ist hingegen der Pessimismus besonders ausgeprägt, bestehen in der Regel gute Einstiegschancen. Die Griechenland-Rettung, der Euro-Schutzschirm und die Zusicherung Chinas, Devisenreserven weiter in Euro-Anleihen anzulegen, haben in den vergangenen Tagen zu einer gewissen Beruhigung der Marktteilnehmer geführt. Sollte dieser Trend anhalten, kann man mit hoher Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, dass die Volatilität vorerst weiter sinken wird.

AGENDA

Konjunktur und Politik

- 31. 5. **Konsumentenvertrauen Euro-Zone**
Mai (E): -18 (Vormonat: -18)
- 1. 6. **Bruttoinlandsprodukt Schweiz**
1. Quartal (E): 0,7% (Vorquartal: 0,7%)
Arbeitslosigkeit Deutschland
Mai (E): 7,8% (Vormonat: 7,8%)
Produzentenpreise Frankreich
April (Vormonat: 0,6%)
Arbeitslosigkeit Euro-Zone
April (E): 10,1% (Vormonat: 10%)
ISM-Index verarbeitendes Gewerbe USA
Mai (E): 59,4 (Vormonat: 60,4)
- 2. 6. **Produzentenpreise Euro-Zone**
April (E): 0,7% (Vormonat: 0,6%)
Ausstehende Häuserverkäufe USA
April (E): 5% (Vormonat: 5,3%)
- 3. 6. **Treffen der G-20-Finanzminister und Notenbankchefs**
Seoul/Pusan

ISM-Index nichtverarb. Gewerbe USA
Mai (E): 55,9 (Vormonat: 55,4)

4. 6. **Bruttoinlandsprodukt Euro-Zone**
1. Quartal (E): 0,2% (Vorquartal: 0,2%)
Arbeitslosigkeit USA
Mai (E): 9,8% (Vormonat: 9,9%)

7. 6. **Treffen der Finanzminister der Euro-Zone**
Luxemburg

Unternehmen und Märkte

- 1. 6. **EGL**
Ergebnis 1. Semester GJ 2009/10
- 3. 6. **LEM GJ 2009/10**
G/A (E): k. A. (i. V.: Fr. 17,77)

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



**Mit dem Alter. Für das Alter:
Gemeinsam selbstbestimmt durchs Leben.**

www.srk-zuerich.ch