

STEFAN LOIPFINGER



**WIE SIE TEURE FEHLER VERMEIDEN
UND CHANCEN NUTZEN**

FBV

Plattformen kein Beinbruch. Kurze Kündigungsmöglichkeiten schaffen Flexibilität für Investoren und üben Druck auf die Anbieter aus. Im schlimmsten Fall kann der Kunde sofort den Verkauf aller Wert papiere veranlassen und das Geld an seine Hausbank überweisen. Möglich ist das natürlich immer nur zu den dann gültigen Börsenkursen. Sind diese gefallen, kann Sie davor kein Robo und kein Vermögensverwalter dieser Welt schützen.

ZEIT FÜR EINEN SYSTEMWECHSEL

Sicherheit – Rendite – Verfügbarkeit: Das sind die Eckpfeiler des magischen Dreiecks der Vermögensanlage. Mehr von einem bedeutet immer weniger von einem anderen. Maximal zwei dieser Ziele sind gemeinsam erreichbar. Wer etwas anderes erzählt, kann getrost als unseriös bezeichnet werden.

Mittlerweile gibt es auch vermehrt Stimmen, die einen vierten Eckpunkt einbeziehen: die Nachhaltigkeit. Welche sozialen, ökologischen und ethischen Aspekte bringt ein Investment mit sich? Immer mehr Anleger fragen danach. Das ist gut, weil dadurch der Druck auf die Emittenten zunimmt, darüber nachzudenken und etwas zu verändern.

Definition Emittent (Finanzmarkt):

Ein Emittent ist ein Wirtschaftssubjekt, das zum Zwecke der Kapitalbeschaffung Wertpapiere oder ähnliche Urkunden auf den Geld- oder Kapitalmärkten ausgibt oder mit Hilfe eines Bankenkonsortiums ausgeben lässt.³⁷

Der Renditechance, der Sicherheit und der Verfügbarkeit muss die Nachhaltigkeit nicht schaden. Das ist das Besondere an diesem Eckpfeiler: Er steht nicht zwingend in Konkurrenz zu den anderen Anlagezielen. Allein glücklich machen kann er aber nicht. In Kapitel 9 dieses Buches zu den New-Energy-Fonds werde ich zeigen, wie wichtig letztendlich die Einbeziehung des magischen Dreiecks ist. Auch die in Kapitel 11 angesprochenen Wald-Investments klingen besser, als sie bei nüchterner Betrachtung sind.

Das eigene Vermögen zu erhalten und zu mehrern ist Arbeit. Nicht nur, weil Entscheidungen getroffen und umgesetzt werden müssen, sondern auch, weil eine ständige Fortbildung notwendig ist. Bei komplexeren Produkten kommt das Studium von deren Vor- und Nachteilen hinzu. Nicht selten ohne den gewünschten Erfolg. Immer dann, wenn zu viele Anlegerfallen lauern und die Risiken eines Finanzproduktes zu groß sind, bleibt nur der Rückzug. Umsonst war die Arbeit allerdings nicht. Sie wird in Form von erspartem Ärger und nicht erlittenen Verlusten vergütet. Das so zu sehen, erfordert allerdings

Disziplin.

Diese Arbeit zu delegieren ist schwer. Die meisten Finanzberater, egal ob selbstständig oder bei einer Bank angestellt, sind bildlich gesprochen Zwitterwesen. Manche Kritiker sprechen sogar von Schizophrenie, wenn sie die einander widersprechenden »Verpflichtungen« dieser Finanzberater zur Sprache bringen. Die »Zwitterhaftigkeit« beruht in der inszenierten Attitude des dem Kundenwohl verpflichteten Beraters, der aber de facto vom Produktlieferanten bezahlt wird. Das würde ich durchaus als schizopren bezeichnen.

Die Generaldirektorin des *Europäischen Verbraucherverbandes* Monique Goyens kritisiert dieses Systemproblem regelmäßig. Sie beschreibt die Besoldung der Vermittler als Hauptursache schlechter Finanzberatung. Wer Geld für den Abschluss von Geschäften erhält, hat kein Interesse an einer verbraucherorientierten Beratung, sondern der Betreffende will eine möglichst hohe Provision erzielen. Auf dem Vierten Verbraucherschutzforum der *BaFin* in Frankfurt³⁸ hat sie von den Erfahrungen in Großbritannien und den Niederlanden berichtet. Dort wurde Finanzberatung auf Provisionsbasis massiv eingeschränkt. Das von der Industrie befürchtete Chaos ist ausgeblieben. Wer eine wichtige Entscheidung in Gelddingen treffen muss, kann sich gegen eine Gebühr beraten lassen. Die Beratungsqualität ist dadurch enorm angestiegen.

Das bestätigt ein Bericht der britischen Finanzaufsichtsbehörde *Financial Conduct Authority*.³⁹ In der im März 2016 veröffentlichten Studie wurde ausführlich untersucht, wie sich das seit 2013 gültige Provisionszahlungsverbot gemäß Retail Distribution Review (RDR) auswirkt. Das Ergebnis ist klar positiv. Das »Executive Summary« konstatiert eine Erhöhung der Professionalität in der Finanzindustrie. Gelobt werden die Verbesserung der Transparenz sowie das Ende des Interessenskonflikts aus einem provisionsgeleiteten Vertriebsmodell:

*The move to fee-based advice on retail investment products has improved transparency and ended conflicts of interest caused by a mainly commission-driven model.*⁴⁰

Nach fünf Jahren Erfahrung hat sogar die Finanzbranche ihre anfängliche Ablehnung geändert. Christian Nuschele von *Standard Life Deutschland* zieht ein erfreuliches Fazit: »Die für Kunden und Makler überwiegend positiven Folgen werden immer offensichtlicher.«⁴¹ Die Anzahl der unabhängigen Finanzberater (Independent Financial Advisors) ist seit Einführung des Provisionsverbotes in Großbritannien nicht mehr gefallen, während es vorher über Jahre zu starken Rückgängen kam. Etwas visionär stellt Nuschele sogar in den Raum, dass die »Regulierung made in UK« ein Vorbild für den deutschen Vermittlermarkt sein könnte.⁴²

Ebenfalls in dieses Horn bläst Deutschlands oberste Lobbyistin für Verbraucherinteressen im Finanzbereich. Dorothea Mohn vom Bundesverband der Verbraucherzentralen spricht sich klar für Veränderungen aus:

Der Bericht aus Großbritannien zeigt, dass ein Provisionsverbot wirkt. Sowohl die

Beratungsqualität als auch das Vertrauen der Verbraucher in die Finanzberatung nehmen zu. Die Qualität der Anlageberatung in Deutschland ist nachweislich schlecht. Deshalb braucht es auch in Deutschland dringend ein Provisionsverbot.⁴³

Wie absurd die Situation in Deutschland und vielen anderen Ländern ohne diesen Mut ist, verdeutlicht ein eindrücklicher Vergleich: Angenommen, die Steuerberater wären Angestellte der Finanzämter. Niemand würde wohl ernsthaft erwarten, dass sie bei der Erstellung der Steuererklärung Gesetze zugunsten der Steuerpflichtigen auslegen. Wer aber würde dann überhaupt zu einem solchen Steuerberater gehen?

Bei Finanzberatern ist dieser Widersinn tägliches Brot. Tausende pilgern zu Beratern, die von der Finanzindustrie für Abschlüsse bezahlt werden. Viele dieser »Berater« arbeiten ausschließlich für einen Produktlieferanten und dürfen nur dessen »Ware« anbieten. Nur ganz wenige Kunden suchen den Weg zu Honorarberatern. Davon gibt es auch in Deutschland ein paar Hundert Exoten. Von ihnen vermittelte Produkte werden als »Nettoprodukte« bezeichnet. Für den Abschluss ist also keine Provision einkalkuliert. Und falls es kein passendes Nettoprodukt gibt, wird eine kalkulierte Provision an den Kunden weitergegeben. Der Berater rechnet seinen Aufwand gemäß der angefallenen Zeit auf Stundenbasis ab.

Schweden, Dänemark, Finnland und Norwegen sind schon viel weiter.⁴⁴ Im Königreich Dänemark sind beispielsweise Courtagezahlungen bei Lebens- und Sachversicherungen schon vor zehn Jahren verboten worden. In Finnland dürfen Makler seit Jahren nur von ihren Kunden entlohnt werden. Interessant ist der Grund für diese Regelungen: Es wurde eine Umfrage durchgeführt, wie viele Finnen die Höhe der Vergütung ihres Versicherungsmaklers kennen. Mit 69 Prozent gaben zwei von drei Personen an, dies nicht zu wissen. Das war dem Gesetzgeber zu viel. Er handelte.

Spannend wäre eine solche Umfrage auch in Deutschland. Wie viele Deutsche kennen die Höhe der Provisionen? Es wäre eher erstaunlich, wenn diese, wie in Finnland, 31 Prozent der Befragten beziffern könnten.

Lange Rede, kurzer Sinn: Jeder nicht von der provisionsorientierten Finanzindustrie bezahlte Ökonom wird bestätigen, wozu das leider in Deutschland noch übliche Vergütungsmodell in einer Marktwirtschaft führt. Statt der Qualität der Produkte steht die Optimierung des Provisionsmodells im Vordergrund. Das kann und darf nicht das Ziel einer funktionierenden Marktwirtschaft sein. Die Umstellung auf ein honorarbasierendes Beratersystem würde auch keine Arbeitsplätze kosten. Jeder gute Finanzberater könnte, wie ein Steuerberater oder Rechtsanwalt, für gute Arbeit einen bestimmten Stundenlohn abrechnen. Er könnte frei und ohne Interessenskonflikt agieren. Die anfänglichen Kosten bekäme der Kunde durch bessere Ergebnisse zurück. Am Ende würde aus einem Wettbewerb um das beste Provisionsmodell ein Wettbewerb um die verbraucherfreundlichsten Produkte. Welcher Politiker kann sich eigentlich gegen so etwas aussprechen? Wann bringen die Regierenden den Mut dazu auf, die erfolgreichen Veränderungen anderer Länder auch hierzulande umzusetzen?

WEITERE GEDANKENEXPERIMENTE

Auch auf einer anderen Ebene könnte die Politik den Finanzmarkt voranbringen. Die Bundestagsfraktion *Die Linke* hat dies erkannt und deshalb am Ende der letzten Legislaturperiode einen Gesetzesantrag zur Einführung einer Zulassungspflicht für Finanzprodukte gestellt (erwartungsgemäß ohne die notwendigen Mehrheiten).⁴⁵ Sie plädiert dafür, eine Prüforganisation für Finanzprodukte einzuführen und dadurch hochspekulative sowie unseriöse Kapitalanlagen einzuschränken: »Ein Finanz-TÜV würde dafür sorgen, dass für Verbraucherinnen und Verbraucher schädliche und hochriskante Kapitalanlagen nur schwerlich in deren Hände gerieten.«⁴⁶

In einem Positionspapier begründete die Fraktion *Die Linke* die Notwendigkeit eines Finanz-TÜVs sehr eingängig:

*Jeder Haarföhn und jedes Telefon muss ausdrücklich von einer Produktprüfungsorganisation zugelassen werden, bevor er/es in den Verkauf geht. Umso mehr gilt dies für Arzneimittel oder komplexe technische Anlagen und Maschinen. Für komplexe Finanzinstrumente gilt dieses Prinzip jedoch immer noch nicht. Stattdessen ist heute beim Vertrieb von Kapitalanlagen bzw. Finanzinstrumenten nach wie vor alles erlaubt, was nicht ausdrücklich verboten wurde.*⁴⁷

Wie die Regularien in den Augen dieser Abgeordneten konkret aussehen sollen, bleibt bisher offen. Trotzdem würde es sich offensichtlich lohnen, über das Ansinnen nachzudenken. Denn bei einem Auto kommt niemand auf die Idee, zu fordern, jeder dürfe Gefährte aller Art bauen und verkaufen, solange er nur über die Risiken aufklärt. Ganz viele Bereiche des Lebens, egal ob sich dabei der Einzelne nur persönlich gefährdet oder ob im Zweifel auch andere gefährdet werden, sind mit klaren Qualitätsanforderungen belegt. Nur bei Vermögensanlagen wird die Selbstbestimmung des Einzelnen als vorgebliche Liberalität grundsätzlich über Prüfungsanforderungen gestellt, die der Komplexität des Produkts angemessen sind.

Um das auszuschließen, was ein solcher Finanz-TÜV nicht leisten kann, passt erneut der Vergleich mit Autos. Dort ist trotz TÜV nicht ausgeschlossen, dass Unfälle passieren. Auch ein Finanz-TÜV kann Verluste von Anlegern nicht verhindern. Dazu müssten die Prüfer Hellseher sein. Niemand weiß, wie sich die Märkte in der Zukunft entwickeln.

Noch existiert eine solche Kontroll-Organisation nicht. Die Aufsichtsbehörde *BaFin* ist kein Ersatz dafür. An vielen Stellen in diesem Buch wird anhand konkreter Beispiele gezeigt, dass die *BaFin* diese Rolle keinesfalls erfüllt. Und Ratingagenturen tun es auch nicht. Solange der Produktlieferant zahlender Auftraggeber ist, liegt ein Interessenskonflikt vor, der zwangsläufig zum Scheitern führt. Auch dazu liefert das Buch in verschiedenen Kapiteln merkfähige Beispiele. Und nicht zuletzt haben solche Interessenskonflikte 2008 die Finanzmarktkrise mitverursacht.

Zur Erinnerung: Die Finanzkrise 2008 wurde maßgeblich ausgelöst durch Subprime-Wertpapiere. Dabei handelte es sich um Konstrukte, in denen zweifelhafte Hypotheken

verpackt waren. Bei diesen Verbriefungen haben Banken die an normale Hauseigentümer vergebenen Hypotheken nicht dauerhaft selbst in die Bücher genommen, sondern kurz danach zu Paketen verschnürt und über den Kapitalmarkt an andere Investoren verkauft. Aus einzelnen dieser Pakete wurden noch größere Pakete geschnürt, um die Risiken angeblich noch weiter zu streuen und damit zu minimieren.

Wenn nun ein Mitarbeiter einer Bank angewiesen wird, Kredite möglichst großzügig zu vergeben, damit diese dann ganz schnell in einem Paket weiterverkauft werden können, wird er wohl jedem einen Kredit geben, der ihn will oder ihn vielleicht sogar dazu drängen. Mit einer profunden Bonitätsprüfung hat das nichts mehr zu tun. Die Interessenslage eines Bankers wurde vom Einkauf ausfallsicherer Kredite für die eigenen Bücher in eine möglichst großzügige Kreditverteilung gewandelt. Professor Dr. Max Otte hat das im Buch »Der Crash kommt« schon vor der Finanzkrise beschrieben und eine unweigerlich folgende Krise daraus abgeleitet.⁴⁸

Die Rolle der Ratingagenturen in diesem Spiel wird darin ebenfalls ausführlich beleuchtet. Nur so ist zu erklären, warum selbst große institutionelle Käufer solcher Pakete deren Inhalte blind vertrauten. Warum haben nicht mehr Marktteilnehmer die Inhalte in Frage gestellt? Schuld waren drei Namen. Es sind die der großen Ratingagenturen *Moody's*, *Standard & Poor's* und *Fitch*. Sie haben angeblich ganz genau hingeschaut und die Ausfallrisiken der einzelnen Hypotheken bewertet, um daraus ein Gesamtrisiko abzuleiten.

Toll. Das Ergebnis ist bekannt. Selbst für Ramsch wurden Bestnoten vergeben, auf die sich die Investoren blind verließen. Ein geniales Geschäft für die Produkt-Strukturierer, die mit hohen Renditen Hypotheken einkauften und mit deutlich geringeren Renditen im Paket wieder verkauften. Selbst ein bis zwei Prozentpunkte Differenz bei der Jahresrendite führten aufgrund der langen Laufzeiten abgezinst zu einem gigantischen Gewinn. Ein Teil davon wurde bereitwillig an die Ratingagenturen abgegeben.

Um die Interessen und Motive der emittierenden Unternehmen anschaulich zu machen, reicht es, sich in einem hypothetischen Beispiel in die Rolle des Chefs eines mittelständischen Unternehmens zu versetzen. Dieser Chef braucht frisches Kapital und will eine Anleihe begeben. Damit die Zinsen gering ausfallen und die Papiere sich gut verkaufen lassen, hilft ihm ein möglichst gutes »unabhängiges« Rating. Dafür gibt es mehrere Agenturen in Deutschland (hier ist nicht von den drei großen genannten global agierenden Ratingagenturen die Rede). Was wird dem Unternehmer wichtiger sein: die Kosten für das Rating oder das Ergebnis? Wie geht der Unternehmenschef in die Verhandlungen mit den Agenturen? Wer bekommt am Ende den Zuschlag? Wie weit prostituiert sich die Agentur, um den lukrativen Auftrag zu erhalten?

Das Gedankenspiel zeigt sehr anschaulich, wo das Problem liegt. Vor einigen Jahren, in der Zeit direkt nach der Finanzkrise, wurde über die Auflösung dieses Interessenskonfliktes viel diskutiert. Tatsächlich geändert hat sich, wie bei vielen anderen Problemen, nichts. Dabei müsste nur eine unabhängige Stelle geschaffen werden, an die die Vergabe von Ratingaufträgen zwingend zu delegieren ist. Es darf also nicht mehr der zu Bewertende entscheiden, wer den Auftrag bekommt, sondern diese unabhängige Agentur trifft die