

# Wealth Management

von Dr. Pirmin Hotz

Dieser Beitrag ist erschienen im Sammelband „Handbuch Personal Finance“ [Herausgeber: Graf, Häcker, Maier, Wolff], 2010, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main, ISBN 978-3-8314-0836-8

# Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung .....	3
2	Wie aussagekräftig sind Expertenprognosen?.....	3
2.1	Effiziente Märkte und die nobelpreisgekrönte Kapitalmarkttheorie: Auswirkungen auf die Prognosefähigkeit in der Praxis.....	3
2.2	Möglichkeiten und Grenzen von Börsenprognosen: Leistungsausweis der Experten .....	4
2.3	Das Erfolgsmodell der Diversifikation .....	6
3	Die strategische Asset Allocation als zentrales Element der Vermögensbewirtschaftung .....	8
3.1	Die ganzheitliche Perspektive .....	8
3.2	Risikofähigkeit und -willigkeit des Kunden.....	9
4	Welche Anlagen sind zu bevorzugen? .....	12
4.1	Traditionelle Anlagen wie Anleihen und Aktien .....	12
4.2	Kritische Beurteilung von Finanzinnovationen wie Hedge Funds und strukturierte Produkte .....	14
5	Das Kundeninteresse im Vordergrund aller Bemühungen.....	16
5.1	Transparente Anlage- und Gebührenpolitik.....	16
5.2	Die Unabhängigkeit des Vermögensverwalters als Vertrauensbasis .....	18
6	Literaturverzeichnis.....	20

# 1 Einleitung

Das Wealth Management, welches häufig auch mit dem Private Banking einer Bank gleichgestellt wird, umschreibt die intensive Betreuung vermögender Kunden, welche ausgeprägter und persönlicher ist als im Massenkundengeschäft. Es umfasst einerseits die Vermögensverwaltung, bei welcher der Kunde der Bank einen Auftrag erteilt, sein Vermögen nach festgelegten Grundsätzen zu verwalten, wobei er keinen direkten Einfluss auf einzelne Anlageentscheidungen des Vermögensverwalters nimmt. Bei der Vermögensberatung andererseits erhält der Kunde von seinem Berater Anlagevorschläge, auf deren Grundlage er eigenständig entscheidet.

Nachfolgend werden wesentliche Grundsätze und Aufgabenstellungen rund um das gesamte Wealth Management respektive Private Banking aus der Sicht eines unabhängigen Vermögensverwalters aufgezeigt. Nicht nur die theoretischen Hintergründe, sondern vor allem die praktischen Erfahrungen im Umgang mit vermögenden Privatkunden und institutionellen Anlegern sollen im Zentrum der Betrachtungen stehen.

## 2 Wie aussagekräftig sind Expertenprognosen?

### 2.1 Effiziente Märkte und die nobelpreisgekrönte Kapitalmarkttheorie: Auswirkungen auf die Prognosefähigkeit in der Praxis

Im Jahr 1990 wurden Nobelpreise für bahnbrechende Arbeiten auf dem Gebiet der Portfoliotheorie verliehen. Die Kernaussage dabei ist, dass die Finanzmärkte eine hohe Effizienz in der Informationsverarbeitung aufweisen und deshalb nicht nur für Laien, sondern auch für Experten weitgehend unprognostizierbar sind. Diese Erkenntnis ist von fundamentaler Bedeutung. Damit wurde auf wissenschaftlicher Basis nachgewiesen, dass neue Informationen sehr schnell in den Börsenkursen verarbeitet werden. Eine zuverlässige Prognose von Aktien-, Zins-, Währungs- oder Rohstoffkursen ist dann zumindest nicht mehr systematisch, sondern höchstens noch zufällig möglich.

Diese Einsicht mag für erfolgshungrige Anleger desillusionierend sein. Sie ist aber mit Sicherheit ehrlich. Zu viele Experten und selbsternannte Börsengurus glauben nämlich zu wissen, zu welchem Zeitpunkt viele, wenige oder keine Aktien zu halten sind, welche Branchen über- oder unterzugeschichtet sind, welche Titel wann gekauft oder verkauft werden sollen, wie weit Aktien leer verkauft werden müssen oder welche Rohstoffe gerade lukrativ sind. Damit werden bei den Anlegern Phantasiegebilde entfacht, die immer wieder zu Ernüchterung führen.

In den letzten Jahren ist in der Praxis immer stärker Kritik gegen die nobelpreisgekrönte Portfoliotheorie laut geworden. Schließlich sei diese schon Jahrzehnte alt und deshalb längst überholt und vor allem seien die Märkte alles andere als effizient. Die Frage ist nun, inwieweit diese Kritik berechtigt ist oder nicht. Vielleicht mag dieses Thema für viele Praktiker zu akademisch klingen. Es muss aber an dieser Stelle mit Nachdruck betont werden, dass die Antwort auf diese strittige Diskussion - also ob Märkte effizient oder ineffizient sind - geradezu fundamentale Auswirkungen auf die praktische Umsetzung einer erfolgsorientierten Vermögensverwaltung hat.

Eigentlich geht es im Kern immer um die Frage, ob Anlageexperten in der Lage sind, aufgrund ihrer Informationen besser abzuschneiden als der breite Markt. Haben diese Informationsvorteile, die sie systematisch nutzen können? Gelingt es ihnen, systematisch besser zu sein als beispielsweise der DAX als maßgeblicher Vergleichsindex? Tatsache ist, dass dank Globalisierung und einer viel schnelleren Verbreitung von Informationen rund um den Erdball über Fernsehen, Zeitungen und Internet Informationsvorteile einzelner Anleger in der modernen Welt zunehmend respektive noch verstärkter zur Illusion geworden sind. Heerscharen von Analysten, die weltweit und täglich eine Vielzahl von Wertpapieren untersuchen und die Ergebnisse öffentlich zugänglich machen, haben diesen Trend zusätzlich beschleunigt. Experten und Händler von Banken bestätigen das.

## 2.2 Möglichkeiten und Grenzen von Börsenprognosen: der Leistungsausweis der Experten

Realistisch betrachtet beweisen sich viele Praktiker immer wieder selbst, dass sie sich in der eigenen Prognosefähigkeit massiv überschätzen. Die Performance der großen Mehrheit der Fonds, die durchaus als repräsentativ für die Fähigkeiten der Anlageprofis betrachtet werden können, liegt systematisch hinter den Vergleichsindizes zurück<sup>1</sup>. Es gibt nur ganz wenige Experten, die es schaffen, nachhaltig und über eine längere Zeit von 5 oder 10 Jahren systematisch und nach Kosten besser zu sein als ein geeigneter Vergleichsindex.

Die Prognoseinkompetenz der Finanzexperten ist kein neueres Phänomen. Weder der legendäre Crash im Oktober 1987, noch die massive Korrektur zur Jahrtausendwende, noch die daran anschließende Erholung konnte von der breiten Beraterschar vorausgesagt werden. Wer dies nicht glaubt, wagt am besten einen Blick in die damaligen Analystenkommentare. Am ehesten prophezeit wurden solche Mega-Ereignisse von notorischen Crash-Propheten. Wenn man immer negativ ist, wird man ab und zu sogar richtig liegen. Medienwirksam verkünden diese dann, sie hätten den Crash natürlich vorausgesehen. Dass sie aber den langfristigen Aufwärtstrend völlig verpasst haben, verschweigen sie geflissentlich. Neuere Studien bestätigen, dass es in jüngerer Zeit mit der Trefferquote der Analytiker keineswegs besser geworden ist. Die Finanzmärkte sind in einer globalisierten Welt schlicht zu effizient in der Informationsverarbeitung, als dass eine systematische Prognostizierbarkeit oder gar von einigen „Gurus“ propagierte Arbitrage-Gewinne (also das risikolose Geldverdienen aufgrund von Preisverzerrungen) noch möglich wären. Einzig Insider

---

<sup>1</sup> Lhabitant 2001, S. 154-172, oder Sharpe 1995.

dürften dazu in der Lage sein. Das Ausnutzen von Insider-Informationen ist aber gesetzlich verboten.

Populärwissenschaftliche Exponenten des Kapitalmarktes verkünden überdies mit selbstverständlicher Beharrlichkeit, dass mittels Charttechnik, Behavioural Finance oder hochspezialisierter Computermodelle eine aussagekräftige Prognose über Kursentwicklungen möglich sei. Wenn dem so wäre: Warum sind dann die Resultate vieler Fonds und strukturierter Produkte entgegen den überschwänglichen Verkaufsargumenten so schlecht? Und wie kann es passieren, dass auch renommierte Institute mit ihren unzähligen Analytikern in Krisen gewaltige Verluste auf ihren Eigenbeständen einfahren, die sie nahe an den oder sogar in den Ruin treiben? So geschehen ist es bei Versicherungsgesellschaften in der Baisse 2000 bis 2003 und Banken in der Subprime-Krise 2007 und 2008. Die Finanzprofis haben schlicht ihre Prognosekompetenz überschätzt und die eingegangenen Risiken unterschätzt. Tatsache ist auch, dass alle noch so intelligenten Prognosemodelle den Härtestest, also das systematische Erzielen von Überrenditen, nicht bestanden haben. Die indoktrinierte Prognose- und Modellgläubigkeit erinnert an den praxisuneren, erstsemestrigen Ökonomiestudenten, der in naiver Weise historische Kursentwicklungen in die Zukunft extrapoliert. Wenn es eine prognostisch verwertbare Erkenntnis überhaupt gibt, dann ist es wohl die, dass Finanzmärkte temporären Überreaktionen unterworfen sind. Diese sogenannten Herdentrieb-Effekte frühzeitig zu erkennen, ist aber mit Sicherheit kein Kinderspiel. Eine zuverlässige Prognose von Finanzanlagen beziehungsweise einen „Free Lunch“ gibt es nicht.

Interessant ist in der Praxis zu beobachten, wie Anleger auf hohe Schwankungen der Finanzmärkte reagieren. In Zeiten der Hausse wollen sie von den Kurssteigerungen beispielsweise der Aktien profitieren und erhöhen dann gerne ihre Risiken. Wenn die Kurse fallen, wollen sie aufgrund ihrer Verunsicherung mit dem Ziel aussteigen, zu tieferen Kursen wieder einzusteigen. Dieses hehre Ziel ist eigentlich sinnvoll und an sich erstrebenswert. Man muss sich aber fragen, ob es ein realistisches ist. Aufgrund jahrzehntelanger Erfahrungen im Umgang mit Kunden lässt sich definitiv sagen, dass diese Bemühungen regelmässig zum Scheitern verurteilt sind. Tatsächlich schaffen es zwar einige, in einem Zeitpunkt auszusteigen, bevor der Markt (weiter) fällt. Ein Teilziel wurde also erreicht. Scheitern tut das Unterfangen aber spätestens beim zweiten Ziel, nämlich beim Wiedereinstieg. Wenn nämlich die Kurse tatsächlich weiter fallen und der Anleger eigentlich zu tieferen Preisen wieder einsteigen könnte, ist die Verunsicherung des Anlegers noch grösser. Das ist eigentlich zwangsläufig der Fall, weil weiter fallende Kurse gerade wegen neuer negativer Nachrichten zusätzliche Verunsicherung erzeugt haben. Wenn der Anleger nun bei der Frage, ob er (zu tieferen Kursen) wieder einsteigen soll, noch stärker verunsichert ist als zuvor beim Ausstieg, wird er den Wiedereinstieg mit hoher Wahrscheinlichkeit verschieben. Er will erst wieder einsteigen, wenn sich die Situation an der Börse beruhigt hat. Das wird früher oder später auch der Fall sein. Das ist genauso realistisch, wie dass der besagte Anleger aufgrund einer verbesserten Nachrichtenlage erst wieder einsteigt, wenn die Kurse deutlich über seinen Verkaufskursen liegen.

## 2.3 Das Erfolgsmodell der Diversifikation

Die Konsequenz aus dem Gesagten ist im Grunde trivial. Wir müssen bescheidener werden und lernen, unsere (Prognose-) Fähigkeiten richtig einzuordnen. Die Versuche und die Hoffnung, Börsenkurse mit einer tiefen Fundamentalanalyse, mit ausgeklügelten Chart-Techniken, mit neueren Erkenntnissen aus der Verhaltensforschung der Behavioural Finance oder schlicht mit dem eigenen Fingerspitzengefühl vorausszusehen, sind so alt wie die Börse selbst. Sie sind immer wieder gescheitert, die erhofften Erfolge konnten wissenschaftlich nie nachgewiesen werden. Ähnlich wie in der Welt der Alternativmedizin verbleibt allenfalls ein gewisser „Placebo-Effekt“, der dem einzelnen Anleger das Gefühl vermittelt, seine Methode wäre erfolgreich. Ein objektiver Nachweis gelingt jedoch nicht. Es fehlt der Mut und die Ehrlichkeit der Anlageprofis, die eigenen Grenzen selbstkritisch zuzugeben. Stattdessen reiten die meisten in großer Beständigkeit von einem Desaster zum nächsten, um selbstverständlich sofort wieder eine neue Medizin gegen neue Krankheiten zu verschreiben. Ein eigentlicher Lernprozess findet selten statt.

Die wohl wichtigste wissenschaftliche Erkenntnis der letzten Jahrzehnte im Anlagegeschäft, nämlich dass eine unsichere Welt nie mit Sicherheit prognostiziert werden kann, führt zwangsläufig zu einer Politik der Risikostreuung. Der Nobelpreisträger William Sharpe hat eindrücklich aufgezeigt, dass das Gesamtrisiko eines Wertschriftenportfolios durch den Kauf zahlreicher Wertpapiere systematisch reduziert werden kann. Sharpe misst das Risiko eines Portfolios als die Schwankungsbreite um die mittlere Rendite. Sie wird in der Fachsprache als Volatilität bezeichnet. Sie ist umso größer, je riskanter ein Wertpapier ist respektive je größer seine Schwankungen an der Börse sind. Sharpe zeigte auf, dass das Risiko in zwei Komponenten unterteilt werden kann: das systematische und das unsystematische Risiko. Während das systematische Risiko das Marktrisiko abdeckt, umschreibt das unsystematische Risiko diejenigen Schwankungen eines Wertpapiers, die nicht durch den Gesamtmarkt erklärt werden können, sondern titelspezifisch sind. Entscheidend ist nun die Überlegung, dass die titelspezifischen Risiken kostenlos durch Diversifikation eliminiert werden können. Sie werden deshalb im Gegensatz zu den Marktrisiken auch nicht (systematisch) entschädigt. Die Diversifikation eines Wertschriftenvermögens soll auch international ausgerichtet sein. Die Verteilung der Risiken hört nicht an der Landesgrenze auf. Leider haben dies viele Anleger noch nicht verinnerlicht. Genauso schwierig, wie es ist, einzelne Titel erfolgreich auszuwählen, ist es auch, die richtigen Branchen oder Länder zu selektieren. Ein grosser Teil der Anleger unterliegt diesbezüglich einem sogenannten „Home Bias“. Amerikaner kaufen fast ausschliesslich amerikanische Wertschriften, Deutsche investieren primär in deutsche Titel, Schweizer in schweizerische, und auch Chinesen und Japaner kaufen primär ihre eigenen Anlagen. Eigentlich haben sie dafür gute Gründe (unter anderen die bessere Abdeckung von relevanten Informationen in heimischen Medien, keine Währungsrisiken). Somit darf auch in einem optimal diversifizierten Portfolio der heimische Markt ein größeres Gewicht einnehmen als einzelne ausländische Märkte. Tatsache ist allerdings, dass viele Investoren ein viel zu grosses Übergewicht an inländischen Anlagen halten. Sie glauben, diese Anlagen besonders gut zu kennen und fühlen sich oft in einer Sicherheit, die rational kaum nachvollziehbar ist. Diese Irrationalität zeigt sich auch in den Prognosen der Finanzexperten, die ihr Mutterland im Ausblick regelmässig favorisieren. Selbst die Analysten der Banken überschätzen ihre Prognosefähigkeit in ihrem eigenen Land systematisch.

Es gibt allerdings erwähnenswerte Unterschiede in der Wirksamkeit der Diversifikation zwischen Aktien und Anleihen. Während es bei Aktien sinnvoll ist, eine breite Diversifikation rund um den Erdball und über die wichtigsten Branchen anzustreben, ist dies bei Anleihen nur in sehr eingeschränkter Masse der Fall. Allenfalls höhere Verzinsungen in ausländischen Anleihen werden längerfristig durch Währungsverluste kompensiert respektive vernichtet. Beste Beispiele sind der amerikanische Dollar und das britische Pfund, welche im historischen Kontext zwar höhere Nominalverzinsungen als deutsche, schweizerische oder japanische Währungen abgeworfen haben. Diese wurden in den letzten Jahrzehnten durch entsprechende Abwertungen der Devisen aber kompensiert. Es lohnt sich also bei Festzinsanlagen im langfristigen Kontext nur sehr bedingt, in ausländische Währungen zu diversifizieren. Das Gegenteil ist sogar der Fall. Die Volatilität, also die Schwankungsanfälligkeit respektive das Risiko der Anlagen, nimmt durch die Hinzunahme der Währungsrisiken sogar zu, ohne renditemäßig kompensiert zu werden. Die Praxis zeigt allerdings, dass diese Erkenntnis bei sehr vielen Anlegern nicht angekommen ist. Sie konzentrieren ihre Aktienanlagen primär im eigenen Land, da sie diese gut zu kennen glauben. Bei den Festzinsanlagen hingegen diversifizieren sie - nicht zuletzt aufgrund der verlockenden Nominalverzinsungen - ihre Wertpapiere in Länder wie Südafrika, Australien, Brasilien oder Großbritannien. Sie erhalten damit höhere Zinsen. Sie gehen aber ein nicht unerhebliches Währungsrisiko ein, das langfristig nicht entschädigt wird. Die meisten Anleger dürften darüber hinaus auch nicht in der Lage sein, von kurzfristigen Währungsschwankungen zu profitieren. Währungsprognosen sind genauso unsicher wie Aktien-, Zins- oder Rohstoffmarktprognosen.

Obwohl die Wissenschaft längst schlüssig aufgezeigt hat, dass eine breite Diversifikation der Anlagen sinnvoll ist, gibt es in der Praxis große Mängel. Viele Anleger halten gerade einmal höchstens fünf Aktien in ihrem Portfolio. Sinnvoll wäre allerdings eine minimale Anzahl von rund 20 bis 30 Titeln, um das titelspezifische Risiko zu diversifizieren. Bei den Anleihen hingegen ist weniger die Diversifikation der Schuldner das zentrale Thema, sondern deren Bonität. Anleger, die auf hohe laufende Verzinsungen von hochverzinslichen Anleihen (Junk Bonds) setzen, werden periodisch durchgeschüttelt. Das war der Fall in der Russland-Krise von 1998 wie auch in der Subprime-Krise von 2007 und 2008. Es gilt der Grundsatz: je tiefer die Bonität und damit die Qualität der Anleihenschuldner, desto größer sollte die Risikostreuung sein. Wenn dann einzelne Schuldner insolvent werden, ist der Schaden zumindest überblickbar. Umgekehrt gilt, dass bei der konsequenten Anlage in Top-Schuldner (zum Beispiel die Bundesrepublik Deutschland) die Streuung der Anlagen nicht derart breit erfolgen muss. Die hohe Bonität der Schuldner bürgt in aller Regel für ausreichenden Schutz vor Verlusten. Allerdings müssen – das hat die Subprime-Krise auch deutlich gemacht – selbst die Benotungen der führenden Rating-Agenturen wie Standard & Poors oder Moody's kritisch hinterfragt werden, um nicht auf dem falschen Fuß erwischt zu werden.

## 3 Die strategische Asset Allocation als zentrales Element der Vermögensbewirtschaftung

### 3.1 Die ganzheitliche Perspektive

Mit Nachdruck sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass mit der Festlegung der Anlagestrategie rund 90 Prozent des zukünftigen Risikos und ein noch grösserer Prozentsatz der künftigen Performance definiert werden<sup>2</sup>. Es ist also wissenschaftlich unstrittig, dass die Strukturentscheidung die absolut dominierende Anlageentscheidung ist. Fundamental ist somit die Frage, wie hoch der Aktienanteil, der Anteil der Festverzinslichen, die Höhe von Fremdwährungen, der Prozentsatz von hochverzinslichen Anleihen, von Immobilienanlagen ist oder wie groß die Vorliebe für Produkte wie Hedge Funds, Private Equity oder strukturierte Produkte aller Art ist.

Wenn die langfristige Anlagestruktur die absolut dominierende Entscheidung ist, so ist naheliegend, dass viel Zeit für diese zentrale Frage aufgewendet werden sollte. Bevor überhaupt mit dem Anlegen von Geld begonnen wird, muss die Strukturfrage in voller Tiefe gestellt und geklärt sein. Leider existieren diesbezüglich in der Praxis erhebliche Mängel. Viele Anleger setzen dafür entweder zuwenig Zeit ein, sie kennen die Chancen und Risiken der einzelnen Anlagekategorien schlecht oder sie vertrauen blind auf Empfehlungen ihres Beraters. Entsprechend groß ist später die Enttäuschung, wenn die erzielten Resultate nicht mit den Erwartungen übereinstimmen.

Statt der Strukturfrage die notwendige Beachtung zu schenken, verschwenden Anleger ihre kostbare Zeit mit Belanglosigkeiten aus dem Tagesgeschäft. Wenn beispielsweise das Unternehmen Siemens die Quartalszahlen präsentiert, beschäftigen sich viele Investoren mit der Frage, ob sie nun diesen Titel kaufen, erhöhen, verkaufen oder reduzieren sollen. Um die „richtige“ Entscheidung zu treffen, unterhalten sie sich intensiv mit ihrem Banker. Obwohl auch dieser nicht weiß, wie es mit der Aktie von Siemens weitergeht, hat er ein gewisses Interesse an der Diskussion mit seinem Klienten. Er möchte ihn dazu bewegen, eine Transaktion zu tätigen, die ihm lukrative Gebühren in die Kasse spült. Die Diskussionen mit seinem Kunden werden für den Banker erst uninteressant, wenn dieser keine Bereitschaft zu Transaktionen mehr zeigt. Mit dieser transaktionsorientierten Politik gerät auch der Blick für das Ganze, also die entscheidende Anlagestrategie, in den Hintergrund. Das ist einer der Hauptfehler, den Anleger machen. Sie setzen 90 Prozent ihrer Zeit ein für Einzelentscheidungen, die weniger als 10 Prozent der zukünftigen Rendite prägen. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass sie gerade einmal 10 Prozent ihrer Zeit für die wesentliche Strukturfrage aufwenden, die aber für über 90 Prozent des Anlageergebnisses verantwortlich ist.

Im Zusammenhang mit der ganzheitlichen Betrachtung sei auf einen weiteren Aspekt hingewiesen, der in der Praxis oft völlig vernachlässigt wird. Es geht um die Frage des Anlagezeitpunktes,

---

<sup>2</sup> Vgl. beispielsweise Brinson et al. 1986, 1991 für US Pensionsfonds; Ibbotson/Kaplan 2000 für US Mutual Funds oder Drobetz/Köhler 2002 für Deutsche und Schweizer Fonds.



die in der Fachwelt als Timing bezeichnet wird. Genauso schwierig, wie es ist, einzelne Titel oder Märkte zu selektieren, ist das Treffen des richtigen Zeitpunkts für Käufe oder Verkäufe. Den optimalen Ein- und Ausstiegszeitpunkt erwischt der Anleger in aller Regel sowieso nicht. Umso erstaunlicher ist es demnach, wie Anleger und deren Berater mit der Frage des Timings umgehen. Soll sofort die gesamte zur Verfügung stehende Summe investiert werden oder nur ein Teil davon? Wenn man akzeptiert, dass das optimale Timing kaum gelingt, dann gibt es eigentlich nur eine Antwort auf diese Frage. Genauso wie es erforderlich ist, die Anlagen auf unterschiedliche Anlagekategorien, Branchen oder Titel zu diversifizieren, empfiehlt sich eine Risikostreuung im Einstiegszeitpunkt der Anlagen, also auf der Zeitachse. Es gibt keinen logischen Grund, das Anlagevermögen, das zu einem bestimmten Zeitpunkt zur Verfügung steht, auf einen Schlag zu investieren. Stattdessen sollte die zur Verfügung stehende Liquidität sukzessive und über einen längeren Zeitabschnitt (1 bis 2 Jahre) verteilt angelegt werden. Damit wird das Risiko, dass beispielsweise der ehemalige Unternehmer, der sein Lebenswerk verkauft hat, gleich in der ersten Phase seines Anlegerlebens aufgrund einer Börsenbaisse desillusioniert ist, massiv reduziert. Es ist nämlich bei Neueinsteigern in die Börse für den Berater wichtig, die Leidensfähigkeit der Kunden frühzeitig und vorsichtig abzutasten. Es kommt allzu häufig vor, dass die ersten Erfahrungen an der Börse mit zu hohen Erwartungen und damit mit Enttäuschungen verbunden sind. Dem gilt es vorzubeugen. Ein professioneller Berater empfiehlt deshalb seinem Kunden einen gestaffelten Einstieg.

### 3.2 Risikofähigkeit und -willigkeit des Kunden

Wie hoch soll nun der Aktienanteil sein respektive wie soll die Asset Allocation eines Anlegers konkret aussehen? Um es vorwegzunehmen: eine einfache Antwort darauf gibt es nicht. Allerdings gibt es wichtige Grundsätze, die beachtet werden müssen. So müssen bei der Festlegung der so wichtigen Asset Allocation die Risikofähigkeit und -willigkeit des Anlegers solide abgeklärt werden. Ohne an dieser Stelle auf den detaillierten Prozess einzugehen, der dazu eingeschlagen werden muss, so sollen doch einige Überlegungen angestellt werden, die in der Praxis von elementarer Bedeutung sind.

Die Risikofähigkeit eines Anlegers ist objektiv messbar und richtet sich primär nach seinen ökonomischen Gegebenheiten. Dazu zählt unter anderem sein Vermögen, seine Einkommenssituation, seine familiäre Ausrichtung, sein Ausgabenplan und ebenso sein Alter und seine gesundheitliche Verfassung. Ebenfalls eine wichtige – und oft völlig vernachlässigte – Frage bezieht sich darauf, ob das Ziel besteht, nach dem Ableben eine bestimmte Vermögensmasse auf die nächste Generation weiterzuerben. Diese vielschichtigen Fragen müssen mit dem Kunden vertieft erörtert und geklärt werden, bevor eine Strukturentscheidung sinnvoll getroffen werden kann. Im Grundsatz gilt, dass mit zunehmendem Vermögen und Einkommen der Anteil riskanter Anlagen – also beispielsweise Aktien – höher sein kann. Umstrittener ist die Frage, wie sich das Alter auf die Struktur der Anlagen auswirken soll. Eine große Mehrheit der Berater und wohl auch der Anleger tendiert dazu, die Anlagepolitik mit zunehmendem Alter konservativer zu gestalten. Es kommt nicht selten vor, dass Anleger im fortgeschrittenen Alter von 80 Jahren vorzugsweise in kurze Anleihen oder sogar in Tagesgelder respektive Liquidität investieren. Die

objektive Begründung für diese Entscheidung ist im Grunde naheliegend. Die verbleibende Lebenserwartung beträgt gerade noch ein paar wenige Jahre, weshalb es keinen Sinn mehr macht, Risiken mit längerfristigen Anlagen einzugehen. Diese Überlegung knüpft an eine einfache Praktiker-Formel an, die lautet, dass der Aktienanteil eines Anlegers der Zahl 100 abzüglich des aktuellen Alters betragen soll. Ein 80-jähriger Anleger hält dann noch 20 Prozent seines Vermögens in längerfristigen Wertpapieren wie beispielsweise Aktien. Diese Faustregel mag eine gewisse Berechtigung haben für Anleger, die ihr Vermögen im Ruhestand bis zu ihrem Tod aufzehren wollen respektive müssen. Leute also, die im Alter auf ihr Ersparnis angewiesen sind, dürfen auf keinen Fall mehr Risiken tragen, die sie aufgrund einer eingeschränkten Risikofähigkeit gar nicht mehr tragen können. Anders sieht die Sache aus, wenn der 80-jährige Anleger über ein Vermögen verfügt, das er mit Sicherheit und zu einem großen Teil bis zu seinem Lebensende gar nicht mehr verzehren kann respektive verzehren will. Verfügt er beispielsweise über ein Vermögen von EUR 10 Mio. und pflegt darüber hinaus erst noch einen recht bescheidenen Lebensstil – was in diesem Alter oft vorkommt – so bestehen hohe Chancen, dass ein wesentlicher Teil seines Vermögens auf die nächste Generation übertragen wird. Diese ist noch wesentlich jünger und in aller Regel noch berufstätig. Mit Sicherheit ist aber der Anlagehorizont der erbenden Generation viel länger, so dass in diesem Fall der Aktienanteil respektive der Anteil längerfristig ausgerichteter Anlagen selbst in fortgeschrittenem Alter entsprechend höher sein kann. Umgekehrt sind junge Anleger, die kaum über Vermögen verfügen und beabsichtigen, eine Familie zu gründen, kaum fähig, die Risiken von Aktienanlagen auch nur schon im bescheidenen Maße zu tragen.

Das vermutlich wichtigste Kriterium bei der Festlegung der Risikofähigkeit ist der Anlagehorizont. Es ist immer wieder erstaunlich festzustellen, mit welcher Einstellung gewisse Anleger Aktien halten. Wenn diese im Kurs steigen, ist die Welt für sie in Ordnung. Fallen sie hingegen zum Beispiel um mehr als 10 oder 15 Prozent, verlieren sie schnell die Nerven und denken frustriert über einen Verkauf nach. Diese Vorgehensweise ist natürlich alles andere als professionell und führt zwangsläufig zu unbefriedigenden Renditeausweisen. Das Phänomen der prozyklischen Politik kann übrigens nicht nur bei Privatanlegern, sondern genauso bei institutionellen Anlegern wie Versicherungen, Sparkassen, Vorsorgewerken oder Universalbanken mit ihrem Eigenbestand beobachtet werden. Wer nämlich glaubt, diese würden sich im Vergleich mit Privatanlegern professioneller verhalten, irrt sich. Gerade vermeintlich professionelle Anleger verhalten sich nämlich vor allem in unsicheren Börsenzeiten wie eine Herde, die sich gegenseitig blind folgt. Das war schon beim berühmten Aktien-Crash im Oktober 1987 der Fall, genauso wie im Börsendebakel der Jahre 2001 bis 2003 sowie in der Finanzmarktkrise 2008. In dieser Zeit sind einzelne Vertreter insbesondere der Versicherungsindustrie aufgrund ihrer prozyklischen Anlagepolitik an den Rand ihrer Existenzfähigkeit gedrängt worden. Wer also für Aktienanlagen nicht über einen Anlagehorizont von mindestens 8 bis 10 Jahren verfügt, sollte sich an diese gar nicht heranwagen. Nur so kann mit hoher Wahrscheinlichkeit erreicht werden, dass regelmässig auftretende Börsenturbulenzen wieder wettgemacht werden können. Paradoxerweise investieren viele Anleger in Aktien mit der Hoffnung, kurzfristige Gewinne zu erzielen. Das macht überhaupt keinen Sinn. Genauso unsinnig wäre es übrigens, Immobilien mit einem Anlagehorizont von einigen Wochen oder Monaten zu erwerben. Auch da empfiehlt sich eine langfristige Optik. Interessant ist allerdings, dass für Anleger die Langfristigkeit bei Immobiliengeschäften – bei denen die effektiven Risiken aufgrund einer fehlenden Kotierung an einer Börse übrigens oft sträflich unterschätzt werden und geplatzte Immobilienblasen nicht selten sogar ursächliche Auslöser von Börsenbaissen sind – eine Selbstverständlichkeit darstellt, bei Aktien hingegen nicht. Die Gefahr be-

steht dann, dass der Erwerb von Aktien mehr als Paradies für Zocker denn als eine Investition in ein unternehmerisches Gewerbe verstanden wird. Davon muss mit Nachdruck abgeraten werden. Die kurzfristig hohen Schwankungen von Aktienanlagen erfordern einen langfristigen Anlagehorizont. Der Lohn für die manchmal schmerzvollen Börsenkorrekturen, die Geduld und Nervenkraft erfordern, ist nämlich die langfristig attraktive Rendite von Aktienanlagen! Hektisches Trading dient nur den Banken, mit Sicherheit nicht deren Kunden.

Neben der objektiv einigermaßen quantifizierbaren Risikofähigkeit spielt auch die subjektive Risikowilligkeit des Anlegers eine wichtige Rolle, um dessen Asset Allocation zweckmäßig festzulegen. Die Risikowilligkeit beschreibt das individuelle Empfinden, wie Investoren mit Gewinnen und Verlusten auf ihren Anlagen umzugehen pflegen. Sie kann die objektive Risikofähigkeit unter Umständen markant einschränken. Als Beispiel sei eine alleinstehende, sehr vermögende Witwe erwähnt. Aufgrund ihres großen Vermögens, aus dem sie nur einen Teil der Erträge für den Lebensunterhalt benötigt und mit Sicherheit keinen Substanzverzehr beabsichtigt, verfügt sie über eine sehr hohe Risikofähigkeit. Im Grunde wäre sie deshalb problemlos in der Lage, ihr Vermögen überwiegend in Aktien zu investieren. Faktisch ist aber, aufgrund ihrer subjektiven Sensibilität auf kurzfristige Verluste, das Gegenteil der Fall. Die alte Dame ist schlicht nicht in der Lage, mit den Schwankungen des Aktienmarktes zu leben. Wenn die Börsenkurse sich über 4 Jahre um 50 Prozent erhöhen, freut sie sich zwar sehr über die Gewinne. Ein anschließender Rückschlag von 10 Prozent bereitet ihr aber schlaflose Nächte. Sie orientiert sich dann nämlich am vorher erreichten Höchststand ihrer Depotwerte, der nun um einiges unterschritten wird. Sie bewertet damit die kurzfristig zu erleidenden Rückschläge stärker als die höheren Gewinne, die sie in den Vorjahren aufgebaut hat.

Langjährige Erfahrungen mit Kunden bestätigen, dass der Berater gut daran tut, seinen Auftraggeber wirklich gut zu kennen. Es empfiehlt sich deshalb, gerade zu Beginn einer Zusammenarbeit das Risiko eher tief zu halten. Wirklich kennen lernt man seine Kunden nämlich erst dann, wenn eine oder mehrere veritable Baissen gemeinsam gemeistert wurden. Solange die Sonne scheint, gibt es keine Klagen. Wie wettertauglich eine Kundin oder ein Kunde schließlich ist, zeigt sich erst während eines heftigen Gewitters. Selbstverständlich gibt es nicht nur Anleger, die konservativer sind, als es ihre finanzielle Situation erlaubt. Es gibt auch das Gegenteil. Es sind dies Investoren, die ihre Risikofähigkeit systematisch überschätzen, zuviel Geld ausgeben oder schlicht die Risiken ihrer Anlagen unterschätzen. Es ist dann die wichtige Aufgabe des Beraters, diese Kunden in aller Deutlichkeit auf ihre eingeschränkte Risikofähigkeit aufmerksam zu machen und sie vor unnötigen Verlusten fernzuhalten - auch dann, wenn diese damit nur mit Mühe umgehen können. Leider kommt es in der Praxis zu häufig vor, dass auch der Berater seine Aufklärungspflicht nur sehr ungenügend wahr nimmt. Sein primäres Interesse liegt darin, mit dem Kunden gute Geschäfte zu machen. Dass Letzterer damit Risiken eingeht, die er eigentlich gar nicht tragen kann, ist für ihn weniger von Bedeutung. Das kann sodann fatale Folgen haben. Der Kunde verliert aufgrund einer zu hohen Risikobereitschaft sein Geld und der Berater schließlich auch seinen Kunden. Es kann also nicht genug betont werden, wie wichtig es ist, die Risikofähigkeit und -willigkeit eines Anlegers umfassend abzuklären respektive zu kennen. Nur auf diese Weise kann eine für diesen sinnvolle Asset Allocation überhaupt festgelegt werden. Nie vergessen werden dürfen bei einer integralen Analyse auch die Geldentwertung durch Inflation sowie die steuerlichen Rahmenbedingungen.

## 4 Welche Anlagen sind zu bevorzugen?

### 4.1 Traditionelle Anlagen wie Anleihen und Aktien

Es gibt zahlreiche Studien, welche die Performance-Ergebnisse der traditionellen Anlagekategorien wie Anleihen und Aktien gut wiedergeben<sup>3</sup>. Auch wenn sie sich im untersuchten Zeithorizont und in der Festlegung der relevanten Indizes unterscheiden, so kommen sie doch zu einem ziemlich einheitlichen Ergebnis. Aktien werfen in der langen Frist eine überragende Rendite ab, die von kaum einer anderen Anlagekategorie erreicht wird. Ein global diversifiziertes Aktienportfolio warf im langfristigen Durchschnitt eine jährliche Rendite von rund 10 Prozent (gerechnet in der Referenzwährung eines Europäischen Anlegers) ab. Interessant ist dabei, dass in den letzten hundert Jahren mehrere Krisen auf die Börsen hereinstürzten. Zu erwähnen ist etwa die grosse Depression der 30er Jahre, die zu Kurseinbrüchen von rund 70 Prozent auf globaler Basis führte. Dann sind selbstverständlich die beiden Weltkriege nicht zu vergessen, in denen Dividendenpapiere massiv gelitten haben. Nach den Weltkriegen bleiben die Ölkrise und Rezession der 70er Jahre, als sich die Aktienkurse halbierten, sowie der legendäre Crash vom 19. Oktober 1987 in Erinnerung. Damals haben Programmverkäufe von institutionellen Anlegern einen raschen Kurszusammenbruch beschleunigt. Aus neuerer Zeit gehen wohl der Kursverfall der Jahre 2000 bis Frühjahr 2003 sowie die Finanzmarktkrise 2008 in die Geschichte ein. In gewissen Krisen haben sich Aktien mehr als halbiert. Trotz all dieser Krisen bilden Aktien aber das langfristig mit Abstand lukrativste Anlagesegment. Sie bieten auch den besten Schutz gegen die inflationäre Geldentwertung und damit die Sicherheit, Vermögen auch über Generationen real zu erhalten respektive noch besser zu vermehren. Aktien bilden über die damit verbundenen Unternehmen den produktiven Teil unserer Volkswirtschaft. Arbeitskräfte und deren Vorgesetzte haben die Zielsetzung, Werte für Angestellte und Aktionäre gleichermaßen zu schaffen. Selbstverständlich wird es auch in Zukunft immer wieder nicht voraussehbare Börsenkrisen geben. Das wird so bleiben. Zudem wird es immer Unterschiede geben in der Performance verschiedener Börsenplätze. Einzelne Märkte werden fast kollabieren, während andere blühen. So wird beispielsweise von Kritikern der Aktie gerne das Beispiel von Japan angeführt, um die Risiken dieser Anlagekategorie in aller Deutlichkeit aufzuzeigen. Nachdem der japanische Aktienmarkt in der Nachkriegszeit bis zum Ende der 80er Jahre eine fulminante Entwicklung hinlegte, dümpelt er seither auf tiefem Niveau vor sich hin. Mit japanischen Dividendenpapieren war also seit rund 20 Jahren nichts zu verdienen. Wer nun aber insinuiert, dies sei der Beweis, um die hohen Risiken der Aktien zu belegen, täuscht sich. Das jämmerliche Dasein der japanischen Börse ist vielmehr Beweis dafür, dass sich internationale Diversifikation der Anlagen nicht nur empfiehlt, sondern sogar aufdrängt. Die Risiken eines einzigen Marktes werden auf diese Weise zu einem grossen Teil wegdiversifiziert. Eine solide Diversifikation und ein langfristiger Anlagehorizont vorausgesetzt, bleiben Aktien wohl auch in Zukunft die lukrativste Anlagekategorie - selbst dann, wenn sich das

---

<sup>3</sup> Beispielsweise dokumentieren Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton in der jährlich erscheinenden Publikation „Global Investment Returns Yearbook“ (London Business School,) die Renditen für die wichtigsten Märkte seit 1900.

absolute Renditeniveau im Vergleich zur Vergangenheit etwas zurückbilden sollte. Auch Anleihen gehören zu den gut bekannten, bewährten und in der Regel einfach verständlichen Wertpapieren. Eine gute Bonität des Schuldners vorausgesetzt, kennt der Anleger die Chancen und Risiken dieser Anlage genau. Er erhält einen jährlichen Zins und erwartet am Ende einer exakt definierten Laufzeit den entsprechenden Nominalwert zurückbezahlt. Die kurzfristigen Risiken sind im Vergleich zu Aktienanlagen überschaubar. Neben einem gewissen Schuldner- respektive Bonitätsrisiko existiert ein Zinsrisiko. Wenn die Marktzinsen steigen, hat dies fallende Anleihen-kurse zur Folge. Bei Fremdwährungsanleihen gibt es darüber hinaus noch ein nicht zu unterschätzendes Währungsrisiko. Sicher ist aber, dass die kurzfristigen Schwankungen eines Anleihenportfolios wesentlich geringer sind, als dies bei einem Aktienportfolio der Fall ist. Deshalb kann nicht verwundern, dass die langfristigen Renditen von Anleihen unter denjenigen von Aktien liegen. Faktisch kann etwa für einen Europäischen Anleger konstatiert werden, dass Anleihen im langfristigen Kontext jährlich zwischen 5 und 6 Prozent abgeworfen haben, was etwa der Hälfte der Rendite von Aktien entspricht. Damit ergibt sich eine Risikoprämie für Aktien gegenüber Anleihen, die im Bereich von rund 5 Prozent angesiedelt ist, was sehr für die Attraktivität von Aktien spricht. Anleihen bieten Anlegern bei einwandfreier Bonität eine hohe Sicherheit und stehen ohne größere Kursrisiken im Bedarfsfall zur Verfügung, um deren Ausgaben sicherzustellen. Der Preis dafür ist eine eher bescheidene Rendite, die inflationsbereinigt und insbesondere steuerbereinigt kaum realen Mehrwert generiert. Empfehlenswert ist deshalb, primär denjenigen Teil des Vermögens in Anleihen oder sogar Liquidität zu investieren, der innerhalb von rund 8 bis 10 Jahren für geplante Ausgaben zur Verfügung stehen muss.

Bezüglich Sicherheit ist bei Anleihen allerdings noch eine nicht unbedeutende Einschränkung zu machen. In wirklich großen Krisen bewähren sie sich nicht als Schutz vor Verlusten – ganz im Gegenteil. Die Depression der 30er Jahre und die Weltkriege haben in dramatischer Weise aufgezeigt, dass vermeintlich sichere Anleihen gerade in Extremkrisen ihre Funktion als sicherer Hort der Anleger verlieren. Anleihen insbesondere Europäischer Anleger sind in den beiden Weltkriegen des letzten Jahrhunderts wertlos geworden. Das traf nicht nur für Deutschland, sondern weitgehend auch für Italien, Frankreich und auch für Japan zu. Im Gegensatz dazu haben Inhaber von Dividendenpapieren zwar schmerzhaft Verluste erlitten, ihr Geld aber nicht vollständig verloren. Aktien haben sich sodann nach jeder großen oder kleinen Krise wieder – wie Phönix aus der Asche – glanzvoll erholt. In einer echten Krise übertreffen demnach die Risiken von Anleihen diejenigen von Aktien bei weitem. Das kann eigentlich auch nicht erstaunen. Wenn nämlich Krisen aller Art hereinbrechen, viele Unternehmungen über längere Zeit Verluste erleiden und Arbeitskräfte abbauen sowie die Steuererträge markant zurückgehen, dann ist es eine logische Folge, dass viele Schuldner (ob private oder öffentliche) ihren Verpflichtungen nicht mehr nachkommen können. Die Gläubiger respektive die Inhaber von Anleihen werden ihre Forderungen zu einem grossen Teil abschreiben müssen. Die Verluste sind sodann definitiv und irreversibel. Im Gegensatz dazu wird sich die Wirtschaft regenerieren und die geduldigen Aktionäre werden auf Dauer ihre Verluste wieder wettmachen. Vorausgesetzt, das sei einmal mehr betont, der Anleger besitzt keine Klumpenrisiken (er hat also beispielsweise im Jahr 2008 nicht einseitig in die krisengeschüttelte Bankindustrie investiert) und ist qualitativ gut und breit abgestützt. Es lässt sich somit konstatieren, dass Aktien nicht nur langfristig klar attraktiver sind als Anleihen, sondern auch im Falle von erdbebenartigen Erschütterungen krisenresistenter als Letztere. Die Erfahrungen aus der Subprime-Krise der Jahre 2007 und 2008 zeigen darüber hinaus, dass die Selektion der Schuldner bei Anleihen sehr anspruchsvoll geworden ist. Auch vermeintlich sichere An-

leihen sind nicht so sicher, wie das gemeinhin angenommen wird. Das liegt nicht zuletzt auch an den Rating-Agenturen, die in dieser Zeit einen zweifelhaften Ruf erlangt haben.

## 4.2 Kritische Beurteilung von Finanzinnovationen wie Hedge Funds und strukturierte Produkte

Das regelmäßige Verfehlen von Zielrenditen, also von sogenannten Benchmarks, und der große Kurseinbruch an den Aktienmärkten in den Jahren 2001 bis 2003 haben die Finanzbranche veranlasst, sich neu auszurichten und sich an absoluten Renditemaßstäben zu messen. Was nützt es schließlich einem Anleger zu wissen, dass er mit einer Rendite von -15 Prozent einen Index geschlagen hat, der in derselben Zeit 20 Prozent an Wert verloren hat? Nicht mehr das Schlagen von Indizes beziehungsweise einer Benchmark wurde zur Maxime erklärt, sondern das Übertreffen einer absoluten Rendite von beispielsweise jährlich 8 Prozent. Selbstverständlich soll dieses Ziel unabhängig von der Börsenentwicklung und möglichst in jedem einzelnen Jahr erreicht oder übertroffen werden. Produkte wie Hedge Funds und Absolute Return Funds wurden entwickelt. An sich entspricht die stabile Rendite auf hohem Niveau dem Wunsch vieler Investoren.

Fremdfinanzierte Anlagen (Leverage respektive Hebel) und Leerverkäufe der zumeist in Offshore-Zentren wie den Cayman Islands registrierten Anlagevehikel sind möglich, denn eine Regulierung respektive gesetzliche Überwachung existiert nicht. Befürworter von Modellen mit absoluter Rendite argumentieren, dass gerade diese Flexibilität die Grundlage für ein erfolgreiches Management sei. In der Tat bieten Hedge Funds gerade in schwachen Marktphasen das Potenzial, eine stabilisierende Wirkung auf die Wertentwicklung von Portfolios auszuüben. Wenn es dem Anleger dann zusätzlich gelingt, die erfolgreichsten Manager zu selektieren, lässt sich das erst recht sagen. In der Börsenbaisse der Jahre 2001 bis 2003 gab es denn auch zahlreiche Anleger, die mit Anlagen in Hedge Funds, die auf sinkende Märkte setzten, gutes Geld verdient haben. In der generellen Beurteilung von Hedge Funds sind wichtige Aspekte allerdings mit großer Skepsis zu betrachten. So ist bereits der Name irreführend. Hedge Funds haben allein wegen ihres Risikoprofils nichts mit Absicherung zu tun. Auch die Transparenz von Hedge Funds ist problematisch. Es ist für die Endkunden fast ein Ding der Unmöglichkeit zu wissen, was in den Fonds überhaupt enthalten ist. Die Investoren müssen dem Geschick der Manager mit ihren unterschiedlichen Anlagestilen blind vertrauen.

Die Anbieter von Hedge Funds und Absolute Return-Produkten verweisen in ihren Hochglanzprospekten auf die attraktiven Risikoeigenschaften ihrer Innovationen. So sollen die Schwankungsanfälligkeit (Volatilität) und die Korrelation dieser Produkte im Vergleich zu traditionellen Anlagen wie Aktien und Anleihen besonders tief sein. Diese Aussage ist leider oft eine Illusion. Das vermeintlich geringe Risiko wird nämlich nicht selten mit einem hohen Mass an Illiquidität der entsprechenden Anlagen erkaufte. Das gilt erst recht für das Geschäft mit Private Equity. Es liegt in der Natur dieser Beteiligungsgefäße, dass ihre Anlagen nicht an den Börsen gehandelt sind und damit keinen Marktschwankungen unterworfen sind. Wie soll aber das Risiko überhaupt gemessen werden, wenn es gar keinen Markt gibt? Der Investor spürt die Risiken mit voller Wucht erst dann, wenn die Anbieter ihre illiquiden Anlagen in der Not zu Schleuderpreisen ver-

kaufen müssen - so geschehen in der Finanzkrise 2008. Es kann deshalb nicht angehen, dass illiquide Anlagen, die täglichen Veränderungen der Marktkurse nicht unterliegen, im Vergleich zu liquiden Anlagen wie Aktien oder Anleihen primär deshalb risikomässig vorteilhafter dastehen, weil sie illiquid sind! Provokant formuliert lässt sich die These vertreten, dass Statistiken über Renditen und Risiken in einem nicht regulierten und intransparenten Markt ohne Aussagekraft sind. Ähnliches lässt sich nämlich sagen, wenn in ein Stück Land in der Einsamkeit der Rocky Mountains oder in Wald investiert wird. Die Illiquidität und ein stabiler, nicht selten von den Managern eigenhändig festgelegter und daher über die Zeit geglätteter Nettoinventarwert vermitteln dem Anleger den Eindruck, in risikoarme Anlagen investiert zu haben.

Nicht unerwähnt bleiben darf in diesem Zusammenhang auch das Phänomen des sogenannten „Survivorship Bias“. Zahlreiche Studien belegen, dass rund 15 bis 25 Prozent aller Hedge Funds und aller Absolute Return-Produkte jährlich - nicht zuletzt aufgrund ihrer Erfolglosigkeit - vom Markt verschwinden. Weil sie in den entsprechenden Statistiken oft nicht mehr aufgeführt sind, verzerren sie die historische Rendite massiv nach oben. Experten gehen davon aus, dass der Einfluss dieser „Verzerrung“ respektive dieser hohen Sterberate auf die wahre Performance jährlich 3 bis 6 Prozent beträgt. Mit anderen Worten: Die effektiv von den Anbietern erzielte Rendite wird auf Jahresbasis um rund 3 bis 6 Prozent zu hoch ermittelt! Die ausgewiesenen oder erwarteten Performancezahlen und ihre Quellen werden selten hinterfragt. Rund ein Drittel der Anbieter liefert zudem derart miserable Daten, dass sie für eine vernünftige Analyse nicht zu gebrauchen sind. An Stelle von realen Angaben werden oft auch Daten eines hypothetischen „back testing“ (die Renditen werden historisch zurückgerechnet, ohne dabei einen realen Bezug aufzuweisen) in den Hochglanzprospekten der Anbieter verwendet. Darüber hinaus werden Investoren regelmässig mit dem Hinweis geködert, es würde nur in die 20 Prozent besten und erfolgreichsten Manager investiert. Nur, solche schönen Versprechen macht vermutlich jeder Anbieter. Wer will sich schon in den (real existierenden!) restlichen 80 Prozent engagieren?

Auch im Segment der von der Finanzindustrie mit Hochdruck vermarkteten strukturierten Produkte gibt es eine verzerrte Risikowahrnehmung. Die mit teilweise drolligen Namen versehenen Innovationen locken mit hohen Zins-Coupons. Diese werden mit Rückzahlungsmodalitäten verknüpft, die für viele Anleger kaum noch nachvollziehbar sind. Wenn die Märkte fallen, erfolgt bei vielen Produkten die Rückzahlung als Aktienlieferung zu einem unvorteilhaften Kurs ausgerechnet in demjenigen Wert, der von einem Korb von Titeln die schlechteste Performance aufgewiesen hat. Viele dieser strukturierten Produkte sind die pure Antithese zur Risikostreuung, führen zu Klumpenrisiken und sind deshalb mit grösster Vorsicht zu beurteilen. Das wissen längst nicht nur Geschädigte im Zusammenhang mit dem Kollaps von Lehman Brothers im Jahr 2008.

Ein kritisches Thema ist ebenso die Frage der Prognosesicherheit. Dramatische Fehlprognosen von Analysten und Anlageprofis haben immer wieder gezeigt, wie schwierig es ist, mit Vorhersagen richtig zu liegen. Wenn sich dabei erwiesen hat, dass nur schon das Erreichen oder Übertreffen einer Benchmark für die meisten aktiven Fondsmanager eine Illusion ist, so stellt sich die Frage, wie die Hedge Funds-Industrie auf Dauer in der Lage sein soll, eine noch viel höhere Hürde zu überspringen. So ist es wohl keine Frage, dass eine unabhängig von der Finanzmarktentwicklung attraktive absolute Rendite zu erreichen noch erheblich schwieriger ist als das Übertreffen einer marktgerechten Benchmark. Es ist nicht einzusehen, warum die Branche, die in der Vergangenheit mit ihren Prognosen regelmässig in die falsche Richtung marschiert ist, nun unabhängig von der Börsenentwicklung systematisch positive Ergebnisse produzieren soll. Wer bei Kapitalmarktzinsen von beispielsweise 4 Prozent sowie einer gleichzeitigen Aversion gegen risi-

kobehaftete Aktien eine jährlich möglichst konstante Rendite von über 8 Prozent verspricht, macht sich selber unglaubwürdig. Zumindest wird nur ein kleiner Teil der Manager in der Lage sein, ihre Versprechen einzulösen. Dasselbe gilt auch für alle Produkte, die eine Kapitalgarantie beinhalten. Die Garantie ist natürlich nicht kostenlos zu haben, was das Gewinnpotenzial dieser Konstrukte erheblich einschränkt. Zusätzlich muss der Anleger wissen, dass der Kapitalschutz erst zum Laufzeitende des Produkts wirkt. Während der Laufzeit sind unter Umständen erhebliche Kurseinbußen in Kauf zu nehmen. Die Ergebnisse solcher Kapitalschutzprodukte sind oft ernüchternd und liegen nicht selten unter denjenigen von ganz einfachen Anleihen oder gar von Sparsbuchverzinsungen. Nicht wenige Produkte der Absolute Return-Familie schneiden in Krisenzeiten sogar schlechter ab als reine Aktienanlagen.

## 5 Das Kundeninteresse im Vordergrund aller Bemühungen

### 5.1 Transparente Anlage- und Gebührenpolitik

Ein elementares Grundprinzip in der Vermögensanlage ist zu wissen, wie, wo und bei wem das eigene Geld investiert ist. Es geht dabei um die zentrale Frage der Transparenz. Es ist immer wieder erstaunlich zu beobachten, dass Anleger ihren Beratern fast blind vertrauen. Sie übergeben ihnen das Geld und hoffen auf ein Wunder oder zumindest auf das Beste. Sie kennen die Risiken und Chancen der Anlagen nur ungenügend oder gar nicht. Damit ist der „Unfall“ fast schon vorprogrammiert. Von Anlagen, die er nicht versteht und nicht erklären kann, sollte der Investor konsequent Abstand nehmen. Wenn nämlich der Unfall passiert ist, ist es zu spät. Der Berater wird dann jede Menge Erklärungen haben, warum die Entwicklung des Portfolios des Kunden unerfreulich war. Schuld daran hat er natürlich keine. Er kann sich nämlich jederzeit hinter all den Produkten verstecken, die sich im Portfolio des Kunden befinden. Und für diese ist ja schließlich längst nicht mehr der Kundenberater verantwortlich, sondern natürlich die verschiedenen Manager der Fonds. Damit hat der Kunde die Verantwortung an seinen Berater übertragen, der diese wiederum an einen völlig anonymen Fondsmanager delegiert hat. Dieser wird selbstverständlich gegenüber dem Kunden kaum Rechenschaft für seine Fehlleistungen ablegen müssen. Für den Kunden ist die modern gewordene Produkte-Hysterie aber auch aus anderen Gründen ein Problem. Er ist nicht mehr in der Lage, seine Vermögensstruktur respektive Asset Allocation sinnvoll zu erfassen. Welches Produkt gehört denn nun in welche Anlagekategorie? Wohin gehören Mischformen, strukturierte Produkte, Hedge Funds und Themen- oder Strategiefonds? Typischerweise stellen Kundenportfolios heute ein Sammelsurium aus einer Vielzahl von intransparenten Produkten dar, das kaum noch jemand versteht - nicht einmal die Profis selbst. Diese sind in der Zwischenzeit längst von Kundenberatern zu gewieften Verkäufern mutiert. Sie stehen unter einem enormen Verkaufsdruck ihrer Chefs und ihrer bankinternen Vorgaben. Die Intransparenz



ist auch die Hauptursache für Konflikte zwischen Kunde und Berater. Weil diese aufgrund der Komplexität der Produktinnovationen gar nicht mehr miteinander über die involvierten Anlagen sprechen können, sind Missverständnisse vorprogrammiert. Das ist oft spätestens in einer Börsenbaisse der Fall. Anleger, deren Nerven in Krisenzeiten durch das Eingehen von transparenten Risiken mit Aktien strapaziert wurden, sollten sich deshalb an intransparente Risiken gar nicht heranwagen. Es lässt sich somit schliessen, dass raffiniertes Marketing in der Finanzbranche viele Illusionen schürt. Investoren sind demnach gut beraten, toll klingende Versprechungen zu hinterfragen und sich nicht blenden zu lassen. Das tun sie sonst selbst bei der Anschaffung einer Kaffeemaschine, mit Sicherheit aber beim Kauf eines Autos.

An dieser Stelle soll auch ein Hinweis auf die Gebührenpolitik in der Finanzbranche gemacht werden. Leider ist es so, dass die mit Abstand wichtigste Funktion des Beraters, nämlich die Festlegung der langfristig optimalen Vermögensstruktur, gar nicht oder nur völlig ungenügend entschädigt wird. Um den Kunden zu einem Mandat zu bewegen, wird die mit ihm vereinbarte Vermögensverwaltungsgebühr oft sehr tief und kaum kostendeckend festgelegt. Eine allenfalls sinnvolle Erfolgsbeteiligung lehnt die Branche weitgehend ab. Die Transaktionsgebühren werden durch unnötige Käufe und Verkäufe in die Höhe getrieben, obwohl jeder Experte längst weiß, dass häufiges Hin und Her nur die Taschen leer macht. Durch diese Gebührenpolitik befindet sich der Berater in einem ständigen Interessenkonflikt. Soll er nun den Kunden langfristig gut betreuen oder seinen Arbeitgeber und letztlich über vereinbarte Bonusleistungen auch sich selbst durch häufiges Drehen der Positionen glücklich machen? Ein Ausfluss dieser paradoxen Gebührenpolitik ist dann, dass bei einem Vermögensverwaltungsmandat, bei welchem der Verwalter innerhalb der vereinbarten Richtlinien frei handeln kann, eine Gebühr festgelegt wird, währenddessen ein Beratungsmandat im Grundsatz nichts kostet. Wenn die Beratung als solche nichts kostet, jedoch die Transaktionen entsprechend Kosten verursachen, ist klar, dass auch hier der Berater definitiv zum Verkäufer mutieren muss. Wenn er dies nicht akzeptiert, riskiert er, seinen Job zu verlieren.

Diese Ausführungen können nicht abgeschlossen werden, ohne ein Wort zur Gebührenstruktur von Finanzinnovationen zu verlieren. Nehmen wir einmal an, ein Kunde zahlt mit einem Wertchriftenvermögen von EUR 2 Mio. eine jährliche Vermögensverwaltungsgebühr von (viel zu tiefen) 0,1 Prozent. Damit geht er zu Recht davon aus, dass er eine äußerst günstige Dienstleistung bezieht. Er ist stolz darauf, denn er hat seinen Gesprächspartner bei der Bank entsprechend unter Druck gesetzt. Was ist schon eine Vermögensverwaltungsgebühr von EUR 2.000 bei einem Vermögen von EUR 2 Mio? Der Kunde macht nun aber die Rechnung ohne den Wirt. Wenn er nämlich - was in der modernen Finanzwelt üblich ist - mit zahlreichen, hochmargigen strukturierten Produkten, mit Anlagefonds, Hedge Funds oder Private Equity bedient wird, erhöhen sich seine effektiven Gebühren schnell um das Zehn-, Zwanzig- oder sogar das Dreißigfache. Kein Anbieter kann mit einer Gebühr von 0,1 Prozent seine Kosten decken. Deshalb werden horrenden Gebühren auf intransparente Weise in die vielfältigen Produkte gepackt, die den Kunden nicht in direkter Weise belasten. Zahlen muss er sie natürlich trotzdem - über die ungenügende Performance der ihm verkauften Produkte. Zusätzlich fließen in der Branche auch zweifelhaftes Gebühren für die Vermittlung solcher Produkte (sogenannte Retrozessionen oder „Kick Backs“), oder es werden unanständige Ausgabe- und insbesondere Rücknahmeaufschläge auf Anlagefonds erhoben. Dass dies am Ende des Tages die Performance der Produkte und damit auch die Depots der Kunden massiv belastet, versteht sich von selbst. Bei diesen exorbitanten Gebühren könnte sich der gewiefte Anbieter überlegen, für seine erbrachte Dienstleistung den Kunden sogar noch

zu entschädigen (und nicht umgekehrt!). Über die hohen indirekten Gebühren wird er dieses als Köder hingeworfene Kundengeschenk mehrfach wieder hereinholen. Gute und ehrliche Vermögensverwalter propagieren deshalb intelligente, transparente und kostengünstige Strategien, die primär auf Direktanlagen basieren. Als Kollektivanlagen kommen am ehesten indexnahe Anlagen (sogenannte Exchange Traded Funds) in Frage, die kostengünstig sind. Einige Banken halten solche Anlagen zwar im Angebot, vermarktet werden sie aber so gut wie nie, da sie für die Verkäufer zu wenig lukrativ sind. Auch dies sind die Folgen einer völlig verfehlten Anreizstruktur in der Gebührenpolitik. Dem Anleger sei deshalb geraten, lieber eine faire Vermögensverwaltungsgebühr von 0.5 bis 1 Prozent jährlich zu bezahlen, um gleichzeitig sicherzustellen, dass er darüber hinaus - allenfalls unter Einbezug einer Erfolgsbeteiligung - aber keinerlei intransparente respektive versteckte Gebühren bezahlt. Die Befolgung dieser einfachen Grundregel wird das langfristige Anlageergebnis des Kunden markant steigern.

## 5.2 Die Unabhängigkeit des Vermögensverwalters als Vertrauensbasis

Der kundenorientierte Vermögensverwalter charakterisiert sich dadurch, dass er die Interessen des Auftraggebers kompromisslos wahrnimmt. Dabei muss er allen denkbaren Interessenkollisionen konsequent und unabhängig von ökonomischen Eigeninteressen aus dem Weg gehen. Er hat die Pflicht, das Vermögen des Kunden so zu verwalten, wie wenn es sein eigenes wäre. Er muss sich ausschließlich darauf beschränken, das Honorar mit seinen Mandanten zu generieren. Vermittlungskommissionen, also sogenannte „Kick Backs“ aller Art für Ausgabeaufschläge, Entschädigungen für Transaktionen oder Bestandskommissionen auf Anlagefonds, strukturierte Produkte und alternative Anlagen wie Hedge Funds oder Private Equity, sind abzulehnen. Leider sind solche Gebühren in der Branche, selbst zwischen Banken, üblich. Sodann sind diese Anbieter in ihrem Handeln gegenüber ihren Kunden nicht mehr unabhängig. Dasselbe gilt in hohem Maße auch für sogenannte unabhängige Allfinanz-Dienstleister. Diese verdienen ihr Geld zu einem großen Teil mit dem Verkauf margenträchtiger Finanzprodukte. Wie soll da ein von Verkaufsprovisionen lebender Verkäufer Produkte verkaufen, die allenfalls für den Kunden den optimalen Nutzen generieren würden, aber für ihn selbst keinen (Vermittlungs-) Profit abwerfen? Es ist wohl kaum ein Zufall, dass kostengünstige, indexnahe Anlageinstrumente wie Exchange Traded Funds (ETF) nicht auf der Hitliste dieser mit aggressiven Marketing-Methoden operierenden Anbieter stehen. Durch die höchst fragwürdigen Retrozessionszahlungen in der Produktwelt ist auch mehr als zweifelhaft, ob das vielgelobte Marketing-Argument „Wir verkaufen nur die besten und erfolgreichsten Fonds“ glaubwürdig erscheint. Es behauptet wohl jeder Anbieter, dass er nur die besten Produkte („best in class“) vertreibt.

Insbesondere bei Grossbanken gibt es weitere potentielle Interessenkollisionen. Universalbanken verfügen über grosse Abteilungen von versierten Analysten. Diese haben die Aufgabe, Märkte, Titel, Währungen oder Rohstoffe zu untersuchen und in der Entwicklung zu prognostizieren. Wenn nun eine Grossbank ein Grossunternehmen in verschiedenen Sparten berät, so wird ein Analyst in vielen Fällen keine unabhängige Empfehlungen abgeben können. Bei einer Verkaufsempfehlung eines nahestehenden Unternehmens würde er wohl seinen eigenen Kunden vergrä-

men. In der Schweiz hat es den Fall eines Analysten gegeben, der frühzeitig auf den Niedergang der nationalen Airline Swissair aufmerksam gemacht hat. Der Analyst hat umgehend seine Stelle verloren, weil die Hausbank der Swissair der Arbeitgeber des Analysten war. Etwas später ist die Swissair untergegangen. Analyseabteilungen von Banken können sich deshalb zur Zwangsjacke der Banken entpuppen, die nicht zuletzt Marketing-Ziele verfolgen.

Eine wichtige Komponente, um das langfristige Vertrauen der Kunden zu gewinnen und zu festigen, ist die Kontinuität in der Betreuung vermögender Kunden. Eine langfristige Beziehung mit anspruchsvollen Privatkunden erfordert Zeit, um sie zu vertiefen. Die Erfahrung zeigt, dass eine Beziehung zwischen Kunde und Vermögensverwalter frühestens nach etwa 2 Jahren gefestigt ist. Nach dieser Zeit lässt sich sagen, dass sich die beiden Geschäftspartner wirklich kennen und verstehen. In den folgenden Jahren vertieft sich diese Beziehung weiter, was oft zur Folge hat, dass die Betreuung generationenübergreifend funktioniert. In dieser Hinsicht haben Universalbanken und große Privatbanken zunehmend ein Problem. Die Fluktuation ihrer Kundenbetreuer ist so groß, dass in der Regel eine langfristige Kontinuität in der Beziehung zum Kunden gar nicht mehr möglich ist. Wenn der Betreuer nach 2 Jahren seine Stelle oder die Bank wechselt, beginnt der Kunde seine Beziehung mit einem neuen Betreuer wieder bei null. Er erzählt seine Geschichte über seinen beruflichen Werdegang, seine familiäre Situation, seine Hobbys, seine Ecken und Kanten und seine Wünsche, Sonderwünsche und Abneigungen. Wenn er diese Geschichte dann innerhalb weniger Jahre x-mal erzählt hat, wird es lästig. Hier bieten bankunabhängige Vermögensverwalter einen Ausweg. Deren Repräsentanten sind selber Unternehmerpersönlichkeiten, die dem anspruchsvollen Kunden auf Augenhöhe gegenüber stehen. Sie können sich, oft im Gegensatz zu Angestellten einer Bank, eine wirklich unabhängige Meinung leisten. Die Beziehung unabhängiger Vermögensverwalter zu ihren Kunden geht oft weit über das rein Geschäftliche hinaus.

Was sichert schließlich die echte Unabhängigkeit eines Vermögensverwalters? Natürlich ist in erster Linie ein fachlich fundiertes Know How zu Fragen der optimalen Vermögensanlage zu erwähnen. Dazu gehört auch ein realistischer Bezug zur eigenen Prognosefähigkeit und zur Risiko einschätzung der zu tätigen Anlagen. Finanzexperten sollten bescheidener, ehrlicher und kundenorientierter denken und handeln. Im Top-Kader der Banken braucht es überdies keine Superstars und Starverkäufer, sondern solide Schaffer. Ein Vermögensverwalter, der ausschließlich in transparente, kostengünstige und qualitativ erstklassige Direktanlagen wie Anleihen und Aktien investiert, gilt heute als archaischer Exote. Tatsache ist aber, dass diese schnörkellose Politik ehrlich und erfolgreich ist. Insbesondere ist dieser Vermögensverwalter, weil er keinerlei Abhängigkeit zu irgendwelchen Produkteanbietern aufweist, wirklich unabhängig. Zur echten Unabhängigkeit eines Vermögensverwalters gehört auch, dass er eine bewährte Anlagestrategie mit hoher Disziplin und Konstanz umsetzt - in guten wie in schlechten Zeiten. Ein Vermögensverwalter, der je nach Stimmung an den Märkten seine Strategie ändert, kann auf Dauer nicht erfolgreich sein. Die selben Prinzipien gelten schließlich auch für ein Industrieunternehmen. Erfolgreich sind diejenigen, die hartnäckig und langfristig ihre Ziele verfolgen. Das kann für Vermögensverwalter nicht anders sein. Ganz zum Schluss und genauso mit Nachdruck ist die geistige Unabhängigkeit des Vermögensverwalters zu erwähnen. Sie charakterisiert sich dadurch, dass sie eine konsequent kundenorientierte Anlagepolitik kompromisslos gewährleistet. Der Vermögensverwalter ist erst dann wirklich unabhängig, wenn er seine Überzeugung frei von jeglichen Interessenkonflikten ausschließlich im Sinne des Kunden lebt, auch wenn sie nicht dem Herdentrieb und dem Modetrend der Masse angepasst ist.

## 6 Literaturverzeichnis

Brinson Gary P., L. Randolph Hood und Gilbert L. Beebower (1986), Determinants of portfolio performance, *Financial Analysts Journal*, Juli-August, 39-44

Brinson Gary P., Brian D. Singer und Gilbert L. Beebower (1991), Determinants of portfolio performance 2: an update, *Financial Analysts Journal*, Mai-Juni, 40-48

Drobtz Wolfgang und Friederike Köhler (2002), The contribution of asset allocation policy to portfolio performance, *Financial Markets and Portfolio Management* 16, 219-233

Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton (2009), *Global Investment Returns Yearbook*, London Business School und Credit Suisse Research Institute

Ibbotson Roger G. und Paul D. Kaplan (2000), Does asset allocation policy explain 40, 90 or 100 percent of performance?, *Financial Analysts Journal*, Januar-Februar, 26-33

Lhabitant François-Serge (2001), On Swiss Timing and Selectivity – On the Quest of Alpha, *Financial Markets and Portfolio Management* 15, 154-172

Sharpe William F. (1995), *Performance of the LS100 Funds: 1985 through 1994*, Stanford University