



Marketing und Vermögensverwaltungen

MARKETING FÜR FONDS MARKETING FÜR VV?

Christian Meyer-Vahrenhorst ist ein erfahrener Marketingspezialist für vermögensverwaltende Fonds. Wir haben ihn gebeten, die Marketingwirkung einzelner Instrumente zu beurteilen. Dabei haben wir unterschieden zwischen dem Fonds-Marketing und dem Marketing der diskretionären Vermögensverwaltung. Im Einzelnen:

Internetauftritt

„Der Internetauftritt muss professionell und ordentlich gemacht sein“, sagt der Experte. Was er damit meint? „Ein zehn Jahre altes Portal ist imageschädigend.“ Ein selbst geholtes Template und dann in Word Press die eigene Website bauen geht auch nicht mehr. Alle drei, vier Jahre sollte man eine Agentur oder einen frei schaffenden Programmierer plus einen Designer (für vielleicht 5.000 Euro) beauftragen und sich genügend Zeit für die Umsetzung nehmen. Man kann übrigens auch zu viel machen. „Die Website ist eher Visitenkarte als Ausweis einer künstlerischen Besonderheit“.

Meyer-Vahrenhorst sieht beim Thema Website-Programmierung viel Entwicklungspotenzial. „Zu viele Seiten sind veraltet, irgendwie in den 2000ern hängen geblieben“, sagt er. Und das gelte insbesondere für die Darstellung von Fonds im Internet. Der größte Fehler: Fonds werden irgendwo versteckt auf der Homepage und dann mehr oder weniger unkommentiert mit einem Link zur KVG versehen. Meyer-Vahrenhorst: „Fonds müssen als Marke, als Anlagealternative beworben und kenntlich gemacht werden.“ Einem Investor müsse die Idee des Fonds am besten als Entdeckung nahegebracht werden. Die Wirklichkeit sieht anders aus: „Weder Verwalter noch KVG noch Depotbank fühlen sich für Marketing und Vertrieb verantwortlich. So kommt es, dass selbst Fonds, die Awards gewinnen, keine Mittelzuflüsse haben.“

Social Media

Vernetzung und Bekanntheit ist die Voraussetzung für einen Deal, insbesondere im Fondsbereich. Für Meyer-Vahrenhorst bieten Xing und LinkedIn die Möglichkeit einer kostengünstigen Vernetzung in relevanten Gruppen oder auf Einzelebene. „Man verbessert die Sichtbarkeit quasi zum Nulltarif erheblich“, ist er überzeugt. Die Xing-Gruppe Vermögensverwaltende Fonds mit etwas mehr als 2.000 Mitgliedern ist aus seiner Sicht ein Muss für Verwalter, die Fonds steuern. Regelmäßig sich nicht nur zu informieren, sondern auch zu posten, ist eine einfache Möglichkeit, Kenntnis und damit Vertrauen aufzubauen. In dem Zusammenhang zeigte er sich erstaunt über die Qualität mancher Fotos in den Gruppen und Netzwerken. „Die sollten von einem

INHALT

02 Marketing für Fonds Marketing für VV?

Titel

05 Umfrage zum Marketing

Vermögensverwalter antworten

07 Warum nur ist das Thema „Vertriebs- und Marketingunterstützung“ bei den Fondsdienstleistern meist ein Feigenblatt?

Christian Meyer-Vahrenhorst

08 Finanzausschreibung.de

Innovatives Tool: Quartalsbericht

10 Übersicht über Sachwert-Strukturen für Vermögende und professionelle Investoren

Stefan Klaile

12 Nachfolgeplanung und Partizipation bei mittelständischen Finanzdienstleistern

Jürgen App

14 Neue Schweizer Bestimmungen für deutsche Vermögensverwalter

Martin Liebi

16 Blockchain und Distributed Ledger als maßgebliche Disruptoren der Finanzindustrie – was Vermögensverwalter jetzt wissen müssen

Borris Orlikowski

19 Blockchain – Basistechnologie?

Studien

21 Bias-Bias statt immer Bias, Bias, Bias?

Wege der Forschung

25 Topranking

Die besten Vermögensverwalter

professionellen Fotograf gemacht sein und regelmäßig erneuert werden.“ Etwas zurückhaltender äußert er sich zu Twitter. „Kann man machen“, sagt er nach kurzer Überlegung. „Aber es ist weniger Vernetzung als Verbreiterung einer Botschaft.“

Internetwerbung (Google Ad)

Mit Internetwerbung erreicht man nicht nur Fondskunden, sondern auch Mandanten im Private Banking Bereich. Es ist zudem eine Variante, bei der nur Klicks, also wirkliches Interesse bezahlt werden muss. Und: Über Google lässt sich die Werbung in wenigen Minuten passgenau einrichten, verändern und stoppen. Etwas ähnliches, so Meyer-Vahrenhorst, kann man bei Xing machen. „Wird in Zukunft an Bedeutung gewinnen“, ist sich Meyer-Vahrenhorst sicher.

Zeitungsanzeigen

Ziemlich out scheint dagegen das klassische Marketing-Format des letzten Jahrhunderts, die Zeitungsanzeige, zu sein. „Dagegen spricht einfach zu viel.“ Zum einen, so der Experte, machten die Druck- und Vertriebskosten die Anzeigen im Vergleich zu digitalen Alternativen sehr teuer. Dann müsse man bedenken, dass die Streuverluste gerade in überregionalen Blättern für regional beheimatete Verwalter sehr hoch seien. Und schließlich würde die Zeitung nach einem Tag aus dem kollektiven Gedächtnis der Menschheit weitgehend verschwunden sein, „während das Netz bekanntlich nichts vergisst“. Seine Erfahrung bestätigt die Argumente: „Die Resonanz auch teurer Anzeigen ist meist gleich null.“

Webinare

Meyer-Vahrenhorst setzt klar auf das Internet und neue Medien, outet sich etwa als „ein großer Freund“ von Webinare. Diese Online-Veranstaltungen nennt er „ein zeitsparendes und sehr effizientes Instrument, sich Informationen zu beschaffen oder umgekehrt Andere zu informieren.“ Bislang ist das Instrument vor allem im B2B-Bereich eingesetzt und stößt auf immer größeres Interesse, wie wachsende Teilnehmerzahlen zeigen. Die Software für diese Online-Seminare wird immer bedienfreundlicher. War man noch vor wenigen Jahren darauf angewiesen, mit dem Telefonhörer in der Hand der Stimme des Referenten zu lauschen und gleichzeitig die Präsentation am Bildschirm zu verfolgen, kommen heute Text und Bild aus dem Computer. Längst ist es auch möglich, die Referenten während ihres Vortrags zu sehen und mit ihnen live zu diskutieren. Allerdings schränkt Meyer-Vahrenhorst ein: „Nur das Webinar zu haben, hilft nicht. Ich muss es vorab ankündigen, bei den Plattformen bewerben.“ Genau das dürfte noch die höchste Hürde auf dem

Weg zu einer Anwendung auch im Retailbereich und der diskretionären Vermögensverwaltung sein.

Eigene Veranstaltungen

Eigene Veranstaltungen bieten für Vermögensverwalter viele Chancen. Zum einen bietet man seinen Kunden im Digitalisierungszeitalter eine Chance zum persönlichen Treffen und zum Zugang zu Netzwerken. Diese Funktion – ist nicht nur Christian Meyer-Vahrenhorst überzeugt – macht einen der entscheidenden Unterschiede aus zwischen digitalen Anbietern und realen Private Bankern aus. Zum anderen ergibt sich daraus für den Verwalter häufig die erste Chance, mit einem möglichen Kunden, der als Gast auf eine Veranstaltung kommt, ins Gespräch zu kommen. Interessant ist, dass die ertragreichsten Veranstaltungen gerade die sind, in denen es nicht um Finanz- und Vermögensfragen, schon gar nicht um eine Ökonomie-Weiterbildung geht. Vielmehr locken Showstars, gute Unterhalter und interessante Gästekonstellationen eher. Fondsvermarkter finden eine eigene Veranstaltung dagegen eher zu teuer.

Messen / Veranstaltungen besuchen

Für Meyer-Vahrenhorst ist der Besuch einiger Messen im Jahr für Fondsanbieter dagegen ein Muss. Auf dem Fondskongress in Mannheim etwa muss man seiner Ansicht nach „definitiv“ anwesend sein. Vermögensverwalter, die ihren Fonds über Makler und Vermittler vergrößern wollen, finden hier jede Menge wichtiger Ansprechpartner und potentielle Investoren. Viel besucht werden auch z.B. die Investmentfondstage der Börsen Zeitung, die funds excellence, die MMM Messe in München, die Investment & more Kongresse, der Fondskongress in Trier oder das Financial Planner Forum in Berlin.

Während die großen Messen für diskretionäre Vermögensverwalter eher uninteressant sein dürften, können kleinere Veranstaltungen, so erzählen es Verwalter, im individuellen Geschäft sehr ertragreich sein, und dies umso mehr, wenn die Besucherschaft eher wohlhabend ist und genügend Kontaktmöglichkeiten bestehen. Immer interessanter werden in dem Zusammenhang auch die VuV Veranstaltungen wie der jährlich stattfindende Vermögensverwaltungstag, auf dem viele Stiftungen anwesend sind.

Roadshows

Roadshows eignen sich für die Fondsvermarktung. Die Hidden Champions Tour findet regelmäßig mit einer Handvoll guter und erfolgreicher Fondssteuerer vornehmlich vor Maklern und Vermittlern statt. Viele Teilnehmer berichten über positive Erfahrungen. Mittlerweile haben sich auch sogenannte

Müsli-Foren oder Speed-Dating Veranstaltungen ebenfalls mit beachtlichen Resonanzen etabliert. „Warum nicht“ beurteilt etwa Christian Meyer-Vahrenhorst die letztere Innovation etwa vom VV-Office der Berenberg Bank oder Fonds Finanz durchaus positiv. Er schätzt an den Veranstaltungen auch den Trainingseffekt bei den Verwaltern, in kürzester Zeit das wesentliche Investmentargument den wesentlichen Charakterzug eines Fonds präsentieren zu können („Elevator Pitch“). In dem Zusammenhang beklagt der Experte langatmigen Präsentationen vieler Verwalter, die im Einzelfall „besser nicht gehalten worden wären“.

Mitgliedschaften

Mitgliedschaften in Rotarier- oder Golfclubs sind in der diskretionären Vermögensverwaltung klassische Marketinginstrumente. Traditionell hoch werden auch diesbezügliche Bekanntschaften mit Wirtschaftsprüfern oder Steuerberatern geschätzt.

Medien-Präsenz

Eine zureichende Medien-Präsenz zur Erlangung der wünschenswerten Bekanntheit herbeizuführen, kann sowohl für den Fondsvertrieb als auch für das Marketing der Vermögensverwaltung ein einfaches Mittel sein. Das kann im Rahmen der PR-Dienstleistung geschehen. Wer es aber nicht auf FAZ und Spiegel abgesehen hat, kann das auch selbst (oder etwa mithilfe des Themendienstes der V-Bank) bewerkstelligen. Christian Meyer-Vahrenhorst hält die Pressearbeit, die im Internetzeitalter auch eher Veröffentlichungsarbeit heißen sollte, für unterschätzt und ausbaufähig. Tatsächlich nutzen nur wenige Verwalter die Möglichkeiten, die das Internet und seine contentthungrigen Seiten bieten, aus.

Newsletter

Der Newsletter ist ein schon oft totgesagtes Mittel des Internetzeitalters, Kunden und Interessierte zu informieren. Und obwohl das Netz dauernd neue Darstellungs- und Mitteilungsformen entwickelt, hat der gute alte Newsletter eher an Bedeutung gewonnen. Für Christian Meyer-Vahrenhorst kommt es darauf an, „komprimierte Informationen in einer professionellen Aufmachung zu bieten“. Dabei kommt es, so der Experte, darauf an, einerseits möglichst „flott“ zu schreiben, andererseits etwa die Farben des eigenen Logos und damit die eigene Marke zu transportieren.

Video

Grundsätzlich gibt es unterschiedliche Dienstleister, die Videos professionell produzieren. In der Vermögensverwaltung hat

sich vor allem Andreas Franik einen Namen gemacht. Seine Interviews werden von Vermögensverwaltern etwa als Erklärstücke geschätzt. „Wenn die Verwaltung und der Befragte präsentabel ist“, so Meyer-Vahrenhorst, „kann das sinnvoll sein. Wenn einer nicht funktioniert vor der Kamera, dann sollten er es lieber lassen. Solche Videos müssen gut gemacht sein. Außerdem ist es wichtig, daran zu denken, etwas Überdauerndes zu machen, ein Marktkommentar ist als Video meist schnell veraltet.“

Fazit

Für die, die nichts verpassen wollen, wird es wohl immer schwieriger, im Dschungel der digitalisierten Welt den Überblick über alle Marketing-Möglichkeiten zu behalten. Wer sich diesen Stress nicht antun und sich auch keinen professionellen Beistand leisten will, kann sich an das Marketing-Rezept von Thomas Portig (Sand und Schott) halten, das ganz ohne „digitale Zutaten“ auskommt: „Das beste Marketing ist und bleibt aus unserer Sicht die Empfehlung von bestehenden Kunden. Danach folgen Partner, mit denen wir zusammenarbeiten, wie Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer. Ein gutes Netzwerk privat wie geschäftlich ist sehr hilfreich. Auszeichnungen seriöser Anbieter sind eine gute Unterstützung wie auch redaktionelle Beiträge in der Fachpresse. Mehr braucht es nicht.“

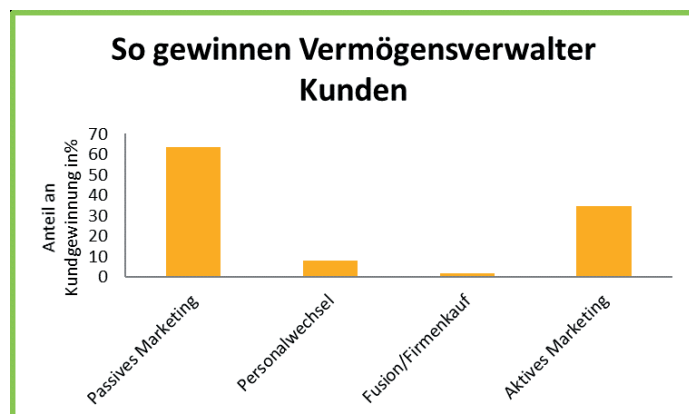
Vermögensverwalter antworten

UMFRAGE ZUM MARKETING

Passiv schlägt Aktiv

Kurz vor Ostern hat der Private Banker 41 Vermögensverwaltungen gefragt, wie sie Kunden gewinnen und welche Marketinginstrumente dabei zum Einsatz kommen und wie diese bewertet werden. Hier die Ergebnisse:

Zuerst fragten wir, mit welchen Instrumenten die Finanzdienstleister Kunden gewinnen. Ergebnis (und im Einklang mit anderen Befragungen): Passives Marketing - vulgo: Empfehlungen - bringt die meisten Kunden. Carolin Tsalkas von Honestas Finanzmanagement: „Die direkte Weiterempfehlung von zufriedenen Kunden ist in unserer Branche das effektivste Marketinginstrument.“ Dahinter folgt das aktive Marketing mit den klassischen Marketinginstrumenten wie Zeitungsanzeigen, Veranstaltungsmanagement, etc. Nicht ohne Bedeutung, wenn auch abgeschlagen, folgen Kundengewinne im Zusammenhang mit Personalwechseln und durch Firmenaufkäufe oder Fusionen.



Webauftritt am wichtigsten

Von den aktiven Marketinginstrumenten haben die Verwalter insgesamt keine besonders hohe Meinung. Am wichtigsten (weil effektivsten) erscheint ihnen der Webauftritt. Danach folgen eigene Veranstaltungen, Medien-Präsenz, Besuch fremder Veranstaltungen und Internetanzeigen. Sehr wenig wird demnach von dem klassischen Werbeformat, der Zeitungsanzeige gehalten. Auch Depotcheck-Aktionen schätzen die Verwalter demnach kaum noch.

Berenberg VV-Office bietet am meisten Marketing-Unterstützung

Wir fragten die Verwalter auch nach der Marketing-Unterstützung durch einzelne Banken. Für die diskretionäre Vermögensverwaltung kommen in erster Linie die auf Verwalter spezialisierten Depotbanken resp. Abteilungen in Frage. Augenscheinlich wünschen sich die Verwalter von diesen Einheiten mehr Unterstützung im Ringen um den Kunden. Am besten schneidet dabei das Berenberg Vermögensverwalter-Office ab. In Schulnoten ausgedrückt bekamen die Hamburger für Ihre Marketing-Unterstützung eine 3,1. Fast gleichauf folgt DAB BNP (3,2), danach die V-Bank (3,4) und die AAB (3,8). Die Marketing-Unterstützungen von Comdirect, UBS und Deutsche Bank wurden schlechter beurteilt.

Mannheim und Champions Tour sind die Favoriten bei Kongressen/Roadshows

Uns interessierte auch, wie Verwalter die verschiedenen Kongresse/Roadshows, die es im Jahr gibt, im Hinblick auf die Fondsvermarktung beurteilen. Am besten wurde demnach die Hidden Champions Tour von Aecon bewertet. Der höchstbewertete Kongress war – wen wundert's – der Mannheimer Fondskongress. Dahinter folgten Investment and More und das Financial Planner Forum.



mika

www.mikaschiffer.com

Individuell gestaltete Homepage

rufen Sie gern an

0173.9288397

oder schreiben Sie per Mail an mika@mikaschiffer.com

Wirtschaftlich relevantes Themenfeld

WARUM NUR IST DAS THEMA „VERTRIEBS- UND MARKETINGUNTERSTÜTZUNG“ BEI DEN FONDSDIENSTLEISTERN MEIST EIN FEIGENBLATT?

Von Christian Meyer-Vahrenhorst, CMV Fonds Consulting GmbH

Das Thema „Vertriebs- und Marketingunterstützung“ spielt bei einer Großzahl von Fondsinitiatoren bei der Auswahl der zukünftigen Administrationsdienstleister für das eigene Fondsprojekt eine maßgebliche Rolle.

Die Fondsinitiatoren versprechen und erhoffen sich hierbei tatkräftige Unterstützung bei der Erschließung neuer Vertriebswege und der Einwerbung neuer Kundengelder. Gerade auch für kleinere Vermögensverwalter oder Asset Manager ist diese Unterstützungsleistung ein wichtiger und mitentscheidender Aspekt innerhalb des Auswahlprozesses.

Entsprechend schreiben sich fast alle Dienstleister eine aktive „Vertriebs- und Marketingunterstützung“ auf ihre Fahnen und stellen diese Aktivitäten bei der Abgabe der Angebote für das neue Fondsprojekt prominent ins Fenster.

Leider zeigt sich im eigentlichen Tagesgeschäft dann doch sehr oft, dass das Erhoffte und das Erlebte aus Sicht des Kunden teilweise weit auseinander liegen.

Und hier stellt sich die Frage, warum die Dienstleister dieses für Fondsinitiatoren so wichtige Thema nicht in demselben Maße als wichtig zu erkennen scheinen bzw. so unterschiedlich bewerten.

Warum gehen die Fondsdienstleister dieses Thema nicht mit der notwendigen Ernsthaftigkeit an? Niemand wird doch wirklich ernsthaft behaupten wollen, dass die einmal im Jahr durchgeführte Teilnahme mit einem eigenen Stand auf dem Fondskongress in Mannheim oder eine einmal im Jahr veranstaltete Inhouse-Messe dem Kunden als aktive „Vertriebs- und Marketingunterstützung“ verkauft werden soll.

Dass solche Vertriebsaktivitäten dann beim Kunden zu Frust und Enttäuschung führen können ist vor dem Hintergrund der Wichtigkeit dieses Themas für den Kunden nur verständlich. Und somit lässt sich auch nicht wirklich nachvollziehen, warum die Fondsdienstleister sich diesem Kundenwunsch nicht viel stärker annehmen und hierfür sinnvolle Lösungen präsentieren.



Christian Meyer-Vahrenhorst ist Gründer und geschäftsführender Gesellschafter der CMV Fonds Consulting GmbH. Die Gesellschaft ist spezialisiert auf die Beratung von Fondsinitiatoren und den Vertrieb von Fondsprojekten.

Erkennbar sollte doch für alle Dienstleister sein, dass wenn sie in der Zukunft neue Kunden gewinnen und bestehende Kunden zu positiven Botschaftern ihres Unternehmens und der angebotenen Dienstleistung am Markt machen wollen, sie diese mit nachvollziehbaren und erkennbaren Konzepten unterstützen müssen.

Und auch aus eigenen wirtschaftlichen Interessen sollten die handelnden Parteien aktiv werden. Sofern die Fondsdienstleister einem weiteren Absinken der Gebühren für ihre angebotenen Leistungen entgegenwirken wollen, müssen sie auf die Wünsche und Bedürfnisse ihrer Kunden mit neuen Lösungskonzepten eingehen.

Und nur so werden sie auch auf Dauer in der Lage sein, sich ein Alleinstellungsmerkmal gegenüber den Wettbewerbern zu erarbeiten und höhere Preise am Markt rechtfertigen oder behaupten zu können. Sollten sich die Leistungen jedoch weiterhin erkennbar auf die administrativen Dienstleistungen konzentrieren, befindet man sich im Preiswettbewerb und hat nur noch wenig gute Gründe, höhere Gebühren als der Mitbewerber zu verlangen.

Sinnvoll wäre somit aus Sicht der Dienstleister, das Thema „Vertriebs- und Marketingunterstützung“ weniger als Feigenblatt und notwendiges Übel zu betrachten, sondern hier ein für den eigenen nachhaltigen Unternehmenserfolg wirtschaftlich relevantes Themenfeld zu erkennen.

Und dies wäre dann am Ende auch im Interesse des Kunden und würde seinem ursprünglichen Wunsch nach Unterstützung entsprechen.

KONTAKT

CMV Fonds Consulting GmbH
An der Flachsboke 9
27243 Prinzhöfte
Tel.: +49 - 4431 946 04 71
Mobil: +49 - 174 689 29 58
Mail: cmv@cmv-fonds-consulting.de
www.cmv-fonds-consulting.de

Quartalsbericht

FINANZAUSSCHREIBUNG.DE

Nach drei Monaten Laufzeit eine Zustandsmeldung über das innovative Tool.

Finanzausschreibung.de, die im Januar gestartete Plattform für die Ausschreibung von Vermögensverwaltungsmandaten, hat nach einigen Medienberichten richtig Fahrt aufgenommen. Per 31.3.2019 verzeichneten wir 41 veröffentlichte Ausschreibungen mit einem Gesamt Volumen von rund 25 Mio. Euro. Beendet waren zum Ultimo 26 Ausschreibungen. Nichtveröffentlichte aber gespeicherte Ausschreibungen bis zum 31.3.: 38.

Auf der Seite haben sich insgesamt 142 Investoren registriert, dazu kommen 17 Mittelmänner (Tippgeber). Auf der anderen Seite stehen mehr als 900 Finanzdienstleister in der Deutschlandkarte bereit, auf eine Bewerbungsaufforderung zu antworten. 105 Vermögensverwalter waren aktiv registriert zum 31.03.2019 und können sich auf passende Ausschreibungen aktiv bewerben.

Diese Zahlen übertreffen unsere Erwartungen bei weitem. Im April wurden weitere Ausschreibungen veröffentlicht.

Dankenswerterweise haben uns Nutzer - Verwalter und Investoren – auf Defizite und Verbesserungsmöglichkeiten aufmerksam gemacht. Vielen Dank dafür!

Investorenwünsche

Manche Investoren vermissen die Kommunikation während des Ausschreibungsprozesses. „Dann kam nichts mehr“ und „Ich hatte auf Mails gewartet“ waren einige der Kommentare,

die uns erreichten. Offenbar reicht es vielen nicht, die Kontaktdaten der Verwalter zu sehen; sie erwarten, dass die Bewerber mit ihren Angeboten auf Sie zukommen (auch wenn gleichzeitig ein hoher Anonymisierungsgrad gewählt wurde). Wir werden in dieser Richtung tätig werden und den Investoren neben den Kontaktdaten Porträts und weitergehende Informationen anbieten.

Wir werden auch den Prozess nach Beendigung der Ausschreibung automatisieren und damit einen organischen Weg hin zur Entscheidung bieten. Außerdem wird es einen Mailservice geben, der den Investor über jedes neue Gebot informiert.

Verwalterwünsche

Auch einige der sich bewerbenden Verwalter beklagten fehlende Reaktion von Investoren.

Nicht bestätigt hat sich dagegen eine andere Sorge der Verwalter, die vor einem Dumpingwettbewerb. Tatsächlich sind unseres Erachtens die Gebote im Rahmen geblieben – einige Verwalter mussten wir ermahnen, ganz wenige ausschließen. Zweitens war in keinem Fall die Bewerbung mit der niedrigsten Gebühr siegreich. Aus den abgeschlossenen Ausschreibungen lässt sich klar ableiten, dass die Investoren auch dem Matchingparameter Beachtung schenken.

In der zweiten Jahreshälfte wird es eine zweite Version von Finanzausschreibung geben, in der wir möglichst viele der

uns erreichenden Verbesserungsvorschläge einarbeiten werden. Wir freuen uns indes auf mehr Vorschläge und weitere konstruktive Kritik.

Elmar Peine

Ps. Wenn Sie aktiv, kostenfrei* und unverbindlich mitbieten möchten und Finanzportfolioverwalter sind, registrieren Sie sich doch einfach auf unserer Plattform

www.finanzausschreibung.de.

*Eine Fee wird nur nach einer erfolgreichen Vermittlung fällig.

Die erste Ausschreibungsplattform
für Private Banking-Mandate



FINANZ-
AUSSCHREIBUNG.DE

Neue Kunden
gewinnen.
Ohne zu werben.

Auch für Vermittler

XOLARIS

ÜBERSICHT ÜBER SACHWERT-STRUKTUREN FÜR VERMÖGENDE UND PROFESSIONELLE INVESTOREN

Von Stefan Klaile, XOLARIS

Für Investitionen in Sachwerte steht deutschen wie internationalen Investoren heute eine Vielzahl von regulierten Anlagestrukturen unterschiedlicher Ausprägung zur Verfügung. Der Entscheidung für die optimale Struktur kommt dabei aus verschiedenen Gründen eine wesentliche Rolle für den langfristigen Produkterfolg zu. Das gilt sowohl für die Perspektive des Fondsinitiators als auch insbesondere des Investors. Denn nur mit einer den individuellen Zielen und Rahmenbedingungen entsprechenden Struktur werden alle notwendigen Handlungsoptionen gewahrt, gleichermaßen aber unnötige Kosten und Steuern vermieden, welche die Rentabilität des Investments schmälern würden.

Im Segment der Publikums-Fonds stehen in Deutschland Direktinvestments, Nachrangdarlehen, Genussrechte, Vermögensanlagen und Alternative Investmentfonds (AIF) in unterschiedlichen Ausprägungen zur Verfügung. Nationale wie auch internationale semi-professionelle und professionelle Investoren sowie sehr vermögende Privatinvestoren fragen hingegen neben dem Direktinvestment eher Spezial-AIF nach deutschem,

Liechtensteiner oder Luxemburger Recht nach. Auch in Hong Kong beheimatete Limited Partnership-Strukturen sind eine attraktive Option, insbesondere wenn sie mit den Charakteristika der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen sowie Prozessabläufen entsprechender europäischer AIFs ausgestattet wurden.

Die puristischste Art der Sachwertanlage stellt das Direktinvestment dar. Anlageobjekte in dieser Kategorie sind typischerweise eher kleinteilig, so dass sie von einzelnen, meist privaten Investoren erworben werden können. Dazu zählen zum Beispiel Eigentumswohnungen, Container oder Rohstoffe, wie etwa Holz oder Edelmetall. Die notwendige Due Diligence setzt indes eine hohe Fachkenntnis des Investors in den jeweiligen Nischen voraus. Bei einem Direktinvestment erwirbt der Anleger unmittelbar ein oder mehrere Objekte, die Teil eines Ganzen sein können, ausschließlich jedoch in seinem Eigentum stehen. Seit Inkrafttreten des KAGB fallen die meisten derzeitigen Direktinvestments in Deutschland mit einem modellhaften Charakter und insbesondere, wenn vertraglich



Stefan Klaile gründete 2010 die XOLARIS Gruppe und 2013 gemeinsam mit der xpecto AG die XOLARIS Service KVAG in München. Zudem ist er Aufsichtsrat der ADREALIS Service KVG in Hamburg und Chairman of the Board der XOLARIS Capital Ltd., Hong Kong.

Zinszahlungen und Rückzahlungsanspruch vereinbart wurden, unter das Vermögensanlagengesetz nach § 1 Absatz 2 Nr. 7. Sie erfordern damit die Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts, den die BaFin (nur formal) geprüft und gebilligt hat. Zusätzlich muss bei der BaFin ein Vermögensanlagen-Informationsblatt hinterlegt werden.

In vielen Fällen kommt jedoch aus unterschiedlichsten Gründen ein Direktinvestment nicht in Frage. Oft liegen die Gründe dafür im Volumen, das nicht allein gestemmt werden kann oder aus Gründen der Risikostreuung aufgeteilt werden sollte. Manchmal bedingt dies aber auch die ausweisliche Expertise einer zwischengeschalteten Fondsgesellschaft, manchmal auch die bereits ausgeschöpfte Immobilienquote im Portfolio eines institutionellen Investors. Nachrangdarlehen, Genussrechte und andere vergleichbare Vermögensanlagen sind sowohl für semi-professionelle und professionelle Investoren wie auch für Initiatoren ebenso meist keine Alternative, da diese bei vergleichsweise hohem finanziellen wie auch organisatorischen Aufwand deutlich weniger reguliert sind als eine entsprechende KAGB-konforme Produktlösung. Auch sind solche Investmentstrukturen international nahezu unbekannt, so dass sie bei einer entsprechenden Ausrichtung des Projektes keine gangbare Option darstellen.

Den höchsten regulatorischen und prozessualen Anforderungen genügt hingegen der Alternative Investmentfonds (AIF). Dieses europäische Format wird, abgeleitet aus der europäischen AIFM-Direktive, beispielsweise unter dem nationalen Kapitalanlagegesetz in Deutschland in der Regel als geschlossene Investment-Kommanditgesellschaft oder Investment-Aktiengesellschaft aufgelegt. Auch Luxemburg und Liechtenstein verfügen über ihre entsprechende nationale Rechtsumsetzung, die eine Vielzahl von Strukturen und somit hohe Flexibilität ermöglicht.

Die „härtesten“ bzw. strengsten Maßstäbe legt dabei die nationale Rechtsprechung für Publikums-AIF nach dem deutschen KAGB an. Für semi-professionelle und professionelle Investoren werden die Fonds üblicherweise als Spezial-AIF (S-AIF) strukturiert, was aufgrund der Klassifizierung der Investoren und der damit einhergehenden veränderten Rahmenbedingungen in der Regel zu einer Prozesserleichterung und abgeänderten Form beispielsweise in der Prospektierung führt.

Die regelmäßige Bewertung des Anlagevermögens, die für die Errechnung des Nettovermögens der Fondsgesellschaft maßgeblich ist, ist auch bei S-AIF obligatorisch und somit ist die Kostenstruktur insbesondere der aufsichtsrechtlichen Protagonisten auch an den durchschnittlichen Nettoinventarwert

Übersichtstabelle Anlagevehikel Sachwertinvestments

NATIONAL

	AIF mit Service-KVG	AIF mit eigener KVG	Vermögensanlage GmbH & Co. KG (operativ tätig)	Genussrecht	Nachrangdarlehen / part. Darlehen	Direktinvestment	Crowdinvestment
Prospekt	BaFin-Freigabe	BaFin-Freigabe	BaFin-Freigabe	nein			nein
Investitionskriterien	hart	hart	hart	weich	weich	konkretes Objekt	weich
Mittelverwendungskontrolle	Verwahrstelle	Verwahrstelle	optional	optional	optional	entfällt	nein
Eigenkapital	ja	ja	ja	nein	nein	ja	nein
Gesellschafter-/Eigentümerrechte	ja	ja	ja	nein	nein	ja	nein
Kontrolle des Asset Managers	*****	***	***	*	*	entfällt	*
Vergütung Prozentual vom NAV	ja	ja	nein	nein	nein	nein	nein
Bewertung der Assets	ja	ja	nein	nein	nein	nein	nein
Wechsel des Bewerters	ja	ja	nein	nein	nein	nein	nein
Geprüfter Jahresabschluss	Pflicht für KVG und jeden Fonds	Pflicht für KVG und jeden Fonds	nein	nein	nein	nein	nein
Versicherung D&O Pflicht	ja	ja	nein	nein	nein	nein	nein
Nachweis EK des Emittenten	ja	ja	nein	nein	nein	nein	nein

INTERNATIONAL

	S-AIF Deutschland	S-AIF Luxemburg	S-AIF Liechtenstein (CEF)	S-AIF Liechtenstein (offen)	Hong Kong (CEF)	Direktinvestment	
Regulierung	KAGB	AIFMG	AIFMG	AIFMG	SFO		
Regulierungsbehörde	BaFin	CSSF	FMA	FMA	SFC		
Strukturierungsformen	Investment-Kommanditgesellschaft, Investment-Aktiengesellschaft	Aktiengesellschaft (S.A.), Kommanditgesellschaft auf Aktien (S.C.A.), GmbH (S.à.r.l.), Kommanditgesellschaft (S.C.S.), Spezialkommanditgesellschaft (S.C.Sp.)	Anlage-Kommanditgesellschaft; Investmentgesellschaft mit fixem Kapital	Anlage-Kommanditgesellschaft; Investmentgesellschaft mit variablen Kapital, Investmentfonds, Kollektivtreuhänderschaft	Limited Partnership		
Prospekt	BaFin-Freigabe	CSSF-Freigabe	FMA-Freigabe	FMA-Freigabe	Nein	Nein	
Investitionskriterien	hart	Mittel	Mittel	hart	weich	konkretes Objekt	
Mittelverwendungskontrolle	Verwahrstelle	Verwahrstelle	Verwahrstelle	Verwahrstelle	optional	entfällt	
Eigenkapital	ja	ja	ja	ja	Ja	ja	
Gesellschafter-/Eigentümerrechte	ja	ja	ja	ja	Ja	ja	
Kontrolle des Asset Managers	*****	****(*)	****(*)	****(*)	***	entfällt	
Vergütungsbasis	Prozentual vom NAV	Individuell	Individuell	Individuell	individuell	individuell	
Bewertung der Assets	ja	ja	ja	ja	nein	nein	
Steuer auf Gesellschaftsebene	optional	ja	ja	ja	optional		
Geprüfter Jahresabschluss	Pflicht für KVG und jeden Fonds	ja	Ja, keine Offenlegungspflicht	Ja, keine Offenlegungspflicht	nein	nein	
Versicherung D&O Pflicht	ja	ja	Ja	Ja	nein	nein	
Nachweis EK des Emittenten	ja	ja	Ja	Ja	nein	nein	

angelehnt. Der wichtigste Sicherheitsaspekt ist die Kontrolle des Asset Managers: Der AIF setzt eine von der BaFin zugelassene und beaufsichtigte Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) voraus. Für die Auflage von S-AIF mit einem Anlagevolumen von bis zu EUR 100 Mio. ist eine bei der BaFin registrierte KVG ausreichend. Für die Auflage von Publikums-Fonds und größere Volumina muss die KVG darüber hinaus über eine Zulassung nach § 22 KAGB verfügen.

Durch die Regulierung wird ein vollständiger Ausweis der bestehenden Kosten und Risiken sichergestellt. Die neben der KVG zu beauftragende Verwahrstelle, in der Regel eine Vollbank mit Sitz in Deutschland, stellt ähnlich wie bei offenen Investmentprodukten die korrekte Mittelverwendung nach strengen rechtlichen Rahmenbedingungen und Investitionskriterien sicher. Sollten dennoch Vermögenswerte abhandenkommen, haftet die Verwahrstelle dafür vollumfänglich. Die Portfolioverwaltung, die das sog. Verpflichtungsgeschäft des AIF führt, und die Verwahrung der Vermögenswerte, die das sog. Verfügungsgeschäft des AIF führt, sind somit stringent getrennt. Die KVG kann somit nicht unabhängig von weiteren Parteien über die Gelder des AIF verfügen.

Eine KVG muss überdies über entsprechend qualifiziertes Personal, anspruchsvolle IT-Systeme für die Verwaltung, das aufsichtsrechtliche Meldewesen und das obligatorische Risikomanagement sowie eine revisionssichere Dokumentation verfügen. Darüber hinaus fordert das KAGB eine belastbare Kapitalausstattung der KVG und stellt besondere Anforderungen an die Kompetenzen der Geschäftsleiter, wobei das KAGB mindestens einen für das Portfoliomanagement sowie einen für das Risikomanagement vorsieht.

Sowohl in Luxemburg als auch in Liechtenstein werden ähnlich hohe Anforderungen gestellt. Initiatoren profitieren hier jedoch von meist kürzeren Zulassungszeiten bei den Aufsichtsbehörden CSSF und FMA. Auch sind Einschränkungen bzw. Vordefinitionen der jeweilig vorgesehenen Investitionskriterien etwas grundsätzlicher gefasst, was den Kompetenzen der Protagonisten mehr Spielraum für Individualität einräumt. Hinzu kommt sowohl in der Vergütungsstruktur als auch in der steuerrechtlichen Struktur eine Vereinfachung zum Tragen, die jedoch jeweilig sinnvollerweise einer Einzelfallprüfung zu unterziehen und auf die jeweiligen Bedürfnisse abzustimmen sind.

Aufgrund der gemeinsamen europäischen Regulierungsverordnung, der sich Liechtenstein im Zuge des EWR angeschlossen hat, können AIF mit „Passporting“ über innereuropäische Grenzen hinweg zur Zeichnung angeboten werden. Für internationale, vor allem semi-professionelle und professionelle Investoren können auch individuelle außereuropäische Strukturen

wie eine Limited Partnership mit Sitz in Hong Kong eine sehr interessante Option sein. Diese verfügen zwar nicht de Jure über eine vergleichbare Regulierung, können jedoch wie ein reguliertes Pendant strukturiert werden. So lässt sich auch hier eine für Investoren attraktive und zielführende Infrastruktur realisieren.

Oft ist es die Dreiecks-Beziehung zwischen Initiator, Objekt und Investor, welche den Charakter und die finale Struktur des Investmentproduktes bedingt. Lassen Sie uns hierzu ein konkretes Beispiel nehmen: Ein Initiator erwirbt ein bekanntes Schauspielhaus in einer hochgelegenen bayerischen Traditionsstadt. Eigentümerin wird eine von ihm gehaltene Immobiliengesellschaft. Auf dem Grundstück soll im Zuge einer Projektentwicklung zudem ein luxuriöses, dem Gesamtbambiente entsprechendes Hotel entstehen. Aufgrund der Attraktivität dieses einzigartigen Objektes sowie zur Allokation seiner persönlichen Investitionsstruktur, entschließt sich der Initiator, die Möglichkeit auch weiteren Interessierten zu gewähren. Um die Finanzierung durch mehrere Investoren umsetzen zu können, wird eine Service-KVG beauftragt, einen dafür geeigneten Eigenkapital-Fonds aufzulegen. Das Mittel der Wahl ist in diesem Fall ein Spezial-AIF gemäß deutschem KAGB. Dies entspricht sowohl den Vorstellungen als auch den Anforderungen des Initiators und denen potenzieller Investoren. Des Weiteren empfiehlt sich aufgrund der besonderen Kombination der Ertragsquellen, nämlich des Betriebs des Schauspielhauses sowie der Entwicklung und des späteren Betriebs des Hotels, ein Private Equity-Fonds anstelle eines typischen Immobilienfonds, womit deutlich mehr Handlungsoptionen bestehen und eine deutlich höhere Flexibilität einhergeht.

Insbesondere für sehr vermögende Privatinvestoren, semi-professionelle und professionelle Investoren eignen sich selten Investmentangebote von der Stange. Vielmehr kommt es auf eine flexible und den tatsächlichen Anforderungen entsprechende individuelle Lösung an.

Weitere Informationen: www.xolaris.de

Vielfältige Möglichkeiten

NACHFOLGEPLANUNG UND PARTIZIPATION BEI MITTELSTÄNDISCHEN FINANZDIENSTLEISTERN

Von Jürgen App

Ausgangslage

Fragen der Nachfolgeplanung rücken zunehmend als wesentliches Thema bei mittelständischen Finanzdienstleistern in den Vordergrund. Externe Nachfolgeregelungen stehen von Zeit zu Zeit in der Öffentlichkeit. Die weit überwiegende Zahl der Nachfolgesituationen dürfte nach Erfahrungen des Autors aber intern geregelt werden. Bei diesen, deutlich weniger in den Blickpunkt der Branchenöffentlichkeit tretenden Fällen, ist die Ausgangssituation häufig so, dass die Gründergeneration eine interne Nachfolge aufbaut, die dann sukzessive in die Fußstapfen der Gründer tritt. Dieser Übergang vollzieht sich bei gut aufgestellten Unternehmen in der Regel über mehrere Jahre.

Ein Thema in diesem Zusammenhang ist, wie die Nachfolgegeneration sukzessive und zunehmend unternehmerisch am Unternehmenserfolg partizipieren kann. Hierbei kommen sowohl Ansätze mit Fokus auf einer unmittelbaren Beteiligung am Unternehmen als auch Ansätze mit Fokus auf einer Beteiligung am jeweiligen Unternehmenserfolg zum Einsatz. Neben der direkten Übertragung von Gesellschaftsanteilen oder der Gewährung diskretionärer Boni besteht dabei eine Vielfalt an Gestaltungsmöglichkeiten.

Gestaltungsmöglichkeiten mit Unternehmensbeteiligung

Sofern das Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft besteht, wird zum Teil in periodischen Abständen jeweils eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Anlässlich dieser wird

Jürgen App ist Geschäftsführer der App Audit GmbH, einer auf Finanzdienstleister spezialisierten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.
www.app-audit.de



den Nachfolgern dann die Möglichkeit einer bevorzugten Zeichnung neuer Aktien eingeräumt, um ihre Beteiligungsanteile relativ zu erhöhen. Diese Vorgehensweise ist sinnvoll in Wachstumssituationen, in denen der Kapitalbedarf des Unternehmens ohnehin auf Dauer steigt.

Eine weitere, allerdings in den letzten Jahren weniger verbreitete Variante, ist die Auflage eines Aktienoptionsprogramms. Auf Basis einer bedingten Kapitalerhöhung werden den Nachfolgern im Rahmen einer variablen Vergütungsregelung Bezugsrechte auf neue Aktien der

Gesellschaft eingeräumt. Diese werden den Nachfolgern zu Vorzugskonditionen und geknüpft an bestimmte Erfolgsziele gewährt und können dann in der Regel nach Ablauf einer bestimmten Frist ausgeübt werden. Auf diese Weise werden die Beteiligungsanteile der Nachfolger ebenfalls sukzessive erhöht.

Gestaltungsmöglichkeiten mit Erfolgsbeteiligung

Sofern das Unternehmen in der Rechtsform einer GmbH besteht, sind derartige Gestaltungen nicht möglich. Bei GmbHs überwiegen daher Bonuspro-

gramme. Diese sind oft einfach strukturiert und an ein bestimmtes Erfolgsziel, typischerweise eine Jahresergebnisgröße, geknüpft. Teilweise bestehen aber auch komplexere Strukturen dahingehend, dass neben das quantitative Erfolgsziel auch qualitative Ziele treten; deren Erreichen obliegt dann in der Regel der Beurteilung durch die Gründer. Des Weiteren werden als Instrument der Mitarbeiterbindung die Bonusprogramme auch mit längerfristigen Komponenten verknüpft. Diese verteilen dann die Auszahlung der verdienten Boni auf mehrere Jahre und knüpfen diese ggf. an weitere Bedingungen.

Aufsichtsrechtliche Nebenbedingungen

Bei den verschiedenen Gestaltungen zur Nachfolgerpartizipation dürfen aufsichtsrechtliche Nebenbedingungen nicht außer Acht gelassen werden. Vorgaben zur Ausgestaltung der Vergütungssysteme finden sich dabei an verschiedenen Stellen. So werden im KWG, zumindest für größere Institute, Anforderungen an eine Obergrenze der variablen Vergütung in Abhängigkeit der fixen Vergütung gestellt. Weitere Regelungen finden sich in der Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten

(InstitutsVergV). Daneben formulieren auch die MaComp Anforderungen an die Angemessenheit der Zusammensetzung der Vergütung.

Fazit

Hinsichtlich der zunehmenden Beteiligung potenzieller Nachfolger am Unternehmen bzw. Unternehmenserfolg bestehen vielfältige Möglichkeiten. Diese weisen unterschiedliche Komplexitäten auf. Bei Vergütungsgestaltungen sind daneben die bestehenden aufsichtsrechtlichen Nebenbedingungen zu beachten.



MIKA SCHIFFER
FOTOGRAFIE

Porträt Fotografie

Gekonnt setzen wir Sie oder Ihre Mitarbeiter in Szene mit Fotos die wirken.

Tel. 02131.3131830
Mobil 0173.9288397

mika@mikaschiffer.com
www.mikaschiffer.com



Vertrieb und Recht

NEUE SCHWEIZER BESTIMMUNGEN FÜR DEUTSCHE VERMÖGENS- VERWALTER

Die Auswirkungen des neuen Schweizer Finanzdienstleistungsgesetz auf deutsche Finanzdienstleister im Rahmen der Erbringung von Finanzdienstleistungen an Kunden in der Schweiz und den Vertrieb von Finanzinstrumenten im Schweizer Markt. Von Dr. Martin Liebi, PricewaterhouseCoopers

Das neue Schweizer Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und das Schweizer Finanzinstituts-gesetz werden die grenzüberschreitende Erbringungen von Finanzdienstleistungen aus Deutschland für Kunden in der Schweiz und der Herstellung von Finanzinstrumenten für den Schweizer Markt fundamental verändern. Beide Gesetze werden voraussichtlich am 1. Januar 2020 in Kraft treten und werden zum ersten Mal die grenzüberschreitende Erbringung von Finanzdienstleistungen und den grenzüberschreitenden Vertrieb von Finanzinstrumenten umfassend regeln.

Erbringung von grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen

Anwendungsbereich

Das FIDLEG findet insbesondere auf deutsche Vermögensverwalter und Vermögensberater mit Schweizer Kundschaft gleichermaßen Anwendung wie für Schweizer Vermögensverwalter und Vermögensberater, sofern sich die Vermögensverwaltung oder Vermögensberatung auf Finanzinstrumente wie Aktien, Bonds, Fonds, Derivate, Strukturierte Produkte oder strukturierte Einlagen bezieht. Auch ein bloß temporärer Schweizer Bezug (bspw. Skiurlaub in St. Moritz des Kunden) und Finanzdienstleistungsaktivitäten gegenüber möglichen zukünftigen Kunden genügen jedoch für die Anwendung des FIDLEG. Neben der Vermögensverwaltung und der Vermögensberatung qualifizieren sich voraussichtlich auch der Vertrieb von Fonds und das Platzen von anderen Finanzinstrumenten als Finanzdienstleistungen.



Dr. Martin Liebi ist als Head Capital Markets im Bereich Legal FS Regulatory Services bei PricewaterhouseCoopers in Zürich tätig. Er verfügt über einen LL.M. (Stanford), einen Abschluss in «General Management» (Harvard) und ist als Rechtsanwalt zugelassen (Zürich/New York). Er ist Handelsrichter am Handelsgericht Zürich und Dozent am LL.M. der Universität Zürich in Banking und Finance.

Verhaltenspflichten

Deutsche Finanzdienstleister, die in den Anwendungsbereich des FIDLEG fallen, müssen zahlreiche Verhaltens-, Informations-, Dokumentations-, Rechenschafts- und Organisationspflichten einhalten. Diese sind teilweise mit der EU-Richtlinie über den Markt in Finanzinstrumenten (MiFID II) vergleichbar, weichen jedoch zum Teil auch von den Regelungen unter MiFID II ab. Das FIDLEG verlangt bei der Vermögensberatung beispielsweise nur dann einen Angemessenheitstest, wenn dabei das gesamte Portfolio und nicht nur Teile davon berücksichtigt werden. Retrozessionen unterliegen aber einer erheblich weniger weitgehenden Regelung unter dem FIDLEG

als unter MiFID II. Retrozessionen gehören grundsätzlich dem Kunden, sofern diese in einem Zusammenhang mit der Erbringung der Finanzdienstleistung stehen. Der Kunde kann jedoch auch in AGB auf sie verzichten, selbst wenn der genaue Betrag nicht von vornherein bestimmt oder bestimmbar ist.

Kundenberater von deutschen Finanzdienstleistern müssen sich in das Kundenberaterregister eintragen (www.regservices.ch)¹. Voraussetzung für den Eintrag sind genügend Kenntnisse über Finanzdienstleistungen und Verhaltenspflichten unter dem FIDLEG. Diese werden anhand eines objektiven Tests geprüft werden. Ein guter Leumund und eine Berufshaftpflichtversicherung in ausreichender Höhe werden auch vorausgesetzt. Der eingetragene Kundenberater muss Veränderungen bezüglich den im Beraterregister eingetragenen Datensätzen jeweils innerhalb von 14 Tagen melden. Deutsche Finanzdienstleister müssen sich auch einer Ombudsstelle für Finanzdienstleister wie der zu gründenden Regulatory Services AG (www.regservices.ch) anschließen.

Das Schweizer Finanzmarktrecht sieht drakonische Strafen für eine Nichtbeachtung der Pflichten unter dem FIDLEG vor. Ein absichtlicher Nichteintrag im Beraterregister kann mit einer Gefängnisstrafe bis zu 3 Jahren und eine fahrlässige Nichteintragung mit einer Buße bis zu CHF 250.000 pro Fall geahndet werden.

Vertrieb von Finanzinstrumenten im Schweizer Markt

Das FIDLEG sieht auch einen grundlegenden Wandel für den Vertrieb von Finanzinstrumenten im Schweizer Markt vor. Das öffentliche Angebot von Aktien, Bonds, Fonds, Strukturierten Produkten und Derivaten unterliegt grundsätzlich der Prospektpflicht, sofern keine Ausnahme greift. Die Anforderungen an den Prospekt und die Voraussetzungen für eine Ausnahme von der Prospektpflicht sind im Wesentlichen der EU-Prospektverordnung nachgebildet. Ein Prospekt muss grundsätzlich von der neu geschaffenen Prospektprüfstelle geprüft werden (siehe www.regservices.ch)². Prospekte von deutschen Finanzinstrumenten, die nach Maßgabe der EU-Prospektverordnung erstellt wurden, müssen jedoch nicht nochmals von einer Schweizer

Prospektprüfstelle geprüft werden. Sie müssen von der Schweizer Prospektprüfstelle nur anerkannt werden.

Ein Basisinformationsblatt muss erstellt werden, sofern Finanzinstrumente Privatkunden angeboten werden. Diese Pflicht entfällt im Rahmen von Vermögensverwaltungsverträgen. Anstelle des Schweizer Basisinformationsblatts können jedoch diejenigen verwendet werden, die nach Maßgabe der EU PRIIP Verordnung oder des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) erstellt wurden.

Nächste Schritte

Das FIDLEG wird am 1. Januar 2020 in Kraft treten. Für die wesentlichen Pflichten bestehen zwar Übergangsfristen bis zu 6 Monaten. Die pflichtgemässe Erfüllung dieser Pflichten wird jedoch Zeit in Anspruch nehmen. Deutsche Finanzdienstleister mit Schweizer Kunden oder Ersteller von Finanzinstrumenten für den Schweizer Markt sollten deshalb die Auswirkungen des FIDLEG auf die eigenen Tätigkeiten feststellen und sich einer Ombudsstelle anschließen. Kundenberater sollten sich zeitnah im Kundenberaterregister registrieren.

¹ Das Kundenberaterregister wird voraussichtlich von der zu gründenden Regulatory Services AG, einer Tochtergesellschaft der Börse Stuttgart Gruppe, geführt werden. Es befindet sich momentan noch Lizenzierungsverfahren bei der Schweizerischen Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA und im Anerkennungsverfahren als Ombudsstelle beim Schweizerischen Finanzdepartement EFD.

² Es wird in der Schweiz voraussichtlich zwei Prospektprüfstellen geben. Beide befinden sich noch im Lizenzierungsverfahren bei der FINMA. Eine Prospektprüfstelle wird von der SIX Swiss Exchange betrieben werden und die andere Prospektprüfstelle von Regulatory Services AG (www.regservices.ch).

DLC Distributed Ledger Consulting

BLOCKCHAIN UND DISTRIBUTED LEDGER ALS MAßGEBLICHE DISRUPTOREN DER FINANZINDUSTRIE – WAS VERMÖGENSVERWALTER JETZT WISSEN MÜSSEN

Gespräch mit Dr. Orlikowski, Distributed Ledger Consulting GmbH

Frage: Herr Dr. Orlikowski, Sie sind seit über 30 Jahren in der Finanzwelt tätig, kennen öffentlich-rechtliche Kreditinstitute genauso wie Privat- und Großbanken. Zudem haben Sie Leitungserfahrung im KVG- und Verwahrstellenbereich gesammelt und sind fit in der Administration von OGAWs und AIFs. Jetzt haben Sie mit der DLC Distributed Ledger Consulting eine Beratungsfirma gegründet, die semiprofessionelle und professionelle Finanzmarktakteure im Hinblick auf Blockchains und Distributed Ledger berät. Warum das?

Dr. Orlikowski: Distributed Ledger Systeme – also auf mehrere Computer verteilte Datenbanken beziehungsweise Computerprogramme, deren Informationen identisch sind – werden die Finanzwelt stärker verändern als alles, was wir in den letzten 50 Jahren gesehen haben. Der Grund dafür ist relativ einfach: DLT und Blockchain „demokratisieren“ Vertrauen. Und Vertrauen ist und bleibt nun einmal der Kern jeder Finanzdienstleistung.

Frage: Können Sie das ein wenig plastischer erläutern?

Dr. Orlikowski: Natürlich. Wenn Sie eine Ware besitzen und diese gegen Geld tauschen, dann tun Sie das in dem Vertrauen auf den Wert des Tauschmittels „Geld“. Tun sie dies in Europa, fühlen sich die meisten Menschen aktuell noch relativ sicher. Der zentrale Emittent – im Falle Europas die Europäische Zentralbank (EZB) – kann jedoch frei darüber entscheiden, wie viel dieses Tauschmittels sie in Umlauf bringt und damit unter anderem den Wert desselben beeinflussen. Die Menschen vertrauen der EZB, dass sie dies in einer Art und Weise tut, die den Geldwert nicht über Gebühr strapaziert. Haben Sie es mit weniger vertrauenswürdigen Instanzen zu tun – wie wir dies beispielsweise gerade in Venezuela oder der Türkei sehen – können Sie sich allerdings nicht darauf verlassen, dass der zentrale Intermediär immer vertrauenswürdiger handelt. Genau an dieser Stelle setzt beispielsweise die Bitcoin-Blockchain an: Ohne zentralen Emittenten ausgestattet gibt es niemanden, der das System alleine verändern und beispielsweise mehr Bitcoin „produzieren“ kann als vorgesehen.



Dr. Boris Orlikowski ist Gründer der DLC Distributed Ledger Consulting

Frage: Bitcoin ist in der Tat ein Finanzinstrument, an dem sich die Geister scheiden. Wie ist Ihre Einstellung dazu?

Dr. Orlikowski: Die Bitcoin-Blockchain ist trotz des insgesamt jungen Alters der Technologie einer der „Dinosaurier“ unter den DLT-Systemen und zeichnet sich durch unterschiedliche Vor-, aber auch Nachteile aus. Problematisch empfinden wir in diesem Zusammenhang, dass sich insbesondere die großen Skeptiker häufig durch eher lückenhaftes Wissen hervorheben und ohne weitere Recherche einmal gehörte kritische Aspekte wie beispielsweise Anonymität oder den als groß empfundenen Energieverbrauch bemängeln. Bitte verstehen Sie mich nicht falsch: Natürlich ist kein System ohne Fehler – aber wie Sie an den unterschiedlichen Sinneswandel sehr prominenter Finanzmarktakteure erkennen können, scheint mit zunehmendem Wissen auch die Akzeptanz zu steigen. Nebenbei eine Entwicklung, die auch ich persönlich durchgemacht habe.

Frage: Schön und gut, aber warum sollte ich mich als Vermögensverwalter denn überhaupt mit diesen Dingen beschäftigen? Das typische Mandat geht ja eher in Richtung Vermögenserhalt in Verbindung mit einer breiten Streuung und einem guten Risikomanagement.

Dr. Orlikowski: Wir sehen an dieser Stelle zwei Aspekte. Einerseits erleben wir, dass Vermögensverwalter immer häufiger mit Fragen hinsichtlich Digital-Assets wie beispielsweise Bitcoin und dergleichen konfrontiert werden. Nach dem Hype Ende des Jahres 2017, den laut unseres Kenntnisstandes nur sehr wenige Vermögensverwalter für ihre Kunden monetarisiert haben, mussten sich jene Gesellschaften mit risikobereiterer Klientel teilweise schon rechtfertigen, warum sie diese Chance nicht gesehen haben. Und spätestens wenn Generationenwechsel anstehen, sollte man an dieser Stelle zumindest auskunftsfähig sein. Denn mit einem „Das ist alles Humbug“ lassen sich die Nachfolgergenerationen nicht abspesen. Wenn Sie Ihre Kunden ganzheitlich beraten wollen – und das ist bei Vermögensverwaltern ja häufig der Fall – dann muss diese Beratung eben auch ganzheitlich sein, sonst wenden sich die Kunden ab. Das bedeutet selbstredend noch lange nicht, dass Sie auch in Digital-Assets investieren müssen. Aber Sie sollten zumindest eine begründete Entscheidung gegen solche Investments treffen können.

Frage: Und der andere Aspekt?

Dr. Orlikowski: Das wird sich jetzt vermutlich ein wenig verrückt für Sie anhören, aber wir können uns vorstellen, dass es in 10 Jahren kein Wert „papier“ im ursprünglichen Sinne mehr geben wird, sondern alle diesbezüglichen Papiere über kryptografisch gesicherte digitale Token abgebildet sein werden. Wir glauben dies deshalb, da die möglichen Kosteneinsparungen – weltweit betrachtet – so erheblich sind, dass die Marktakteure angesichts des Kostendrucks nicht umhin können, diese Technik für sich zu nutzen. Dass wir mit dieser Ansicht nicht alleine dastehen, erkennen wir daran, dass sich die Aufsicht und die Verbände sehr intensiv und positiv zugewandt mit der Technologie befassen. Wenn Sie als Vermögensverwalter hier „vorne“ mit dabei sind, können Ihre Kundenportfolios einerseits durch Investitionen in Unternehmen profitieren, die sich jetzt eine gute Marktposition sichern. Andererseits bieten sich aber auch Investitionen in die „Basislayer“ – also die „technische“ Infrastruktur der Blockchain – an, die die Transaktionen überhaupt erst möglich machen. Aber dies erfordert ein tieferes Verständnis für den Markt. Zu guter Letzt muss sich ein Vermögensverwalter mit Blick auf seine eigenen Dienstleister fragen, ob Depotführer und KVG „up to date“ aufgestellt sind – was heute noch nach einer guten und langjährig aufgebauten Vertrau-

ensbeziehung aussieht, kann sich bei zu wenig Beweglichkeit der Dienstleister in wenigen Jahren als ein echter Wettbewerbsnachteil erweisen, beispielsweise wenn die ausführenden Organe den technologischen Wandel verpassen. Denn dann kann schlimmstenfalls der Konkurrent für 1 Prozent günstiger produzieren, als Sie das können.

Frage: Was also tun?

Dr. Orlikowski: Grundsätzlich erst einmal unvoreingenommen mit dem Thema Distributed Ledger auseinandersetzen. Vielleicht ein Buch lesen oder sich im Internet informieren – wobei es hier schon schwieriger wird, da nicht alle Quellen vertrauenswürdig sind. Wichtig erscheint uns aber, dass jetzt gehandelt wird, da das Thema schlicht und ergreifend zu wichtig ist und aktuell schnell voranschreitet. Denn erste Akteure emittieren bereits mit dem Segen der Aufsicht erste Produkte. Ach so: Und natürlich kann man auch eine auf diesen Themenbereich spezialisierte Beratung fragen. Die nimmt dann aber Geld dafür (lacht). Spaß beiseite: Genau darin besteht ja gerade unser Geschäft – wir beraten institutionelle und (semi-/)professionelle Investoren unabhängig und technikneutral, wie sie sich am besten aufstellen. Denn wir glauben nicht, dass unsere potenziellen Kunden die Zeit haben, sich im Tagesgeschäft mit den vielen unterschiedlichen Blockchains und Anwendungsfällen in der Tiefe auseinanderzusetzen zu können. Dafür wäre selbst dann die Zeit zu knapp, wenn sich die Technologie nicht mit der unglaublichen Geschwindigkeit entwickeln würde, mit der sie das tut.

Herzlichen Dank für das Gespräch.

ÜBER DIE DISTRIBUTED LEDGER CONSULTING GMBH

Die Distributed Ledger Consulting GmbH (DLC) bietet semiprofessionellen und professionellen Finanzmarktakteuren vollumfängliche Beratungsdienstleistungen rund um Distributed Ledger Technologien wie beispielsweise Blockchains. Neben genereller Beratung zum Thema DLT und deren Integration in bestehende Prozesse widmet sich die DLC allen mit Digital-Assets assoziierten Themen im Finanzmarktumfeld. Dies sind beispielsweise die Verwahrung von Digital-Assets sowie das Assessment unterschiedlicher Token, Fonds und Digital-Asset-Manager. Über Kooperationspartner werden darüber hinaus auch steuerliche und regulatorische Fragestellungen abgedeckt.

Kontakt

Ben Becker
E-Mail: b.becker@distributed-ledger-consulting.de
Phone: +49/251/981156-4070
Web: www.distributed-ledger-consulting.de

Erkenntnisse

BLOCKCHAIN – BASISTECHNOLOGIE?

FINTECHS IN DER SCHWEIZ

HERAUSGEBER: Thomas Ankenbrand, Andreas Dietrich und Denis Bieri, Institute of Financial Services Zug IFZ

TITEL: IFZ FinTech Study 2019. An Overview of Swiss FinTech

ZUSAMMENFASSUNG: Die neue Studie des IFZ gewährt einen Überblick über die Situation der FinTechs in der Schweiz. Grundlage dieser vierten Ausgabe der FinTech-Studie ist die Entwicklung im Jahr 2018. Von generellem Interesse sind das zweite, dritte und vierte Kapitel der Studie. Denn zunächst wird begrifflich-klassifikatorisch geklärt, was in der Studie überhaupt unter FinTech verstanden wird. Dabei wird erstmals eine „Begriffsmatrix“ verwandt, ein sogenanntes FinTech grid, um die Klassifikationsdimensionen „Produktorientierung“ und „technologische Basis“ differenzierter aufeinander zu beziehen. In Kapitel 3 wird mithilfe eines gleichfalls neuen PEST-Ansatzes das globale FinTech-Ökosystem abgebildet. Das vierte Kapitel gibt einen Überblick über die 403 weltweit führenden FinTech-Unternehmen. Damit ist der allgemeine bzw. globale Teil der Studie abgeschlossen, die restlichen Kapitel konzentrieren sich auf die FinTech-Entwicklung in der Schweiz. In Kapitel 5 wird zunächst der Schweizer FinTech-Sektor im Hinblick auf relevante politisch-rechtliche, wirtschaftliche, soziale und technologische Randbedingungen hin untersucht. In Kapitel 6 wird der Sektor dann auf Unternehmensebene analysiert. Kapitel 7 thematisiert, wie etablierte Banken auf die FinTech-Herausforderungen reagieren. Dem folgt mit Kapitel 8 eine kurze Schlussfolgerung plus Ausblick, wobei nicht nur auf die Wichtigkeit der FinTechs für den Standort Schweiz, sondern auch auf das Verhältnis von Lokalität (eher Fin) und Globalität (Tech) verwiesen wird, sondern auch darauf, dass nicht jede FinTech-Lösung die Unternehmensziele befördert. Es wird jedoch ferner darauf hingewiesen, dass mit dem weiteren Reifeschritt des FinTech-Segments 2018 und den vielfältigen Implementierungen auch die Realität gegenüber dem Hype an Macht gewonnen habe. Der Rest der Studie enthält Faktenblätter zu 149 Schweizer FinTech-Unternehmen, und dieser Studienteil nimmt den Raum zwischen den Seiten 90 und 167 ein. Ein wahrlich umfassender Überblick.

[Link zur Studie >>](#)

BLOCKCHAIN – VIELFALT DER ANWENDUNGEN

AUTOREN: F. Casinova, T.K. Dasaklis, C. Patsakisa, University of Piraeus

TITEL: A systematic literature review of blockchain-based applications: Current status, classification and open issues

ZUSAMMENFASSUNG: Die Studie gibt einen aktuellen Überblick über die Literatur zur Blockchain-Technologie und ihren vielfältigen Anwendungsbereichen. Basis des Literaturüberblicks sind einem mehrstufigen Filterprozess unterworfenen wissenschaftlichen Artikel und Reports, die in den vergangenen 10 Jahren in Fachzeitschriften und teils auch als „graue Literatur“ veröffentlicht wurden. Die Autoren identifizierten 9 Felder, auf denen die Blockchain-Technologie Anwendungen findet. Das sind: 1) Finanzbereich; 2) Identitätsnachweise; 3) Regierungs- bzw. Verwaltungshandeln /; 4) Internet der Dinge; 5) Gesundheit; 6) Bildung / Erziehung; 7) Sicherheit / Schutz der Privatsphäre; 8) Unternehmensorganisationen / Industrie; 9) Datenverwaltung. Diese Obergruppen werden in der Studie weiter in Untergruppen differenziert. Die Autoren fassen sodann jeweils die Grundaussagen der domänenspezifischen Literatur kompakt zusammen. Das Ziel, das sie damit verfolgen, ist, den gegenwärtigen „Stand der Technik“ in den einzelnen Anwendungsbereichen und die dabei relevanten spezifischen Merkmale der Blockchain-Technologie systematisch vorzustellen. Darüber hinaus diskutiert die Studie offene Fragen und Trends der verschiedenen Blockchain-Anwendungen nach Stand der Literatur. Das betrifft unter anderem die Geeignetheit von Blockchain für spezifische Zwecke, Probleme der Skalierbarkeit und Latenzzeit, Fragen des Energieverbrauchs und der verschiedenen Konsensalgorithmen, auch Blockchain im Lichte der Möglichkeit(en) von Quantencomputern – um nur einige Aspekte zu nennen.

Ein großer Vorteil des hier angezeigten Untersuchungs liegt in der Natur jeder gründlich durchgeführten Literaturstudie: über 10 Seiten listet sie 314 Studien und Reports auf, so dass Interessierte, die nach Fachartikeln und Expertenantworten im Zusammenhang mit der Anwendung der Blockchain-Technologie suchen, hier in jedem Fall fündig werden sollten.

[Link zur Studie >>](#)

SUPERREICHE RESILIENT GEGEN NACHLASSENDE WIRTSCHAFTSDYNAMIK

HERAUSGEBER: Frank Knight

TITEL: The Wealth Report 2019. The global perspective on prime property and investment

ZUSAMMENFASSUNG: Trotz abnehmender Wirtschaftsdynamik weltweit rechnet der Report von Knight Frank mit einer anhaltenden Reichtums- und einer stabilen Populationsvermehrung bei sehr Vermögenden. Im Segment der UHNWI, ausgeschrieben: Ultra-High-Net-Worth Individuals, vulgo den „Superreichen“ mit einem Nettogeldvermögen von 30 Millionen US-Dollar oder mehr, erwartet die Studie eine Zunahme von 22% oder 43.000 Personen über die nächsten fünf Jahre. Die Schlüsselerklärung dafür heißt Asien. Die Studie geht zudem davon aus, dass, egal, wie sich die Brexit-Farce weiter entwickelt, London zumindest 2019 die führende Metropole der Reichen weltweit bleiben wird. Die City beherberge die weltgrößte UHNWI-Bevölkerung, immer noch klar vor dem einzigen ernsthaften Konkurrenten, so Frank Knight, New York. Zumindest im UHNWI-Segment der Weltbevölkerung scheint das Empire also noch intakt zu sein und der nach 1918 offenkundig werdende Hegemoniewechsel innerhalb der angloamerikanischen Welt noch nicht vollzogen. Letzteres ist zwar nicht Gegenstand der Studie, dennoch zeichnet sie auch dieses Mal ein aktuelles Bild plus Naherwartungen der Weltbevölkerung der Superreichen unter besonderer Berücksichtigung von „prime property and investment“.

[Link zur Studie >>](#)

FINANZKOMMUNIKATION: DIE ROTE GEFAHR

AUTOREN: W. J. Bazley, H. Cronqvist und Milica Mormanny (University of Miami und Southern Methodist University)

TITEL: Visual Finance: The Pervasive Effects of Red on Investor Behavior.

ZUSAMMENFASSUNG: Die Farbe Rot signalisiert Gefahr. Das wirkt sich auch auf das Verhalten von Anlegern aus, denen man diverse Charts mit bunten, darunter roten Kurslinien oder Datenangaben vorlegt. Wer z.B. einen Aktien-Fonds bewirbt und in einem Schaubild dessen Kurslinie rot färbt, den einer Vergleichsgruppe oder der Benchmark aber schwarz, begeht einen Fehler. Umgekehrt sollte man vorgehen: Den eigenen schwarz oder blau, den der Vergleichsgruppe oder Benchmark rot, gerade wenn es tendenziell nach unten geht. Denn fol-

gende Erkenntnisse der auf Finanzsachverhalte angewandten Farbpsychologie präsentierte eine kürzlich upgedatete Studie der oben genannten Autoren: Wenn Investoren mit potentiellen Verlusten konfrontiert werden und diese in der Farbe Rot präsentiert werden, dann führt das zu 20% geringerer Risikoneigung als bei schwarzgefärbter Darstellung. Wenn Personen negative historische Aktienkursverläufe betrachten, dann reduziert eine rot gefärbte im Vergleich mit einer schwarz gefärbten Darstellung die zukünftig erwarteten Renditen signifikant. Zudem erhöht Rot Vorhersagefehler und Verzerrungen. Schließlich hat eine rote Repräsentation von Aktienkurs-Daten auch noch Wirkungen auf die Assetallokation: die Neigung, in fallende Aktien zu investieren, ist um 15% geringer als bei schwarzgefärbter Informationsübermittlung. Bei zwei Gruppen, die in die Untersuchung einbezogen wurden, waren diese Effekte allerdings nicht zu beobachten: bei Personen mit einschlägiger Farbenfehlsichtigkeit und Chinesen. Denn in China symbolisiert die Farbe Rot Wohlstand.

[Link zur Studie>>](#)

ASSET-ALLOKATION: INSTITUTIONELLE UND PRIVATE

AUTOREN: Andrew W. Lo, Alexander Remorov, Zied Ben Chaouch (MIT)

TITEL: Measuring Risk Preferences and Asset-Allocation Decisions: A Global Survey Analysis

ZUSAMMENFASSUNG: Die u.a. aufgrund ihres Teilnehmerumfangs wohl bislang einzigartige Studie untersucht Risiko- und Asset-Allokations-Verhalten von drei Investorengruppen 2015-2017: Privatanleger; Finanzberater und Institutionelle. In Bezug auf die Risiko-Präferenzen ergab sich das erwartete Bild: Privatanleger sind weniger risikogeneigt als Profis. In Bezug auf das Anlageverhalten in der mittleren Frist fanden die Autoren, dass Privatanleger sich mehrheitlich „extrapolativ“ (d.h. sie extrapolierten Entwicklungen der vergangenen 6 Monate in die Zukunft) bis „passiv“ verhielten. Insbesondere institutionelle Anleger handelten hingegen überwiegend als Contrarians: nach einer Phase der Kursanstiege in den vergangenen 6 Monaten bauten sie Positionen ab.

[Link zur Studie>>](#)

Bald Behavioral-Finance-Revolution?

BIAS-BIAS STATT IMMER BIAS, BIAS, BIAS?

Kognitive „Verzerrungen“ der Behavioral Finance: nur Illusionen?

Wenn Vermögensverwalter eine hohe Auszeichnung erhalten, ist das auch dem Private Banker eine Titelgeschichte wert. So geschehen in der letzten Ausgabe des Jahres 2017. Im Dezember 2017 überreichte in einer feierlichen Zeremonie zu Stockholm Hans Majestät Könungen höchstselbst einem sichtbar gerührten Vermögensverwalter den von der Schwedischen Reichsbank gestifteten Preis für Wirtschaftswissenschaften im Gedenken an Alfred Nobel. Wir berichteten darüber und erwähnten auch, dass damit schon der zweite helle Kopf von Fuller & Thaler Asset Management mit dem prestigeträchtigen Preis ausgezeichnet worden sei. Denn vor Richard Thaler hatte bereits 2002 der Director Emeritus dieser im kalifornischen San Mateo beheimateten Investment-Boutique für seine grundlegenden und aus Sicht der Neoklassik auch grundstürzenden Beiträge zur Verhaltensökonomik den Para-Nobelpreis der Wirtschaftswissenschaften erhalten. Das Forschungsprogramm der beiden Wissenschaftler lautet verkürzt mit einem Wort: Bias. Biases sind auch die Basis, auf der Fuller & Thaler Alpha zu generieren versprechen. Wir könnten also von der Bias-Basis dieser Vermögensverwaltung reden. Wir könnten jedoch auch die Möglichkeit eines Bias-Bias erwägen. Nämlich dann, wenn wir auf den Psychologen Gerd Gigerenzer und dessen Kollegen hören. Selbstverständlich hat der Private Banker über Gigerenzer auch schon berichtet: im Artikel „Wie der Anleger Harry den Professor Markowitz in sich austrickt“ (PB 02, 2015). Die Quintessenz war: einfache Heuristiken können unter bestimmten, angebbaren Bedingungen auch im Finanzbereich komplexe, mathematisch formulierte Strategien schlagen. Das steht im Gegensatz zu der vorherrschenden Lehre in der Verhaltensökonomik, die besagt, dass Heuristiken und intuitive Urteile Verzerrungen erzeugen. Auch neuere Forschungen zum Bias-Bias kommen zu einem anderen Ergebnis.

Bias-Bias: Die Explikation des Impliziten

Ein Bias ist eine kognitive Verzerrung relativ zu einem als wahr deklarierten Modell oder Bezugssystem. Die Bias-Arten, die Kahneman, Thaler und andere experimentell identifizierten und die heute in der verhaltensorientierten Finanzwissenschaft Gemeingut sind, beziehen sich in der Regel auf Wahrscheinlichkeitsschätzungen, die von mathematisch als



Was eine Verzerrung ist, ist relativ. Ist ein „Original“ nicht auch immer eine Verzerrung einer verzerrten Abbildung? Und gilt das nicht umso mehr, wenn die Abbildung ein Bild ist, das einen Eigenwert hat, das selber ein „Original“ ist, wie „Le Marin“ von Picasso. Was ist dann Original, was Verzerrung? Auch die Bias-Bias-Forschung zeigt, dass die Feststellung einer Verzerrung nicht so fest auf dem Boden steht, wie man meinen könnte. Es kommt auf den Kontext und das Referenzsystem an.

korrekt deklarierten Lösungen abweichen. In den letzten Jahren haben sich aber Hinweise gemehrt, dass nicht alle dieser Verzerrungen solche auch sind. Es stellte sich vielmehr heraus: die Diagnose einer kognitiven Verzerrung (Bias) kann

selber die Folge einer kognitiven Verzerrung (Bias) sein. Dafür hat sich der Begriff Bias-Bias etabliert.

Ein Bias-Bias ist dann gegeben, wenn sich ein Bias als bloßer Schein erweist, weil das zunächst als „wahr“ deklarierte Referenzmodell Rb selber einen Bias erzeugt. Der Bias-Bias lässt sich aber nur auf Basis eines kognitiv mächtigeren Referenzmodells Rbb identifizieren. Kognitiv mächtiger bedeutet, dass das Modell Rbb Aspekte oder Faktoren explizit abbildet, die im Modell Rb übersehen werden oder implizit bleiben.

Im Folgenden möchten wir einige Ergebnisse der neuesten Bias-Bias-Forschung referieren. Das betrifft zum einen den Bias-Bias im Rahmen des Bias-Varianz-Modells; dieses hilft die Frage klären, weshalb z.B. eine einfache Heuristik, wie die naive Diversifikation, unter Umständen bei der Geldanlage erfolgreicher ist als eine mathematisch komplexe Optimierungsstrategie. Zum anderen gehen wir auf in der Verhaltensökonomie etablierte Bias-Diagnosen ein, die sich auf Basis eines erweiterten Bedeutungs- oder Modellrahmens als falsch, d.h. selber als Bias erweisen.

Bias-Bias und Modellökonomie

Das Bias-Varianz-Modell zerlegt die Güte von Prognosen – etwa von Renditen – in zwei Komponenten: Erstens in die Fähigkeit der Mustererkennung; eine Rendite-Prognose ist im Hinblick auf diese Komponente umso besser, je geringer der „Bias“ bei der Mustererkennung des Renditeverlaufs ist. Zweitens in die Varianz der einer Schätzung zugrunde liegenden Daten aus unterschiedlichen Quellen; die Prognose ist hier umso besser, je geringer diese „Varianz“ ist. Eine Heuristik, wie etwa die naive 1/N-Diversifikation, schneidet nach Studien von de Miguel et al. (2009) und einer Reihe anderer Finanzwissenschaftler besser ab als etwa das Optimierungsmodell von Markowitz. Deutet man diesen Sachverhalt im Kontext des Bias-Varianz-Modells, dann gilt: die einfache 1/N-Heuristik ist zwar bei der Mustererkennung viel schlechter (aufgrund eines größeren Bias), sie ist aber bei der Varianz viel besser als das Markowitz-Modell. Der Grund für Letzteres ist: da im 1/N-Modell keine empirischen Daten verwendet werden, wird in diesem Modell die Varianz = 0 gesetzt. Weil nun beide Komponenten zur Güte einer Prognose beitragen, müssen auch beide berücksichtigt werden. Gerd Gigerenzer und Henry Brighton stellen aber etwa in dem 2015 im „Journal of Business Research“ veröffentlichten Aufsatz „The Bias-Bias“ fest, dass dies im Forschungsalltag vielfach nicht der Fall sei: Anwender komplexer Modelle beachteten häufig nur die Komponente „Mustererkennung“ (wo also etwa das Markowitz-Modell aufgrund eines geringeren Bias

besser ist), während sie den Effekt der Varianz (der Bereich, in dem die Heuristik im Vorteil sein kann) auf die Prognose ignorierten. Sie nennen diese Verzerrung zugunsten der „Bias-(Minderungs)-Komponente“ kurz: Bias Bias. Dieser Bias-Bias führe in der Tendenz, so Gigerenzer und Brighton, zur Überschätzung der Prognosegüte formaler Modellen und zur Unterschätzung der Leistungsfähigkeit einfacher Heuristiken.

Der Streit um naive Diversifikation

Eine Reihe von akademischen Studien zu Performancevergleichen, am prominentesten die Studien von deMiguel et al. (2009), zeigten, dass die naive 1/N-Diversifikation zu besseren Renditeergebnissen führt als formale Optimierungsmodelle. Deshalb wählten Gigerenzer und Brighton die 1/N-Heuristik als ein Beispiel für die häufig ignorierte Varianz-Komponente bei der Beurteilung der Prognosegüte. Allerdings kamen andere Finanzwissenschaftler bei Performancevergleichen zu gegenteiligen Ergebnissen (siehe hierzu den online zugänglichen Forschungsüberblick in: Allen, Lizieri, Satchell; 2013; „Mean-Variance versus 1/N: What if we can forecast?“ Cambridge Working Papers in Economics 1244). Allen et al. berichten, dass bereits bei minimaler Fähigkeit zur Prognose (im Sinne des Factor Investments) Optimierungsmodelle der naiven Diversifikation überlegen seien. Ein verbreiteter Kritikpunkt an den Ergebnissen von deMiguel et al. ist, dass das Zeitfenster der historischen Daten, die benutzt wurden, viel zu kurz gewesen sei. Wurden längere Zeitausschnitte gewählt, erwiesen sich die Optimierungsmodelle als erfolgreicher. Diesen Aspekt sprechen u.a. die Finanzwissenschaftler W. Kinlaw, M.P. Kritzman und D. Turkington aus dem Umfeld des CFA-Instituts in ihrem 2017 erschienen Buch „A Practitioner's Guide to Asset Allocation“ an, die empirisch gleichfalls eine Überlegenheit der Optimierungsmodelle nachweisen. Von besonderem Interesse ist in unserem Kontext aber die Ansicht dieser drei Finanzwissenschaftler, dass erfolgreiche Portfolio-Optimierung nicht die perfekte Schätzung von Returns und Risiko erfordere; vielmehr reichten plausible Schätzungen bei geschickter Datenreduzierung, um das 1/N-Modell schlagen zu können. Damit modifizieren sie aber das Optimierungsmodell in Richtung Heuristik: denn sie plädieren offenbar für ein Hybridmodell aus zur Intuition geronnener Erfahrung der Geldanlagepraktiker und dem Optimierungs-Ansatz der Finanz-Mathematiker. Das spricht dann nicht nur für das Optimierungsmodell, sondern auch für eine geeignete Heuristik-Beimischung. Übersetzt ins Bias-Varianz-Modell bedeutet das: der Bias eines heuris-

tisch vereinfachten Optimierungsmodells vergrößert sich aufgrund der Datenreduktion, während sich die Varianz des Modells verringert.

Bias-Bias und Verhaltensökonomie

Gigerenzer veröffentlichte kürzlich mit dem Aufsatz „Bias-Bias in Behavioral Economics“, Review of Behavioral Economics, 2018, 5: 303-336 (Link siehe unten) einen Literaturüberblick zu falschen Bias-Vorstellungen in der gegenwärtigen Verhaltensökonomie. Dabei wird ein diagnostizierter Bias im Rahmen eines kognitiv mächtigeren Referenzsystems Rbb rekonstruiert. Das hatte bei den im Folgenden referierten Fällen zwei Folgen: Erstens löste sich der diagnostizierte Bias auf und die scheinbar verzerrte Lösung erwies sich als „rational“. Zweitens erwies sich die zunächst als rational erachtete „wahre“ Ergebnis des Referenzmodells (Rb) selber als Bias.

Gigerenzer unterscheidet in diesem Rahmen drei Bias-Bias-Typen (BB):

- BB im Zusammenhang mit kleinen Stichproben.
- BB aufgrund der Verwechslung von unsystematischen (zufälligen) mit systematischen Fehlern
- BB wegen der Verwischung des Unterschieds von intelligenter Inferenz (bzw. Schlussfolgerung) mit logischen Fehlern.

Bias-Bias 1: Intuition und Wahrscheinlichkeit

Spätestens seit Kahnemann, Tverski und anderen gilt als ausgemacht, dass die menschliche Intuition bei der Beurteilung und Schätzung von Zufallsereignissen häufig irrt. Ein Beispiel ist der Wurf mit einer idealen Münze. Jede Seite der Münze – Kopf (K) oder Zahl (Z) – hat die Wahrscheinlichkeit von 50%, bei einem Wurf oben zu liegen; und bei einer Reihe von Würfeln sind die Ergebnisse pro Wurf bekanntlich voneinander unabhängig. Zwei Befunde der konventionellen Bias-Forschung lauten nun: Teilnehmer an Experimenten glauben, dass eine Reihe von Würfeln, deren Ergebnissequenz näher am langfristigen Erwartungswert (Gleichverteilung) liegt, wahrscheinlicher ist als eine Serie, bei der das nicht der Fall ist. So zeigen z.B. Studien, dass die Wahrscheinlichkeit der Reihe ZKZZK von Teilnehmern durchschnittlich höher eingeschätzt wird als die der Reihe ZZZZZ. Ein zweites Beispiel: Teilnehmer von Experimenten halten ein Muster, das eine größere Irregularität aufweist, für wahrscheinlicher als ein Muster, bei dem die Irregularität geringer ist. Z.B.: ZKKKZ sei wahrscheinlicher als ZKZKZK. Die gängige Diagnose dieser Ergebnisse lautet: beide Intuitionen sind falsch und daher Ausdruck eines Bias, weil nach den Wahrscheinlichkeitsgesetzen jede Sequenz gleich wahrscheinlich ist.

Nun kann man die Frage stellen, ob es sich dabei in jedem Fall um eine falsche Intuition bzw. eine Verzerrung handeln muss? Die Antwort, die Gigerenzer mit Bezug auf neuere und auch eigene Forschungsliteratur gibt, lautet: nein. Offenbar gibt es Fälle, in denen die als falsch monierten Intuitionen richtig sind. Nämlich dann, wenn für die „Umwelt“-Bedingungen der Experimente die Formel $k < n < \infty$ gilt. Dabei ist n = die Anzahl der Münzwürfe einer Wurfserie; und k = eine Sequenz bzw. ein Ausschnitt aus dieser Serie; ∞ ist das Unendlichkeitszeichen. Wenn also einer Serie von Würfeln n eine Sequenz der Länge k entnommen wird, und k kürzer als n ist, treffen die oben genannten Intuitionen über die Wahrscheinlichkeit zu. Wir bitten interessierte Leser diesen Zusammenhang im verlinkten Artikel von Gigerenzer am dortigen, auch tabellarisch verdeutlichten Beispiel nachzuvollziehen (Link siehe unten).

Damit wird für Fälle, in denen die Bedingung $k < n < \infty$ gilt, die vermeintlich verzerrte Intuition zur zutreffenden Intuition. Wenn man die „Unendlichkeit“ für den Erfahrungsraum endlicher Wesen wie den münzwerfenden Menschen weglässt, dann kommt es nur im Fall $k=n$ zu einem Bias, in allen anderen Fällen ist der vermeintliche Bias kein Bias. Damit wird der „Verzerrungstatbestand“ zum Sonderfall, während die Richtigkeit der Intuition der Regelfall ist. Die Spezifizierung der Bedingung k, n, ∞ durch $<, =$ bezeichnet Gigerenzer als ökologische Rationalität. Das sind die weiteren, von den traditionellen Verzerrungsstudien gar nicht beachteten Randbedingungen, unter denen sich ein Wahrscheinlichkeitsereignis empirisch realisiert.

Bias-Bias 2: Systematischer vs. unsystematischer Fehler

Ein anderes Problem ist die Verwechslung von systematischen Fehlern mit unsystematischen Fehlern, was offenbar häufiger zu einem falschen Bias-Befund führt. Darunter fällt auch ein in der Finanzforschung bekannter Bias, die Überschätzung niedriger Risiken und die Unterschätzung hoher Risiken. Diese Einschätzungsstruktur geht auch in die Gewichtungsfunktion der Prospect Theory ein. Nun zeigen aber Re-Analysen unter anderem von Gigerenzer zu diesem „Bias“, dass die zugrundeliegenden Datenmodelle „Noise“, also Zufallsrauschen, mithin unsystematische Fehler enthalten. Unsystematische Fehler führten dabei aber zur Regression zur Mitte, zu einem rein statistischen Effekt, der nicht als realer Effekt missdeutet werden darf. Gerade dies sei aber in den fraglichen Studien der Fall gewesen: das Muster, das der Bias-Diagnose zugrunde liegt, sei als systematische Abweichung fehlgedeutet worden, obwohl es auf unsystematische

Fehler zurückzuführen sei. Eine Re-Analyse habe gezeigt, dass Personen im Durchschnitt ziemlich akkurat Risiken in Form von Häufigkeiten zu schätzen imstande seien, wobei aber die unsystematischen Fehler groß sein könnten.

Bias-Bias 3: Framing

Framing ist ein weiterer Aspekt, auf den Gigerenzer eingeht. Ein einfaches Beispiel für Framing sind die beiden Sätze: a) Das Glas ist halb leer; b) das Glas ist halb voll. Beide Sätze sind formallogisch äquivalent, haben aber durch die Wörter „leer“ und „voll“ unterschiedliche Bedeutungs- und Assoziationskontexte. Es ist nun auch noch eine dritte, vollständig explizite Variante möglich: c) Das Glas ist halb leer oder halb voll. Alle drei Varianten finden in der Alltagssprache Verwendung, aber mit unterschiedlichen Intentionen. Wer sagt, das Glas ist halb leer, möchte damit etwas anderes ausdrücken als wer sagt, das Glas sei halb voll; wer Variante c wählt, macht dies, weil er auf die Varianten a und b Bezug nimmt, die er als bekannt unterstellt. Gigerenzer bezeichnet adäquate Schlussfolgerungen auf Basis unterschiedlicher semantischer Intentionen formallogisch äquivalenter Sätze als intelligentes Schließen (bzw. Inferenz). Jeder der drei Sätze führt demnach zu einer anderen intelligenten Inferenz. Studien zeigen darüber hinaus, dass bei Wahl der vollständig expliziten Aussage (Variante c) der Bias durch die beiden „Framing-Effekte“ a und b verschwindet.

Dieser Framing-Effekt ist u.a. deshalb im Zusammenhang mit Verhaltensökonomie von Interesse, weil er bei der Begründung der Prospect-Funktion eine Rolle spielt. Bezugnehmend auf das „Asian Disease Problem“ begründeten Tversky und Kahneman die reduzierte Risikoneigung nach Gewinnen und die erhöhte Risikoneigung nach Verlusten; dieses Muster ging in die Prospect-Funktion ein. Gigerenzer argumentiert nun wie folgt: Da in diesem Kontext Framing eine Rolle spielte und da Tversky und Kahneman nur auf die formallogische Äquivalenz achteten, hätten sie die Änderung des Bedeutungskontexts durch informationsverkürzendes „Framing“ als „Verzerrung“ gedeutet (im Beispiel oben analog Varianten a, b). Mache man die relevanten Aussagen hingegen vollständig explizit (siehe oben Variante c), dann würden auch die Framing-Effekte, die auf unvollständige Information zurückzuführen seien, verschwinden. Und damit würde auch der vermeintliche Bias verschwinden, der in Wahrheit sowie so als intelligentes Schließen zu interpretieren sei.

Schluss

Die Bias-Bias-Forschung fordert das vorherrschende „Paradig-

ma“ der experimentellen Verhaltensökonomie, die mit den Namen Kahneman, Tversky, Slovic oder Thaler verbunden ist, heraus. Das Bias-Varianz-Modell trägt mit dazu bei, zu erklären, weshalb Heuristiken, Intuitionen, Bauchentscheidungen unter bestimmten Umständen bei Schätzungen und Prognosen besser abschneiden als formale Modelle. Zwei wichtige Voraussetzungen hierfür sind: a) hohe ökologische Rationalität einer Heuristik; d.h. sie hat sich an die – etwa für Renditeschätzungen – relevante Umwelt im Laufe der Zeit durch implizites und explizites Erfahrungslernen gut adaptiert; b) hohe basale Unsicherheit in der Realwelt, die sich nur schwer in Wahrscheinlichkeiten übersetzen lässt. Der zweite Strang der Bias-Bias-Forschung zeigt, dass vermeintlich verzerrende Intuitionen etwa im Zusammenhang mit der Einschätzung von Wahrscheinlichkeiten durchaus „adäquater“ sein können als vermeintlich unverzerrte Ergebnisse, die aus mathematischen / logischen Referenzmodellen abgeleitet werden. Der Grund ist, dass die mathematischen / logischen Referenzmodelle inadäquat sind, wenn es darum geht, die Umweltbedingungen, unter denen entsprechende Intuitionen entstehen oder verwendet werden, abzubilden. Schließlich zeigte sich, dass ein Teil der verbreiteten Bias-Diagnosen einfach auf die fehlerhafte Anwendung formaler Modelle zurückzuführen ist und durch korrekte Anwendung derselben korrigiert werden können. Das Gemeinsame aller hier angesprochenen Bias-Bias-Varianten ist aber, dass sie auf einen Mangel der Explikation der relevanten Annahmen und Voraussetzungen zurückzuführen sind.

Man darf gespannt sein, wie sehr die Bias-Orthodoxie der Verhaltensökonomie respektive Behavioral Finance durch die neue Bias-Bias-Forschung revidiert werden muss.

[Link: „Bias-Bias in Behavioral Economics“](#)

firstfive-Sieger

FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 28.02.2019) der erfolgreichsten Vermögensverwalter. In der konservativen Risikoklasse dominiert der Rentenanteil. In der ausgewogenen Risikoklasse sind Renten und Aktien gleichgewichtet. In der moderat dynamischen Risikoklasse dominieren Aktien. Und in der dynamischen Risikoklasse wird nur in Aktien angelegt.

12 Monate, Risikoklasse: konservativ			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	1.53%	0.29	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Liqid Global 50
2.	1.36%	0.32	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt Strategie: Renditedepot
3.	1.23%	1.41	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Euro Renten Anlage
4.	1.20%	0.33	BERENBERG Joh. Berenberg & Gossler, Hamburg Strategie: Konservativ
5.	0.82%	0.24	Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: Konservativ

12 Monate, Risikoklasse: ausgewogen			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	4.64%	0.77	Berlin Portfolio Management GmbH, Berlin Strategie: ausgewogen II
2.	4.03%	0.47	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Value balanced
3.	2.74%	0.42	Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: Marktneutral
4.	2.27%	0.59	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Konservativ International II
5.	1.70%	0.22	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Liqid Global 70

12 Monate, Risikoklasse: moderat dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	7.46%	0.79	Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: Spezial
2.	4.33%	0.53	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Individuelles Aktien/Renditedepot II
3.	3.51%	0.40	Rhein Asset Management, Wasserbillig (Luxemburg) Strategie: RAM Global exibel
4.	1.78%	0.18	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Liqid Global 90
5.	1.61%	0.28	BW Bank / LBBW, Vermögensverwaltung, Stuttgart Strategie: Ausgewogen / Arche

12 Monate, Risikoklasse: dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	6.74%	0.65	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Moderat Dynamisch
2.	1.67%	0.19	Rhein Asset Management, Wasserbillig (Luxemburg) Strategie: Aktienmandat weltweit
3.	0.82%	0.10	Walser Privatbank AG, Riezern Strategie: Potenzial - Dynamisch
4.	0.82%	0.09	BTV Vermögensmanagement, Stadtforum, Innsbruck Strategie: VM Premium Offensiv
5.	0.77%	0.09	BW Bank / LBBW, Vermögensverwaltung, Stuttgart Strategie: Aktien: Standardwerte, Schwerg. Europa

5 Jahre: Risikoklasse: konservativ			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	27.85%	1.08	HUBER, REUSS & KOLL. Vermögensverw. GmbH, München Strategie: Renten Spezialmandat
2.	24.72%	0.92	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: individuelles internationales Renditedepot
3.	18.22%	0.73	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Konservativ Weltweit
4.	16.97%	0.97	Raiffeisen Vermögensverwaltung, Wien Strategie: ClassicInvest Sicherheit_neu
5.	16.51%	0.86	Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: EM Anleihen - Total Return

5 Jahre: Risikoklasse: dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	49.54%	0.87	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Moderat Dynamisch
2.	41.44%	0.71	BTV Vermögensmanagement, Stadtforum, Innsbruck Strategie: VM Premium Offensiv
3.	31.30%	0.61	Rhein Asset Management, Wasserbillig (Luxemburg) Strategie: Aktienmandat weltweit
4.	30.50%	0.53	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Equity
5.	30.34%	0.69	Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: Spezial