

## Der Wert von Beratung: 7 wertstiftende Komponenten im Überblick

Vanguard

Juni 2020

Das Leistungsversprechen professioneller Anlageberatung wandelt sich. Anleger stellen heute andere Anforderungen an ihre Dienstleister, weswegen sich auch die Ressourcen, die Beratern zur Verfügung stehen, weiterentwickeln. Im Jahr 2001 hat Vanguard mit Adviser Alpha™ ein Konzept präsentiert, das darauf ausgerichtet ist, professionellen Anlageberatern zu zeigen, wie sie zusätzlichen Wert, also Alpha, generieren können. Im Fokus stehen dabei kundenorientierte Dienstleistungen wie überzeugende Vermögensverwaltung durch Planen, Disziplin und Coaching und weniger das reine Streben nach Outperformance.

Seitdem haben wir dieses Konzept kontinuierlich weiterentwickelt, indem wir uns bemüht haben, die Vorteile eines solchen Vorgehens quantitativ fassbar zu machen, und zwar im Vergleich zu anderen Beratern, die diese Strategien nicht nutzen. Dabei kann jede der vorgestellten Strategien einzeln oder in Kombination mit anderen zum Einsatz kommen – je nachdem, was man erreichen möchte.

Der Wert professioneller Anlageberatung ist genauso subjektiv und individuell unterschiedlich wie jeder einzelne Anleger. Einigen bringt die Zusammenarbeit mit einem Berater ein Gefühl der Sicherheit. Für andere könnte es interessant sein, dass eine Beratung nach unserem Adviser-Alpha-Modell die Anlageergebnisse nach Abzug von Kosten um rund 3 % verbessern kann – das konnten wir in Untersuchungen bestätigen.

Wir behaupten nicht, dass Anleger diese dreiprozentige Verbesserung jedes Jahr erwarten können. Wie bei jeder Schätzung kann der tatsächliche Wertzuwachs je nach Kunde und Umständen stark differieren. Aber Beratung kann gerade in schwierigen (oder euphorischen)

Marktphasen besonders wertvoll sein, denn dann neigen Kunden am ehesten dazu, ihren sorgfältig erstellten Anlageplan aufzugeben.

Wir wollen Anlageberater davon überzeugen, sich die bewährten Methoden unseres Konzepts zu eigen zu machen und so die Grundlage zur Formulierung eines differenzierten Leistungsangebots zu schaffen. Da sich zurzeit die Vergütungsmodi in der Beraterbranche verändern und Provisionen und transaktionsgebundene Bezahlung durch Gebührenmodelle abgelöst werden, sind der Gewinn von Neukunden, aber auch die Kundenbindung von größter Bedeutung.

Beide Bereiche basieren vor allem auf Beziehungsaufbau und -pflege und insbesondere auf dem Vertrauen, das Kunden ihrem Berater entgegenbringen – das haben die Ergebnisse unserer Adviser Investor Insights™-Studie eindeutig bestätigt.<sup>1</sup> Das eigentliche Portfoliomanagement ist demgegenüber zweitrangig. Intensivere Beziehungen setzen jedoch Zeit und Engagement voraus. Berater müssen dazu bestimmte Bereiche ihrer Leistungen so optimieren, dass sie mehr Zeit für ihre Kunden haben – was diese zunehmend wünschen und wertschätzen. Letztendlich bestimmt der Kunde den Wert von Beratung und, wie unsere Studie zeigt, können Berater neben Kundentreue auch mit Weiterempfehlungen rechnen, wenn sie das Vertrauen ihrer Kunden gewinnen.

Das Vanguard Adviser-Alpha-Konzept kann Beratern dabei helfen, mehr Zeit für Kommunikation mit ihren Kunden zu haben und sie an sich zu binden, indem es dabei hilft, deutliche Abweichungen vom breiten Markt zu vermeiden. Dies ist nicht nur gut für ihre Kunden, sondern auch für ihr Unternehmen.

<sup>1</sup> Siehe *Vom Portfolio zum Kunden: Die Entwicklung von Vanguard Adviser's Alpha®* (Bennyhoff et al., 2018) für weitere Informationen.

**Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger nach den Kriterien der MiFID II-Richtlinie. In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.**

Dieses Dokument wird von The Vanguard Group, Inc. veröffentlicht. Es dient lediglich zur Information und stellt keine Empfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlagen dar. Wir weisen darauf hin, dass für den Text der Markt in den USA maßgeblich ist und die enthaltenen Daten und Analysen spezifisch für die USA sind.

Abbildung 1. Wert, der durch Best Practice in der Vermögensverwaltung entsteht (Vanguard Analyse, Aufschlüsselung nach Land)

Vanguard Adviser-Alpha-Strategiemodule	Modul	Mehrwert gegenüber einer „durchschnittlichen“ Kundenerfahrung (in Renditebasispunkten)			
		USA	AUSTRALIEN	UK	KANADA
Passende Asset-Allokation über breit diversifizierte Fonds/ETFs	I*	>0	>0	>0*	>0
Kosteneffiziente Umsetzung (Kostenquote)	II	34	70	44	42
Rebalancing	III	26	37	48	86
Verhaltens-Coaching	IV	150	150	150	150
Steuerfreibeträge und steuereffiziente Vermögensanlage	V	0–75	>0*	0–32	0–42
Reihenfolge der Auflösung	VI	0–110	–	0–153	0–46
Total Return oder einkommensorientiertes Investieren	VII*	>0	>0	>0	>0
<b>Potenzieller Wertzuwachs</b>		Rund 3 %			

**Hinweis:** Der Renditemehrwert für die Module I und VII war signifikant, lässt sich jedoch aufgrund der individuellen Umstände jedes einzelnen Kunden nicht quantifizieren. Unter „Potenzieller Wertzuwachs“ haben wir die Werte nicht addiert, da die einzelnen Strategien sich untereinander beeinflussen können. BP = Basispunkte.

**Quelle:** Vanguard.

Unsere Ergebnisse zur Quantifizierung des Wertzuwachses durch Beratung haben wir in **Abbildung 1** für verschiedene Länder zusammengefasst.<sup>2</sup> Trotz der Unterschiede in den jeweiligen Märkten stellen wir in allen bisher untersuchten Ländern Gemeinsamkeiten fest. Hier bietet sich Beratern erhebliches Wertschöpfungspotenzial.

Das Modell beschränkt sich auf die wichtigsten Mittel zur Wertschöpfung und erfasst sowohl Strategien, bei denen das Anlageverhalten im Vordergrund steht, als auch solche, die die Kundenbeziehung und Dienstleistungen priorisieren. Die hier vorgestellten Mittel und Wege sind keineswegs vollständig. Vielmehr beschränken wir uns auf das, was den meisten Beratern und Kunden in den untersuchten Ländern zugänglich ist. So können etwa Nachlass- und Spendenplanung Bereiche sein, in denen Berater unter Umständen mit speziellen Kompetenzen einen differenzierten Wertbeitrag leisten können. Darüber hinaus variiert die Eignung und der daraus resultierende Mehrwert der Strategien je nach den persönlichen Umständen des Kunden (die sich u. a. in Anlagehorizont, Risikotoleranz, Anlagezielen, Portfoliostruktur und Steuerklasse voneinander unterscheiden) und der Umsetzung durch den Berater.

### Modul I: Asset-Allokation

Die Asset-Allokation bezeichnet die Aufteilung des Anlagevermögens auf verschiedene Assetklassen wie Aktien, Anleihen und Geldmarkt. Der Prozentsatz einzelner Assetklassen richtet sich dabei nach der finanziellen Situation, der Risikobereitschaft und dem Anlagehorizont des Kunden. Sie ist der wichtigste Faktor für Renditeschwankungen und die langfristige Wertentwicklung eines diversifizierten Portfolios, in dem nur begrenzt Markt-Timing zum Einsatz kommt.<sup>3</sup>

Asset-Allokation und Diversifikation gehören zu den wichtigsten Instrumenten, die Berater einsetzen können, um Kunden bei der Umsetzung ihrer Anlageziele und der Steuerung von Anlagerisiken zu unterstützen. Die

„richtige“ Asset-Allokation setzt ausführliche Gespräche mit Kunden voraus, um deren Ziele, aber auch die individuelle finanzielle Situation, die Risikotoleranz, die Höhe der Beiträge und Ausgaben sowie den Anlagehorizont kennenzulernen.

Ein schriftlicher Anlageplan kann dabei helfen, diese Fragen herauszuarbeiten. Doch ein Anlageplan legt nicht nur die Grundlage für durchdachte Anlageentscheidungen, sondern auch für zukünftiges Verhalten-Coaching.<sup>4</sup> Wenn etwa die Kurse steigen und ein Kunde seine Risikopositionen ausbauen oder sich in einer schwierigen Marktphase in weniger riskante Anlagen zurückziehen möchte – in solchen Momenten kann ein Berater auf Basis klar formulierter Vorgaben seinen Kunden vor typischen Verhaltensfehlern bewahren und ihn stattdessen darin bestärken, an seinem ursprünglichen Plan festzuhalten.

Seit dem Bärenmarkt zu Beginn der 2000er-Jahre sind viele Portfolios komplexer geworden, Anleger investieren heute in mehr Märkte und Marktsegmente als früher. Komplexität ist jedoch nicht immer ein Zeichen für besonders differenzierte Portfolios, sondern manchmal einfach nur kompliziert. Tatsächlich zeigen unsere Untersuchungen in den USA, dass Anleger mit einem einfachen 60/40-Portfolio aus Indexfonds eine ähnliche Wertentwicklung erzielen können wie viele aufwändige und hochkomplex aufgebaute Portfolios von Stiftungen.<sup>5</sup>

Einfachheit ist keine Schwäche, sondern eine Stärke, und kann dabei helfen, Kunden ein besseres Verständnis für Asset-Allokation und Renditequellen zu vermitteln. Indexfonds und ETFs als Kernpositionen machen Portfolios einfacher verständlich und transparenter, denn sie minimieren das Risiko, dass sich die Gewichtungen im Portfolio verschieben (was die Rendite erheblich beeinflussen kann). Damit können diese Instrumente dazu beitragen, dass Kunden realistische Erwartungen haben – was es wiederum für Berater leichter macht, sie auf Kurs zu halten, wenn die eigenen Gefühle oder die Nachrichten aus der Presse sie dazu verleiten, ihren ursprünglichen Anlageplan aufzugeben.

<sup>2</sup> Für eine detailliertere Ausführung der entsprechenden Module siehe *Der Wert professioneller Anlageberatung: Vanguard Adviser Alpha® in Zahlen* (Kinniry et al., 2019).

<sup>3</sup> Davis et al., 2007.

<sup>4</sup> Für weitere Informationen zu Verhaltens-Coaching siehe *The Vanguard Adviser's Alpha Guide to Proactive Behavioural Coaching* (Bennyhoff, 2018).

<sup>5</sup> Berechnung auf Grundlage der 2019 NACUBO-Commonfund-Studie zu Stiftungen (2020).

## Modul II: Kosteneffiziente Umsetzung

Kosteneffiziente Portfolio-Implementierung ist ein wichtiger Bestandteil professioneller Anlageberatung und lässt sich zudem sehr einfach berechnen: Bruttorendite minus Kosten (Fondskosten, Handels- oder sonstige Kosten und Steuern) ist gleich Nettorendite. Jeder Euro an Verwaltungsgebühren, Handelskosten und Steuern bedeutet einen Euro weniger an möglicher Rendite. Außerdem steigen Kosten genau wie Renditen durch den Zinseszinsseffekt. Daher kann es sich langfristig deutlich auszahlen, von Beginn an auf kosteneffiziente Fonds zu setzen.

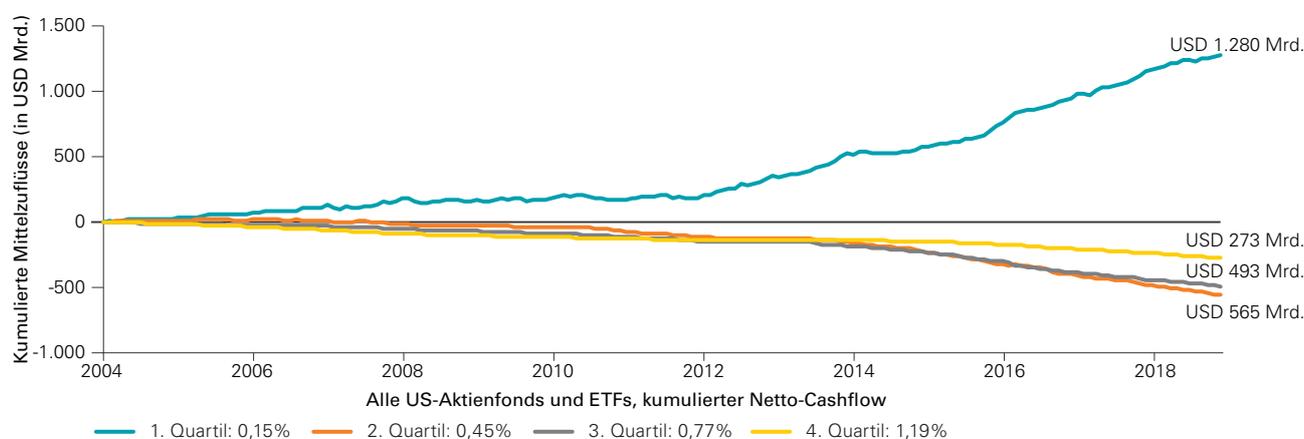
Wenn also Kosteneffizienz tendenziell zu höheren Renditen führt, dann sollte dies auch bei der Auswahl der Anlageinstrumente eine wichtige Rolle spielen. *Die Tatsache, dass kostengünstige Fonds im Durchschnitt höhere Renditen erwirtschaften als höherpreisige Alternativen hat sich immer wieder in Studien bestätigt.*<sup>6</sup>

In einer früheren Studie in den USA hat Vanguard den Zusammenhang zwischen Kostenquoten und Nettozuflüssen untersucht. Anleger, so das Ergebnis, präferieren schon seit längerer Zeit kosteneffiziente Produkte, wobei wir die letzten 15 Jahre in den Blick genommen haben (**Abbildung 2**, Untersuchungszeitraum bis 2019).<sup>7</sup> Außerdem haben wir herausgefunden, dass europäische Anleger mit kosteneffizienten Fonds jährlich zwischen 41 und 60 Basispunkten (BP) einsparen können (siehe **Abbildung 3**).

Wir haben die vermögensgewichteten Kostenquoten aller Publikumsfonds und ETFs zahlreicher Anlagekategorien untersucht und herausgefunden, dass der durchschnittliche Anleger pro Jahr je nach Asset-Allokation zwischen 57 BP für ein reines Anleiheportfolio und 79 BP für ein reines Aktienportfolio bezahlt. Bei den günstigsten 25 % der Fonds sinken die Kosten im Durchschnitt auf 16 BP (reines Anleiheportfolio) bzw. 20 BP (reines Aktienportfolio). In dieser Zahl sind nur die Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio) bzw. die laufenden Kosten (Ongoing Charges) enthalten. Diese Berechnung ist eher konservativ, wenn man alle Kosten, die bei der Vermögensanlage anfallen, einbezieht.

Hinzu kommt, dass dieser zusätzliche Wert völlig unabhängig von der Wertentwicklung der Märkte ist. Wer weniger bezahlt, dem bleibt mehr von seiner Rendite – egal ob die Kurse steigen oder fallen. Tatsächlich sind die Kosten bei niedrigen Renditen sogar noch wichtiger, denn dann steigt ihr prozentualer Anteil an der Gesamrendite. In einem honorarbasierendem Beratungsmodell ist das eine echte Win-win-Situation, von der Kunden und Berater gleichermaßen profitieren: Niedrige Kosten dürften höhere Renditen für Kunden erbringen, was sich durch steigendes Anlagevermögen auch für den Berater auszahlen sollte.

Abbildung 2. US-Anleger und -Berater entscheiden sich für kostengünstige Aktienfonds



**Hinweise:** Die Quartile der Kostenquoten wurden auf Jahresbasis berechnet. Für jedes Quartil sind die vermögensgewichteten durchschnittlichen Kostenquoten des Jahres 2019 angegeben. Zur Berechnung werden die jährlichen Kostenquoten mit dem Anlagevolumen per Jahresende multipliziert und durch das Gesamtanlagevolumen in jedem Quartil geteilt.  
**Quelle:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Morningstar-Daten.

Abbildung 3. Vermögensgewichtete Kostenquoten und kosteneffiziente Anlagelösungen im Vergleich

Aktien/Anleihe-Mix in Prozent:	100/0	80/20	60/40	50/50	40/60	20/80	0/100
Vermögensgewichtete Kostenquote (AWER)	0,79	0,75	0,70	0,68	0,66	0,62	0,57
Niedrigstes AWER-Quartil (Q1)	0,20	0,19	0,18	0,18	0,18	0,17	0,16
Kosteneffiziente Implementierung (AWER – Q1)	0,60	0,56	0,52	0,50	0,48	0,45	0,41

**Hinweise:** Berechnung auf Grundlage von Fonds der folgenden Morningstar-Kategorien, die in der Eurozone zugelassen sind: UK Equity – Flex Cap, Large-Cap Blend, Large-Cap Growth, Large-Cap Value, Mid-Cap, Small-Cap; Europe OE: Flex-Cap, Large-Cap Blend, Large-Cap Growth, Large-Cap Value, Mid-Cap, Small-Cap; Euro Zone Equity – Flex-Cap, Large-Cap, Mid-Cap, Small-Cap; Global – Flex-Cap, Large-Cap Blend, Large-Cap Growth, Large-Cap Value, Small-Cap; US Equity – Flex-Cap, Large-Cap Blend, Large-Cap Growth, Large-Cap Value, Mid-Cap, Small-Cap; Emerging Markets Equity – Global Emerging Markets, BRIC, EMEA, Emerging Europe, Global Emerging Markets Small/Mid-Cap, Global Frontier Markets; Europe Bond – EUR Diversified; US Bond – USD Diversified; Global Bond – Global Un-Hedged Bond; UK Bonds – UK Diversified, UK Government.

**Quelle:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Morningstar per 31. Dezember 2019.

<sup>6</sup> Siehe unter anderem die Vanguard Studie *Grundlagen und Vorteile kosteneffizienter Indexstrategien* (Rowley et al., 2018).

<sup>7</sup> Siehe die Vanguard Studie *Investors Are 'Voting With Their Feet' on Costs* (Bennyhoff and Walker, 2016).

### Modul III: Rebalancing

Angesichts der Bedeutung der Auswahl einer Vermögensallokation ist es auch von entscheidender Bedeutung, diese Allokation beizubehalten. Da Anlagen im Laufe der Zeit unterschiedliche Erträge abwerfen, wird das Portfolio wahrscheinlich von seiner ursprünglichen Zielallokation abweichen und neue Risiko- und Ertragsmerkmale annehmen, die möglicherweise nicht mit den ursprünglichen Präferenzen Ihres Kunden übereinstimmen.

Ein Anleger, der die Renditen maximieren möchte, ohne sich um die inhärenten Risiken zu kümmern, sollte sein Portfolio zu 100% in Aktien investieren, um von der Risikoprämie auf Aktien zu profitieren. Anlagen, die nicht neu ausbalanciert sind, sondern mit den Märkten driften, haben eine höhere Volatilität erfahren. In einem ausgewogenen Portfolio führt diese Aktienrisikoprämie tendenziell zu einer Übergewichtung von Aktien im Vergleich zu einer Anlageklasse mit niedrigerem Risiko-Rendite-Verhältnis wie Anleihen.

Theoretisch können Anleger langfristig höhere Renditen erzielen, wenn sie ihr Portfolio nicht regelmäßig auf die Zielallokation zurücksetzen und den Aktienanteil steigen lassen, allerdings steigen dadurch die Portfoliorisiken. *Wir sind davon überzeugt, dass Rebalancing nicht der Maximierung der Rendite, sondern der Minimierung von Risiken dient.* Schließlich steigt mit einer Übergewichtung von Aktien das Verlustrisiko bei Kurskorrekturen.

Halten Anleger an ihrer Asset-Allokation fest, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sie ihre Ziele erreichen. Häufig ist Rebalancing jedoch emotional eine Herausforderung. Berater können die notwendige Disziplin in den Rebalancing-Prozess einbringen, und zwar in Momenten, in denen Disziplin besonders wichtig ist – und genau dann braucht es dafür oft erhebliches Vertrauen vonseiten der Kunden.

### Modul IV: Verhaltens-Coaching

Vermögensanlage kann sehr emotional sein. Eine wichtige Aufgabe von Beratern besteht deswegen darin, ihren Kunden Disziplin und eine langfristige Perspektive zu vermitteln. Die meisten Anleger sind sich bewährter Anlageprinzipien durchaus bewusst, tun sich jedoch schwer damit, in guten wie in schlechten Zeiten an ihnen festzuhalten. Abweichungen von einer durchdachten Strategie können kostspielig werden. Untersuchungen zeigen zudem, dass einige der gravierendsten Anlagefehler verhaltensbedingt sind. Emotionale Distanz gehört zu den wichtigsten (und wenig beachteten) Vorteilen professioneller Anlageberatung.

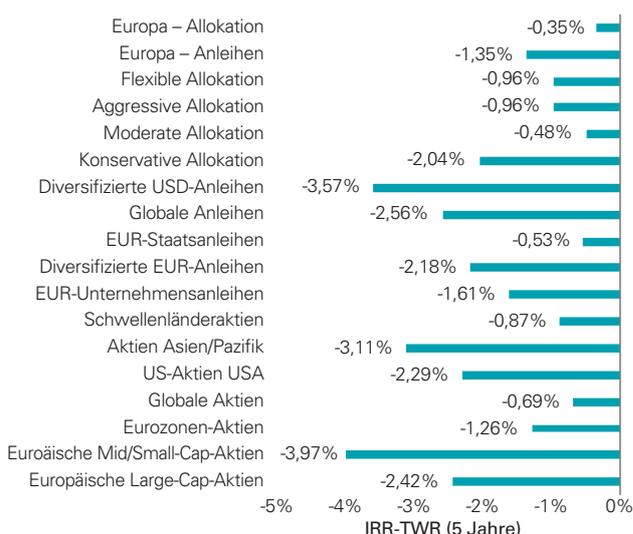
Wenn die Kurse fallen oder ein neuer Trend hohe Renditen verspricht, können Anleger schnell in Versuchung geraten, ihre Positionen zu verkaufen. An dieser Stelle sollten Berater einschreiten und ihre Kunden an den Anlageplan erinnern, den sie gemeinsam aufgestellt haben, bevor Emotionen ins Spiel kamen. Hier spielt Vertrauen eine wichtige Rolle: Berater müssen enge Beziehungen zu ihren Kunden aufbauen, bevor Bullen- und Bärenmärkte dieses Vertrauen auf die Probe stellen. Sie können ihre Kunden vor emotionalen Entscheidungen schützen, wenn diese versucht sind, auf Renditejagd zu gehen oder sich zurückzuziehen, um Verluste zu vermeiden.

Studien kommen zu dem Ergebnis, dass Verhaltens-Coaching die Rendite um bis zu 200 BP pro Jahr erhöhen kann. So hat Vanguard unter anderem untersucht, wie Umschichtungen zwischen verschiedenen Fonds die Rendite beeinflussen können. Für den Zeitraum von 2007 bis 2012 haben wir dazu die Renditen von 58.168 Anlegern analysiert, die selbstständig, also ohne professionelle Berater, investieren. Die Ergebnisse dieser Anleger haben wir mit den hypothetischen Ergebnissen zweier Benchmark-Portfolios („Personal Rate of Return Benchmarks“ – basierend auf einzelnen Fonds) verglichen. Das Ergebnis: Wegen schlechter Entscheidungen gaben Anleger schon mit mindestens einer Umschichtung im Durchschnitt 104 bis 150 Rendite-Basispunkte auf (Weber, 2013).

Um das Verhalten von Fondsanlegern zu untersuchen, vergleichen Analysten häufig die Anlegerrendite (interner Zinsfuß, IRR) mit der ausgewiesenen Gesamrendite des Fonds (zeitgewichtete Rendite, TWR). Die IRR weicht wegen Mittelzu- und -abflüssen aus dem Fonds von der TWR ab, davon abgesehen sollten sie jedoch gleich sein. Ein gewisser Renditeverlust gegenüber der Benchmark ist längerfristig in jedem gemanagten Fonds zu erwarten, da steigende Kurse kontinuierlich weiteres Kapital anziehen. Größere Unterschiede können jedoch auf Renditejagd hindeuten.<sup>8</sup>

Wie in **Abbildung 4** zu sehen, weicht die Anlegerrendite in der Regel deutlich von der Fondsrendite ab. Ein genaueres Bild erhält man, wenn man die Differenz zwischen IRR und TWR für verschiedene Fonds, Märkte und rollierende Zeiträume untersucht (**Abbildung 5**). Die meisten Datenpunkte sind ebenso negativ wie der Median. Hieraus ergibt sich eine echte Chance für Berater: Sie können ihren Kunden dabei helfen, diese Performance-Lücke zu schließen.

**Abbildung 4. Renditen europäischer Anleger versus Fondsrenditen (5-Jahres-Zeitraum bis zum 31. Dezember 2017)**

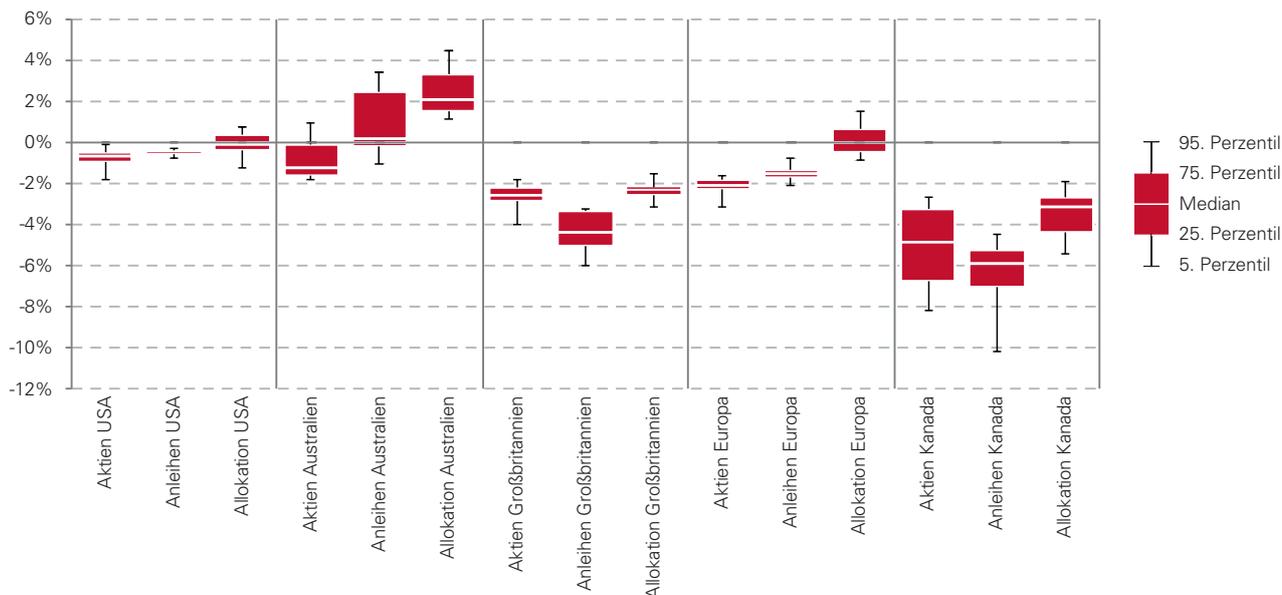


**Hinweise:** Die zeitgewichteten Renditen (TWRs) in dieser Abbildung stellen die durchschnittliche Fondsrendite in jeder Kategorie dar. Bei der Berechnung der Anlegerrenditen gehen wir davon aus, dass das Wachstum des Nettoanlagevermögens eines Fonds unabhängig vom Untersuchungszeitraum auf Marktrenditen und Mittelzu- bzw. -abflüsse durch Anleger zurückgeht. Anhand einer internen Zinsfußfunktion (IRR) berechnen wir eine konstante Wachstumsrate, die aus dem Nettoanlagevermögen zu Beginn des Untersuchungszeitraums und den periodischen Cashflows den Wert des Nettoanlagevermögens am Ende des Untersuchungszeitraums ableitet. Wegen Rundungsfehlern kann es zu Abweichungen in den Renditedifferenzen kommen.

**Quelle:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Morningstar, Inc. Daten vom 31. Dezember 2017.

<sup>8</sup> Kinniry und Zilbering, 2012.

Abbildung 5. Globale Streuung von Anleger- versus Fondsrenditen: rollierende Renditen in unterschiedlichen Märkten



**Hinweise:** Die zeitgewichteten Renditen (TWRs) in dieser Abbildung stellen die durchschnittliche Fondsrendite in jeder Kategorie dar. Bei der Berechnung der Anlegerrenditen gehen wir davon aus, dass das Wachstum des Nettoanlagevermögens eines Fonds unabhängig vom Untersuchungszeitraum auf Markttrenditen und Mittelzu- bzw. -abflüsse durch Anleger zurückgeht. Anhand einer internen Zinsfußfunktion (IRR) berechnen wir eine konstante Wachstumsrate, die aus dem Nettoanlagevermögen zu Beginn des Untersuchungszeitraums und den periodischen Cashflows den Wert des Nettoanlagevermögens am Ende des Untersuchungszeitraums ableitet. Wegen Rundungsfehlern kann es zu Abweichungen in den Renditedifferenzen kommen. Nicht jeder Fonds oder ETF ist in jeder Kategorie enthalten, da die notwendigen Daten nicht in jedem Fall verfügbar waren. Die Grafik bildet vierteljährliche Beobachtungen der rollierenden zehnjährigen IRR-TWR-Differenzen für Fonds und ETFs ab, welche in den USA, in Australien und Kanada verfügbar waren. Wegen Datenbeschränkungen sind für Großbritannien und Europa rollierende 5-Jahres-Renditen abgebildet. In den USA sind Daten ab dem Jahr 1993 verfügbar, in Australien ab 2003, in Großbritannien und Europa ab 2008 und in Kanada ab 2002.

**Quelle:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Morningstar, Inc. Daten vom 31. Dezember 2017.

### Modul V: Steuereffiziente Vermögensanlage

Durch die richtige Aufteilung des Anlagevermögens auf besteuerte und steuerbegünstigte Konten können Berater einen wichtigen Wertbeitrag leisten, der durch den Zinseszineffekt längerfristig an Bedeutung gewinnt. In früheren Vanguard Studien haben wir uns ausschließlich mit der richtigen Vermögensaufteilung für US-Anleger beschäftigt,<sup>9</sup> allerdings sind wir überzeugt, dass Anleger auch in anderen Teilen der Welt von einer klugen Aufteilung ihres Anlagevermögens profitieren können.

Wie viel Wertzuwachs dadurch zu erzielen ist, ist unterschiedlich, da jedes Land eigene Steuergesetze, -instrumente und Kontentypen hat. Die Höhe des Wertzuwachses hängt auch von der Asset-Allokation des Anlegers und der Aufteilung des Anlagevermögens auf steuerbegünstigte und besteuerte Konten ab. Ist das Anlagevermögen vollständig steuerbegünstigt angelegt oder wird es vollständig besteuert, sind Aufteilungsstrategien wertlos (0 BP).

In den USA sind wir aus steuerlicher Sicht zu dem Ergebnis gekommen, dass eine Portfoliokonstruktion steuereffizienter ist, wenn Aktienanlagen im breiten Markt auf besteuerten Konten gehalten werden und Anleihen im breiten Markt auf steuerbegünstigte Konten. So lassen sich die Vorteile durch die unterschiedliche steuerliche Behandlung der beiden Assetklassen optimal ausschöpfen. Genau wie bei der kosteneffizienten Portfolio-Implementierung kann der Zinseszineffekt sich auch hier langfristig erheblich auszahlen.

### Modul VI: Reihenfolge der Auflösung

Da die Zahl der Rentner steigt, stehen immer mehr Anleger vor der wichtigen Entscheidung, wie sie ihr Portfolio auflösen sollen. Erschwerend kommt hinzu, dass viele Kunden mehrere Konten haben, darunter steuerpflichtige, -begünstigte und -freie Konten. Welche Konten zuerst aufgelöst werden sollten, hängt von der steuerlichen Behandlung des Anlagevermögens ab. Ohne Steuern würden beide Wege zum selben Ergebnis führen, sofern man unterstellt, dass alle Konten die gleiche Rendite erzielt haben.

Mit der richtigen Abfolge bei der Auflösung der Konten können Berater die Gesamtsteuerlast, die ihre Kunden im Rentenalter tragen müssen, reduzieren und dadurch deren Wohlstand steigern und die Portfolios langlebiger machen. Vanguard Untersuchungen in den USA und in Großbritannien haben gezeigt, dass Anleger allein dadurch einen großen Teil ihres Leistungsversprechens einlösen können.<sup>10</sup> Beispiel Großbritannien: Die Ergebnisse unserer Analyse deuten darauf hin, dass Berater die Steuerlast in der Regel dadurch reduzieren können, dass sie steuerpflichtige Konten zuerst auflösen.

Berater können die Nachsteuerrendite jedoch nicht nur dadurch optimieren, dass sie die Reihenfolge bei der Auflösung der Konten festlegen, es gibt auch andere Wege, um Steuern zu sparen. Britische Investoren etwa, die in einen beitragsorientierten Pensionsplan (DC) einzahlen, müssen auch die richtige Methode wählen, sich ihr Kapital auszahlen zu lassen, die sogenannte *crystallisation method*.<sup>11</sup>

9 Jaconetti, 2007.

10 Weitere Informationen zu unseren Untersuchungen zur Altersvorsorge in den USA und Großbritannien finden Sie in zwei Vanguard Studien: *From Assets to Income: A Goals-Based Approach to Retirement Spending, 2016* sowie *Withdrawal Order: Making the Most of Retirement Assets* (Harbron et al., 2019).

11 Die sogenannte *crystallisation method* bezieht sich auf die Entscheidung des Anlegers, wie er auf das Anlagevermögen in seinem Vorsorgeplan zugreifen will. Eine Rente ist *crystallised*, sobald der Begünstigte sich Beträge auszahlen lässt. Für weitere Informationen siehe *Withdrawal Order: Making the Most of Retirement Assets* (Harbron et al., 2019).

Es gibt sicherlich noch mehr Wege für Berater, ihre Kunden zu unterstützen und ihr Leistungsversprechen einzulösen, etwa bei einem möglichen Wechsel der Steuerklasse, bei besonderer steuerlicher Behandlung des Portfolios von Anlegern mit Ehe- oder Lebenspartnern oder wenn bestimmte Freibeträge überschritten werden, etwa die UK Lifetime Allowance. Berater können auch schauen, ob ihre Kunden andere Ziele haben, die nicht den Ruhestand betreffen, aber die Reihenfolge der Auszahlungen beeinflussen. Viele dieser Überlegungen und Sonderregelungen erfordern eine komplexe Cashflow-Analyse, um die Vorteile sorgfältiger Planung voll auszuschöpfen. Für Finanzberater bietet sich hier eine weitere Möglichkeit, für ihre Kunden zusätzlichen Wert zu generieren.

### Modul VII: Total Return oder einkommensorientiertes Investieren

Misch- und reine Anleiheportfolios leiden heute unter historisch niedrigen Renditen, die wohl auch in Zukunft nicht das Niveau erreichen werden, das Anleger aus früheren Jahren kennen. Der Wert professioneller Anlageberatung für Anleger im Rentenalter war daher noch nie so groß wie heute. Früher konnten Anleger mit einem diversifizierten Portfolio aus Aktien- und Anleihen im Ruhestand problemlos von den laufenden Erträgen leben – dies ist heute leider nicht mehr der Fall.

Will ein Anleger nur die laufenden Erträge seines Portfolios ausgeben, kann er Deckungslücken auf drei Wegen vermeiden: Er kann entweder seine Ausgaben senken, in Anlagen mit höherem Renditepotenzial umschichten oder neben laufenden Erträgen auch die Kapitalgewinne seines Portfolios abschöpfen (Total Return).

Berater können ihren Kunden bei dieser Entscheidung zur Seite stehen. Dabei sollten sie bedenken, dass die Abkehr von einem breit diversifizierten Portfolio riskanter für den Wert des Portfolios sein kann als Ausgaben, die

aus dem Portfolio gedeckt werden. **Abbildung 6** zeigt, wie Anleger ihre Rendite erhöhen können und wie sich jede dieser Optionen auf das Portfolio auswirkt.

Hier kann der Eindruck entstehen, die oben beschriebene einkommensorientierten Strategien führten zu höherer Renditesicherheit, was manche mit weniger Risiko gleichsetzen könnten. In Wirklichkeit erhöht diese Strategie das Risiko jedoch, denn sie konzentriert das Portfolio in bestimmten Sektoren, ist weniger steuer-effizient und erhöht die Gefahr, dass Anleger ihre langfristigen Ziele verfehlen.

Vanguard vertritt hingegen den Total-Return-Ansatz, der sowohl laufende Erträge als auch Kapitalgewinne abschöpft und gegenüber einer reinen Einkommensstrategie durch mehrere mögliche Vorteile überzeugt:

- Weniger Risiko durch höhere Diversifikation, da Anleger sich für höhere Renditen nicht auf wenige Wertpapiere, Marktsegmente oder Sektoren beschränken müssen.
- Steuereffizientere Asset-Allokation (zumindest für Kunden, die ihr Portfolio sowohl auf steuerpflichtige als auch auf steuerbegünstigte Konten verteilen können). Damit eine Einkommensstrategie funktioniert, müssen Anleger auf dieses Einkommen auch zugreifen können und daher steuerineffiziente Vermögenswerte in steuerpflichtigen Konten halten.
- Eine potenziell längere Lebensdauer des Portfolios.

Wenn ein Kunde zur Deckung seiner Ausgaben auf laufende Erträge angewiesen ist, können Berater eine entsprechende Total Return-Strategie entwickeln, was sorgfältige Analyse, viel Erfahrung und Abwicklungsaufwand voraussetzt. Total Return-Strategien sind anspruchsvoll, können jedoch in manchen Fällen das Leistungsversprechen einer Beratungsbeziehung vollständig einlösen.

Abbildung 6. Reine Einkommensstrategien und ihre möglichen Auswirkungen auf ein Portfolio

Strategie	Portfolio-Auswirkungen
1. Übergewichtung von Anleihen mit längerer Laufzeit (höhere Duration)	Steigende Zinsrisiken
2. Übergewichtung von High Yield-Anleihen und/oder Untergewichtung von Staatsanleihen	Steigende Kreditrisiken und insgesamt höhere Volatilität
3. Übergewichtung dividendenstarker Aktien	Sinkende Diversifizierung des Aktienportfolios durch Übergewichtung bestimmter Sektoren und/oder insgesamt steigende Volatilität und Verlustrisiken (bei gleichzeitiger Reduzierung des Anleiheportfolios)

**Hinweis:** Die Auswirkungen werden als Differenz zwischen der reinen Einkommensstrategie und einem nach Marktkapitalisierung gewichteten Portfolio (auf Ebene der Subsegmente der Assetklassen).

**Quelle:** Vanguard.

## Fazit

Wo sollten Berater ansetzen? Aus unserer Sicht sollten sie sich auf die Bereiche konzentrieren, die sie zumindest zum Teil beeinflussen können. So zum Beispiel:

- Berater können ihre Kunden bei der Bestimmung der richtigen Asset-Allokation unterstützen, die für ihre Ziele und Vorgaben sowie für ihren Anlagehorizont und ihre Risikotoleranz angemessen ist.
- Sie können die Asset-Allokation mithilfe kosteneffizienter Anlageinstrumente und, soweit möglich, steuereffizient umsetzen,
- Sie können Abweichungen vom Markt begrenzen, wovon sowohl ihre Kunden als auch sie selbst profitieren dürften.
- Sie sollten Verhaltens-Coaching in den Fokus stellen und Zeit für die Kommunikation mit ihren Kunden einplanen.

### Literaturverzeichnis

Bennyhoff, Don und David J. Walker, 2016. *Investors Are Voting With Their Feet on Costs*. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.

Bennyhoff, Donald G., Francis M. Kinniry, Jr. und Michael A. DiJoseph, 2018. *Vom Portfolio zum Kunden: Die Entwicklung von Vanguard Adviser's Alpha*. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.

Davis, Joseph H., Francis M. Kinniry Jr. und Glenn Sheay, 2007. *The Asset Allocation Debate: Provocative Questions, Enduring Realities*. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.

Harbron, Garrett L., Warwick Bloore und Josef Zorn, 2019. *Withdrawal Order: Making the Most of Retirement Assets*. London, UK: The Vanguard Group.

Jaconetti, Colleen M., 2007. *Asset Location for Taxable Investors*. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.

Jaconetti, Colleen M., Michael A. DiJoseph, Zoe B. Odenwalder und Francis M. Kinniry Jr., 2016. *From Assets to Income: A Goals-Based Approach to Retirement Spending*. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.

Kinniry, Francis M. Jr., Colleen M. Jaconetti, Michael A. DiJoseph, Yan Zilbering und Donald G. Bennyhoff, 2019. *Der Wert professioneller Anlageberatung: Vanguard Adviser Alpha® in Zahlen*. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.

Kinniry, Francis M. Jr., Colleen M. Jaconetti, Michael A. DiJoseph, Yan Zilbering, Donald G. Bennyhoff und Georgina Yarwood 2020. *Putting a Value on Your Value: Vanguard Adviser Alpha in the UK*. London, UK: The Vanguard Group.

Kinniry, Francis M. Jr., Colleen M. Jaconetti, Donald G. Bennyhoff und Michael A. DiJoseph, 2016. *Reframing Investor Choices: Right Mindset, Wrong Market*. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.

Kinniry, Francis M. Jr. und Yan Zilbering, 2012. *Evaluating Dollar-Weighted Returns of ETFs Versus Traditional Fund Returns*. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.

Rowley Jr., James J., David J. Walker und Carol Zhu, 2019. *Grundlagen und Vorteile kosteneffizienter Indexstrategien*. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.

2019 NACUBO-Commonfund Study of Endowments, 2020. National Association of College and University Business Officers. Washington, DC: NACUBO.

Weber, Stephen M., 2013, *Most Vanguard IRA® Investors Shot Par by Staying the Course: 2008–2012*, Valley Forge, PA: The Vanguard Group.

**Connect with Vanguard®** > [global.vanguard.com](https://global.vanguard.com)

Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger nach den Kriterien der MiFID II-Richtlinie. In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.

*CFA® ist eine registrierte Handelsmarke des CFA Institute.*

**Vanguard**

Vanguard Research

© 2020 The Vanguard Group, Inc.  
Alle Rechte vorbehalten.

ISGPBC 112018 | 403