

# Kritische Überprüfung von Anlageempfehlungen am Vorabend der Abgeltungsteuer

Prof. Dr. Thorsten Hens, Direktor des Bankeninstituts der Universität Zürich.

Nicht nur im Hinblick auf die private Altersvorsorge ist eine hochwertige Vermögensverwaltung ein allgemeines Grundbedürfnis, das von Banken bzw. Vermögensverwaltern häufig nur unzureichend bedient wird. Grund dafür ist, dass im Rahmen einer Geldanlage die Interessen des Kunden und die Interessen der Bank normalerweise im direkten Konflikt zueinander stehen. In dieser Kurzanalyse wird gezeigt, dass Anleger mithilfe von provisionsfreien Anlagen wie börsengehandelten Indexfonds (ETF) eine effiziente Lösung für ihre Anlageziele finden können. Klassische provisionsgetriebene Anlageprodukte sind hingegen insbesondere mit Hinblick auf die Abgeltungssteuer mit Vorsicht zu genießen.

## 1. Die Situation des Privatanlegers

### Geldanlage als Interessenkonflikt zwischen Bank und Kunde

Zwar versuchen sowohl Bank als auch Kunde, aus dem Vermögen mit möglichst wenig Risiko möglichst viel Rendite zu erzielen. Allerdings stellen sich die Begriffe „Risiko“ und „Rendite“ für die beiden beteiligten Parteien sehr unterschiedlich dar, wie die folgende Matrix verdeutlicht:

	aus Sicht des Investors	aus Sicht der Bank
Risiko	Verlust des eingesetzten Geldes	Verlust zukünftiger Gebühren, falls der Kunde abwandert
Rendite	Performance abzüglich Gebühren	Gebühren

Vor diesem Hintergrund ist Geldanlage immer ein Kompromiss zwischen den Interessen der Bank und den Interessen des Kunden. Hierbei besitzt die Bank einen Informations- und Gestaltungsvorsprung gegenüber dem Kunden. Sie nutzt dies zu seinem Nachteil, indem sie ihn - in für ihn nicht erkennbaren Bereichen - mit überhöhten Gebühren belastet. Das geschieht beispielsweise durch den Einsatz von Schachtelprodukten, strukturierten Produkten, Retrozessionen, Inducements oder den aktiven Einsatz von Geld/Brief-Spannen bei Zertifikaten oder Währungswechseln.

### Provisionen fressen Renditen

Parallel dazu steigt die Zahl der Anlageprodukte stetig. Es gibt immer mehr Fonds und neuerdings auch Zertifikate, die um die Gunst der Anleger konkurrieren. Gemäß den Regeln der freien Marktwirtschaft führt dies zu einem zunehmenden Wettbewerb der Fondsgesellschaften und Banken. Leider resultiert dieser Wettbewerb nicht darin, dass die Produkte für den Anleger attraktiver werden. Ganz im Gegenteil dazu haben sich die Gebühren der Produkte in den letzten zehn Jahren in der Regel deutlich erhöht, bei gleichzeitiger Abnahme der Transparenz. Im Resultat bedeutet dies, dass aufgrund der hohen Gebühren Anleger nicht mehr angemessen an den Risikoprämien für ihre eingegangenen Risiken partizipieren. Damit gewinnt auf Dauer nur noch die Bank. Der Anleger hat kaum noch eine Aussicht auf Erfolg.

Die immer höheren Gebühren erklären sich aus dem Umstand, dass der eigentliche „Kunde“ der Bank der Hersteller von Anlageprodukten, der Intermediär ist (Vertrieb, Berater, Vermögensverwalter) und nicht der Anleger. Je mehr Wettbewerb unter den Anlageprodukten, umso höher sind die Provisionen, die dem Intermediär gezahlt werden müssen, so dass dieser den Anlegern das Investment empfiehlt. Je höher die Provisionen, desto weniger transparent darf das Anlageprodukt sein, um vom Anleger noch akzeptiert zu werden.

### Die Abgeltungssteuer verschärft das Problem

Anlagen, die vor dem 1.1.2009 in einen Fonds investiert werden, sind steuerlich privilegiert. Daher ist es sinnvoll, längerfristige aktienorientierte Anlagen vor diesem Stichtag fix in einen Fonds zu

investieren. Der Nachteil besteht in der dann folgenden Abhängigkeit von diesem Fonds. Stellt der Anleger in ein paar Jahren fest, dass er in den falschen Fonds investiert hat, so steht er vor einem Dilemma. Wechselt er den Fonds, so verliert er den Steuervorteil. Bleibt er in dem Fonds, verliert er weiter Rendite.

Einige Banken und Vermögensverwalter positionieren sich in dieser Situation, indem sie mit aller Kraft versuchen, Anleger in ihre gebührenträchtigsten Fonds zu locken. In der Regel handelt es sich dabei um Dachfonds, deren Schachtelgebühren für die Bank noch einmal wesentlich höhere Erträge als Mischfonds ermöglichen. Damit nicht genug: Die meisten Fondsprospekte beinhalten für die Bank die Möglichkeit, die Fondsgebühren zu einem späteren Zeitpunkt ohne Prospektänderung zu erhöhen. Aufgrund des oben beschriebenen Dilemmas verheißt dies nichts Gutes für den sowieso schon gebeutelten Privatanleger.

Als Beispiel für den Umfang und die Unübersichtlichkeit der diversen Kosten ein paar Auszüge aus dem Verkaufsprospekt eines Dachfonds einer deutschen Großbank:

...

Vergütung für die Verwaltung und Zentralverwaltung (mit Ausnahme derjenigen Zentralverwaltungsaufgaben und sonstigen Aufgaben, die auf die Depotbank übertragen sind) beträgt für Anteile der Anteilklassentypen A 2,50 % p. a. ...

Die Depotbank erhält für die Verwahrung und Verwaltung der zum Fonds gehörenden Vermögenswerte sowie für die auf sie übertragenen Aufgaben der Zentralverwaltung und sonstigen Aufgaben eine dem Fonds zu entnehmende Vergütung in Höhe von 0,50 % p. a. ...

Die Depotbank erhält über die vorgenannte Vergütung hinaus eine dem Fonds zu entnehmende Bearbeitungsgebühr in Höhe von 0,125 % jeder Wertpapiertransaktion, ...

Neben diesen Vergütungen und Gebühren gehen die folgenden Aufwendungen zulasten des Fonds:

... - Kosten für die Ermittlung der Risiko und Performancekennzahlen ...

... - Kosten und Auslagen der Verwaltungsgesellschaft sowie von ihr beauftragter Dritter im Zusammenhang mit dem Erwerb, Nutzen und Aufrechterhalten dem Fondsmanagement dienender eigener oder fremder EDV-Systeme ...

... - ...

Soweit der Fonds in Zielfonds investiert, wird diesen von der Verwaltungsgesellschaft eine eigene Verwaltungsvergütung belastet. Die gewichtete durchschnittliche Verwaltungsvergütung der zu erwerbenden Zielfondsanteile wird 2,50 % p. a. nicht übersteigen ....

Zählt man alle diese Kostenbausteine zusammen, so kommt man schnell auf jährliche Gesamtkosten von 4 bis 5%. Unterstellt man parallel eine positive Marktentwicklung in der Höhe der Kosten, so bedeutet dies nichts anderes, als dass die Bank innerhalb von 20 bis 25 Jahren Gebühren in Höhe von 100% des vom Anleger eingezahlten Initialbetrages verdient hat.

## 2. Die Welt der klassischen Fonds und Dachfonds

Als typische Empfehlungen von provisionsorientierten Anlageberatern können klassische Fonds und Dachfonds bezeichnet werden. Ein klassischer Fonds wird über eine KAG (z.B. DWS, DEKA, Union Investment, Fidelity) geordert und bedient den Vertrieb mit Ausgabeaufschlägen und einer Bestandsprovision. Betrachten man als Beispiel Fonds mit dem Anlageschwerpunkt Aktien Europa, so fallen folgende laufende durchschnittliche Gebühren an (Ausgabeaufschläge werden nicht betrachtet, da deren Höhe abhängig vom Vertriebskanal ist und zum Teil, zum Beispiel durch den Kauf über eine Direktbank, komplett wegfallen):

### Laufende Gebühren bei Fonds

Managementfee, Depotbankgebühr (TER)*	1,79% p.a.
Performance Fee*	0,16% p.a.
Handelskosten	0,44% p.a.
<b>Gesamtkosten:</b>	<b>2,39% p.a.</b>

\* Quelle: Financial Times Deutschland 2008 / Lipper

\*\* Quelle: XTP, Vierte Peergroup-Studie Aktienbereich 12/07 bis 02/08. Angenommene Umschichtungsquote von 50% pro Jahr

Investiert man in solche Fonds nicht direkt sondern über einen Dachfonds, so kommen zu den Fondsgebühren noch analoge Gebühren auf Dachfondsebene hinzu. Im Durchschnitt ist mit folgenden Gebührenbelastungen zu rechnen:

### Laufende Gebühren bei Dachfonds

Managementfee, Depotbankgebühr Dachfonds*	1,50% p.a.
Performance Fee Dachfonds*	0,00% p.a.
Handelskosten Dachfonds*	0,10% p.a.
Gesamtkosten der Zielfonds**	2,00% p.a.

**Gesamtkosten: 3,60% p.a.**

\* Eigene Schätzung für Dachfonds, die in gemanagte Fonds mit Schwerpunkt Aktien investieren

\*\* Die Gesamtkosten der Zielfonds wird für Dachfonds niedriger angesetzt (2,00% statt 2,39%), da häufig Bestandsprovisionen der Zielfonds dem Dachfondsvermögen gutgeschrieben werden.

Da bezogen auf Dachfonds aus unserer Sicht keine validen Daten zur Gesamtkostenbelastung verfügbar sind, basiert obige Kalkulation auf eigenen Schätzungen. Es sei dabei jedoch betont, dass es auch Dachfonds mit deutlich höheren jährlichen Kostenbelastungen gibt. Aufgrund der Heterogenität dieser Anlageklasse ist eine Kostenbewertung nur auf Basis einer detaillierten Analyse des jeweiligen Verkaufsprospektes möglich.

### 3. Die neue Welt der provisionsfreien Fonds „ETF“

Nach ihrem Siegeszug bei institutionellen Anlegern finden ETF auch bei Privatanlegern zunehmend Anklang. Da ein ETF als Sondervermögen einen Performanceindex abbildet lässt sich über die Differenz zwischen Indexentwicklung und ETF-Entwicklung die Gesamtkostenbelastung direkt ermitteln. Die damit verbundene Transparenz sowie der Umstand, dass ETF über die Börse (z.B. XETRA) gehandelt werden und provisionsfrei sind, macht ETF für Anleger zu einer interessanten Alternative. Auch bezogen auf die Abgeltungsteuer sind ETF klassischen Fonds und Dachfonds zum Teil deutlich überlegen, da nicht nur die Kurserträge für Anlagen vor dem 1.1.2009 bei einer Haltedauer von mindestens 12 Monaten steuerfrei thesaurieren werden können, sondern auch (aufgrund spezifischer Swap-Techniken) die Dividendenerträge.

Grundsätzlich können Privatanleger einen ETF analog einer Aktie direkt kaufen, oder sie investieren in einen Dachfonds, der in ETF investiert. Zum Besseren Verständnis, welche Vorteile die jeweilige Methode liefert, werden im Folgenden je Gattung Beispiele ausgewählt und bewertet.

#### ETF Dachfonds

- ETF-Dachfonds (WKN 556167) der Veritas AG. Dieser Dachfonds wurde im April 2007 aufgelegt und stellt den ersten in Deutschland zugelassenen ETF Dachfonds für Privatanleger dar.
- ETF Portfolio Global (WKN A0MKQK) der Veritas AG. Dieser Dachfonds wurde speziell für Direktbankkunden konzipiert und kann als einer der günstigsten Dachfonds gelten.

#### ETF

- ETF auf den DAX 30 Index (WKN ETF001) von comstage. Dieser ETF stellt den momentan günstigsten ETF auf den deutschen Aktienindex DAX 30 dar.
- ETF auf dem MSCI World Index (WKN A0HGZR) von ishares. Dieser ETF ist der grösste ETF auf den weltweiten Aktienindex MSCI World.
- ETF auf den quirin Wealth Management Index (WKN DBX0BT) von db x-trackers. Der erste in Deutschland zugelassene ETF auf einen diversifizierten Index.

### 3. Bewertung der Anlagealternativen

Zur Prüfung, inwieweit ETF eine Lösung des Privatanlegers aus dem Kostendilemma ermöglicht, werden die oben genannten Alternativen untereinander und im Vergleich zu klassischen Fonds/Dachfonds bewertet. Die Bewertung berücksichtigt die beiden Kriterien „Kosten“ und „Diversifikation“. Je niedriger die laufenden Kosten umso besser die Bewertung. Dabei gibt es einen Punkt, sobald die jährlichen Kosten unter 2,75% liegen. Je – 0,25% wird ein weiterer Punkt vergeben. Die höchste Punktzahl von 11 in dieser Kategorie erhält der ETF auf den DAX 30 mit Kosten von 0,12%. Neben niedrigen Kosten ist die Risikostreuung für den langfristigen Anlageerfolg wesentlich. Risiken können dabei über Branchen und Regionen oder Anlageklassen gestreut werden. Je Aspekt werden 3 Punkte vergeben. Hier erreichen mithin Anlagen, die neben einer weltweiten und branchenübergreifende Aktienanlage auch in weitere Anlageklassen, wie Anleihen, Immobilien oder Rohstoffe investieren die maximale Punktzahl von 9.

Insgesamt führt dieses Vorgehen zu folgender Rangliste:

Typ	ETF	ETF	ETF	Dachfonds auf ETF	Dachfonds auf ETF	Fonds	Dachfonds
WKN	DBX0BT	A0HGZR	ETF0001	A0MKQK	556167		
Name / Index	quirin Wealth Management	MSCI World	DAX 30	ETF Portfolio Global	ETF-Dachfonds		
Anbieter	db x-trackers	Ishares	comstage	Veritas	Veritas		
<b>Platz</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
<b>Gesamtpunkte</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>9</b>
<b>Bewertungsdetails</b>							
Gesamtkosten Fonds	0,72%	0,50%	0,12%	0,89%	1,62%	2,39%	1,60%
Gesamtkosten Zielanlage	0	0	0	0,45%	0,40%	0	2,00%
<b>Summe der Kosten</b>	<b>0,72%</b>	<b>0,50%</b>	<b>0,12%</b>	<b>1,34%</b>	<b>2,02%</b>	<b>2,39%</b>	<b>3,60%</b>
<b>Punkte Kosten</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>
Diversifikation Branchen	3	3	3	3	3	3	3
Diversifikation Regionen	3	3	0	3	3	3	3
Diversifikation Anlageklassen	3	0	0	0	3	3	3
<b>Punkte Diversif.</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>

\* Anmerkung: Die Angaben zu Kosten entstammen im Wesentlichen aus den Verkaufsprospekten. Bei den ETF Dachfonds basieren die Angaben zum Teil auf Approximationen, da nicht alle Kostenbestandteile exakt erfasst werden können.

## 4. Fazit

Aufgrund dieser Untersuchung hat sich für uns der Eindruck bestätigt, dass ETF für langfristig orientierte Privatanleger bessere Anlagemöglichkeiten als klassische Fondsprodukte bieten. Insbesondere mit Blick auf die Abgeltungsteuer erscheinen Investitionen in ETF vorteilhaft. Einschränkend ist dabei zu bemerken, dass nur der von db x-trackers aufgelegte ETF auf den quirin Wealth Management Index ein aus Anlegersicht vollständiges Portfolio abbildet. Während Indizes typischerweise auf einen Markt beschränkt sind, bildet der quirin Wealth Management Index die Anlageklassen Aktien, Anleihen, Immobilien(aktien) international ab. Sowohl bei Aktien, als auch bei Anleihen werden Schwellenländer als langfristig besonders vielversprechend berücksichtigt.

Bei den Dachfonds auf ETF geht der eigentliche Kostenvorteil von ETF mitunter verloren, so dass auch bei dieser Dachfondsgattung der jeweilige Verkaufsprospekt genau untersucht werden sollte. Allein aus der Tatsache, dass die Zielfonds ETF sind, kann noch nicht auf attraktive Gebühren im Dachfonds geschlossen werden.



#### Kurz CV Thorsten Hens

Thorsten Hens, geboren 1961 in Deutschland, ist SFI Professor für Finanzmarktökonomie am Institut für Schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich, welches er seit 2007 auch als Direktor leitet. Zudem ist er Fellow des CEPR und Adjunct Professor of Finance an der Norwegischen Business School in Bergen. Er studierte in Bonn und Paris und hatte vor Zürich Professuren in Stanford und Bielefeld inne. Seit 2005 ist er Mitglied des Universitären Forschungsschwerpunktes Finance und seit 2003 der wissenschaftliche Koordinator des nationalen Forschungsschwerpunktes NCCR-Finrisk. Seine Forschungsfelder sind Behavioural and Evolutionary Finance. Thorsten Hens rangiert unter den Top 10 Ökonomen in der deutschsprachigen Welt (Deutschland, Österreich und Schweiz). Er ist im Beirat des IVA in München sowie Gründungspartner der Behavioural Finance Solutions GmbH, einer Spin-Off Firma der Universität Zürich. Seine Beratungserfahrung umfaßt Anwendungen von Behavioural Finance im Private Banking und von Evolutionary Finance im Asset Management.