

Berater, ETF oder doch Robo?

Das klassische Beratungsmodell im Private Banking ist unter Druck. Weshalb genau wird persönliche Anlageberatung aber überhaupt nachgefragt? **TEODORO D. COCCA**

Persönliche Anlageberatung ist die Kerndisziplin des Schweizer Private Banking. Regulatorische Entwicklungen (unter anderem Mifid, Fidleg) sowie technologische Fortschritte der jüngsten Zeit zwingen Banken und Berater zur Fokussierung auf die Frage, welchen Mehrwert der Kunde durch die persönliche Anlageberatung erhält und weshalb dafür eine Gebühr gerechtfertigt ist.

Der in den vergangenen Jahren beobachtbare Siegeszug von ETF (Exchange Traded Funds) lässt sich ebenfalls auf die Frage, welchen Gegenwert die Anlagekompetenz einer Bank bzw. des Fondsmanagements hat, zurückführen. Robo-Advisors sind «ideologisch» ähnlich positioniert und bieten eine kostengünstige Anlagelösung ohne Beratung an, zumindest ohne einen Berater – die technische Lösung soll bis zu einem gewissen Grad die Beratung ersetzen. Diese Entwicklungen führen somit verstärkt zur Frage, warum Kunden sich zukünftig überhaupt noch durch einen persönlichen Berater beraten lassen sollen.

Inwieweit Anlageberatung einem Privatkunden eine Überrendite bietet, ist Gegenstand einer überschaubaren Anzahl von wissenschaftlichen Studien. Ungleich umfangreicher ist die Vielzahl der Studien, die sich mit der Frage beschäftigen, inwieweit es Fondsmanagern gelingt, nachhaltig eine Überrendite zu erwirtschaften. In beiden Fällen ist das Fazit ernüchternd. Diese Studien sind nicht immer eins zu eins mit dem klassischen Schweizer Private Banking vergleichbar, und einige Spezifikationen der Untersuchungen wären kritisch zu hinterfragen – dennoch sprechen die bisherigen Resultate eine klare Sprache.

Die Evidenz für eine nachhaltige Überrendite – nach Kosten durch die Anlageberatung – ist nicht vorhanden. Unter Mitberücksichtigung des Risikos sind die Resultate etwas ausgewogener, aber auch nicht mehrheitlich überzeugend. Es lässt sich also zumindest nicht argumentieren, dass Anlageberatung vorwiegend deshalb beansprucht wird, weil damit eine Überrendite erreicht wird.

Kunden schätzen Berater

Warum aber wird Beratung, im speziellen persönliche Beratung, dennoch nachgefragt? Eine mögliche Erklärung ist, dass die Anlagerendite von Private-Banking-Kunden anders wahrgenommen wird als eine reine Frage des generierten Alphas (Überrendite). Eine absolute Rendite ist beispielsweise den meisten Private-Banking-Kunden wichtiger als eine Benchmark-Orientierung, wobei sich dies in Zukunft ändern könnte. Die Nettoerrendite, die beispielsweise auch Steueraspekte berücksichtigt, könnte ein weiterer Faktor sein, bei dem die Beratung einen Mehrwert liefern kann.

Unsere Forschung bestätigt, dass Private-Banking-Kunden mit der durch die Beratung erreichten Rendite

in Summe nicht zufrieden sind. Dies ist eine Wahrnehmung der Kunden – so gerechtfertigt sie sein mag oder nicht – «perception is everything». Wenn allerdings, wie unsere Forschung zeigt, Private-Banking-Kunden trotzdem grundsätzlich weiterhin eine persönliche Beratung wollen, müssen andere Faktoren als die Anlageperformance eine Rolle spielen.

Einen möglichen Erklärungsansatz liefern qualitative Eigenschaften der Beratung, denen die Kunden einen Wert beimessen und daher die (kostenbereinigten) schlechtere Performance in Kauf nehmen. Anleger messen bestimmten Performedimensionen einen höheren individuellen Wert bei. Möglicherweise schät-



«Zwischen Mensch und Maschine entscheidet sich die klare Mehrheit für den Menschen.»

zen sie einen breiteren Produktzugang sowie eine bessere Diversifikation und nehmen daher eine geringere Rendite in Kauf. Dies wäre allerdings dadurch zu erklären, dass passive, mit ETF umgesetzte Anlagestrategien in dieser Hinsicht als überlegen einzustufen sind. Allenfalls wird auch zu optimistisch angenommen, dass der eigene Kundenberater in Zukunft besser sein wird als der Durchschnitt. Es gibt Evidenz dafür, dass ein wesentlicher Anteil der Private-Banking-Kunden dem Berater bzw. der Bank grundsätzlich durchaus überdurchschnittliche Anlagefähigkeiten attestieren.

Es ist ferner denkbar, dass Anleger bestimmte Präferenzen wie ihre eigene Trägheit oder einen inneren «Seelenfrieden» schätzen und daher die möglichen Kosten der Anlageberatung in Kauf nehmen. Oder es sind schlicht die Opportunitätskosten relevant. Die Kosten, die anfallen würden, wenn Kunden mit eher geringem Anlage-Know-how oder knappem Zeitbudget sich selbst um die eigenen Finanzen kümmern müssten. Auch dürfte die persönliche Beziehung zwischen Kunden und Kundenberater eine nicht unerhebliche Investition in Form von Sozialkapital beider Seiten bedingen, sodass sich eine enge Beziehung und damit verbunden gegenseitige implizite Verpflichtungen ergeben (sozialer Vertrag). Der Effekt auf die generell mit Finanzentscheidungen verbundene hohe subjektive Unsicherheit vieler Kunden darf ebenfalls nicht vernachlässigt werden. Die Validierung der eigenen Ansichten in einem persönlichen Gespräch mit dem Berater kann dem Kunden diese Unsicherheit nehmen. Solche Faktoren sind in Unter-

suchungen kaum zu bewerten und stellen dennoch möglicherweise äusserst wichtige Dimensionen dar.

Im Grunde bedeutet dies, dass sich der individuelle Nutzen einer persönlichen Anlageberatung nicht einfach in der Performedimension erschöpft. Sehr wahrscheinlich ist, dass viele Kunden – so rational oder irrational dies erscheinen mag – einen Nutzen daraus ziehen, einem Berater vertrauen zu können. Diese zutiefst menschliche Eigenart wäre deshalb von grosser Bedeutung, da heute zunehmend «beraterfreie» Angebote entstehen, auf die klassische Beratungsmodelle eine Antwort suchen.

Warum heute die Mehrheit der Kunden eher dem Ratschlag eines Beraters als einer Maschine oder eine Software vertraut, entzieht sich weitgehend einem rein analytischen Erklärungsmuster. Leicht liesse sich ja schon heute rational argumentieren, dass eine Maschine eine Anlageempfehlung auf einer objektiveren Grundlage fällen kann als ein Mensch. Und dennoch, zwischen Mensch und Maschine entscheidet sich – zumindest heute noch – die klare Mehrheit der Private-Banking-Kunden für den Menschen. Dies gilt selbst dann, wenn Kunden sich teilweise durchaus kritisch über die Beratungsleistung äussern.

Persönliche Beratung kostet

Bisherige Erhebungen zeigen klar, dass der Kunde weiterhin persönliche Beratung will. Die Bereitschaft, dafür einen Mehrpreis zu bezahlen, ist allerdings nicht sehr ausgeprägt. Diesem Aspekt muss die Welt der traditionellen Anlageberatung viel mehr Aufmerksamkeit schenken, wenn sie sich langfristig nicht überflüssig machen will. Das genaue Verständnis darüber, warum Kunden heute persönliche Beratung nachfragen, kann hierbei sowohl für die Forschung wie auch für die Anlagepraxis wichtige Erkenntnisgewinne bringen. Selbst- und Fremdbild der erbrachten Beratungsleistung klaffen in der Bankenwelt häufig sehr weit auseinander. Kritik an der Anlageperformance führt bei vielen Beratern zu einer Abwehrhaltung und einer technischen Diskussion darüber, wie Performance «richtig» zu messen ist.

Der Fokus sollte aber vermehrt auf Wahrnehmungsfragen seitens der Kunden gelegt werden. In diesen Aspekten steckt die Antwort auf die Frage, wie auf ETF und Robo-Advisors zu antworten ist. Die Herausforderungen durch kostengünstige Robo-Advisors oder Indexfonds zwingt Banken und Berater auf jeden Fall dazu, eine viel klarere Antwort als heute darauf zu geben, welchen Mehrwert der Kunde durch die (persönliche) Anlageberatung erhält und weshalb dafür ein Mehrpreis gerechtfertigt ist.

Teodoro D. Cocca ist Professor für Wealth und Asset Management an der Johannes-Kepler-Universität in Linz und Adjunct Professor am Swiss Finance Institute.



JAN SCHWALBE
Chefredaktor
zum Thema
Vergütungen

Mehr Mut

Seit 2014 ist es für Schweizer Unternehmen, deren Aktien im In- oder Ausland kotiert sind, Pflicht, einen Vergütungsbericht vorzulegen. Mit der Publikation an sich haben sie kein Problem. Tatsächliche Mängel haben die Reports selten und auch die Transparenz wird stetig verbessert. Dennoch lassen die Berichte noch zu wünschen übrig (vgl. Seite 8 und 9).

Die Darlegung ist oft kompliziert, wichtige Details werden in einen Nebensatz gepackt und der Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Managereinsatz ist schwer nachvollziehbar. Immerhin sieht es so aus, als ob die Lohndiskussion die Exzesse in den Chefetagen etwas eingedämmt hat. Trotz Börsenboom halten sich die Sprünge in Grenzen.

Aktionäre dürfen an der Generalversammlung über Vergütungsbericht und Salär abstimmen. Doch so richtig mutig sind sie dabei nicht. Selten verpassen sie den Managern einen Denkkzettel. Schon Abstimmungsergebnisse mit einer Zustimmung von unter 80% wie bei ABB, Georg Fischer, Implemia oder Straumann gelten als Warnschuss. Aktionäre sollten sich mehr trauen, denn ihre Meinung zählt. Dass so was nicht nur einen Sturm im Wasserglas auslöst, sondern Erfolg haben kann, zeigt neben dem Fall Credit Suisse (vgl. Seite 1) das Beispiel GAM. Nachdem die Saläre der Chefetage des Vermögensverwalters rund um CEO Alexander Friedman letztes Jahr abgeschmettert wurden, kam GAM nicht darum herum, den Vergütungsplan zu zähmen. Diese Woche wurde der Bericht an der GV knapp angenommen.

Mehr Mut sollten nicht nur Aktionäre, sondern auch Unternehmen haben. Mut, transparent zu sein, Mut, die realisierten Vergütungen auszuweisen, und Mut, unbequeme Einzelheiten nicht zu verstecken. Denn nur wenn alles offen auf dem Tisch liegt, wird die Entrüstung von Investoren und Öffentlichkeit abnehmen.

Aktuell auf www.fuw.ch

Rücktrittswelle im Raiffeisen-VR

Bei Raiffeisen treten bis 2020 neun der aktuell elf Verwaltungsratsmitglieder zurück. Wie die Bank mitgeteilt hat, verlassen allein in diesem Jahr sechs Verwaltungsräte die Bank. Im Zuge der Affäre um Ex-Chef Pierin Vincenz ist im März bereits Verwaltungsratspräsident Johannes Rüeegg-Stürm zurückgetreten.

www.fuw.ch/280418-1

EFG International zieht wieder Neugeld an

Bei der Privatbank EFG International wächst das Neugeld im Rahmen der eigenen Erwartungen, wie das Institut am Freitag mitteilte. Mit Ausnahme der Zentralschweiz, dem Tessin und Italien leisteten alle Geschäftseinheiten und Regionen einen positiven Beitrag.

www.fuw.ch/280418-2

Nun fließen Millionen ins Crowdfunding

Profianleger entdecken KMU- und Konsumkredite, die über Plattformen vergeben werden, als Anlagemöglichkeit. Kredite rentieren im Vergleich zu Anleihen besser, enthalten aber auch höhere Risiken. Um diese zu minimieren, werden Kredite verbrieft und in Form von Fonds oder Bonds angeboten.

www.fuw.ch/280418-3

Spaniens Wirtschaft gedeiht

Wachstum trotz turbulenter Politik. **SINFORIANO DE MENDIETA**

Ungeachtet der politischen Turbulenzen, der Herausforderung des Staates durch die katalanischen Separatisten, ungeachtet der nicht abbreisenden Korruptionsaffären, die immer wieder besonders die Regierungspartei PP einholen, wächst Spaniens Wirtschaft nach wie vor kräftig.

Das ist bemerkenswert, denn Spanien hat nicht nur die schwerste Finanz- und Wirtschaftskrise der jüngsten Geschichte hinter sich gelassen, sondern erlebt ein heftiges Aufwühlen des bisherigen Parteiensystems. Mit den zwei historischen Grossparteien, der konservativen Partido Popular und der sozialistischen PSOE, sowie der liberalen Ciudadanos und der postkommunistischen Podemos sind nun vier Formationen in der Arena, die unerbittlich um die Macht kämpfen.

Mit welch harten Bandagen sie dies tun, verdeutlichte diese Woche der Skandal um die bisherige Präsidentin der Autonomen Gemeinschaft Madrid: Die konservative Politikerin stand wegen Betragsvorwürfen seit einem Monat in der Kritik. Man warf ihr vor, ihren Mastertitel erschlichen zu haben und es tauchte ein Video auf, das sie bei einem Ladendiebstahl vor sieben Jahren zeigt. Eine Peinlichkeit, es folgte ihr Rücktritt.

Spaniens Öffentlichkeit ist angewidert vom Gebaren der politisch Verantwortlichen. Schon seit langem gehört dieses zu den grossen Sorgen des einfachen Bürgers, der verärgert registriert, dass seine Repräsentanten die drängenden Probleme nicht nur nicht lösen, sondern zusätzliche schaffen. Der Ruf nach politischer Regeneration ist unüberhörbar.

Als hätte das Ganze nichts mit ihm zu tun, klammert sich Regierungschef Mariano Rajoy an die gut laufende Wirtschaft, im Wissen, dass die überdurchschnittliche Wirtschaftsentwicklung sein grösster Trumpf ist. So hat in den letzten Tagen Spaniens Zentralbank die Wachstumsprognosen für dieses Jahr nach oben korrigiert, von 2,5 auf 2,8%, und auch die internationalen Ratingagenturen honorieren die gute Wirtschaftsleistung des Königreichs mit einer deutlich besseren Benotung seiner Bonität.

Bereits hat das Bruttoinlandsprodukt das Vorkrisenniveau wieder erreicht, und die viertgrösste Volkswirtschaft der Eurozone wächst robust auf breiter Front, kontinuierlich seit vier und überdurchschnittlich seit zweieinhalb Jahren, wenn auch gegen Ende vergangenen Jahres eine Verlangsamung spürbar wurde. Diese scheint nun überwunden, und bereits wird auf eine weitere Korrektur nach oben spekuliert. Die Befürchtung, die katalanische Krise könnte die Wirtschaftserholung bremsen, hat sich nicht bestätigt. Offenbar rechnen nationale und internationale Investoren mit einer Deeskalation des Konflikts.

Rajoy's neuester parlamentarischer Coup, die Verabschiedung des Staatshaushalts mit der Unterstützung von Ciudadanos, der baskischen Nationalisten und weiteren kleineren Gruppen, sichert ihm freies Geleit bis zum Ende der Legislatur 2020. Will er dann wieder gewählt werden, muss er seine Mitte-rechts-Formation schleunigst disziplinieren und auf Vordermann bringen.

Hohe Schweizer Arbeitskosten

Kein Spielraum für weitere Abgaben und Steuern. **PETER MORF**

Auf den ersten Blick ist es eine gute Nachricht: In nur wenigen OECD-Ländern bleibt den Arbeitnehmern prozentual mehr vom Lohn übrig als in der Schweiz. Die neue Studie «Taxing Wages 2018» kommt zum Schluss, dass Schweizer Arbeitnehmer (Alleinstehender ohne Kinder) für Steuern und Sozialabgaben vom Bruttolohn im Durchschnitt nur 16,9% hergeben müssen. Damit liegt die Schweiz weit unter dem OECD-Schnitt von 25,5%. In Belgien und Deutschland erreichen die Abgaben gar 40,5 bzw. 39,9%. Eine geringere Belastung als die Schweiz haben Korea, Mexiko und Chile.

Das könnte zum Schluss führen, dass noch Spielraum für neue oder höhere Abgaben besteht. Das wäre allerdings ein gefährlicher Kurzschluss, denn die OECD-Zahlen offenbaren nur die halbe Wahrheit. Sie erfassen für die Schweiz zwei grosse Brocken nicht: die Beiträge an die berufliche Vorsorge sowie die Krankenkassenprämien. Sie sind obligatorisch, werden jedoch nicht von staatlichen Organisationen erhoben, darum gehen sie nicht in die OECD-Zahlen ein.

Werden sie auch berücksichtigt, ergibt sich ein anderes Bild. Gemäss Zahlen des Bundesamts für Statistik beliefen sich 2014 allein die Sozialbeiträge im Schnitt auf 16,7%. Darin nicht eingerechnet sind Krankenkassenprämien und Steuern.

Die effektive Belastung der Löhne in der Schweiz dürfte, konservativ gerechnet, mindestens dem OECD-Schnitt entsprechen – vergleichbare Zahlen liegen nicht vor. Einen weiteren Hinweis geben die absoluten Arbeitskosten je Stunde.

Sie betragen in der Schweiz mit 51.25€ (2012) mehr als das Doppelte der EU.

Die gemäss OECD geringe Belastung der Schweizer Löhne ist so gesehen ein statistisches Artefakt. Sie darf deshalb nicht als Leitlinie für politische Massnahmen genommen werden. Dessen ungeachtet tauchen immer wieder Forderungen auf, die zu einer Erhöhung der Abgaben und Steuern führen würden.

In einem Bereich werden höhere Belastungen allerdings nicht zu vermeiden sein. Die Sicherung der Altersvorsorge wird zwingend zu höheren Steuern und/oder Lohnabzügen führen. Sie sind zusammen mit einem höheren Rentenalter unabdingbar, um die Altersvorsorge langfristig zu sichern. Dabei gilt es allerdings, so zurückhaltend wie nur immer möglich zu sein.

Für andere Bereiche muss grundsätzlich gelten, dass keine Mehrbelastungen zu genehmigen sind. Die absoluten Arbeitskosten sind nirgends so hoch wie in der Schweiz. Sie können derzeit noch mit guten Infrastrukturen, einem hervorragenden Bildungssystem und anderen Faktoren kompensiert werden. Steigen die Arbeitskosten aufgrund höherer Abgaben oder Steuern aber weiter, wird die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und damit der Schweizer Wirtschaft tangiert. Das ist in Zeiten eines sich verschärfenden internationalen Standortwettbewerbs fatal. So gesehen ergibt die Studie der OECD für die Schweiz wenig Sinn. Entscheidend sind einzig die real anfallenden Belastungen – und da steht die Schweiz nicht wirklich gut da.