

Daniel Lock
Roland Hofmann (Hrsg.)

Investment Controlling im Financial Consulting

Zweckmässige Instrumente für Financial Consultants und Kunden

Reihe "Financial Consulting", Band 7-2012

Abteilung für Banking & Finance ABF
School of Management and Law
**ZHAW Zürcher Hochschule
für Angewandte Wissenschaften**

Investment Controlling im Financial Consulting
Daniel Lock
Roland Hofmann (Hrsg.)

Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften
Abteilung für Banking & Finance ABF Reihe "Financial Consulting", Band 7-2012
ISBN-13: 978-3-905745-63-4

Alle Rechte vorbehalten
© Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften, Winterthur 2012

Das ABF ist eine Abteilung der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften
www.abf.zhaw.ch

Begleitwort des Herausgebers

Die vorliegende Arbeit entstand als Master Thesis im Rahmen des Weiterbildungsstudiums Master of Advanced Studies (MAS) in Financial Consulting an der ZHAW School of Management and Law. Wir freuen uns, Ihnen mit dieser Online-Publikation der Reihe „Financial Consulting“ ausgewählte Arbeiten vorzustellen. Der Auswahlprozess berücksichtigt neben der Qualität der Arbeit auch deren Aktualität und Innovation.

Mit der Master Thesis wird festgestellt, ob die Studierenden fähig sind, selbständig eine Problemstellung aus dem Bereich der Unterrichtskurse schriftlich zu behandeln und mündlich vor Betreuer und Koreferent zu vertreten. Die Master Thesis wird während einer Zeitspanne von 12 Wochen verfasst. Danach erfolgt die mündliche Vertretung. Am Ende dieser Studienphase findet ein Kolloquium statt, in dem die Arbeiten des Studiengangs vorgestellt und diskutiert werden. Jedes Jahr bearbeiten Studierende so eine Fülle von Themen, die sich mit Fragen der privaten Finanzberatung auseinandersetzen.

Die Studierenden erarbeiteten die Master Thesis selbständig. Sie werden in diesem Prozess durch zwei Dozierende begleitet. Die Studierenden sind für die inhaltliche und formelle Gestaltung der Arbeit selbst verantwortlich. Sie haben sich einverstanden erklärt, dass die vorliegende Arbeit im Rahmen dieser Reihe veröffentlicht wird.

Reihe „Financial Consulting“

In dieser Reihe sind bisher folgende Online-Publikationen erschienen:

- | | |
|--------|---|
| 1-2010 | Rita Amrein
Hedge Funds – Sinn oder Unsinn für den Privatanleger
(ISBN 978-3-905745-32-0) |
| 2-2010 | Martin Soliva
Risikowahrnehmung privater Anleger aus Berateroptik
(ISBN 978-3-905745-33-7)
Preisträger Jefferies-Studienpreis 2010 |
| 3-2010 | Patrik Spillmann
Unterschiede bei Exchange Traded Funds (ETF)
(ISBN 978-3-905745-34-4) |
| 4-2010 | Thomas Bamert
Die Wiederanlage von Vorsorgegeldern
(ISBN 978-3-905745-35-1) |
| 5-2010 | Gabriela Gauderon
Auftragsrechtliche Aspekte der Willensvollstreckung
(ISBN 978-3-905745-36-8) |
| 6-2010 | Urs Kappeler
Lebzeitige Zuwendungen an den „bevorzugten“ Nachkommen
(ISBN 978-3-905745-37-5) |

- 7-2012 Daniel Lock
Investment Controlling im Financial Consulting
(ISBN 978-3-905745-63-4)
- 8-2012 Stephan Huwiler
WEF-Bezüge mit Mitteln der beruflichen Vorsorge und die Auswirkungen auf die Vorsorgeleistungen
(ISBN 978-3-905745-62-7)
- 9-2012 Jasmin Brun
Argumente für nachhaltige Anlagen in einem Wertschriftenportfolio
(ISBN 978-3-905745-61-0)

Die Online-Publikationen der Reihe „Financial Consulting“ sind abrufbar unter:

<http://www.zhaw.ch/de/zhaw/hochschul-online-publikationen/wirtschaft-management-recht.html>

MAS in Financial Consulting

Seit 1997 führt die ZHAW School of Management and Law den Master of Advanced Studies in Financial Consulting durch. Das Programm richtet sich an ambitionierte Mitarbeitende aus der Finanzdienstleistungsbranche. In einem zweijährigen, berufsbegleitenden Weiterbildungsstudium werden die Teilnehmenden zu einer ganzheitlichen, kompetenten und objektiven Finanzberatung der Privatkundschaft befähigt. Bisher haben über 400 Studierende das Studium erfolgreich abgeschlossen.

Abteilung für Banking & Finance ABF

Die Finanzintermediation ist Untersuchungsgegenstand der Lehre und der anwendungsorientierten Forschung und Entwicklung unserer Abteilung. Die Gliederung der Abteilung in die drei Zentren Banking & Finance, Alternative Investments & Risk Management, Risk & Insurance und in die Fachstelle für Accounting & Controlling widerspiegelt die thematischen Schwerpunkte unserer Lehr- und Forschungstätigkeit.

Die Abteilung für Banking & Finance orientiert sich an einem mehrdimensionalen Denk-Modell, das verschiedene Optiken verbindet: Die klassische Betriebsökonomie (basierend auf dem St.Galler Modell) wenden wir auf die Besonderheiten der Finanzsysteme und der Finanztechnik an. Im Zentrum steht vor allem die zunehmende Segmentierung der relevanten Anbieter- und Nachfragermärkte.

Im Rahmen unseres vierteiligen Leistungsauftrags – Lehre und Weiterbildung, anwendungsorientierte Forschung und Entwicklung und Dienstleistungen – fokussieren wir uns insbesondere auf folgende Themenbereiche:

- Alternative Investments
- Risk Management
- Analyse, Design und Optimierung von Wertschöpfungsprozessen
- Management Accounting und MIS

Neben der Behandlung der aktuellen Praxis geht es uns vor allem auch darum, neue Produktinnovationen, Prozessdesigns und Distributionsformen der Finanzindustrie frühzeitig zu antizipieren. Unsere Lehr- und Forschungstätigkeit ist primär Inland- und KMU-orientiert. Weiter Informationen finden Sie unter www.abf.zhaw.ch.

Winterthur, im Dezember 2012

Roland Hofmann
Studienleiter MAS in Financial Consulting

1 Management Summary

Im Rahmen des Financial Consultings werden Kapitalanlagen in Abstimmung mit den übrigen Elementen wie Vorsorge, Versicherungen, Steuern etc. getätigt. Während der Anpassungsbedarf in den übrigen Bereichen durch feste Termine oder Ereignisse ausgelöst wird, empfiehlt es sich, die Kapitalanlagen einer zusätzlichen periodischen Kontrolle zu unterziehen. Um dabei das Resultat der Kapitalanlagen im Hinblick auf seine Ziele optimieren zu können, muss der Privatanleger die typischen psychologischen Fallen vermeiden.

Im theoretischen Teil dieser Arbeit werden aus den Themenbereichen Financial Consulting, Investment Controlling und Behavioral Finance die für die empirischen Untersuchungen relevanten Aspekte herausgearbeitet und Zusammenhänge aufgezeigt.

Auf der Basis der erarbeiteten theoretischen Erkenntnisse werden im empirischen Teil Vermögensreportings verschiedener Finanzdienstleister untersucht, mit dem Ergebnis, dass diese wesentlichen Voraussetzungen für ein sinnvolles Investment Controlling nicht erfüllen und psychologische Aspekte kaum berücksichtigen. Zu einem ähnlichen Befund kommt auch die Analyse der Anlagekonzepte von Privatkunden.

Aus den Erkenntnissen des theoretischen und den Ergebnissen des empirischen Teils werden Lösungsansätze für ein optimiertes Vermögensreporting und für ein aussagekräftiges und strukturiertes so genanntes Investment Policy Statement abgeleitet. Zudem werden ein periodischer Anlage- und Kontrollprozess sowie die Verwendung von Szenarien für eine individuelle Ermittlung des Risikoprofils vorgeschlagen.

Mit Hilfe des Investment Controllings – basierend auf einem umfassenden Investment Policy Statement und auf einem optimierten Vermögensreporting – wird der Kunde bei der Erreichung seiner Ziele unterstützt. Dabei wird die Kundenbeziehung auf eine neue Basis gestellt, die über reines Vertrauen hinaus geht – hin zu einer Zusammenarbeit zwischen Kunde und Financial Consultant, welche die Ziele des Kunden in den Mittelpunkt der Beratung stellt.

2 Inhaltsverzeichnis

1	Management Summary	1
2	Inhaltsverzeichnis	2
2.1	Abbildungsverzeichnis.....	5
2.2	Tabellenverzeichnis	6
3	Einleitung	7
3.1	Ausgangslage	9
3.2	Ziel und Gliederung der Arbeit	9
3.3	Thesen	11
3.4	Abgrenzung	11
4	Theoretischer Teil	12
4.1	Financial Consulting	13
4.1.1	Definition.....	13
4.1.2	Ziele.....	15
4.1.3	Aufgabenteilung zwischen Kunde und Finanzberater	18
4.2	Investment Controlling	20
4.2.1	Definition.....	20
4.2.1.1	Monitoring	21
4.2.1.2	Kontrolle	22
4.2.1.3	Reporting.....	22
4.2.1.4	Ziele des Investment Controllings.....	23
4.2.2	Investment Policy Statement	24
4.2.2.1	Ziele	26
4.2.2.2	Anlagehorizont.....	26
4.2.2.3	Strategie	27
4.2.2.4	Benchmark	28
4.2.2.5	Anlagerichtlinien und Restriktionen	29

4.2.2.6	Aufgaben und Verantwortlichkeiten	31
4.2.3	Periodizität.....	31
4.2.4	Vermögensreporting.....	34
4.2.4.1	Ziele	34
4.2.4.2	Ausgangslage.....	35
4.2.4.3	Anlagerichtlinien.....	35
4.2.4.4	Standortbestimmung	35
4.2.4.5	Analyse	36
4.2.5	Risiko Management.....	37
4.2.6	Kosten.....	38
4.3	Behavioral Finance	39
4.3.1	Definition.....	39
4.3.2	Verlustaversion – Loss Aversion.....	41
4.3.3	Kurzfristige Verlustaversion – Myopic Loss Aversion	42
4.3.4	Gedankliche Buchhaltung – Mental Accounting.....	42
4.3.5	Rückschaufehler – Hindsight Bias	43
4.3.6	Verhinderung von Enttäuschungen – Regret Avoidance.....	44
4.3.7	Referenzpunkt – Reference Point.....	45
4.4	Fazit.....	46
4.4.1	Ziele.....	47
4.4.2	Aufgabenteilung und Performance Attribution	49
4.4.3	Periodizität und Angemessenheit	49
4.4.4	Vermögensreporting.....	50
5	Empirischer Teil	51
5.1	Analyse von Vermögensreportings.....	52
5.1.1	Prüfpunkte	53
5.1.1.1	Ziele	53

5.1.1.2	Ausgangslage	54
5.1.1.3	Anlagerichtlinien.....	54
5.1.1.4	Standortbestimmung	54
5.1.1.5	Analyse	55
5.1.1.6	Kosten	55
5.1.2	Untersuchungsergebnisse	55
5.1.2.1	Ziele	56
5.1.2.2	Ausgangslage	56
5.1.2.3	Anlagerichtlinien.....	56
5.1.2.4	Standortbestimmung	57
5.1.2.5	Analyse	57
5.1.2.6	Kosten	58
5.1.3	Zusammenfassung der Analyse der Vermögensreportings	58
5.2	Analyse von Investment Policy Statements	59
5.2.1	Datenlage.....	60
5.2.2	Prüfpunkte	60
5.2.3	Untersuchungsergebnisse	62
5.2.3.1	Ziele	62
5.2.3.2	Anlagehorizont.....	65
5.2.3.3	Strategie	66
5.2.3.4	Benchmark	68
5.2.3.5	Asset Allocation.....	68
5.2.3.6	Restriktionen	69
5.2.4	Zusammenfassung der Analyse der Investment Policy Statements	70
5.3	Analyse der Reporting-Häufigkeit	71
5.3.1	Ausgangslage.....	71
5.3.2	Untersuchungsergebnisse	71
5.3.3	Zusammenfassung der Analyse der Reporting-Häufigkeit.....	74

5.4	Analysen von Einstandskursen	75
5.4.1	Ausgangslage.....	75
5.4.2	Positionen mit unrealisiertem Verlust	75
5.4.3	Realisierung von Verlusten	76
5.4.4	Zusammenfassung der Analyse von Einstandskursen.....	78
5.5	Fazit	79
6	Lösungsansätze	80
6.1	Investment Policy Statement	81
6.2	Vermögensreporting	82
6.3	Periodizität des Anlageprozesses	85
6.4	Szenarien zur Visualisierung von Risiken	88
7	Schlussfolgerungen / Fazit / Schlussbetrachtung	90
8	Anhang	92
8.1	Literatur- und Quellenverzeichnis	92
8.2	Lebenslauf	95

2.1 Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Themengebiete des theoretischen Teils	12
Abbildung 2:	Schematische Darstellung eines Zielbaums	16
Abbildung 3:	Projektion und Standortbestimmung	48
Abbildung 4:	Übersicht des empirischen Teils	51
Abbildung 5:	Verteilung der Positionen mit unrealisiertem Verlust nach Mandatstyp	76
Abbildung 6:	Kursverlauf der Aktie Petroplus (Quelle: Bloomberg	77
Abbildung 7:	Anzahl Mandate mit Petroplus-Aktien	78
Abbildung 8:	Verteilung der Mandate mit Petroplus-Aktien	78

2.2 Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Beispiel einer Performance Attribution	37
Tabelle 2: Liste der untersuchten Reportings	52
Tabelle 3: Ziele in Investment Policy Statements	62
Tabelle 4: Art der Ziele in Investment Policy Statements	63
Tabelle 5: Einkommen als Ziel in Investment Policy Statements	63
Tabelle 6: Einkommen als Ziel in Investment Policy Statements	65
Tabelle 7: Anlagehorizont in Investment Policy Statements	65
Tabelle 8: Definition des Anlagehorizonts in Investment Policy Statements	66
Tabelle 9: Aussagekraft des Anlagehorizonts in Investment Policy Statements	66
Tabelle 10: Strategien in Investment Policy Statements	67
Tabelle 11: Bezug zwischen Strategie und Zielen in Investment Policy Statements	67
Tabelle 12: Benchmark in Investment Policy Statements	68
Tabelle 13: Asset Allocation in Investment Policy Statements	68
Tabelle 14: Restriktionen in Investment Policy Statements	69
Tabelle 15: Übersicht der Anzahl Reports	71
Tabelle 16: Anteil nach Reporttyp und Mandatstyp	72
Tabelle 17: Anteil aller Reports nach Periodizität und Mandatstyp	73
Tabelle 18: Anteil Vermögensreports nach Periodizität und Mandatstyp	73
Tabelle 19: Anteil Performancereports nach Periodizität und Mandatstyp	73
Tabelle 20: Anzahl Positionen nach Mandatstyp	75

Hinweis

In dieser Arbeit wird zur besseren Lesbarkeit bei Personenbezeichnungen ausschliesslich die männliche Wortform verwendet. Sie gilt sowohl für Frauen als auch für Männer.

3 Einleitung

Im Besprechungszimmer eines Finanzdienstleisters spielt sich folgende Szene ab: Der Finanzberater geht mit dem Kundenehepaar nochmals die Checkliste durch: der Ehevertrag ist aufgesetzt, die Testamente ebenfalls; die Hypothek wurde in zwei Tranchen mit unterschiedlichen Laufzeiten verlängert, die Lebensversicherung abgeschlossen und das freie Kapital wurde gemäss dem ermittelten Anlegerprofil und der daraus abgeleiteten Strategie in die entsprechenden Finanzinstrumente angelegt.

Ein paar Wochen nach der Erarbeitung des Finanzplanes konnten alle Punkte auf der Checkliste abgearbeitet werden. Die beiden Parteien sind mit dem Resultat zufrieden. Man kommt überein, den nächsten Termin zu vereinbaren, wenn sich irgendetwas im Leben des Ehepaares verändert. "Wenn Du wieder befördert wirst", lächelt der Mann seine Frau an. "Oder wenn Du Dich selbständig machst", antwortet ihm seine Frau. "Oder spätestens wenn in zwei Jahren die dritte Tranche der Hypothek fällig wird", schliesst der Finanzplaner und verabschiedet sich.

Zwei Jahre später sitzen sich das Kundenehepaar und der Finanzberater wieder gegenüber. Die Stimmung ist gereizt. Dies ist nicht auf die anstehende Verlängerung der Hypothek zurückzuführen, denn aufgrund gesunkener Zinsen kann die Hypothek wie geplant und sogar zu besseren Konditionen verlängert werden. Der Grund für die Verstimmung ist die Entwicklung der Kapitalanlagen.

Der aktuelle Wert des Portfolios liegt drei Prozent unter dem Stand von vor zwei Jahren. Man ist sich nicht mehr einig über die damals gewählte Strategie und über die Gründe, die zu deren Wahl geführt haben, sowie über die Annahmen, die bezüglich Wirtschaftsentwicklung getroffen wurden. Weiter ist das Ehepaar unglücklich darüber, dass der Marktkurs einiger Aktienpositionen unter dem Einstandskurs liegt. Zudem sucht der Ehemann im Vermögensausweis vergebens nach einer bestimmten Aktie, die ihm wichtig war. Der Finanzberater verweist auf die turbulenten Finanzmärkte im Vorjahr, auf den besprochenen Anlagehorizont und darauf, dass solche Schwankungen immer mal möglich sind.

Die weitere Zusammenarbeit ist in Frage gestellt, im Raum schweben Unklarheiten, Missverständnisse und Misstrauen.

Anhand dieser fiktiven Szenen aus einer Kunden-Finanzberater-Beziehung lassen sich die Problemfelder aufzeigen, die im Rahmen dieser Arbeit untersucht werden.

In der Literatur und in der Praxis wird in Bezug auf die Anlage des freien Vermögens die Aufmerksamkeit vor allem der Ermittlung des so genannten Investment Policy Statements, des Anlagekonzepts des Kunden gewidmet. Dazu werden mit Fragebögen und Checklisten verschiedene Facetten des Kunden betrachtet. Neben seiner familiären, steuerlichen und finanziellen Situation, die seine Risikofähigkeit definieren, werden seine finanziellen Ziele sowie sein Anlagehorizont erfragt und es wird versucht, seine Risikobereitschaft und Risikoneigung zu ermitteln. Teilweise wird dabei der Eindruck vermittelt, es handle sich um einen einmaligen Vorgang und es gebe nur eine einzige Gelegenheit dazu.

Wie in dieser Arbeit dargelegt wird, ist es selbstverständlich sehr wichtig, bereits zu Beginn ein möglichst klares Bild des Kunden zu erhalten. Jedoch können die Erfahrung und die Zusammenarbeit des Kunden mit dem Finanzberater im Laufe der Zeit zu einer Verbesserung der Selbsteinschätzung des Kunden, die das erste Anlagekonzept prägt, führen. Ebenfalls durch Erfahrung und Zusammenarbeit lernt der Berater zu unterscheiden, welche Verhaltensweisen des Kunden rational und welche irrational sind, so dass er versuchen kann, den Kunden darin zu unterstützen, rationale Entscheide zu fällen.¹

Dieser Vorgang gibt der periodischen Überprüfung der Kapitalanlagen und dem Investment Controlling eine zusätzliche Bedeutung, die über die reine Zahlenbeurteilung hinaus reicht.

Auch im Lichte der bestehenden und angedachten regulatorischen Anforderungen (European Markets in Financial Instruments Directive MiFID etc.) kann ein sinnvolles Investment Controlling einen wichtigen Beitrag leisten. Dabei sei an die Dokumentation der Entscheide, an deren nachvollziehbaren periodischen Überprüfung inklusive Vergleich mit den festgelegten Zielen und an die aus dieser Kontrolle abgeleiteten Massnahmen und Anpassungen der Ziele gedacht.

¹ Hens/Bachmann 2008, S. 105.

3.1 Ausgangslage

Im Rahmen des Financial Consultings werden mit dem freien Vermögen Kapitalanlagen in Abstimmung mit den übrigen Elementen (Vorsorge, Versicherungen, Steuern, Nachlassplanung etc.) getätigt. Während die übrigen Elemente eher von fixen Parametern oder Ereignissen bestimmt werden und sich eine Adjustierung vor allem dann aufdrängt, wenn wesentliche Eckpunkte sich ändern (Arbeitsstellenwechsel, Wohnortswechsel, Scheidung, Nachwuchs etc.), empfiehlt es sich, die Kapitalanlagen einer periodischen Prüfung zu unterziehen.

Im Rahmen dieser Prüfung sollen der Financial Consultant und der Kunde die Entwicklung der vorgenommenen Kapitalanlagen überwachen, die sich ändernden Anlage Risiken erkennen und die zugrunde liegenden Annahmen und Erwartungen verifizieren. Eine realistische und objektive Einschätzung der Entwicklung der Kapitalanlagen soll die Diskussion zwischen Financial Consultant und Kunden auf eine sachliche Basis stellen und das gemeinsame Verständnis verbessern. In diesem Prozess sollen auch die Erkenntnisse aus der Behavioural Finance und die bekannten psychologischen Fallen berücksichtigt werden. Zudem soll mit diesem Prozess durch die Umsetzung der ermittelten Erkenntnisse und begleitet von entsprechenden Erklärungen eine Verbesserung der Financial Literacy des Kunden angestrebt werden.

3.2 Ziel und Gliederung der Arbeit

Mit dieser Arbeit hat sich der Autor zum Ziel gesetzt zu untersuchen, in welcher Form ein sinnvolles Investment Controlling für den Bereich der Kapitalanlagen innerhalb des Financial Consultings einen Nutzen für Kunde und Financial Consultant bringen und die Erreichung der im Finanzplan definierten Ziele des Kunden unterstützen kann.

Diese Arbeit gliedert sich grob in einen theoretischen und einen empirischen Teil mit anschließender Präsentation von Lösungsansätzen und Schlussfolgerungen.

Im theoretischen Teil werden die drei Themenbereiche Financial Consulting, Investment Controlling und Behavioral Finance behandelt. Nach einer kurzen Einführung in das Thema werden aus jedem Bereich diejenigen Aspekte näher beleuchtet, die als relevant für diese Arbeit betrachtet werden. Beim Financial Consulting wird der Fokus auf die Zielsetzungen und die Aufgabenteilung im Zusammenhang mit den Kapital-

anlagen gelegt. Im Bereich Investment Controlling sind es die einzelnen Prozessschritte und deren Periodizität, das so genannte Investment Policy Statement als Abbild der Vorgaben des Kunden und das Vermögensreporting zur Standortbestimmung sowie das Risiko Management und die Kosten. Beim Thema Behavioral Finance schliesslich geht es darum, auf die Konzepte der relevanten Anomalien einzugehen. Im Fazit dieses Teils werden diejenigen Elemente aus Investment Controlling und Behavioural Finance ermittelt, die das Potenzial für Synergien und Zusatznutzen für Financial Consultant und Kunden haben.

Die Erkenntnisse im Theorieteil dienen als Grundlage für den empirischen Teil. Im Rahmen dieses Teils werden im ersten Schritt Kundenreportings verschiedener Finanzinstitute hinsichtlich der Berücksichtigung der gewonnenen Erkenntnisse untersucht. Im zweiten Schritt werden Investment Policy Statements in Bezug auf die Formulierung von Zielen, die Definition einer Asset Allocation und einer Benchmark, die Festlegung eines Anlagehorizontes sowie die Verwendung von Szenarien für die Betrachtung von Risiken analysiert. Die Analyse der Häufigkeit, mit der Kunden von ihrem Finanzinstitut Informationen zu ihrem Vermögen erhalten, erfolgt als dritter Schritt. Schliesslich werden zwei Untersuchungen im Zusammenhang mit dem Einstandskurs von Anlageinstrumenten beschrieben.

Aus der Kombination der Erkenntnisse aus dem theoretischen und der Ergebnisse aus dem empirischen Teil werden in Kapitel 6 Lösungsansätze erarbeitet. Dabei werden drei Schwerpunkte gesetzt, nämlich auf die Dokumentation der Vorgaben des Kunden, auf das Reporting rund um die Kapitalanlagen sowie auf die Häufigkeit, mit der die Kapitalanlagen an die Vorgaben angepasst werden. Zudem wird auf die Verwendung von Szenarien zur Visualisierung von Risiken eingegangen.

Im abschliessenden Kapitel werden die Schlussfolgerungen des Autors präsentiert und mögliche weiter führende Schritte aufgezeigt.

3.3 Thesen

1. Ein auf die Bedürfnisse von Privatkunden abgestimmtes Investment Controlling für die Kapitalanlagen innerhalb des Finanzplanes nützt sowohl dem Kunden als auch dem Financial Consultant und unterstützt die Erreichung der im Finanzplan definierten Ziele.
2. Eine präzise und strukturierte Dokumentation der Vorgaben des Kunden und der getroffenen Entscheide ist unabdingbar für ein zielgerichtetes Investment Controlling.
3. Ein Investment Reporting, das die Erkenntnisse aus der Behavioral Finance berücksichtigt, ist das zentrale Hilfsmittel für das Investment Controlling und für die Vermeidung der Verhaltensfallen.

3.4 Abgrenzung

Der in dieser Arbeit behandelte Themenbereich soll eingeschränkt werden. Aus diesem Grund wird nicht vertieft auf die Erarbeitung des Kundenrisikoprofils eingegangen. Es wird davon ausgegangen, dass das Risikoprofil nach den Erkenntnissen der Behavioral Finance, wie sie in der Literatur (z.B. in Hens/Bachmann 2008) oder im Konzept der Geldpersönlichkeit² beschrieben sind, vorgenommen wurde, das heisst im Wesentlichen, dass im Kundengespräch systematisch – mit oder ohne Hilfe eines Fragebogens – die Risikofähigkeit, die Risikoneigung und –präferenzen des Kunden ermittelt und dokumentiert wurden.³

² Siehe www.geldpersoenlichkeit.ch (19.06.2012)

³ Hens/Bachmann 2008, S. 117f.

4 Theoretischer Teil

Im theoretischen Teil der Arbeit werden die Grundlagen für die empirischen Untersuchungen erarbeitet. Er besteht aus drei Themenbereichen, nämlich dem Financial Consulting, dem Investment Controlling und der Behavioral Finance. Für alle drei Themen werden nach einer kurzen allgemeinen Einführung diejenigen Elemente genauer betrachtet, welche für die Untersuchungen als relevant erachtet werden.

In der folgenden Grafik soll visualisiert werden, dass alle drei Themengebiete Berührungspunkte haben. Im Mittelpunkt dieser Arbeit steht die gemeinsame Schnittfläche aller drei Bereiche. Hier wird sowohl das Potenzial für Synergien als auch ein Zusatznutzen für den Kunden und den Financial Consultant erwartet.

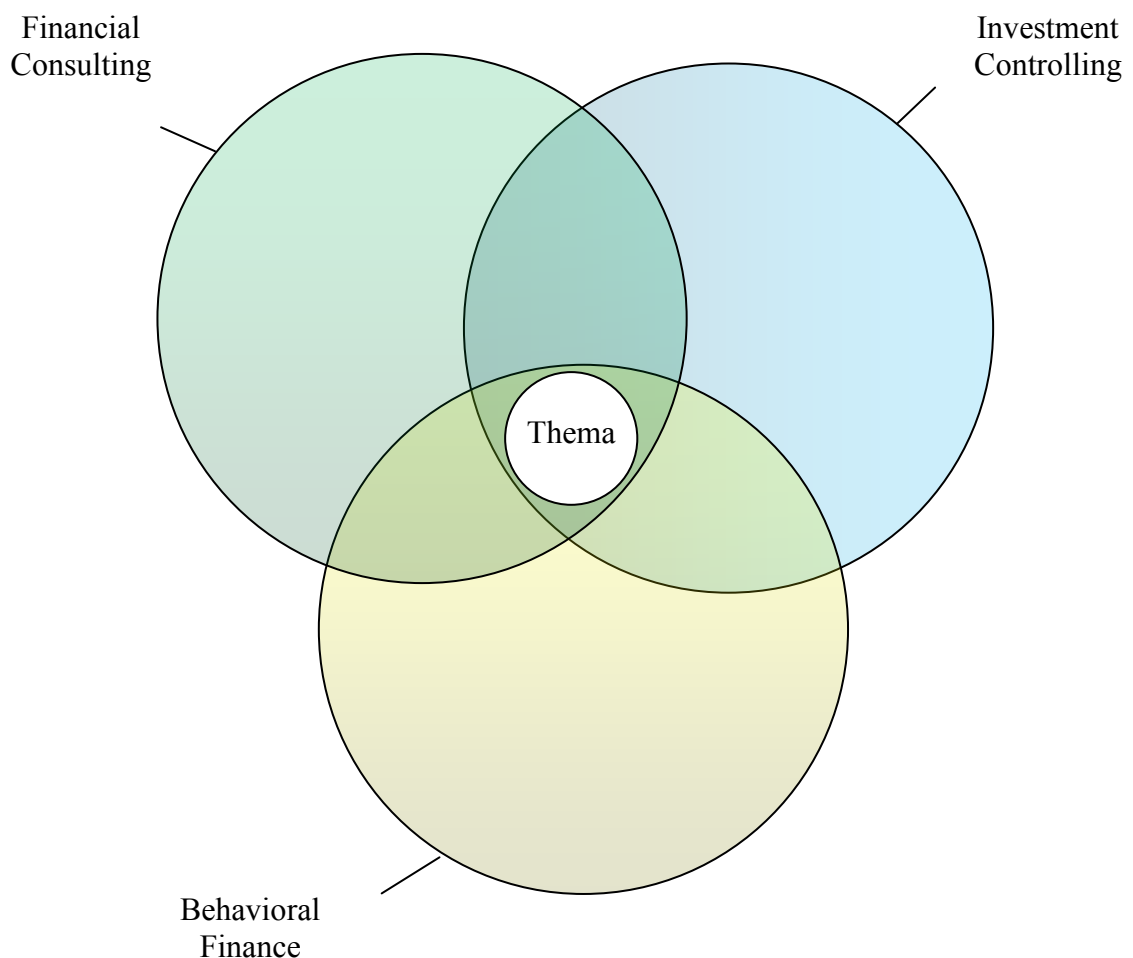


Abbildung 1: Themengebiete des theoretischen Teils

4.1 Financial Consulting

4.1.1 Definition

Kruschev definiert die Private Finanzplanung als "ein kontinuierlicher, bedarfsorientierter und interaktiver Beratungsprozess zur Ermittlung der finanziellen Ziele eines Anlegers und der Wegfindung für deren umfassende Realisierung im Rahmen einer langfristig und strategisch ausgerichteten individuellen Analyse, die von qualifizierten Spezialisten mit Hilfe von computergestützten Beratungswerkzeugen gegen Vergütung erstellt wird."⁴

Besonders interessant erscheinen dabei die Interaktivität, d.h. die Zusammenarbeit zwischen Kunde und Finanzberater, die Hervorhebung von langfristigem Zeithorizont und strategischem Vorgehen, welche sich gegenseitig bedingen, sowie der Anspruch, alle relevanten Aspekte zu berücksichtigen. Die typischen Bereiche des Financial Consultings sind:

- Vorsorge (1. Säule, 2. Säule, 3. Säule)
- Versicherungen
- Steuern
- Liquidität, Budget
- Finanzierung
- Wohneigentum, Immobilien
- Güter-/Erbrecht, Nachlass
- Kapitalanlagen

Im Rahmen der Vorsorge werden die drei möglichen und dafür vorgesehenen Säulen betrachtet. Ziel ist primär die Sicherung des Lebensstandards im Alter. Die Themen reichen von der Sicherstellung der Rente aus der 1. Säule über die steueroptimierten Einzahlungen in die berufliche Vorsorge und Auszahlungen aus der 2. Säule. Auch die freiwillige 3. Säule kann für den steueroptimierten Vermögensaufbau verwendet

⁴ Hofmann 2011, Seite 41, zitiert: Wesselin Kruschev, *Private Finanzplanung*, Gabler 1999, Seite 21.

werden. Neben Steueroptimierung, Kapitalaufbau und Rentenplanung gilt es bei der 1. und 2. Säule die Versicherungsleistungen zu prüfen.

Für den Fall von Invalidität, Tod und Alter können diese Versicherungsleistungen durch zusätzliche Massnahmen ergänzt werden. Beim Thema Versicherungen geht es um die Absicherung von Leben und Eigentum, es wird also die Situation bezüglich Lebens- und Sachversicherungen geprüft und allfällige Lücken geschlossen.

Die Steuern stellen ein übergreifendes Thema dar, das in allen Bereichen der Finanzplanung berücksichtigt und im Rahmen der Möglichkeiten optimiert werden soll, indem die jeweiligen Massnahmen aufeinander abgestimmt werden, auch hinsichtlich der zeitlichen Komponente. Typischerweise können Steuern im Zusammenhang mit dem Einkommen, dem Vermögen, den Kapitaleistungen, Erbschaften und Grundstückgewinnsteuern anfallen.

Das Einkommen ist ein wesentlicher Teil der Liquiditäts- und Budgetplanung. In diesen Bereich fallen natürlich auch die Ausgaben, die Fristigkeiten von Festgeldanlagen und die Verfügbarkeit der liquiden Mittel.

Quasi als Gegenseite kann die Finanzierung betrachtet werden, die zur Beschaffung von Liquidität eingesetzt werden kann. Verschiedene Arten von Krediten sind möglich und auch hier gilt es, die zeitliche Komponente sowie die Besteuerung zu prüfen.

Häufig kommt die Finanzierung beim Erwerb von Immobilien und Wohneigentum zum Tragen. Dabei gibt es beispielsweise die Tragbarkeit zu berechnen, die Nutzung und den Unterhalt zu planen sowie die Weitergabe des Objektes zu regeln.

Diese Regelung fällt in den Bereich von Ehe- und Erbrecht. Dieser umfasst vielfältige Aspekte wie die Art des Güterstandes von Eheleuten, die erbrechtlich relevante Familienkonstellation und die Wahl der Mittel, um die gewünschte Verteilung des Nachlasses zu regeln.

Als letzter Bereich einer typischen Finanzplanung soll hier auf die Kapitalanlagen eingegangen werden. Diese stehen im Mittelpunkt dieser Arbeit. Unter Kapitalanlagen wird hier das freie Kapital verstanden. In diesen Bereich fällt also jener Vermögensteil im Finanzplan, der auf- oder ausgebaut werden soll, über den der Kunde frei verfügen und der durch Kunden verwaltet werden kann – und soll. Normalerweise beschränkt

sich diese Freiheit jedoch auf die Wahl der Anlageinstrumente, denn im Rahmen des Finanzplans werden Ziele definiert, die mit diesem Kapital erreicht werden wollen.

Eine Besonderheit des Bereichs Kapitalanlagen liegt im Vergleich zu den anderen Bestandteilen der Finanzplanung auf der zeitlichen Ebene. Bei der Erstellung des Finanzplans wird die Situation des Kunden umfassend analysiert und anschliessend werden die entsprechenden Massnahmen eingeleitet. Sind dann die Verträge unterschrieben, werden weitere Schritte erst fällig, wenn bestimmte Ereignisse eintreten. Ein Stellenwechsel führt zu Änderungen in der Vorsorgesituation, Nachwuchs führt zur Anpassung von Erbverträgen oder eine Scheidung zur Aufteilung von Wohneigentum.

Während also die von Farkas-Richling und Staab postulierte Notwendigkeit, die Finanzplanung im regelmässigen Abstand von ca. 18-24 Monaten bzw. beim Eintritt unerwarteter Ereignisse zu aktualisieren,⁵ für die Gesamtbetrachtung plausibel ist, erscheint sie in Bezug auf die Kapitalanlagen als zu grosszügig. Bei der Verwaltung des freien Vermögens besteht nämlich die Gefahr, mangels eines konkreten Anlasses, der Entwicklung zu wenig Aufmerksamkeit zu schenken. Jedoch ist es für die Erfüllung des Finanzplans wichtig, dass auch die Kapitalanlagen das vorgegebene Ziel erreichen, da sonst wahrscheinlich auch die anderen Ziele nicht erreicht werden können. Deshalb soll das freie Vermögen einer periodischen Prüfung unterzogen werden.

Im Folgenden wird vertieft auf zwei Aspekte eingegangen, die für die Untersuchungen besonders von Bedeutung sein werden, nämlich den Zielen für die Kapitalanlagen und der Aufgabenteilung bei der Verwaltung dieses Vermögensteils.

4.1.2 Ziele

Die Basis für den Finanzplan besteht neben der Aufnahme der finanziellen IST-Situation des Kunden und seines Persönlichkeitsprofils aus der Erfassung seiner finanziellen und persönlichen Ziele. Normalerweise hat ein Kunde nicht nur ein Ziel, sondern mehrere Ziele,⁶ so dass – aus Sicht einer strukturierten Finanzplanung – einerseits ein Ziel mehrere Bereiche betreffen kann, andererseits mehrere Ziele Auswirkungen auf den

⁵ Farkas-Richling/Staab 2003, S. 215.

⁶ Hens/Bachmann 2008, S. 217f.

gleichen Bereich haben können. So kann der Wunsch nach einem neuen Eigenheim zu einem vorsorgerelevanten Kapitalbezug aus der 2. Säule, später zu einem steuerrelevanten Umzug in einen anderen Kanton und schliesslich zu einer Anpassung des Erbvertrages führen. Der Bereich Kapitalanlagen wiederum kann durch die Ziele, den Kindern in zehn Jahren eine Ausbildung finanzieren, später eine Ferienwohnung im Ausland kaufen und schliesslich aus dem Vermögen einen Zustupf zur Rente generieren zu können, tangiert werden.

Um eine Übersicht der Ziele zu erhalten, ist die Darstellung in einem Zielbaum denkbar.

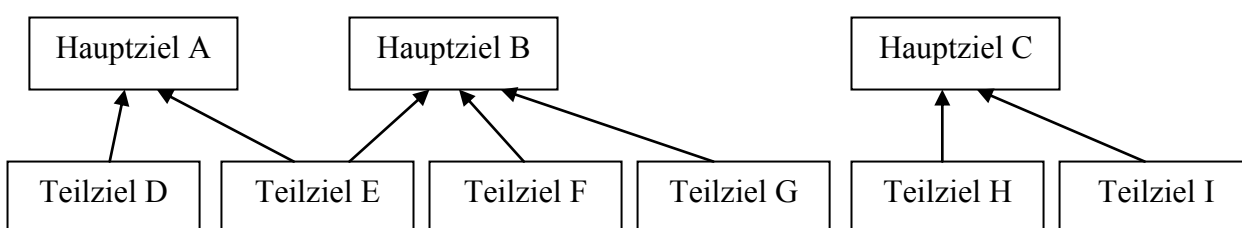


Abbildung 2: Schematische Darstellung eines Zielbaums

Der Zielbaum eines Kunden ist nicht statisch und ändert sich im Laufe der Zeit mit den Änderungen der Verhältnisse des Kunden.⁷ So können (unerwartete) grosse Geldzuflüsse (z.B. Lottogewinn) oder Abflüsse das Gesamtvermögen des Kunden verändern und haben damit auch Konsequenzen auf das in den Kapitalanlagen investierte Teilvermögen. Damit können sich die Rendite-/Risikoerwartungen ändern und eine Anpassung der Ziele für das verwaltete Teilvermögen aufdrängen. Auch familiäre Veränderungen wie Heirat oder Kindergeburt können die Rendite-/Risikoerwartungen beeinflussen. Dabei gilt es zu unterscheiden zwischen einer veränderten Risikofähigkeit und der Risikoneigung des Kunden.⁸

Analog zu den Zielen kann auch das Vermögen strukturiert werden. In einem ersten Schritt muss das Gesamtvermögen als Ganzes betrachtet werden.⁹ Auf der Gesamtebene wird vor allem sichergestellt, dass das Gesamtrisiko zu Risikofähigkeit und Risiko-

⁷ Maginn 2007, S. 684

⁸ Maginn 2007, S. 684f.

⁹ Weber 2007, S. 168.

neigung des Kunden passt.¹⁰ In einem zweiten Schritt kann das Gesamtvermögen in Teilvermögen aufgegliedert werden. Entsprechend können die Ziele, die für das Gesamtvermögen formuliert werden, in Teilziele für die Teilvermögen aufgeteilt werden. Für ein sinnvolles Investment Controlling müssen die Teilziele und das oder die Teilvermögen aufeinander abgestimmt sein.

Für diese Arbeit wird eine solche sinnvolle Übereinstimmung der Teilziele und des betrachteten Teilvermögens angenommen. Fälle von einer Abweichung dieser Annahme sind beispielsweise das Anwenden der Gesamtziele auf das in Kapitalanlagen investierte Teilvermögen oder die Überschneidung von Teilzielen und Teilvermögen.

Als Beispiel kann der Fall einer 85-jährigen Kundin dienen, die hohe, garantierte Rentenbezüge und deshalb – bezogen auf ihr Vermögen – eine hohe Risikofähigkeit hat. Sie verfügt neben dem garantierten Einkommen und einiger Immobilien noch über Kapitalanlagen im Wert von 10% ihres Gesamtvermögens. Berücksichtigt man für dieses Teilvermögen ihre Gesamtziele, käme eine (zu) defensive Strategie zur Anwendung, während bei einer Betrachtung der Teilziele eine risikvollere Strategie umgesetzt werden kann.

Im zweiten Fall könnte das Teilziel, einen Teil des Vermögens in Immobilien zu halten, falsch umgesetzt dazu führen, indem neben einer Wohnimmobilie zusätzlich Kapitalanlagen in Immobilienfonds getätigt werden, was dann gesamthaft einen zu hohen Anteil an Immobilienrisiken im Gesamtvermögen darstellt.

Für das definierte Teilvermögen, das in Kapitalanlagen investiert wird, wird eine Renditeerwartung formuliert, da sie "hinsichtlich der späteren Kundenzufriedenheit eine wesentliche Rolle [spielt]"¹¹. Zudem wird diese Renditeerwartung als Maßstab für die Entwicklung der Teilvermögens verwendet.

Anhand der Vorgaben ist es "dem Berater nun möglich, die taktische Asset Allocation umzusetzen und konkrete Anlagevorschläge mit Titelselektion festzulegen. Berücksichtigt werden dabei unter anderem Kundenwünsche, etwa die Vorliebe für aktive oder

¹⁰ Hens/Bachmann 2008, S. 227.

¹¹ Harr 2010, S. 47.

passive Anlageinstrumente oder die Messung der relativen oder absoluten Benchmark."¹²

Wie im Kapitel 4.3.4 dargelegt wird, ist die Gliederung in Teilziele und Teilvermögen nicht ungefährlich, denn die Teilziele sind ja nicht völlig unabhängig voneinander, auch wenn sie so weit wie möglich widerspruchsfrei sein sollten. In Bezug auf die Gefahr, durch die Bildung von Teilvermögen und Teilzielen sich der gedanklichen Buchhaltung auszusetzen, meint Hens, dass nicht jede Aufteilung per se irrational sei, denn die Vorteile der Diversifikation seien den Nachteilen einer erhöhten Komplexität der Gesamtvermögensstrategie gegenüberzustellen.¹³ So könne es für Anleger mit klar definierten Teilzielen sinnvoll sein, diese separat zu betrachten.

Auf die gleiche Weise mit der Erstellung eines separaten Baums kann verfahren werden, um allfällige Einschränkungen des Kunden abzubilden. Typische Restriktionen können die Liquidität, den Zeithorizont, steuerliche Aspekte, rechtliche und regulatorische Faktoren und kundenspezifische Umstände betreffen.¹⁴ Schliesslich kombiniert man die beiden Bäume und leitet für den betreffenden Bereich die Ziele und Einschränkungen ab.

4.1.3 Aufgabenteilung zwischen Kunde und Finanzberater

Eine klare Definition der Arbeitsteilung zwischen Financial Consultant und Kunde ist aus verschiedenen Gründen wichtig. Aus rechtlicher Sicht geht es darum festzuhalten, wie genau der Auftrag an den Financial Consultant lautet, um daraus die Verantwortlichkeiten (und die damit verbundene Haftung) abzuleiten. So sollte geklärt werden, wer welche Überwachungsfunktionen hat, wer für die Transaktionen zuständig ist, wer dabei die Kosten überprüft etc.

Um später den Anlageerfolg analysieren und nützliche Schlüsse daraus ziehen zu können, sollten auch die Rollen im Anlageprozess definiert werden. Im Wesentlichen

¹² Harr 2010, S. 47.

¹³ Hens/Bachmann 2008, S. 8.

¹⁴ Maginn 2007, S. 15.

geht es hierbei darum, wer für die Anlageziele, die Strategie, die Taktik und die Umsetzung zuständig ist.

Für die folgenden Ausführungen wird beispielweise davon ausgegangen, dass die Ziele vom Kunden vorgegeben werden. Die passende Strategie wurde vom Financial Consultant zusammen mit dem Kunden ermittelt und von diesem schliesslich als Basis für den Auftrag bestätigt. Der Auftrag an den Financial Consultant erlaubt es diesem, taktische Abweichungen von der Strategischen Asset Allocation vorzunehmen und entsprechende Transaktionen vorzunehmen. Da alle Anlagen in Form von Fonds vorgenommen werden, obliegt dem Finanzberater zwar die Selektion der Fonds, jedoch wird damit die konkrete Anlage in Einzeltitel dem jeweiligen Fondsmanager übergeben. Wie wir später sehen werden, erlaubt eine solche klare Rollenverteilung eine Zuordnung des erzielten Anlageerfolgs auf die verschiedenen Anlageschritte. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse zeigen auf, an welcher Stelle der Hebel anzusetzen ist.

Eine Variante der Aufgabenteilung stellt die Vergabe eines oder mehrerer Vermögensverwaltungsaufträge dar. Der Vermögensverwaltungsauftrag des (Teil-)Vermögens wird üblicherweise einem Finanzinstitut vergeben. Für mehrere Teilvermögen können verschiedene Anbieter berücksichtigt werden. Beim klassischen Vermögensverwaltungsauftrag, wie er von den meisten hiesigen Finanzdienstleistern angeboten wird, übernimmt eine zentrale, spezialisierte Einheit die Verwaltung der Vermögensverwaltungsmandate. Neben der Bündelung von Know-how werden Einheitlichkeit und Effizienz bei der Verwaltung angestrebt.

Basis für den Auftrag ist das Anlagekonzept, auf das im Kapitel 4.2.2 näher eingegangen wird. Im so genannten Investment Policy Statement werden vom Kunden die Anlagestrategie, die Anlagerichtlinien, ein Vergleichsmassstab (Benchmark) und allfällige Restriktionen festgehalten, an die sich der Vermögensverwalter zu halten hat. Aufgrund der verhältnismässig hohen Managementkosten lohnt sich ein solches Mandat normalerweise nur ab einer bestimmten Vermögensgrösse, weil sich die Kosten nur bei Beanspruchung des Know-hows für die Titelselektion lohnen und zugleich das Verhältnis von Mindestanzahl von Einzelanlagen (Diversifikation) zu Mindestpositionsgrösse und Transaktionskosten sinnvoll sein soll.

Dafür darf bei einem Vermögensverwaltungsauftrag ein Investment Controlling für das verwaltete Vermögen erwartet werden, das die Einhaltung der Vorgaben und der von der FINMA anerkannten Richtlinien sicherstellt.

Da sich jedoch nicht alle Privatkunden einen oder mehrere Vermögensverwaltungsaufträge bei einem Finanzinstitut leisten können oder wollen, ist in diesen Fällen ein sinnvolles Investment Controlling separat sicherzustellen.

Ein weiterer Grund für ein separates Investment Controlling ist die Konsolidierung von mehreren Teilvermögen, die an verschiedenen Orten verwaltet werden. Damit wird auch die Unabhängigkeit dieser wichtigen Aufgabe sichergestellt.

4.2 Investment Controlling

4.2.1 Definition

Das Investment Controlling ist eine Funktion innerhalb der Vermögensverwaltung, die sich mit der unabhängigen Überwachung und Kontrolle der Qualität bei der Umsetzung von Vermögensverwaltungsmandaten befasst. Das Ziel dieses Prozesses ist es, Performance und Qualität zu gewährleisten, um dem Kunden den erwarteten Nutzen zu bieten.¹⁵

Entscheidungsorientierte Informationen über die Qualität und Performance der Vermögensverwaltung sind nicht nur für den Vermögensverwalter wichtig, sondern im heutigen Umfeld auch für den Kunden und den Finanzberater. Das Investment Controlling beschäftigt sich mit diesen Anforderungen und hilft, das Informationsgefälle zwischen den Parteien auszugleichen.¹⁶

¹⁵ Investment control 2012.

¹⁶ Investment control 2012.

Typischerweise besteht das Investment Controlling aus folgenden Tätigkeiten:¹⁷

- Consulting (Beratung)
- Monitoring (Überwachung)
- Controlling (Kontrolle)
- Reporting

In dieser Arbeit liegt der Fokus primär auf Monitoring, Controlling, Reporting.

Das Investment Controlling ist auch ein wichtiges Element des periodischen Anlageentscheidungsprozesses, weil es dazu führt, dass die verschiedenen Teilprozesse (wie Prognostizierung, Entscheidungsfindung und Umsetzung), die Qualität und die Resultate (z.B. die Performance), die Risiken von Anlagen sowie die Kosten transparenter und verständlicher gemacht werden.¹⁸

"Als Teil des gesamten Anlageprozesses hat das Investment Controlling zum Ziel, die Beiträge der einzelnen Entscheidungen innerhalb des Anlageprozesses zu visualisieren, v.a. in Bezug auf Return und Risiko, und sie den jeweiligen Entscheidungsträgern zuzuordnen. Die Resultate und Schlüsse, die aus den verschiedenen Investment Controlling Aktivitäten abgeleitet werden, stellen einen wichtigen Feedback und Input dar, um den Anlageprozess zu verbessern."¹⁹

4.2.1.1 Monitoring

Unter Monitoring versteht man eine systematische Überwachung mit dem Zweck, Informationen zu sammeln, die relevant sind für das Erreichen der Anlageziele.²⁰ Dabei werden regelmässig Veränderungen in drei Bereichen überwacht, nämlich Veränderungen der Bedürfnisse und Umstände des Kunden, Veränderungen der Kapitalmarktsituation, d.h. der Rendite- und Risikoerwartungen, sowie Veränderungen in der aktuellen Positionierung gegenüber der vorgegebenen Strategischen Asset Allocation.²¹

¹⁷ Ackermann 2008, S. 43.

¹⁸ Investment control 2012.

¹⁹ Investment control 2012.

²⁰ Maginn 2007, S. 683.

²¹ Maginn 2007, S. 682f.

Im ersten Bereich geht es darum festzustellen, ob sich aufgrund von Veränderungen seitens des Kunden ein Anpassungsbedarf an den Anlagezielen ergibt. Dazu gehören die Überprüfung der Gültigkeit von bestehenden Restriktionen und die Berücksichtigung von neuen Restriktionen.

In Bezug auf die Kapitalmarktsituation werden beim Monitoring des Portfolios entsprechend typischerweise die Aussichten für die Anlageklassen und für die Einzeltitel überprüft.²² Im Hinblick auf die Kontrolle werden auch allfällige Veränderungen der aktuellen Positionierung gegenüber der vorgegebenen Strategischen Asset Allocation und gegenüber den Restriktionen überwacht.

4.2.1.2 Kontrolle

Während das Monitoring die Veränderungen überwacht, werden bei der Kontrolle der aktuelle Stand und die erzielten Resultate gemessen. Hierbei geht es darum, die Einhaltung der Richtlinien und Restriktionen sicherzustellen sowie die (Zwischen-)Resultate mit den Vorgaben zu vergleichen. Die Kontrolle löst bei Abweichungen entsprechende Massnahmen aus mit dem Ziel, die Richtlinien und Restriktionen wieder einzuhalten und das Erreichen der Ziele zu ermöglichen.

Weiter werden die Gründe untersucht, die dazu geführt haben. Die sich daraus ergebenden Erkenntnisse fliessen in die Verbesserung des Prozesses mit ein.

4.2.1.3 Reporting

Unter Reporting wird einerseits das Investment Reporting als gedrucktes (oder elektronisches) Dokument mit perioden- und stichtagsbezogenen Informationen zum verwalteten Portfolio verstanden als auch die Präsentation und Besprechung dieser Informationen mit dem Kunden. Auf den Inhalt des Vermögensreportings wird im Kapitel 4.2.4 eingegangen. Im Rahmen einer – auch Review genannten – Portfoliobesprechung mit dem Kunden sollten folgende Punkte betrachtet werden:²³

²² Maginn 2007, S. 698.

²³ Maginn 2007, S. 683.

- Veränderung der Umstände des Kunden
- Liquiditätsbedürfnisse
- Zeithorizont
- Rechtliche, steuerliche und regulatorische Faktoren
- Kundenspezifische Umstände

Sollten sich Veränderungen in diesen Bereichen ergeben haben, gilt es diese zu berücksichtigen.

4.2.1.4 Ziele des Investment Controllings

Beim Investment Controlling stehen folgende Ziele im Vordergrund:²⁴

- Erhöhung von Transparenz und Glaubwürdigkeit des Vermögensverwalters im Allgemeinen.
- Erstellung einer unabhängigen Performanceanalyse der verwalteten Mandate.
- Ermöglichung einer vertieften Analyse, welche benötigt wird, um die tatsächlichen Performance-Treiber und Mandatsrisiken identifizieren zu können, sowohl aus der Sicht ex-post als auch ex-ante.
- Überwachung von Risiko und Return der Vermögensverwaltungsmandate im Vergleich mit der jeweiligen Benchmark und den festgelegten Zielen.
- Reduktion unnötiger Diskussionen dank Verwendung von objektiven und weniger subjektiven Informationen während des Performance-Reviews.
- Verbesserung der Transparenz und Vergleichbarkeit der verwalteten Mandate.
- Sicherstellen einer periodischen Überprüfung von Performanceproblemen, um zu vermeiden, dass diese nicht rechtzeitig angegangen werden.
- Grundlage nicht nur für die Analyse, sondern auch für strukturelle Änderungen des Anlageprozesses.

Die Voraussetzung für das Investment Controlling sind – abgesehen von prozessorientierten Elementen – die Ziele des Kunden, da im Investment Controlling der Zielerreichungsgrad gemessen und allfällige Massnahmen zur Zielerreichung getroffen

²⁴ Investment control 2012.

werden sollen. Die Ziele und Vorgaben des Kunden sollen dokumentiert und dem Vermögensverwalter verfügbar gemacht werden. Das entsprechende Dokument wird häufig als Anlagekonzept oder mit dem englischen Begriff *Investment Policy Statement* bezeichnet und stellt eine Erklärung über die Grundsätze der Anlagepolitik des Kunden dar.

4.2.2 Investment Policy Statement

Im so genannten Investment Policy Statement (IPS) werden alle für die Verwaltung eines Mandates benötigten Informationen festgehalten, das sind die Renditeerwartungen, die Risikotoleranz und der Anlagehorizont des Kunden sowie gegebenenfalls Einschränkungen wie beispielsweise Liquiditätsbedürfnisse, steuerliche Faktoren, regulatorische Anforderungen und kundenspezifische Umstände²⁵. In diesem Dokument spiegeln sich die Anlagepolitik und die Anlagerichtlinien des Kunden wider. In den Worten von Uhlmann wird "aus den Anlegerpräferenzen wie Rentabilität, Sicherheit und Liquidität ein Anlagekonzept mit einer anlegerspezifischen, in sich widerspruchsfreien Anleitung zur Kapitalanlage formuliert."²⁶ Das Anlagekonzept hält also einerseits die Anlagephilosophie des Anlegers fest, andererseits aber auch die Umsetzung der Anlegerpräferenzen, "die sich wiederum grob nach Anlegerzielen, Bedingungen zur Portfoliostrukturierung und Regelungen zum Ablauf des Portfolio Managements unterscheiden lassen."²⁷

²⁵ Maginn 2007, S. 2.

²⁶ Uhlmann 2005, S. 36f.

²⁷ Uhlmann 2005, S. 36f.

Ein typisches IPS enthält folgende Elemente:²⁸

- Eine kurze Beschreibung des Kunden.
- Den Zweck für das Aufstellen der Regeln und Richtlinien.
- Die Aufgaben und Verantwortlichkeiten der involvierten Parteien. Diese sind üblicherweise der Kunde, der Vermögensverwalter, das Anlagekomitee und die Depotbank.
- Die Anlageziele, die Anlageerwartungen (Rendite, Risiko) und die Einschränkungen.
- Den Zeitplan für den Review der Investment Performance und für die Überprüfung des IPS selbst.
- Die anzuwendende Performanceberechnungsmethode und die Benchmark für die Performanceanalyse.
- Allfällige Aspekte, die bei der Entwicklung der Strategischen Asset Allocation berücksichtigt werden sollen.
- Anlagestrategien und Anlagestil(e).
- Richtlinien für das Rebalancing des Portfolios auf der Basis von Feedback
- Weiter können Details zu den Reporting-Anforderungen, zur Art und Weise der Kommunikation, zu den Managementgebühren etc. enthalten sein.

Beim Niederschreiben des Investment Policy Statements werden also die Anlageziele und –regeln formuliert, Kapitalmarkterwartungen gebildet und die Strategische Asset Allocation aufgestellt.²⁹ Das IPS dient als leitendes Dokument für alle Anlageentscheidungsschritte.³⁰

In einem Rückkoppelungsprozess überprüft und beurteilt der Vermögensverwalter das Portfolio im Vergleich zum Plan. Vorgeschlagene Massnahmen aus diesem Schritt

²⁸ Maginn 2007, S. 5f.

²⁹ Maginn 2007, S. 2.

³⁰ Maginn 2007, S. 5.

werden sorgfältig im Hinblick auf die langfristigen Überlegungen geprüft, bevor sie umgesetzt werden.³¹

4.2.2.1 Ziele

Die Ziele, welche mit dem (Teil-)Vermögen erreicht werden sollen, werden vom oder zusammen mit dem Kunden ermittelt. Üblich sind absolute oder relative Ziele, jeweils unter Berücksichtigung des einzugehenden Risikos. So kann der Kunde, der 1 Mio. Franken einbringt, als Ziel ein Kapital von 1.5 Mio. Franken in 15 Jahren festlegen, um sich ein Ferienhaus in St. Moritz bauen zu können. Oder es soll mit einem Vermögen von 5 Mio. Franken über die Zeit eine Rendite erzielt werden, die 2 Prozent über der Inflation liegt, ein Einkommen von 50'000 Franken jährlich ermöglicht und dies ohne, dass dabei das Vermögen je unter 90 Prozent des Startvermögens fällt.

Während die Definition von Renditezielen dem Anleger zumeist verständlich ist, erscheint ihm die Notwendigkeit, auch für das Risiko Ziele zu setzen, häufig nicht so klar.³² Möglicherweise ist dies darauf zurückzuführen, dass die meisten Risikokonzepte für den Privatanleger nicht intuitiv und (zu) abstrakt sind, und dieser im Umgang mit Wahrscheinlichkeiten selten geübt ist.

Die Ziele bilden die Grundlage für das Investment Controlling, denn "eine Erfolgskontrolle [...] kann nur im Hinblick auf eine vorherige Zielsetzung erfolgen."³³ Die Ziele im Investment Policy Statement müssen deshalb quantifizierbar und messbar sein. Zudem sollten sie widerspruchsfrei sein. Ist dies nicht bereits bei der Festlegung ersichtlich, so können im Rahmen des Investment Controllings Zielkonflikte aufgedeckt werden.

4.2.2.2 Anlagehorizont

Wie weiter oben erwähnt, stellt der Anlagehorizont des Kunden zusammen mit den Renditeerwartungen und der Risikotoleranz eine wesentliche Vorgabe im Investment Policy Statement dar. Der Anlagehorizont kann von verschiedenen Faktoren abhängen wie beispielsweise vom Alter bzw. von der Lebenserwartung des Kunden. Er kann sich

³¹ Maginn 2007, S. 2.

³² Opolski/Potocki 2011, S. 56.

³³ Farkas-Richling/Staab 2003, S. 215.

aber auch auf ein bestimmtes Ziel beziehen, so der Erwerb von Wohneigentum in der Zukunft oder der Ausbildung von Kindern. Als Default, d.h. wenn keine konkrete Vorgabe vorhanden ist, wird ein Anlagehorizont von zehn Jahren empfohlen, wie er häufig in theoretischen Studien verwendet wird oder auch als Planungsperiode für institutionelle Anleger üblich ist.³⁴

Die Bedeutung des Anlagehorizonts liegt gemäss Hens und Bachmann u.a. darin, dass sich das Rendite-/Risikoprofil von risikoreicheren Anlageinstrumenten mit einem längeren Anlagehorizont verbessert. Die entsprechenden Auswirkungen längerer Zeithorizonte auf die Asset Allocation werden anhand eines Beispiels dargestellt, das aufzeigt, dass das Resultat der Berechnung der optimalen Asset Allocation sich mit der für die Berechnung verwendeten Periode der Renditen von beispielsweise Obligationen und Aktien verändert. Über längere Zeithorizonte erzielen Aktien häufiger eine bessere Rendite als Obligationen, so dass sie bei längeren Zeithorizonten auch höher gewichtet werden mit dem Resultat, dass die Gesamtperformance durch den längeren Zeithorizont positiv beeinflusst wird.³⁵

Die Wichtigkeit des Anlagehorizonts wird auch in der Behavioral Finance betont. So führt das weiter unten besprochene Konzept der kurzfristigen Verlustaversion dazu, dass die Anleger "übersehen, dass die Wahrscheinlichkeit, auf den Finanzmärkten einen Verlust zu erleiden mit dem Anlagehorizont abnimmt. Deswegen entgeht ihnen ein Grossteil der langfristigen Rendite."³⁶

4.2.2.3 Strategie

Die Strategie ist das Rezept, mit dem die vorgegebenen Ziele erreicht werden sollen. Als Zutaten stehen die verschiedenen Anlageklassen zur Verfügung. Die Mengen der Zutaten werden durch die Gewichtungen der Anlageklassen ausgedrückt. Zur Bestimmung der Strategischen Asset Allocation werden das IPS bzw. die darin enthaltenen Vorgaben mit den Kapitalmarkterwartungen kombiniert, um die Zielgewichtungen der

³⁴ Schönemann 2012, S. 121.

³⁵ Hens/Bachmann 2008, S. 123f.

³⁶ Hens 2008, S. 29f.

Anlagekategorien (z.B. Obligationen, Aktien) zu ermitteln.³⁷ Häufig werden zudem für die Gewichtungen der Anlageklassen ein Minimum und ein Maximum definiert (z.B. soll die Gewichtung der Aktien zwischen 20 – 40% liegen). Die Strategische Asset Allocation kann in einer Benchmark abgebildet werden, die Struktur und die Gewichtungen dabei werden übernommen.

4.2.2.4 *Benchmark*

"In der Praxis dienen verschiedene Kapitalmarktindizes als Benchmark."³⁸ Eine Benchmark kann aus einem oder mehreren gewichteten Indices bestehen. Als Bestandteile können gängige, klar definierte Standardindices (z.B. der Swiss Market Index SMI für Schweizer Aktien), auf ein bestimmtes Kundenbedürfnis massgeschneiderte Indices oder ökonomische Indices wie die Inflation verwendet werden. Die Wahl der (Vergleichs-)Indices hat viele Tücken, die häufig nur im Detail zu finden sind. So können die Zusammensetzung, die Art der Anpassung oder die Berechnungsmethode einen Vergleich verfälschen oder verunmöglichen.

Die Benchmark kann verschiedene Zwecke erfüllen. Als "operativer Vergleichsmassstab"³⁹ für das verwaltete Portfolio wird sie zur Messung und Beurteilung des Zielerreichungsgrads verwendet. Häufig wird "der Erfolg einer Kapitalanlage durch das Erreichen einer bestimmten Renditekennzahl bestimmt. Als Vergleichsmassstab wird die so genannte Benchmark herangezogen."⁴⁰ Zusätzlich zur eigentlichen Performance der Benchmark kann auch deren Risiko, welches sich zum Beispiel mit der Volatilität ausdrücken lässt, mit demjenigen des Portfolios vergleichen, um zu erkennen, ob die jeweiligen Renditen mit vergleichbaren Risiken "erkauft" wurden. Weitere Kennzahlen wie der Tracking Error erlauben es zu erkennen, wie nahe an der Benchmark investiert wurde.

Neben der konkreten Messung der Performance, die unter anderem dann zur Anwendung kommen kann, wenn Performance-abhängige Managementgebühren vereinbart

³⁷ Maginn 2007, S. 8.

³⁸ Farkas-Richling/Staab 2003, S. 216.

³⁹ Uhlmann 2005, S. 37.

⁴⁰ Farkas-Richling/Staab 2003, S. 216.

wurden, kann eine Benchmark auch als indikativer Vergleichswert verwendet werden, um die Entwicklung des Portfolios nachvollziehbar und plausibel zu machen.

Weiter kommt die Benchmark bei der Performance Attribution zur Anwendung. Vereinfacht ausgedrückt wird bei der Attribution unterschieden, ob die Performancedifferenz zwischen Portfolio und Benchmark eher auf die Über- oder Untergewichtung bestimmter Anlageklassen zurückzuführen ist oder auf die Titelselektion innerhalb der Anlageklassen. Dadurch kann der Anleger Erkenntnisse darüber gewinnen, wo seine Stärken (oder die seines Vermögensverwalters) liegen und je nachdem den Anlageprozess ändern.

Unter der Prämisse, dass die vergangene Kursentwicklung als sinnvolle Approximation der zukünftigen Kursentwicklung verwendet werden kann, dient die Benchmark dazu, eine Prognose für die zukünftige Rendite und das Risiko einer Strategie zu erstellen.

Denkbar ist auch der Einsatz der Benchmark als "Lerninstrument". Man stelle sich dabei beispielsweise einen Kunden mit einem ausgeprägten Home Bias (also der Neigung, Anlagen im eigenen Land vorzuziehen) vor. Der Kunde will zu Beginn nur Schweizer Aktien. Zur Messung wird deshalb der Swiss Market Index beigezogen. Da aber aus Diversifikationsgründen eine breitere Verteilung der Anlagen sinnvoll wäre, wird zusätzlich ein internationaler Aktienindex zum Vergleich beigezogen. Im Laufe der Zeit soll dem Kunden damit der Nutzen einer breiter angelegten Strategie aufgezeigt und anhand der Erkenntnisse eine Verbesserung der Financial Literacy erzielt werden.

Neben der Verwendung einer Benchmark sind auch Peer-Group-Vergleiche denkbar. Dabei werden die Resultate des Portfolios mit anderen, nach den gleichen Vorgaben verwalteten Portfolios verglichen. Besonders bei sehr spezifischen Zielen und Richtlinien ist es jedoch sehr schwierig, passende Vergleichsportfolios zu finden.

4.2.2.5 *Anlagerichtlinien und Restriktionen*

Für eine strukturierte und disziplinierte Verwaltung des Vermögens sind Anlagerichtlinien ein wichtiges Instrument. Damit wird der Spielraum des Vermögensverwalters definiert. Deren Einhaltung sowie die Einleitung von Massnahmen bei Abweichung von den Vorgaben sind wichtige Aufgaben des Investment Controllings. Zu

den üblichen Richtlinien gehören Bandbreiten, die auf der Basis der gewählten Strategischen Asset Allocation festgelegt werden.

Was für die Gewichtung der einzelnen Anlagekategorien und Währungen gilt, gilt ebenfalls für die Gewichtung der Einzeltitel. Auch für diese soll eine minimale und maximale Grösse definiert werden. Zu kleine Positionen können unverhältnismässige Kosten verursachen, während zu grosse Positionen zu unerwünschten Klumpenrisiken führen können.

Anlagerichtlinien werden häufig als eine Art Risikokontrollmechanismus eingesetzt.⁴¹ Dazu soll die Periodizität der Kontrolle festgehalten werden bzw. der Rhythmus, in dem ein allfälliges Rebalancing geprüft und umgesetzt wird.

Weiter sind kundenspezifische Restriktionen festzuhalten. Restriktionen sind Einschränkungen des Kunden, die dazu führen, dass bestimmte Anlagen nicht oder nur beschränkt eingesetzt werden können. Dabei können interne, d.h. kundenspezifische Restriktionen⁴² wie Liquiditätsbedürfnisse, Anlagehorizont oder Haltepositionen in bestimmten Lieblingsaktien und externe Restriktionen wie steuerliche oder regulatorische Anforderungen unterschieden werden.⁴³

Die Gründe, weshalb ein Kunde einen bestimmten Einzeltitel halten will, können unterschiedlich sein. Beispielsweise will er in eine bestimmte Aktie investieren, weil er einen persönlichen Bezug zur Firma hat, oder – im umgekehrten Fall – darf er einen Titel aus regulatorischen oder anderen Gründen nicht im Portfolio halten.

Die Verletzung einer Restriktion kann – im Gegensatz zum periodischen Controlling – einen dringenderen Handlungsbedarf verursachen, vor allem in den Fällen gesetzlicher oder regulatorischer Verstösse.

⁴¹ Maginn 2007, S. 8.

⁴² Beispiele für (Einzeltitel-)Restriktionen wie Liebhaberaktien oder Mitarbeiteraktien in Maginn 2007, S. 687.

⁴³ Maginn 2007, S. 5.

4.2.2.6 Aufgaben und Verantwortlichkeiten

Im Rahmen der Vermögensverwaltung fallen verschiedenen Aufgaben an, die auf mehrere Rollen verteilt werden können. Im Wesentlichen geht es darum, wer die Entscheidungen, die Umsetzung und die Kontrolle auf welcher der drei Ebenen Strategie, Taktik und Titelselektion wahrnimmt. Während die Strategie üblicherweise vom oder mit dem Kunden ermittelt wird, kann dieser die Taktik und Titelselektion dem Vermögensverwalter anvertrauen. Beim Vermögensverwaltungsauftrag an ein Finanzinstitut wird dieses angehalten, eine unabhängige Kontrolle sicherzustellen. Bei der Zusammenarbeit mit einem Finanzberater kann beispielsweise die Kontrolle der Titelselektion dem Finanzberater überlassen werden, während die periodische Kontrolle der Taktik zusammen mit dem Kunden vorgenommen wird.

4.2.3 Periodizität

Ein für diese Arbeit besonders relevanter Aspekt des Investment Controllings ist die Häufigkeit oder Periodizität, mit der die mit dem Investment Controlling verbundenen Tätigkeiten ausgeführt werden. Bei der Erörterung dieser Frage gilt es folgende Aspekte zu berücksichtigen:

- Aufwand und Kosten
- Aufgabenteilung
- Risiken
- Massnahmen
- Änderungshäufigkeit
- Anleger-psychologische Faktoren

In der Literatur wird grundsätzlich die Wichtigkeit einer periodischen Kontrolle hervorgehoben, "Portfolios sollten regelmässig überprüft werden"⁴⁴. Über die Periodizität herrscht jedoch keine Einigkeit. Sie reicht von quartalsweise über halbjährlich bis jährlich. So ist Maginn der Meinung, dass im Bereich der privaten Vermögensverwaltung Reviews (Lagebesprechungen) üblicherweise halbjährlich oder quartalsweise stattfinden

⁴⁴ Harr 2010, S. 38.

sollen.⁴⁵ Eine Empfehlung für kürzere Zeitabstände ist in der Literatur nicht zu finden, in der Praxis der Beratung von Privatkunden wird häufig ein jährlicher Rhythmus eingehalten. Aber es gibt Autoren, die sogar eine jährliche Erfolgsbetrachtung als nicht sinnvoll bzw. als zu häufig erachten.⁴⁶ Dabei warnt die Mehrheit der Autoren davor, dass "[...] eine zu kurze Monitoring period [,] zu unerwünschten Resultaten führen [kann]"⁴⁷.

Es gibt auch Stimmen, welche die Periodizität von der Marktsituation abhängig machen: "In ruhigen Marktphasen genügt es, die Aufteilung des Vermögens in einem quartalsweisen Turnus zu kontrollieren, bei volatilen Börsen sind kürzere Zeitabstände geboten."⁴⁸

Häufiger als auf die Situation auf den Finanzmärkten wird auf die Situation des Kunden hingewiesen. Neben der aus der Behavioral Finance bekannten allgemeinen Neigung zur kurzfristigen Verlustaversion (engl. *Myopic loss aversion*), auf die im Kapitel 4.3.3 näher eingegangen wird, gilt es, die spezifische Persönlichkeit des Kunden und sein Anlagehorizont zu berücksichtigen. So führt das kundenindividuelle Kommunikationsverhalten, das sich zwischen emotional und rational bewegt, zu unterschiedlichen Bedürfnissen bezüglich Art und Häufigkeit des Reportings.⁴⁹ Je nach Aufgabenteilung zwischen Kunde, Financial Consultant und Finanzinstitut(en) können unterschiedliche Abstufungen der Häufigkeit vereinbart werden. Denkbar ist beispielsweise eine monatliche Überprüfung der taktischen Positionierung des freien Vermögens durch den Financial Consultant und eine halbjährliche Besprechung mit dem Kunden.

Die Bedeutung des Anlagehorizonts für die Periodizität liegt darin, dass bei kurzfristigen Zielen der Zeitraum, der für eine Anpassung der Strategie bei einer unterdurchschnittlichen Rendite bleibt, kürzer ist. Deshalb sollten in diesem Fall Abweichungen schneller festgestellt werden. Demgegenüber zeigt die psychologische Forschung,

⁴⁵ Maginn 2007, S. 684.

⁴⁶ Harr 2010, S. 33.

⁴⁷ Harr 2010, S. 29.

⁴⁸ Schäfer 2012.

⁴⁹ Schönemann 2012, S. 87f.

dass Anleger bei längerem Zeithorizont eine höhere langfristige Rendite erzielen, wenn sie weniger häufig auf die Kurse schauen und damit den unabdingbaren Schwankungen ausgesetzt sind.⁵⁰

Das Risiko, das in diesem Zusammenhang mit der Periodizität verbunden ist, ist das Auseinanderdriften des Portfolios und der Vorgaben des Kunden. Dies kann sowohl auf der Ebene der Asset Allocation, als auch bei den einzelnen Positionen vorkommen. So kann beispielsweise der Verfall von Obligationen zu einer unerwünschten Untergewichtung der Obligationen gegenüber Geldmarktanlagen führen, die durch den Kauf von neuen Obligationen ausgeglichen werden muss. Bei den Einzeltiteln kann eine sehr starke Höherbewertung eines Titels zu einem unerwünschten Klumpenrisiko anwachsen, der durch die Reduktion der Position korrigiert werden muss.

Obige Ausführungen betreffen den geregelten Ablauf. "Jedoch sollte der Berater auf der Hut sein vor neuen Gegebenheiten bei Kunden."⁵¹ Denn "neben der Kontrolle soll die periodische Prüfung der Ziele und die Anpassung an allfällige Änderungen in der Vorgaben und Zielen des Anlegers vorgenommen werden"⁵².

Der Aufwand für das Investment Controlling hängt stark vom Umfang und der Qualität der verfügbaren Informationen ab. Ein umfassendes Vermögensreporting, welches die relevanten Aspekte beleuchtet, quantifizierbare Vorgaben prüft und auf Differenzen hinweist, erleichtert dabei das Controlling und reduziert den Aufwand. Umso grösser wird der Aufwand, je mehr Vermögensteile zu einer Gesamtübersicht konsolidiert werden. Weiter muss das Gesamtvermögen für verschiedentlich benötigte Auswertungen aufbereitet werden.

Kosten entstehen, je nach vereinbartem Gebührenmodell, durch die Beschaffung der Informationen (z.B. kostenpflichtiges Investment Reporting) und durch allfällige Transaktionen, die aufgrund der Ergebnisse veranlasst werden.

⁵⁰ Hens 2008, S. 29f.

⁵¹ Maginn 2007, S. 684.

⁵² Hens/Bachmann 2008, S. 9.

4.2.4 Vermögensreporting

Das Vermögensreporting, im Folgenden auch als Investment Reporting bezeichnet, hat eine fundamentale Bedeutung für das Investment Controlling, denn es stellt die Grundlage dar, um sowohl die Gegenwart als auch die Vergangenheit und die Zukunft des Vermögens beurteilen zu können. Zudem bietet das Reporting eine Basis für den Dialog mit dem Kunden.⁵³ Im Investment Reporting wird das Vermögen zu einem bestimmten Stichtag dargestellt und die Entwicklung des Vermögens über eine Periode aufgezeigt. Schliesslich sollen anhand des gegenwärtigen Standes Prognosen und Massnahmen für die Zukunft getroffen werden können.

Aus Sicht des Investment Controllings wird die aktuelle Struktur des Vermögens mit den Richtlinien verglichen und die Einhaltung geprüft. Die Entwicklung des Vermögens wird gemessen und die Ergebnisse werden mit den Zielen bzw. der vereinbarten Strategie sowie mit der Benchmark verglichen.

Um die Anforderungen des Investment Controllings zu erfüllen, sollte ein Vermögensreporting folgende Informationen beinhalten:

- Ziele
- Ausgangslage
- Anlagerichtlinien
- Aktueller Stand und Entwicklung
- Analyse
- Kosten

4.2.4.1 Ziele

Auf die "grundlegende Bedeutung der Festlegung der Ziele im Anlageberatungsprozess"⁵⁴ wurde bereits eingegangen. Die Darstellung der festgelegten Ziele im Vermögensreporting unterstützt einerseits das gemeinsame Verständnis zwischen Kunde und Finanzberater, andererseits werden operationalisierbare Ziele direkt in die Auswertun-

⁵³ Schönemann 2012, S. 129

⁵⁴ Opolski/Potocki 2011, S. 56.

gen integriert und für die entsprechenden Vergleiche verwendet. Zum Beispiel kann die erzielte Rendite in Bezug zur Zielrendite gesetzt werden.

4.2.4.2 Ausgangslage

Im Hinblick auf eine Beurteilung der Resultate und auf einen Erkenntnisgewinn für die Zukunft ist es wichtig, die Ausgangslage für die Entscheidungen zu kennen. Deshalb soll das Vermögensreporting ein Protokoll der Entscheidungsfindung beinhalten.⁵⁵ Dazu gehören beispielsweise die implizierten Erwartungen bei der Festlegung der Gewichtung der Anlagekategorien in der Strategie als auch die Gründe für die bewusst eingegangenen Abweichungen. Oder auch die zum Zeitpunkt der Entscheidung gegebenen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wie Zinsniveau, Inflation, Wirtschaftswachstum etc.

Bei der Analyse der Ergebnisse lassen sich Rückschlüsse auf die Qualität der Entscheidungen und entsprechende Lehren ziehen. Nur so kann unterschieden werden, ob der Entscheid falsch war, auf falschen Annahmen beruhte oder falsch umgesetzt wurde. Damit wird eine realistische Einschätzung der eigenen Fähigkeiten möglich.

4.2.4.3 Anlagerichtlinien

Wie bei den Zielen hilft die explizite Darstellung der Anlagerichtlinien Missverständnisse zwischen Kunde und Vermögensverwalter zu vermeiden. Typische Anlagerichtlinien sind definierte Bandbreiten für Anlageklassen oder Währungen sowie maximale Positionsgrößen und kundenindividuelle Restriktionen wie beispielsweise Haltepositionen in bestimmten Titeln. Die quantifizierbaren Richtlinien werden im Reporting ausgewertet.

4.2.4.4 Standortbestimmung

Als Basis für die Standortbestimmung dienen die aktuelle Bewertung des Portfolios und die Entwicklung des Portfolios über die gewünschte Zeitperiode. Unter Einbezug der festgelegten Ziele für das verwaltete (Teil-)Vermögen werden der aktuelle Stand der Zielerreichung und allfällige Abweichungen aufgezeigt.

⁵⁵ Schönemann 2008.

Diese Informationen zum freien Anlagekapital können für die Überprüfung des gesamten Finanzplans übernommen werden, woraus wiederum Anpassungen an den Gesamtzielen notwendig sein können.

Weiter wird die Einhaltung der Anlagerichtlinien geprüft, indem beispielsweise definierte Bandbreiten für bestimmte Anlageklassen und deren aktuelle Werte im Portfolio sowie allfällige Verletzungen visualisiert werden. Und falls beispielsweise bei der Prüfung der maximalen Positionsgrößen Verletzungen vorhanden sind, können diese ebenfalls angezeigt werden. Dank solcher Informationen können Massnahmen erörtert und eingeleitet werden.

4.2.4.5 Analyse

Die Bedeutung der Analyse liegt in der Gewinnung von Erkenntnissen, die für eine Verbesserung der zukünftigen Positionierung verwendet werden können.

Darstellungen des Vermögens aus verschiedenen Perspektiven ermöglichen es dem Anleger festzustellen, wie er sich gegenüber bestimmten Risiken exponiert. So kann einer Darstellung der festverzinslichen Anlagen und ihren Verfallsterminen entnommen werden, wie stark das Portfolio den Veränderungen auf der Zinskurve ausgesetzt ist. Die Aufschlüsselung des Vermögens nach Industriesektoren kann einen unerwünscht hohen Anteil an Anlagen in Finanzunternehmen aufzeigen. Klumpenrisiken auf der Ebene der Einzeltitel lassen sich durch die Anzeige der grössten Positionen im Portfolio erkennen.

Dank der Berechnung von Risikokennzahlen lässt sich ermitteln, mit welchen Risiken die Resultate erzielt wurden, und damit ein Gefühl für die Qualität der Resultate gewinnen. Typische Risikokennziffern sind die Volatilität, das Sharpe Ratio und das Value at Risk. Unter Berücksichtigung der Benchmark kommen der Tracking Error und das Beta dazu. Bei allen Risikokennzahlen gilt es, deren Scheingenauigkeit zu berücksichtigen.⁵⁶ Den meisten dieser Kennzahlen liegen nämlich Modelle mit Annahmen zugrunde, welche die Realität nicht unter allen Umständen korrekt abbilden können.

⁵⁶ Harr 2010, S. 32.

Wertvolle Informationen zum Anlageprozess lassen sich durch die Zuordnung der Ergebnisse auf die einzelnen Schritte gewinnen. Mit Hilfe der Performance Attribution kann ermittelt werden, wie viel die Entscheidungen auf der Ebene der Asset Allocation und wie viel die Titelselektion zur Renditedifferenz beigetragen haben. Je nach Arbeitsteilung lässt sich zum Beispiel herausfinden, dass der taktische Entscheid des Finanzberaters, eine bestimmte Anlageklasse gegenüber der Strategie höher zu gewichten, einen positiven Beitrag zur Performance geleistet hat, jedoch eine schlechte Titelselektion durch den Asset Manager in der betreffenden Anlageklasse diesen wieder zunichte gemacht hat.

Anlagekategorie	% PF	% BM	R(PF)	R(BM)	R(+/-)	Eff(AA)	Eff(SS)
Geldmarkt	6.67	0.00	-0.13	0.00	-0.13	0.2608	-0.0088
Obligationen	33.36	50.00	-1.27	0.15	-1.42	-0.6755	-0.4729
Aktien	51.35	50.00	-7.95	-7.97	0.02	-0.0547	0.0066
Übrige Anlagen	8.62	0.00	0.03	0.00	0.03	0.3370	0.0023
Total	100.00	100.00	-4.51	-3.91	-0.60	-0.13	-0.47

Tabelle 1: Beispiel einer Performance Attribution

Zu den Mindestanforderungen an ein qualitativ gutes Reporting gehört auch die Analyse der Kostenkomponenten in einer separaten Kostenübersicht.⁵⁷

4.2.5 Risiko Management

Im Zusammenhang mit dem Investment Controlling können zwei Arten von Risiken unterschieden werden, nämlich diejenigen, welche eingegangen werden, um eine Mehrrendite zu erwirtschaften auf der einen Seite, und die unbeabsichtigten Risiken auf der anderen Seite. Während die erste Art von Risiko gemessen und überwacht wird, soll die zweite aufgedeckt und durch entsprechende Massnahmen reduziert oder gänzlich vermieden werden.

Das hauptsächliche Risiko, das Anleger bewusst eingehen, um mehr Rendite zu generieren, ist das Marktrisiko. Dieses wird üblicherweise mit Risikokennzahlen gemessen (siehe Kapitel 4.2.4.5). Zu den kaum beabsichtigten Risiken zählen das Klumpenrisiko

⁵⁷ Grape 2011.

(zu grosser Anteil des Vermögens in einem einzelnen Titel oder Sektor o.ä.) und das Emittentenrisiko (Zahlungsunfähigkeit des Emittenten eines Wertpapiers).⁵⁸

Zu den Risiken, die deutlich an Bedeutung gewonnen haben, zählen die regulatorischen Risiken. Nicht nur haben die regulatorischen Rahmenbedingungen zugenommen, sie verändern sich auch laufend. Obwohl diese im Normalfall zum Schutz des Anlegers – Stichwort Konsumentenschutz – erlassen werden, kann deren Verletzung ein Risiko für die Zielerreichung des Anlegers darstellen.

4.2.6 Kosten

Im Rahmen des Investment Controllings müssen periodisch auch die für die Verwaltung anfallenden Kosten einer Analyse unterzogen werden, denn die Kosten reduzieren direkt die Rendite und damit die Wahrscheinlichkeit, die Ziele zu erreichen. Hierbei gilt es zu bedenken, dass der dadurch entgangene Ertrag durch den Zinseszinsseffekt über längere Zeitperioden unerwartet grosse Ausmasse nehmen kann.

Im Investment Reporting sollten die angefallenen Kosten möglichst detailliert aufgezeigt werden. Die Kosten fallen auf ganz unterschiedlichen Ebenen an. In der folgenden Aufstellung werden ein paar (wesentliche) Kostenarten aufgeführt:

- Beratungshonorar
- Vermögensverwaltungskosten
- Administrationsgebühren
- Transaktionskosten
- Management Fee (in den Fonds)
- Spread (Unterschied) zwischen Kaufs- und Verkaufspreis

Die Rendite kann sowohl *brutto*, d.h. vor Abzug der Kosten, oder *netto* ausgewiesen werden. Während die so genannte Bruttorendite nützlich ist, um die Leistung eines Vermögensverwalters gegenüber der Benchmark oder anderen Vermögensverwaltern zu vergleichen, weil die nicht anfallenden (bei Benchmarks) oder unterschiedlichen Kosten

⁵⁸ Wahren 2009, S. 236f.

nicht berücksichtigt werden, ist für die Zielerreichung die Nettorendite ausschlaggebend.

Eine kostenlose Lösung für die Verwaltung des Vermögens gibt es nicht und erbrachte Leistungen sollen ihren Preis haben. Kosten sollen gerechtfertigt, nachvollziehbar und marktgerecht sein. Zudem sollen sie transparent ausgewiesen werden. Solange die meisten Finanzdienstleister jedoch Geschäftsmodelle haben, deren Erträge stark durch Transaktionsgebühren alimentiert werden, haben sie ein Eigeninteresse, den Kunden nicht durch das Ausweisen der tatsächlichen Kosten aufzuschrecken.

Wie weiter oben dargelegt, kann die Häufigkeit der Durchführung des Investment Controllings einen Einfluss auf die Kosten haben, indem häufiges Anpassen an die Vorgaben zu vielen Transaktionen und – je nach Gebührenmodell – erheblichen Transaktionskosten führen kann. Dabei dürfen jedoch bereits angefallene Kosten (engl. *sunk cost*)⁵⁹ nicht als Vorwand genommen werden dürfen, um notwendige Massnahmen bzw. Transaktionen nicht vorzunehmen.

4.3 Behavioral Finance

4.3.1 Definition

Behavioral Finance ist ein Teilgebiet der Finanzwissenschaften.⁶⁰ Behavioral Finance wird gemeinhin als die Anwendung der Psychologie auf die Finanzwissenschaft definiert.⁶¹ Sie untersucht die Verhaltensweisen und psychologische Erscheinungen der Teilnehmer auf den Finanzmärkten. Im Unterschied zur traditionellen Finanzwissenschaft, die von rationalen Handlungsmustern der Marktteilnehmer ausgeht, wird in der Behavioral Finance aufgezeigt, weshalb der Mensch unter Umständen nicht rational entscheidet. Damit können "irrationale Marktphänomene, die der klassischen Finanzmarkttheorie nicht zugänglich sind, psychologisch erklärt werden."⁶²

⁵⁹ Hens/Bachmann 2008, S. 86.

⁶⁰ Harr 2010, S. 12.

⁶¹ Pompian 2006, S. 4.

⁶² Schönemann 2008, S. 23.

Die Grundlage für die Behavioral Finance legten Daniel Kahneman und Amos Tversky mit der Erforschung des tatsächlichen menschlichen Verhaltens im Vergleich zum theoretischen, den Nutzen maximierenden homo oeconomicus und mit ihrer Arbeit zur Prospekttheorie.⁶³ Diese kann mit drei Verhaltenseigenschaften beschrieben werden:⁶⁴

- Für den Anleger ist nicht die absolute Höhe, sondern die Veränderung des Vermögens wichtig. Ob der Anleger die Veränderung als Gewinn oder Verlust betrachtet, hängt von seinem individuellen Referenzpunkt ab.
- Die Haltung des Anlegers zu Risiken ist individuell und nicht linear, d.h. die Risikobereitschaft hängt vom individuellen Referenzpunkt ab und verändert sich mit der Höhe des Gewinns oder Verlusts.
- Der Anleger hat eine Aversion gegen Verluste. Für eine bestimmte Verlustwahrscheinlichkeit verlangt der Anleger eine grössere Gewinnchance.

Im Rahmen der Behavioral Finance wurde eine grosse Anzahl von Anomalien (engl. *Bias*) festgestellt. "Anomalien sind beobachtbare Phänomene oder Erscheinungen, die auf Grund des ökonomischen Standardmodells nicht zu erwarten sind. [...] Die Behavioral Finance erklärt diese empirisch beobachtbaren Erscheinungen aufgrund psychologischer Prozesse der Marktteilnehmer."⁶⁵

Diese systematischen Beurteilungs- und Entscheidungsfehler können gemäss Kahneman zur Folge haben, dass der Anleger:⁶⁶

- Risiken eingeht, deren er sich nicht bewusst ist.
- Resultate erlebt, die er nicht erwartet hat.
- zu unnötigen Transaktionen neigt.
- am Ende sich oder anderen die Schuld gibt, wenn die Resultate schlecht sind.

Die Erkenntnisse der Behavioral Finance haben gemäss Schönemann⁶⁷ und Hens⁶⁸ ihren praktischen Nutzen darin, dass sie dem Anleger Fallstricke bei Entscheidungen aufzu-

⁶³ Schönemann 2012, S. 7.

⁶⁴ Schönemann 2012, Beilage "Prospekt Theorie".

⁶⁵ Schönemann 2012, S. 54.

⁶⁶ Kahneman 1998, S. 2.

zeigen vermögen. Dadurch wird sich der Anleger bewusst, dass zwischen dem Entscheid, den er zu fällen geneigt ist, und dem empfehlenswerten Entscheid eine Dissonanz bestehen kann. Für die Beratungstätigkeit sind auch die Untersuchungen des Risikobegriffs mit all seinen Dimensionen wichtig. Vor allem unterstützt die Behavioral Finance den Berater darin, den Kunden und seine Ansichten besser zu verstehen.

In der Behavioral Finance gibt es eine Vielzahl von Konzepten und Anomalien.⁶⁹ Aus dieser Vielzahl werden im Folgenden diejenigen Konzepte näher beleuchtet, welche als für diese Arbeit relevant betrachtet werden.

4.3.2 Verlustaversion – Loss Aversion

Das Konzept der Verlustaversion besagt, dass Verluste den Anleger stärker schmerzen als ihn Gewinne freuen.⁷⁰ Die Wertefunktion der Prospekttheorie von Kahneman und Tversky (1979) hat gezeigt, dass Menschen Verluste stärker bewerten als gleich hohe Gewinne. Oder anders formuliert: Wenn die Möglichkeit eines Verlusts besteht, verlangt der Anleger die Chance auf einen grösseren Gewinn.⁷¹

Gerät eine Position in die Verlustzone, neigt der Anleger dazu, diese nicht zu verkaufen, weil "die Folgen eines aktiven Fehlverhaltens intensiver empfunden werden als der Schaden, der durch Nichtstun entstehen könnte"⁷².

Interessanterweise zeigt die Forschung auch, dass die Angst bei gut sichtbaren, d.h. verständlichen, leicht aus dem Gedächtnis abrufbaren Verlusten grösser ist als bei weniger merklichen Verlusten, wie sie beispielsweise durch die Inflation entstehen.⁷³

⁶⁷ Schönemann 2008, S. 23.

⁶⁸ Schönemann 2012, S. 18, zitiert: Thorsten Hens, Vorlesungsskript, SS 2005.

⁶⁹ Siehe zum Beispiel Weber 2007.

⁷⁰ Schönemann 2012, Beilage "Systematik der Anomalien und Präferenzen nach Entscheidungsprozessen".

⁷¹ Schönemann 2012, Beilage "Prospekt Theorie".

⁷² Harr 2010, S. 22.

⁷³ Tyran 2012.

4.3.3 Kurzfristige Verlustaversion – Myopic Loss Aversion

Die kurzfristige Aversion vor Verlusten kann als Kombination aus *Loss Aversion* und (zu) kurzen Evaluationsperioden betrachtet werden.⁷⁴ Wie im vorhergehenden Kapitel beschrieben, führt die Verlustaversion dazu, dass der Anleger stärker auf Verluste reagiert als auf Gewinne und damit dazu, dass mit zunehmender Anzahl von Verlust-erfahrungen seine Risikoaversion zunimmt. Die Häufigkeit von erlebten Verlusten hängt von der Länge der Auswertungsperioden ab. Je kürzer die ausgewerteten Perioden bzw. je höher die Periodizität der Kontrollen, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass der Investor Verluste erlebt.⁷⁵ Entsprechend können zu kurze Perioden ein Aktienengagement als viel riskanter erscheinen lassen als über eine lange Periode hinweg.⁷⁶

Daraus folgern Hens und Bachmann, dass es wichtig ist, den Zeithorizont des Kunden zu berücksichtigen, um verhindern zu können, dass der Kunden in die Falle der *Myopic loss aversion* fällt.⁷⁷ Denn das Ausmass der individuellen Verlustaversion ist zwar von der jeweiligen Risikoneigung abhängig, steigt aber mit zunehmender Anzahl von verlustreich abgeschlossenen Evaluationsperioden.⁷⁸ Ist der Anleger aufgrund der kurzfristigen Verlustaversion weniger bereit Risiken einzugehen, vergibt er sich damit die Möglichkeit einer höheren Rendite. Der Anlagehorizont des Anlegers ist deshalb sehr wichtig.⁷⁹

4.3.4 Gedankliche Buchhaltung – Mental Accounting

Die in der englischsprachigen Literatur unter dem Begriff *Mental Accounting* bekannte gedankliche Buchhaltung verleitet den Anleger dazu, verschiedene Typen von Alternativen getrennt wahrzunehmen und innerhalb des Accounts zu entscheiden, ohne mögliche Abhängigkeiten zu berücksichtigen.⁸⁰ Entscheidungen werden separat betrachtet,

⁷⁴ Benartzi/Thaler 1995, S. 73.

⁷⁵ Hens/Bachmann 2008, S. 122f.

⁷⁶ Hens/Bachmann 2008, S. 90f.

⁷⁷ Hens/Bachmann 2008, S. 122.

⁷⁸ Gutberlet 2003, zitiert: Barberis/Huang/Santon (1999), S.19.

⁷⁹ Thaler 1997, S. 649f

⁸⁰ Schönemann 2008, S. 27.

beurteilt und verfolgt.⁸¹ "Jedes einzelne Engagement wird isoliert betrachtet und muss Gewinne erwirtschaften, wobei der Einstandspreis als Basis dient."⁸² Typische Fälle sind der in der eigenen Wohnliegenschaft investierte Vermögensteil oder das Pensionskassenguthaben.⁸³

Als geeignete Massnahme gegen das *Mental Accounting* erachten Hens und Bachmann den Hinweis auf die Vorteile der Diversifikation,⁸⁴ welche die Interdependenzen zwischen den Anlagen gezielt zur Optimierung des Rendite-Risiko-Verhältnisses nutzt.

Im Allgemeinen ist die Anwendung von *Mental Accounting* rational, sofern sie korrekt angewendet wird.⁸⁵ Gedankliche Buchhaltung kann – verbunden mit einer disziplinierten Vorgehensweise – auch positiv genutzt werden: Schönemann führt als Beispiel einen Anleger mit einem speziellen anlagetechnischen Interesse (Nachhaltigkeit, Spekulation etc.) auf, das er mit einem Teil seines Vermögens verfolgen will. Um dieses Teilvermögen mit seinem gesamtheitlichen Anlagekonzept abstimmen zu können, führt er dafür zwei gedankliche Konten.⁸⁶

4.3.5 Rückschaufehler – Hindsight Bias

"Menschen meinen nach dem Eintreffen des Ereignisses mehr gewusst zu haben, als sie zum Zeitpunkt der damaligen Entscheidung tatsächlich wussten. Im Nachhinein weiss man alles besser."⁸⁷ Der *Hindsight Bias* erschwert also das Lernen von früheren Erfahrungen⁸⁸ und das Lernen über das Risiko, das der Anleger rückwirkend zu tief einschätzt, was zu falschen Rendite-/Risikoüberlegungen, einer falschen Evaluation von Risikoprämien und damit zu einer schlechteren Performance führt.⁸⁹

⁸¹ Hens/Bachmann 2008, S. 82.

⁸² Harr 2010, S. 37.

⁸³ Schönemann 2012, S. 123.

⁸⁴ Hens/Bachmann 2008, S. 106.

⁸⁵ Hens/Bachmann 2008, S. 227.

⁸⁶ Schönemann 2012, S. 123.

⁸⁷ Schönemann 2008, S. 27.

⁸⁸ Biais/Weber 2007, S. 5.

⁸⁹ Biais/Weber 2007, S. 13.

Dass diesem Fehler nicht nur Privatanleger, sondern auch professionelle Marktteilnehmer unterliegen, wurde in Untersuchungen nachgewiesen.⁹⁰ Die Vermeidung des *Hindsight Bias* liegt aber auch deshalb im Interesse des Finanzberaters, weil der Rückschaufehler den Auftraggeber daran hindert, die Leistung des Auftragnehmers richtig zu beurteilen.⁹¹

Um den Rückschaufehler zu vermeiden, erachten Hens und Bachmann die Dokumentation der Entscheide als wichtig⁹² und empfehlen, Risiken und Chancen zu notieren, wenn der Entscheid gefällt wird und diese später hervor zu nehmen, wenn der Erfolg realisiert wurde⁹³. Gemäss Schönemann ist das Vermögenscontrolling "das geeignete Mittel des Beraters gegen die Fallen des Hindsights und damit für die Kundenzufriedenheit"⁹⁴. Es beinhaltet "eine eindeutige Berichterstattung (Reporting) der Ergebnisse mit Vergleichen von Zielen mit Strategie und Benchmark sowie Protokolle der Entscheidungsfindung"⁹⁵.

4.3.6 Verhinderung von Enttäuschungen – Regret Avoidance

Das Konzept der Verhinderung von Enttäuschungen (auch als Reueaversion bekannt, engl. *Regret Avoidance* bzw. *Regret Aversion*) beschreibt die Anstrengung des Anlegers, Bedauern zu vermeiden, indem potenzielle Verluste nicht realisiert werden.⁹⁶ Der Anleger gewichtet die mögliche Enttäuschung über eine falsche Entscheidung höher als der möglicher Stolz über eine richtige Entscheidung, so dass er lieber untätig bleibt, weil er die allfälligen negativen Konsequenzen als Folge einer Handlung schlechter bewertet als dieselben negativen Konsequenzen aus Untätigkeit.⁹⁷ Mit anderen Worten befürchtet der Anleger, zu einem späteren Zeitpunkt feststellen zu müssen, dass die von

⁹⁰ Biaisi/Weber 2007, S. 2.

⁹¹ Biaisi/Weber 2007, S. 5.

⁹² Hens/Bachmann 2008, S. 215f.

⁹³ Hens/Bachmann 2008, S. 106.

⁹⁴ Schönemann 2008, S. 25.

⁹⁵ Schönemann 2008, S. 25.

⁹⁶ Schönemann 2008, S. 27.

⁹⁷ Schönemann 2012, Beilage "Systematik der Anomalien und Präferenzen nach Entscheidungsprozessen".

ihm gewählte Alternative im Vergleich mit den Ergebnissen der abgelehnten Alternativen nicht optimal war, und neigt zur Untätigkeit⁹⁸.

Im Zusammenhang mit der Zusammenarbeit mit einem Finanzberater ist bemerkenswert, dass der Kunde dazu neigt, erfolgreiche Anlageentscheide sich selbst zuzuschreiben, während er den Finanzberater für die schlechten verantwortlich macht.⁹⁹ Als Massnahme gegen diese Anomalie wird das Dokumentieren der Informationen, die zum Zeitpunkt des Entscheids relevant waren, empfohlen.¹⁰⁰

4.3.7 Referenzpunkt – Reference Point

Der Referenzpunkt definiert sich aufgrund der Erwartungen des Anlegers. Der Anleger legt ein angestrebtes Niveau (engl. *Aspiration Level*) unter normalen Bedingungen und damit einen Referenzpunkt fest, indem er festhält, unter welcher Rendite für ihn die Kapitalanlage als Verlust gilt,¹⁰¹ d.h. Gewinne und Verluste werden relativ zum Referenzpunkt bewertet.¹⁰²

Als Referenzpunkt können dem Anleger beispielsweise das Anfangsvermögen oder der Kaufpreis dienen.¹⁰³ Und dieser Einstandspreis muss selbst dann wieder erreicht werden, wenn das aufgrund der Entwicklung höchst unwahrscheinlich ist.¹⁰⁴ Jedoch kann sich dieser Referenzpunkt aufgrund grosser Kursveränderungen auch verschieben, so beispielsweise wenn ein Titel nach einem Boom einen markanten Höchstkurs erreicht hat.¹⁰⁵

Hens und Bachmann weisen jedoch auch darauf hin, dass aufgrund von Referenzpunkten zu entscheiden nicht per se irrational ist. Wenn die Referenzpunkte realistisch

⁹⁸ Gutberlet 2003, S.30, zitiert Jungermann/Pfister/Fischer (1998), S. 232.

⁹⁹ Hens/Bachmann 2008, S. 87.

¹⁰⁰ Hens/Bachmann 2008, S. 215f.

¹⁰¹ Hens/Bachmann 2008, S. 124.

¹⁰² Schönemann 2012, Beilage "Systematik der Anomalien und Präferenzen nach Entscheidungsprozessen".

¹⁰³ Schönemann 2012, Beilage "Prospekt Theorie".

¹⁰⁴ Harr 2010, S. 38f.

¹⁰⁵ Barber/Odean 2004, S. 543f.

und stabil sind, stehen die zu erreichenden Ziele nicht im Widerspruch zur rationalen Entscheidungsfindung. Wenn jedoch der Referenzpunkt dazu verwendet wird, um frühere Entscheidungen zu rechtfertigen, oder wenn der Referenzpunkt im Laufe der Investition sehr häufig geändert wird, dann können irrationale Entscheidungen die Folge sein.¹⁰⁶

Das rückwärtsgewandte Setzen von Referenzpunkten kann beim Anleger den Dispositionseffekt auslösen, also die Anomalie, die den Anleger dazu bringt, kleinere Gewinne zu früh zu realisieren und Verlustpositionen nicht oder zu spät zu verkaufen.¹⁰⁷ So "dürfte eigentlich keine Rolle spielen, zu welchem Einstandswert eine Aktie gekauft wurde."¹⁰⁸ Der Dispositionseffekt geschieht, weil der Kunde seine Anlagen nicht voraus plane, sondern rückwärts. Anlagen, die in Bezug zum Einstandspreis im Verlust sind, werden als Buchverlust abgetan, während die Gewinne gegenüber Einstand realisiert werden. Bei dieser Vorgehensweise werden früher getätigte Aktionen rechtfertigt, anstatt für die Kontinuität der Anlagen Vorsorge zu treffen.¹⁰⁹

Ebenfalls eng verbunden mit dem Konzept des Referenzpunktes ist das Konzept von Verankerung und Anpassung (engl. *Anchoring and Adjustment*), bei dem der ursprünglich für die Einschätzung benutzte Richtwert (Anker) fortlaufend angepasst und bis zur Urteilsbildung geändert wird, so dass das Urteil in Richtung Anker verzerrt wird.¹¹⁰

4.4 Fazit

In allen drei behandelten Themenbereichen wird die Bedeutung der Ziele des Kunden hervorgehoben. Entsprechend gilt es, die Ziele des Kunden abzuklären und zu erfassen, Teilziele abzuleiten und zu definieren (z.B. als Zielbaum).

¹⁰⁶ Hens/Bachmann 2008, S. 37.

¹⁰⁷ Harr 2010, S. 37.

¹⁰⁸ Harr 2010, S. 21.

¹⁰⁹ Hens/Bachmann 2008, S. 84.

¹¹⁰ Schönemann 2012, Beilage "Systematik der Anomalien und Präferenzen nach Entscheidungsprozessen".

Als zweiter wichtiger Punkt für das Financial Consulting wurde die Aufgabenverteilung zwischen Kunde und Finanzberater (und Vermögensverwalter) bzw. die Regelung der Verantwortlichkeiten hervorgehoben. Diese ist wiederum auch für das Investment Controlling relevant, damit die erzielten Resultate nach Verantwortlichkeit zugeordnet und allfällige Massnahmen am richtigen Ort angesetzt werden können.

Im Rahmen der Zusammenarbeit von Kunde und Finanzberater gilt es – neben der Aufgabenverteilung – die Periodizität der Kontrolle und des Reportings bzw. des Reviews zu regeln. Während aus Sicht des Financial Consultings keine konkreten Vorgaben gemacht werden und eher längere Perioden vorgeschlagen werden, drängt sich aus Sicht des Investment Controllings eine klar definierte Periodizität auf, die unter anderem das Risiko der gewählten Strategie, das Kommunikationsverhalten des Kunden und seine Anfälligkeit für Anomalien aus der Behavioral Finance berücksichtigen soll.

Das wichtigste Hilfsmittel für die Kontrolle und Besprechung von Vermögensstand und -entwicklung ist das Investment Reporting. Es dient der verständlichen und nachvollziehbaren Darstellung der Situation und der Entwicklung des Vermögens sowie dem Vergleich mit den Vorgaben. Die enthaltenen Informationen erlauben eine aussagekräftige Analyse, das Erkennen von Abweichungen und das Ableiten von geeigneten Massnahmen. Und die Informationen sind so aufbereitet, dass sie die psychologischen Fallen der Behavioral Finance berücksichtigen.

4.4.1 Ziele

Im Zusammenhang mit dem Referenzpunkt wurde festgestellt, wie wichtig das Formulieren und vollständige Festhalten von messbaren Zielen ist.

Das *Mental Accounting* kann sowohl für die Zieldekomposition als auch, um die Entscheidungsprobleme gemäss den Anlagezielen des Kunden zu strukturieren, eingesetzt werden¹¹¹. Mit einem integrierten zielbasierten Vermögensverwaltungsansatz können, im Zusammenspiel von Teilzielen und Gesamtziel, durch die separaten Risikoprofile

¹¹¹ Hens/Bachmann 2008, S. 227.

der Teilvermögen die positiven Aspekte der gedanklichen Buchhaltung genutzt werden, während das umfassende Kundenrisikoprofil die negativen Aspekte vermeidet.¹¹²

Vor allem bei Personen, die bezüglich der eigenen Präferenzen in der Zukunft unsicher sind und eine plötzliche Präferenzumkehr vermeiden wollen, ist das Erstellen eines Investment Policy Statements ein geeignetes Mittel, um Verbindlichkeit zu schaffen und sich auf die Ziele zu verpflichten.¹¹³

Ziele anzupassen muss jedoch nicht immer ein Zeichen von Unsicherheit oder irrationalen Verhalten sein, sondern kann auch die Folge von Veränderungen der Rahmenbedingungen des Kunden sein, die u.a. dank des Investment Controllings festgestellt werden. Oder aber kann die zunehmende Erfahrung des Anlegers in Finanzfragen (Financial Literacy, Finanz-Alphabetismus) zur Anpassung der Ziele führen.¹¹⁴

Hinsichtlich der Messbarkeit wird anhand der in der untenstehenden Grafik dargestellten Situation aufgezeigt, dass eine spätere Beurteilung auf einer anderen Basis erfolgen kann, wenn alle ursprünglichen Informationen verfügbar sind. Zum Zeitpunkt 0 wurde für ein Vermögen von 1 ein erwartetes Ziel und eine für das eingegangene Risiko erwartete Bandbreite besprochen.

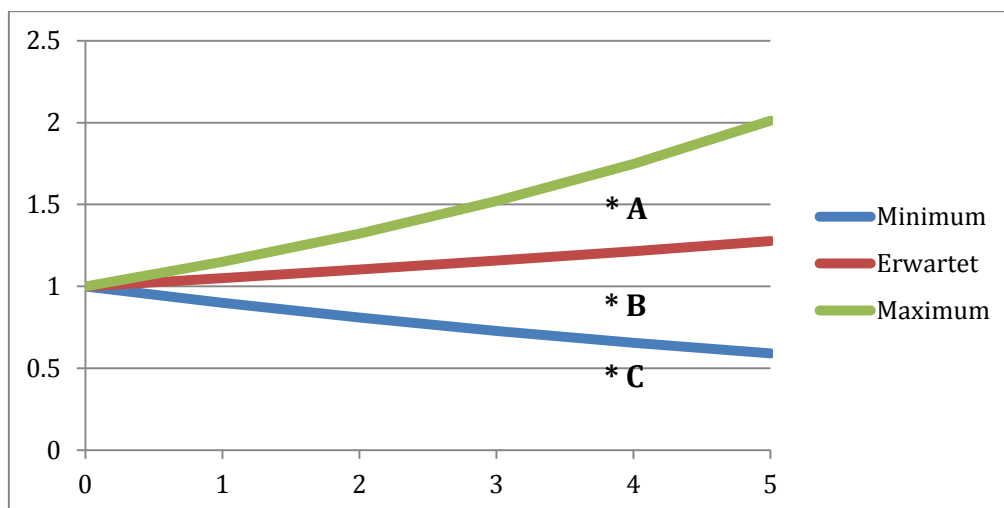


Abbildung 3: Projektion und Standortbestimmung

¹¹² Hens/Bachmann 2008, S. 226f.

¹¹³ Hens/Bachmann 2008, S. 89.

¹¹⁴ Hens/Bachmann 2008, S. 9.

Vier Zeiteinheiten später wird die Situation bzw. der Vermögensstand evaluiert. Während die Reaktionen auf die Fälle A (Zufriedenheit) und C (Unzufriedenheit, Handlungsbedarf) absehbar sind, scheint der Fall B weniger klar. Zwar liegt der Vermögensstand B unter dem ursprünglichen Niveau, aber er liegt innerhalb der erwarteten Bandbreite. Liegt nun bei der Beurteilung nur die Information zum erwarteten Ziel vor, führt dies zu Unzufriedenheit. Dank der Vollständigkeit der Informationen inklusive Bandbreiten sollte jedoch ein zufrieden(er)es Urteil gefällt werden, weil sich die Vermögensentwicklung innerhalb der Erwartungen bewegt.

4.4.2 Aufgabenteilung und Performance Attribution

Für das Financial Consulting ist eine klare Aufgabenteilung deshalb wichtig, weil damit die Verantwortlichkeiten für die Umsetzung, Überwachung und Kontrolle der Kapitalanlagen geregelt wird.

Im Investment Controlling wird auf der Basis der Aufgabenteilung die Zuordnung der Performance auf die einzelnen Prozessschritte und damit auf die dafür verantwortlichen Entscheidungsträger vorgenommen und mittels Performance Attribution analysiert, um damit Rückschlüsse zur Verbesserung des Prozesses zu gewinnen – und allenfalls erfolgsabhängige Gebühren zu bezahlen.

Aus Sicht der Behavioral Finance sollte die Aufgabenteilung die Fähigkeiten und das Interesse des Kunden berücksichtigen. Je nach Grad der Financial Literacy des Kunden kann dieser anspruchsvollere Aufgaben im Anlageprozess übernehmen.

4.4.3 Periodizität und Angemessenheit

Das Financial Consulting betrachtet die Frage nach der Häufigkeit einer Überprüfung primär aus der Sicht des Finanzplans. Abgesehen von der Notwendigkeit einer Überprüfung des Finanzplans aufgrund von Änderungen äusserer Faktoren, wird eine Aktualisierung alle eineinhalb bis zwei Jahre nahegelegt.

Aus Sicht des Investment Controllings gibt es keine eindeutige Antwort auf die Frage der Periodizität. Während ein technisch unterstütztes Monitoring sogar täglich stattfinden kann, ist die Häufigkeit von Kontrolle und Reporting abhängig vom Risikoprofil der gewählten Strategie, vom Kommunikationsverhalten des Kunden, von der gewählten Aufgabenteilung und vom Aufwand bzw. den damit verbundenen Kosten.

In Bezug auf die Häufigkeit sind aus Sicht der Behavioral Finance – neben dem Kommunikationsverhalten – vor allem die kurzfristige Verlustaversion und auch das Konzept des Referenzpunktes zu berücksichtigen. Beide legen eine nicht zu häufige Durchführung des Kontrollprozesses nahe. Das Bewusstsein für diese Anomalien ermöglicht es jedoch, deren Einfluss zu vermindern.

4.4.4 Vermögensreporting

Für das Financial Consulting muss das Investment Reporting eine Standortbestimmung ermöglichen, sowohl absolut als auch relativ zu den Zielen auf der Zeitachse.

Für das Investment Controlling stellt das Vermögensreporting die Grundlage dar, um die Situation beurteilen, entsprechende Analysen vornehmen, Probleme erkennen und Massnahmen ableiten zu können.

So wie ein schlecht konzipiertes Reporting bestimmte Anomalien aus der Behavioral Finance verstärken kann, hilft ein entsprechendes Reporting, diese Biases zu reduzieren oder zu vermindern. Das Unterdrücken des Einstandspreises und die Ausrichtung an den Zielen sowie das Hervorheben der Gesamtheit und die Reduktion der Details auf Positionsebene lenken die Aufmerksamkeit auf das Wesentliche.

5 Empirischer Teil

Im empirischen Teil der Arbeit werden zwei Gebiete untersucht. Einerseits werden Investment Reportings verschiedener Finanzinstitute im Hinblick auf die Berücksichtigung der erarbeiteten Aspekte analysiert. Andererseits werden anhand des Kundenbestands einer Bank die Investment Policy Statements in Bezug auf mehrere Fragestellungen analysiert.

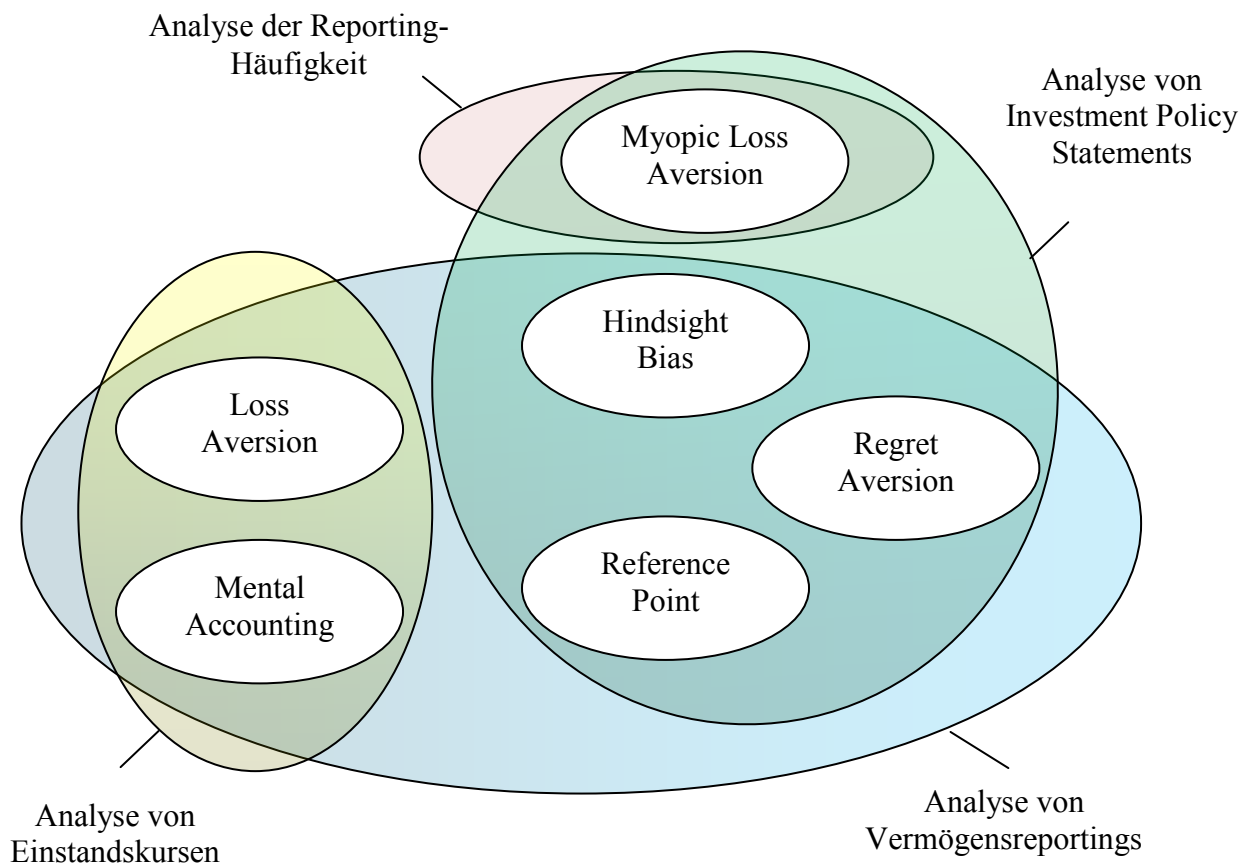


Abbildung 4: Übersicht des empirischen Teils

5.1 Analyse von Vermögensreportings

Als Grundlage der Analyse wurde eine Auswahl von Vermögens- und Performance-reportings verschiedener Finanzinstitute verwendet. Dabei wurden Reportings unterschiedlicher Typen von Finanzinstituten berücksichtigt (Universalbanken sowie grössere, mittlere und kleinere Privatbanken in der Schweiz) und zusätzlich je ein Reporting einer im Ausland domizilierten Bank (Gutmann, Österreich), eines Software Providers und eines Family Offices. Die Auswahl und Anzahl der untersuchten Reportings erhebt keinen Anspruch auf statistische Relevanz.

Finanzinstitut	Typ	Reporting
Credit Suisse	Universalbank	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensausweis • Performanceausweis • Portfolio Reporting • Portfolio Simulation
UBS	Universalbank	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensreport
ZKB	Universalbank	<ul style="list-style-type: none"> • Anlagereport
Julius Bär	Privatbank	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensreport
Sarasin	Privatbank	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensreport
Hyposwiss	Privatbank	<ul style="list-style-type: none"> • Investment Report
ClaridenLeu	Privatbank	<ul style="list-style-type: none"> • Rendite- und Vermögensausweis
Rahn & Bodmer	Privatbank	<ul style="list-style-type: none"> • Portfolio Reporting
VP Bank	Privatbank	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensreport
HSBC Private Bank	Privatbank (Auslandbank)	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensreport
Morgan Stanley	Privatbank (Auslandbank)	<ul style="list-style-type: none"> • Portfolio Statement • Performance and Asset Allocation
Gutmann	Privatbank (Österreich)	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensreport
bmpi	Software Provider für Investment Reporting	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensreport
Aurenum	Family Office	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensreport

Tabelle 2: Liste der untersuchten Reportings

Bei den Finanzinstituten vom Typ Universalbank ist zu berücksichtigen, dass sie alle einen separaten Bereich für das Private Banking führen und dass die gewählten Reportings für diese Art von Kundschaft gestaltet sind und sich von den Reportings für andere Bereiche wie Asset Management oder Retail unterscheiden können.

Im theoretischen Teil wurden verschiedene Aspekte erarbeitet, deren Berücksichtigung in einem Investment Reporting dazu führt, dass die notwendigen Informationen für den Finanzplan verfügbar gemacht werden, die ein umfassendes Investment Controlling ermöglichen und den Kunden darin unterstützen, gewisse Fallen der Behavioral Finance zu vermeiden.

Bei dieser Analyse wird nur die Verfügbarkeit des entsprechenden Inhalts überprüft. Die Darstellungsform wird nicht weiter vertieft, obwohl diese nachweislich einen Einfluss auf die Interpretation hat.¹¹⁵

5.1.1 Prüfpunkte

Die Vermögensreportings werden dahingehend durchleuchtet, ob folgende Elemente vorhanden sind:

- Ziele
- Ausgangslage
- Anlagerichtlinien
- Standortbestimmung
- Analyse
- Kosten

5.1.1.1 Ziele

Die mit dem Kunden ermittelten und vereinbarten Ziele stellen die Grundlage für die Verwaltung des Vermögens dar. Durch eine Optimierung der vom Kunden erwarteten Rendite mit dem damit verbundenen zu erwartenden Risiko unter Berücksichtigung des Anlagehorizonts des Kunden wird die Strategie festgelegt und in eine Benchmark gegossen. Anhand von verschiedenen Szenarien wird die Plausibilität der Entscheidung überprüft. Bei der Festlegung der Strategie ist relevanten Restriktionen Rechnung zu tragen. Relevant sind Restriktionen dann, wenn sie die Umsetzung der Strategie massgeblich beeinträchtigen.

¹¹⁵ Soliva 2010, S. IIf.

5.1.1.2 Ausgangslage

Bei der Erarbeitung der passenden Strategie fließen einige Annahmen bezüglich der zukünftigen Entwicklung der gewählten Anlageinstrumente ein. Dazu gehören sowohl die zu erwartenden Renditen als auch die Risiken der einzelnen Märkte. Diese werden in die Berechnung der passenden Strategie eingesetzt. Diese Annahmen beruhen normalerweise auf einer Einschätzung der aktuellen und zukünftigen ökonomischen Rahmenbedingungen. Zu diesen Rahmenbedingungen gehören die Inflationserwartungen, die Zinskurve, das Wirtschaftswachstum und die Währungswechselkurse. Um im Rahmen des Investment Controllings die Qualität der Entscheidung sinnvoll überprüfen zu können, ist das Verständnis der Ausgangslage wichtig. So mag eine Strategie zwar zu einem guten Resultat führen, beruht sie jedoch auf Annahmen, die sich später als falsch erweisen, so drängt sich eine Überarbeitung der Strategie auf.

5.1.1.3 Anlagerichtlinien

Anlagerichtlinien werden vorgegeben, um den Spielraum des Vermögensverwalters zu definieren. So können wie erwähnt auf Basis der Strategischen Asset Allocation bestimmte Bandbreiten für Anlageklassen und Währungen oder maximale Positionsgrößen vorgegeben werden.

Restriktionen sind Einschränkungen, die dazu führen, dass bestimmte Anlagen nicht oder nur beschränkt eingesetzt werden können. Dabei können interne, d.h. kundenspezifische Restriktionen¹¹⁶ wie Liquiditätsbedürfnisse, Anlagehorizont oder Haltepositionen in bestimmten Lieblingsaktien und externe Restriktionen wie steuerliche oder regulatorische Anforderungen unterschieden werden.¹¹⁷

5.1.1.4 Standortbestimmung

Für eine Standortbestimmung wird einerseits der aktuelle Stand bzw. die aktuelle Bewertung und Struktur des Portfolios benötigt. Zudem wird die Entwicklung seit der Festlegung der Ziele gebraucht. Sowohl der aktuelle Stand als auch die Entwicklung

¹¹⁶ Beispiele für (Einzeltitel-)Restriktionen wie Liebhaberaktien oder Mitarbeiteraktien in Maginn 2007, S. 687.

¹¹⁷ Maginn 2007, S. 5.

werden verglichen, einerseits mit den Vorgaben und Zielen, andererseits mit Vergleichswerten. Weiter sind Informationen zu Verletzungen von Richtlinien und Restriktionen notwendig.

5.1.1.5 Analyse

Die Analyse ermöglicht es, Erkenntnisse aus der Standortbestimmung zu gewinnen und die Ursachen für die Resultate zu finden. Risikokennzahlen, detaillierte Informationen und Berechnungen auf verschiedenen Stufen liefern die Daten, die für eine fachlich fundierte Analyse erforderlich sind.

5.1.1.6 Kosten

Es gilt, gerechtfertigte Transaktionen und Kosten von unnötigen und nicht leicht erkennbaren zu unterscheiden. Denn der negative Einfluss der Transaktionshäufigkeit und der Kosten auf die Portfoliorendite darf nicht unterschätzt werden. Deswegen gilt es, ein Augenmerk auf die Anzahl der Transaktionen in der Berichtsperiode zu richten und die angefallenen Kosten zu prüfen. Dazu gehören

- Managementgebühren
- Verwaltungsgebühren
- Administrationsgebühren
- Transaktionskosten
- Spesen, fremde Spesen
- Stempelsteuer

5.1.2 Untersuchungsergebnisse

Erwartungsgemäss unterscheiden sich die 18 verschiedenen Reportings stark und es sind keine Verallgemeinerungen möglich. Fast alle Reportings haben ihre Stärken und Schwächen, teilweise bedingt durch den Verwendungszweck. So liegt beispielsweise der Schwerpunkt eines Performancereportings naturgemäss auf der Darstellung der Entwicklung, während andere Aspekte untergewichtet werden. Im Folgenden werden die Ergebnisse nach den Prüfpunkten gegliedert.

5.1.2.1 Ziele

Trotz der grossen Bedeutung, die in der Theorie den Zielen beigemessen wird, hält nur gerade ein einziges Reporting die Ziele des Kunden fest. Auf dem Reporting von Morgan Stanley wird das Anlageziel des Kunden explizit, jedoch nicht in quantifizierter Form aufgeführt (z.B. "Langfristiges Kapitalwachstum"). Erwartete Rendite und Risiko sind nirgends zu finden.

Ebenfalls und nur auf dem gleichen Reporting wird eine Angabe zum Anlagehorizont des Kunden gemacht (z.B. "5 - 10 Jahre").

Auf einem Drittel der Reportings wird eine Benchmark als Vergleichsmaßstab für die Performance verwendet. Auf vier Reportings ist die detaillierte Zusammensetzung der Benchmark mit den verwendeten Indices und deren Gewichtung vorhanden, auf zwei Reportings sind zur eingesetzten Benchmark keine Informationen verfügbar.

Ausschliesslich auf dem *Portfolio Simulation*-Reporting der Credit Suisse sind eine Projektion der Vermögensentwicklung und eine Analyse der Auswirkungen von Szenarien auf das bestehende Portfolio vorhanden.

5.1.2.2 Ausgangslage

Die ursprüngliche Ausgangslage ist in keinem Reporting enthalten.

Aber ein Reporting (Credit Suisse *Portfolio Simulation*) zeigt die aktuell im Portfolio implizit erwartete Rendite und Volatilität an.

Und in einem Reporting (Gutmann) wird als Information die Entwicklung einiger üblichen ökonomischen Faktoren (Zinsen, Wechselkurse etc.) grafisch dargestellt.

5.1.2.3 Anlagerichtlinien

Die definierte Strategische Asset Allocation mit den entsprechenden Bandbreiten und der neutralen Positionierung wird auf einem Drittel der Reportings angezeigt. Die Periodizität eines allfälligen Rebalancings ist nirgends festgehalten.

Angaben zur maximalen Positionsgrösse, zum Anlagehorizont oder Liquiditätsanforderungen werden auf keinem Reporting gemacht.

Die Möglichkeit Restriktionen aufzuführen, ist auf zwei Reportings vorgesehen.

5.1.2.4 Standortbestimmung

Alle Vermögensausweise zeigen die aktuelle Vermögensstruktur nach Anlageklassen und Währungen an. 13 Reportings bieten zudem verschiedene Darstellungen des Portfolios, des Aktien- und des Obligationenteils nach Ländern, Branchen, Ratings oder Schuldnerkategorien etc. an. In vier Reportings wird zudem das tatsächliche ökonomische Exposure nach Anlageklassen und Währungen berechnet.

Das Portfolio Reporting von Rahn & Bodmer bietet Strukturvergleiche des Portfolios gegenüber Benchmark in vier Dimensionen an, nämlich das Portfolio nach Anlageklassen und Währungen sowie den Aktienteil nach Branchen und Ländern.

Auch wenn sich aus dem Vergleich Abweichungen erkennen lassen, ist es doch so, dass kein Reporting allfällige Verletzungen von Restriktionen oder Bandbreiten explizit visualisiert.

Alle Reportings bis auf drei weisen die Portfolioentwicklung des Vermögens aus. In sechs Reportings wird ein Performancevergleich gegenüber der Benchmark angezeigt.

Als interessante Zusatzinformationen wird in drei Reportings dargestellt, wie sich die Asset Allocation im Laufe der Betrachtungsperiode entwickelt hat. Jedoch wird kein Bezug zum Ausgangszeitpunkt erstellt.

Kein Reporting visualisiert, wo sich das Portfolio auf dem Weg zum Ziel befindet – und ob allenfalls Massnahmen nötig sind.

5.1.2.5 Analyse

In sieben Reportings werden weiterführende Informationen zur Zusammensetzung der Performance in Form einer Performance Kontribution geliefert. Die Detaillierung des Beitrags erfolgt nach Anlageklassen und teilweise auch nach Währungsblöcken, Industriesektoren und Ländern. Im *Credit Suisse Portfolio Reporting* wird die Kontribution sogar auf den einzelnen Positionen berechnet.

Die anspruchsvollere und eine Benchmark voraussetzende Performance Attribution wird im Reporting von Rahn & Bodmer und im *Credit Suisse Portfolio Reporting* zur Verfügung gestellt.

Wo die einzelnen Positionen aufgeführt sind (in 17 von 18 Reportings), wird mehrheitlich (in 14 Fällen) der Einstandskurs der Position angezeigt. Davon abgeleitet zeigen neun Reportings den unrealisierten Erfolg (Gewinn/Verlust, Verhältnis zwischen aktuellem Wert und Einstandswert), während drei Reportings Angaben über die Performance der Position machen, nämlich das Reporting von Gutmann die Performance (inklusive Erträge) seit Kauf und das Reporting von Rahn & Bodmer sowie der Credit Suisse *Performanceausweis* die Performance für die evaluierte Periode darstellen.

Unterschiedliche Risikokennzahlen sind auf fünf Reportings zu finden, teilweise unter Einbezug der Benchmark. Mit Blick auf das Klumpenrisiko werden auf zwei Reportings die grössten 5-10 Positionen aufgeführt.

Zu den Besonderheiten gehören eine Portfoliorisikoeinschätzung sowie eine Wertprojektion über die nächsten 20 Jahre im Reporting Credit Suisse *Portfolio Simulation* und eine Aufteilung der Anlagen nach Risikograd im ZKB *Anlagereport*.

5.1.2.6 Kosten

Fünf Reportings beinhalten eine Transaktionsliste und ebenfalls fünf Reportings zeigen eine detaillierte Kostenaufstellung. Drei dieser Reportings haben beide Bestandteile.

5.1.3 Zusammenfassung der Analyse der Vermögensreportings

Die Untersuchung der 18 Reportings ergibt, dass die Ziele des Kunden kaum Bestandteil des Reportings sind. Zu vermuten ist, dass die Ziele an einem anderen Ort dokumentiert sind, beispielsweise in einem Kundenprofil oder Anlagekonzept.

Die Ausgangslage als Basis für die Entscheidung und das ökonomische Umfeld zum Entscheidungszeitpunkt sind praktisch nirgendwo Bestandteile von Reportings. Nur in einem Fall werden die erwartete Rendite und Risiko (jedoch auf die Zukunft bezogen) auf dem Reporting aufgeführt. Immerhin kann später zwecks Analyse auf das alte Dokument zurückgegriffen werden.

Eher als die Ausgangslage werden die Anlagerichtlinien auf den Reportings aufgeführt. Im Vordergrund stehen dabei die Bandbreiten für die Asset Allocation, weil durch diese der Spielraum des Vermögensverwalters festgelegt wird.

Für eine Standortbestimmung werden dem Anleger in den Reportings einige Informationen zur Verfügung gestellt. Zumeist wird die Vermögensstruktur aus verschiedenen Perspektiven beleuchtet, in ein paar Fällen das ökonomische Exposure oder die Entwicklung der Vermögensstruktur dargestellt und – wo eine Benchmark verfügbar ist – auch ein Performancevergleich des Portfolios gegenüber der Benchmark angezeigt. Jedoch wird in keinem Reporting ein Bezug zu den Zielen hergestellt. Auch allfällige Verletzungen der Anlagerichtlinien werden nicht visualisiert.

Die Anzahl und der Informationsgehalt der zur Verfügung gestellten Analysen sind sehr unterschiedlich. Einziger gemeinsamer Nenner ist der Einstandskurs der Positionen. Darüber hinaus bietet immerhin fast die Hälfte der Reportings eine Performance Kontribution. Anspruchsvollere Informationen wie die Performance Attribution oder Risikokennzahlen sind nur selten verfügbar.

Detailliertere Informationen zu den Kosten erhalten Kunden nur in fünf Fällen.

5.2 Analyse von Investment Policy Statements

Beim untersuchten Kundenbestand handelt es sich um denjenigen einer mittelgrossen Privatbank. Der Kundenbestand ist damit nicht repräsentativ für alle Arten von Bankkunden und auch nicht für Private Banking-Kunden im Allgemeinen. Es ist davon auszugehen, dass es sich bei den untersuchten Bankbeziehungen mehrheitlich nicht um die Gesamt - oder Hauptbankbeziehung handelt, sondern beispielsweise um ein als "eherne Reserve" verwaltetes Teilvermögen, um einen separaten Vermögensteil zum Zweck einer Diversifikation der Finanzinstitute oder aber auch um eine über Generationen fortgeführte Geschäftsbeziehung.

Trotz der eingeschränkten Repräsentativität geht der Autor davon aus, wertvolle Erkenntnisse aus der Analyse der Kundenprofile, der Reporting-Häufigkeit und der Einstandskurse gewinnen und daraus Lösungsansätze mit einer weiter reichenden Relevanz ableiten zu können. Zu den Merkmalen des betrachteten Finanzinstitutes gehören die Unabhängigkeit der Beratung in Bezug auf den Produktvertrieb (keine eigenen Produkte) sowie die Unabhängigkeit der einzelnen Kundenberater in Bezug auf die Anlagestrategie (keine zentrale Anlagestrategie). Dieser zweite Aspekt führte zur besonderen Rahmenbedingung, dass eine Struktur mit einem zentralen Portfolio

Management und mehreren dezentralen PM-Einheiten besteht, welche die Entscheide in Eigenkompetenz fällen können.

5.2.1 Datenlage

Bei der Betrachtung der Investment Policy Statements gilt es zu bedenken, dass es sich um Kunden einer Privatbank handelt, deren Bankbeziehung in der Mehrheit der Fälle nicht die Hauptbankbeziehung ist. Somit ist es kaum je der Fall, dass das verwaltete Vermögen auch gleich das Gesamtkapitalvermögen des Kunden darstellt. Ungeachtet dieses Umstandes sollte für eine sinnvolle Zielsetzung für das verwaltete Vermögen das Gesamtvermögen und dessen Asset Allocation zumindest approximativ bekannt sein. Auch die Gesamtziele des Kunden sollten bekannt sein, um für das betreute Teilvermögen die entsprechenden Teilziele ermitteln zu können.

Untersucht wurden 105 stichprobenartig ausgewählte Mandate, wobei je 35 Mandate

- durch die zentrale Portfolio Management-Einheit verwaltet werden.
- durch dezentrale Portfolio Management-Einheiten verwaltet werden.
- Beratungsmandate sind, bei denen der Kunde selbst den Anlageentscheid fällt.

Bei der Wahl der Stichproben wurde sichergestellt, dass die selektierten Mandate über alle Kundenberater verteilt sind, um der Vielfalt und Repräsentativität gebührend Rechnung zu tragen.

5.2.2 Prüfpunkte

Im Investment Policy Statement (IPS) werden die für die Ausübung eines Mandates (Beratungs- oder Vermögensverwaltungsmandat) relevanten Informationen festgehalten:

- Ziele
- Anlagehorizont
- Strategie
- Benchmark
- Anlagerichtlinien und Restriktionen

Im Bereich der Ziele wird untersucht, ob Ziele definiert sind und wie sie beschrieben sind. Zudem wird geprüft, ob ein Bezug zu den Gesamtzielen des Kunden sowie ob die

übergeordnete Asset Allocation des Gesamtvermögens vorhanden ist. Weiter wird überprüft, ob Aussagen über die erwartete Rendite und das erwartete Risiko gemacht werden. Bezüglich Rendite wird nach Hinweisen zur Berücksichtigung der Inflation gesucht.

In einem zweiten Schritt wird analysiert, ob das IPS Informationen über den Anlagehorizont des Kunden für das betreffende Vermögen enthält. Dabei wird zwischen allgemeinen und präzisen Angaben unterschieden.

Beim Prüfpunkt Strategie wird erstens das Vorhandensein einer Strategie geprüft. Unter Strategie werden hier die Bezeichnungen *Obligationen*, *Einkommen*, *Ausgewogen*, *Wachstum*, *Aktien* sowie *Spezial* verstanden, welche stellvertretend für einen bestimmten Aktienanteil stehen. Zweitens wird die gewählte Strategie in Bezug zu den im IPS enthaltenen Zielen gesetzt.

Eine Strategie kann mit einer Benchmark unterlegt werden. Deshalb wird untersucht, ob im IPS eine Benchmark explizit definiert ist.

Eine Strategie wird als Asset Allocation dargestellt. Dabei gibt es verschiedene Möglichkeiten, eine Asset Allocation zu definieren. Hier wird untersucht, wie detailliert die Asset Allocation festgehalten wird.

Zudem können für die gewichteten Anlageklassen zusätzlich Anlagerichtlinien in Form von Bandbreiten vorgegeben werden, innerhalb derer sich die jeweilige Quote zu bewegen hat.

Schliesslich kann der Kunde in einem IPS auch Restriktionen vorgeben. Diese können sich auf die Anlagekategorien, Währungen und Regionen beziehen oder auch Vorgaben bezüglich Mindestrating, Instrumentenarten oder Einzeltitel sein.

5.2.3 Untersuchungsergebnisse

5.2.3.1 Ziele

Das erste Ergebnis betrifft das Vorhandensein von Zielen. In über einem Drittel der Investment Policy Statements sind keine Ziele festgehalten. In 12.4% der IPS wird explizit festgehalten, dass keine Ziele für das Vermögen definiert sind.

	Anzahl	Anteil
Keine Ziele	13	12.4%
VV	3	4.3%
Beratung	10	28.6%
Keine Angaben	25	23.8%
VV	22	31.4%
Beratung	3	8.6%
Total	38	36.2%
VV	25	35.7%
Beratung	13	37.1%

Tabelle 3: Ziele in Investment Policy Statements

Die Ziele sind generell sehr allgemein gehalten, nämlich mit *Kapitalwachstum* oder *Kapitalerhalt*. Zudem werden die beiden Ziele bei einem Fünftel der Mandate bzw. bei einem Drittel der vorhandenen Zielsetzungen zusammen aufgeführt. Ausschliesslichen Kapitalerhalt bezwecken rund 15% der Mandate, während ein wenig mehr als ein Viertel Kapitalwachstum anstrebt.

	Anzahl	Anteil
Kapitalerhalt	16	15.2%
VV	8	11.4%
Beratung	8	22.9%
Kapitalwachstum	29	27.6%
VV	23	32.9%
Beratung	6	17.1%
Kapitalerhalt und Wachstum	22	21.0%
VV	14	20.0%
Beratung	8	22.9%
Total	67	63.8%
VV	45	64.3%
Beratung	22	62.9%
Keine Angaben	38	36.2%
VV	25	35.7%
Beratung	13	37.1%

Tabelle 4: Art der Ziele in Investment Policy Statements

In zehn IPS wird explizit das Generieren von Einkommen als Ziel definiert. In zwei Fällen neben dem Ziel *Kapitalwachstum*, in drei Fällen zusätzlich zum *Kapitalerhalt*.

	Anzahl	Anteil
Einkommen	10	9.5%
VV	4	5.7%
Beratung	6	17.1%

Tabelle 5: Einkommen als Ziel in Investment Policy Statements

Das zweite Ergebnis betrifft die erwartete Rendite: In nur gerade drei Mandaten (Vermögensverwaltungsmandate) werden konkrete Renditeerwartungen formuliert: zweimal als Bandbreite (4-5% bzw. 5-10%) und einmal fix mit 5%.

Häufiger als eine Aussage zur erwarteten Rendite liegt eine formulierte Risikoerwartung vor. Aber auch nur gerade 10 Mandate beinhalten eine Aussage über das einzugehende Risiko und nur vier dieser Aussagen sind quantifizierbar, wobei unterschieden wird zwischen Vermögensschwankungen und Vermögensverlust:

- Beschränktes Risiko
- Mittlere Schwankungen
- Hohes Risiko
- Geringes Risiko
- Angemessenes Risiko/marktgerechtes Rendite/Risiko-Verhältnis
- Vermögensschwankungen von max. 20%
- Vermögensschwankungen von max. 10% (inkl. Währungsverluste)
- Vermögensschwankungen von max. 5%
- Vermögensverlust von max. 10%

Im Zusammenhang mit dem Risiko wurde untersucht, ob und mit welchen Szenarien Risiken visualisiert werden. Die Auswahl an verwendeten Szenarien beschränkt sich auf die folgenden vier Varianten:

- Erfahrungen mit dem kundeneigenen Portfolio während der Börsenkrisen in den Jahren 2008 und 2002
- Allgemeine Situation an den Aktienmärkten während der Börsenkrisen in den Jahren 2008 und 2002
- Mögliche Rückfallgefahr auf die Tiefststände von Gold (aus dem Jahr 1999)
- Schätzungen für das aktuelle Kundenportfolio oder die gewählte Strategie

In der folgenden Tabelle wird dargestellt, an welchem Objekt die Auswirkungen des jeweiligen Szenarios gemessen werden. In rund einem Viertel der untersuchten Investment Policy Statements wird kein Szenario verwendet. Wo vorhanden, werden vorzugsweise die Auswirkungen eines Szenarios auf die Aktienmärkte oder auf die gesamte Strategie aufgezeigt. Während in ca. 20% der Fälle mit den alten Tiefstständen von Gold und anderen Edelmetallen operiert wird, wird in 14.3% der IPS das Risiko mit Fremdwährungsverlusten dargestellt. In rund 10% der Fälle wird die vergangene oder die geschätzte zukünftige Entwicklung des Kundenportfolios verwendet, um dem Kunden die Risiken aufzuzeigen.

	Kunden-Portfolio	Strategie	Aktienmärkte	Gold / Edelm.	Fremdwähr.	Andere Anlagen	Kein Szenario
Beratung	3	10	21	9	9	4	6
VV	8	39	30	13	6	8	22
Total	11	49	51	22	15	12	28
Anteil Beratung	8.6%	28.6%	60.0%	25.7%	25.7%	11.4%	17.1%
Anteil VV	11.4%	55.7%	42.9%	18.6%	8.6%	11.4%	31.4%
Anteil Total	10.5%	46.7%	48.6%	21.0%	14.3%	11.4%	26.7%

Tabelle 6: Einkommen als Ziel in Investment Policy Statements

Zwischen Vermögensverwaltungs- und Beratungsmandaten fallen vor allem drei Unterschiede auf. So wird die Strategie deutlich häufiger bei verwalteten Vermögen verwendet als bei Beratungsmandaten. Dies ist u.a. darauf zurückzuführen, dass für jedes Vermögensverwaltungsmandat eine Strategie definiert ist, aber nicht für jedes Beratungsmandat. Das Risiko in Form von Fremdwährungsverlusten wird bei Beratungsmandaten rund dreimal so häufig thematisiert, möglicherweise weil davon ausgegangen wird, dass dieses Risiko in den verwalteten Mandaten dank Diversifikation kleiner ist. Der Befund, dass bei fast einem Drittel der Vermögensverwaltungsmandate kein Szenario verwendet wird, könnte in die gleiche Richtung interpretiert werden – oder dass das Risiko quasi mitdelegiert wird und keiner weiteren Erklärung bedarf.

5.2.3.2 Anlagehorizont

In rund 70% der IPS wird eine Aussage über den Anlagehorizont gemacht. Hierbei unterscheidet sich der Anteil bei Vermögensverwaltungsaufträgen nur unwesentlich vom Anteil bei den Beratungsmandaten.

	Anzahl	Anteil
Anlagehorizont	74	70.5%
VV	50	71.4%
Beratung	24	68.6%

Tabelle 7: Anlagehorizont in Investment Policy Statements

Jedoch erschöpft sich die Aussage zum Anlagehorizont in fast drei Viertel der Fälle (54 von 74) darin, dass es sich um eine langfristige Anlage handelt.

	Anzahl	Anteil
Anlagehorizont	74	70.5%
Anlagehorizont lang	54	51.4%
Anlagehorizont >10J	12	11.4%
Anlagehorizont 10J	1	1.0%
Anlagehorizont 5-10J	4	3.8%
Anlagehorizont >5J	1	1.0%
Anlagehorizont 5J	1	1.0%
Anlagehorizont 3J	1	1.0%

Tabelle 8: Definition des Anlagehorizonts in Investment Policy Statements

Vor allem bei Beratungsmandaten begnügt man sich mit dieser vagen Aussage (22 von 24), während für Vermögensverwaltungsmandaten eher quantifizierbare Aussagen gemacht werden (25.7% gegenüber 5.7%) – aber auch hier nur in knapp mehr als einem Drittel der Fälle mit Anlagehorizont (18 von 50).

	Anzahl	Anteil
Anlagehorizont lang	54	51.4%
VV	32	45.7%
Beratung	22	62.9%
Definierter Anlagehorizont	20	19.0%
VV	18	25.7%
Beratung	2	5.7%
Total	74	70.5%
VV	50	71.4%
Beratung	24	68.6%

Tabelle 9: Aussagekraft des Anlagehorizonts in Investment Policy Statements

5.2.3.3 Strategie

Betrachtet man die in den IPS festgelegten Strategien, so fällt zuerst der hohe Anteil von IPS ohne Strategie auf (14.3% aller Mandate), wobei es sich dabei ausschliesslich um Beratungsmandate handelt, bei denen damit ganze 42.3% keine Strategie haben.

Während die Verteilung der klassischen Strategien (*Obligationen, Einkommen, Ausgewogen, Wachstum, Aktien*) nicht bemerkenswert erscheint, so sticht wiederum der Anteil der *Spezialmandate* (mit individueller Asset Allocation) ins Auge, der mit rund 26.7% aller Mandate sogar die häufigste Strategie darstellt.

	Obli.	Eink.	Ausgew.	Wachs.	Aktien	Spez.	Keine	Total
VV	0	2	4	5	1	8	15	35
Beratung	5	11	18	9	7	20	0	70
Total	5	13	22	14	8	28	15	105
Anteil	4.8%	12.4%	21.0%	13.3%	7.6%	26.7%	14.3%	100%

Tabelle 10: Strategien in Investment Policy Statements

Weiter wird untersucht, wie die vorhandenen Ziele umgesetzt werden, d.h. welche Strategien für die Umsetzung der Ziele gewählt werden. Aufgrund des hohen Masses an Unabhängigkeit der Kundenberater und damit der Heterogenität der Strategiedefinitionen sind die Zahlen mit Vorsicht zu betrachten. So lässt sich vermutlich auch erklären, weshalb für das gleiche Ziel verschiedene Strategien gewählt werden.

Wo den Zielen Strategien zugeordnet sind (die Spalten *Spezialmandate* und *Keine Strategie* ausgenommen), lässt sich erkennen, dass das Ziel des Kapitalerhalts eher mit konservativen, d.h. weniger Aktien lastigen Strategien, erreicht werden soll, während dem Ziel Kapitalwachstum eher Strategien mit höherem Aktienanteil zugeordnet werden. Konsequenterweise kann man aus den Zahlen herauslesen, dass die Kombination dieser Ziele mit einer ausgewogenen Strategie angestrebt wird. Bei den Mandaten ohne Zielen ist die Vielfalt der zugeordneten Strategien am grössten.

	Obli.	Eink.	Ausgew.	Wachs.	Aktien	Spez.	Keine	Total
Kapitalerhalt	2	4	1			7	2	16
Kapitalwachstum		3	5	7	4	8	2	29
Erhalt & Wachstum		5	10	1	1	5		22
Keine Angaben	3	1	6	6	3	8	11	38
Total	5	13	22	14	8	28	15	105

Tabelle 11: Bezug zwischen Strategie und Zielen in Investment Policy Statements

5.2.3.4 Benchmark

Während in keinem der IPS der Beratungsmandate eine Benchmark definiert ist, ist bei den Vermögensverwaltungsmandaten in 10% der Fälle eine Benchmark konkret bestimmt.

	Anzahl	Anteil
Benchmark	7	6.7%
VV	7	10.0%
Beratung	0	0.0%

Tabelle 12: Benchmark in Investment Policy Statements

5.2.3.5 Asset Allocation

Unter diesem Punkt werden die IPS dahingehend untersucht, ob eine Asset Allocation definiert ist. Dabei wird zusätzlich unterschieden, ob für die Anlagekategorien Bandbreiten vorhanden sind, innerhalb derer sich das Mandat zu bewegen hat, oder ob nur eine maximale Risikoquote (im Wesentlichen alle Anlagekategorien ausser Geldmarkt und Obligationen) festgelegt ist.

	Anzahl	Anteil
VV	70	66.7%
Keine	6	8.6%
Risikoquote	28	40.0%
Asset Allocation	36	51.4%
Beratung	35	33.3%
Keine	16	45.7%
Risikoquote	6	17.1%
Asset Allocation	13	37.1%
Total	105	100.0%
Keine	22	21.0%
Risikoquote	34	32.4%
Asset Allocation	49	46.7%

Tabelle 13: Asset Allocation in Investment Policy Statements

In diesem Punkt unterscheiden sich Vermögensverwaltungsmandate wesentlich von den Beratungsmandaten, bei denen fast die Hälfte keine Vorgaben hat. Bei den Vermögensverwaltungsmandaten überrascht zwar die Tatsache, dass für sechs Mandate gar keine Asset Allocation erfasst ist, jedoch hat über die Hälfte eine konkrete Asset Allocation.

5.2.3.6 Restriktionen

Ein wenig mehr als die Hälfte der Mandate wird durch eine Restriktion eingeschränkt.

	Anzahl	Anteil
VV	70	66.7%
Anlagekategorien	3	4.3%
Währungen	9	12.9%
Regionen	3	4.3%
Rating	6	8.6%
Instrumentenarten	9	12.9%
Einzeltitle	10	14.3%
Keine	30	42.9%
Beratung	35	33.3%
Anlagekategorien	5	14.3%
Währungen	4	11.4%
Instrumentenarten	1	2.9%
Einzeltitle	5	14.3%
Keine	20	57.1%
Total	105	100.0%
Anlagekategorien	8	7.6%
Währungen	13	12.4%
Regionen	3	2.9%
Rating	6	5.7%
Instrumentenarten	10	9.5%
Einzeltitle	15	14.3%
Keine	50	47.6%

Tabelle 14: Restriktionen in Investment Policy Statements

Vermögensverwaltungsmandate werden eher durch Restriktionen eingeschränkt als Beratungsmandate, was vermutlich darauf zurückzuführen ist, dass der Kunde bei dieser Art von Mandat die Entscheidung selbst fällt.

Der Fokus bei den Restriktionen liegt bei den Währungen, den Einzeltiteln und den Instrumentenarten. Die Einschränkung des Währungsanteils lässt sich möglicherweise auf eine übergeordnete Währungsallokation des Gesamtvermögens zurückführen. Bei den Restriktionen auf Einzeltiteln sind häufig Liebhabertitel betroffen und bei den Instrumentenarten liegt das Schwergewicht auf einer Abneigung gegenüber Hedge Funds.

5.2.4 Zusammenfassung der Analyse der Investment Policy Statements

Die Auswertung der Anlagekonzepte bringt mehrere interessante Erkenntnisse hervor. Im Vordergrund steht, dass nur ausnahmsweise quantifizierte Ziele festgelegt werden. Zwar sind vielfach als Ziele *Kapitalwachstum* und *Kapitalerhalt* genannt, jedoch erlauben diese keine sinnvolle Standortbestimmung und Messung der Resultate.

Auch das Risiko erhält in den IPS wenig Erwähnung und ist selten quantifiziert. Die exemplarische Erklärung von Risiko mittels Szenarien beschränkt sich auf wenige Ereignisse und ist dadurch nicht sehr repräsentativ.

Eine Angabe zum Anlagehorizont ist in vielen Fällen vorhanden, so dass diese Voraussetzung für ein vollständiges Investment Policy Statement mehrheitlich erfüllt ist.

Dasselbe gilt in einem gewissen Mass auch für die Strategie. Da jedoch die Messbarkeit durch das weitgehende Fehlen einer Benchmark nicht gegeben ist und eine Überprüfung wegen mangelhafter und nicht sehr detaillierter Angaben zur Asset Allocation kaum möglich ist, sind die Informationen für das Investment Controlling ungenügend.

Das grösste Problem bei Restriktionen ist, wenn sie nicht bekannt oder nicht mehr gültig sind. Beides lässt sich anhand dieser Untersuchung nicht feststellen.

5.3 Analyse der Reporting-Häufigkeit

5.3.1 Ausgangslage

Um Erkenntnisse darüber zu gewinnen, wie häufig Kunden Informationen zu ihren Kapitalanlagen wünschen und erhalten, werden die Versandinstruktionen für die Kundenreports analysiert. Die Versandinstruktionen beinhalten einerseits die Information, ob es sich um einen Vermögens- oder Performancereporting handelt, andererseits mit welcher Periodizität das Reporting dem Kunden zugeschickt wird. Das Vermögensreporting enthält vor allem die aktuelle Bewertung des Portfolios und der einzelnen Positionen sowie verschiedene Darstellungen des Portfolios aus unterschiedlichen Blickwinkeln. Das Performancereporting zeigt im Wesentlichen die Entwicklung des Portfolios als Gesamtes über eine bestimmte Periode auf.

5.3.2 Untersuchungsergebnisse

Das erste Resultat der Analyse ist, dass dreimal so viele Vermögensreportings (75.9%) verschickt werden wie Performancereportings (24.2%). Aus der Sicht der Behavioral Finance liegt die Interpretation nahe, dass der Anleger seine Aufmerksamkeit vor allem auf die im Vermögensreporting aufgeführten Einzelpositionen legt und weniger auf die Entwicklung des Gesamtportfolios wie sie im Performancereporting dargestellt wird.

Periodizität Versand	Vermögensreporting	Performancereporting	Total
Monatlich	22.0%	15.7%	20.5%
Quartalsweise	33.3%	35.4%	33.8%
Halbjährlich	19.3%	8.2%	16.6%
Jährlich	25.4%	40.8%	29.1%
Total	100.0%	100.0%	100.0%

Tabelle 15: Übersicht der Anzahl Reports

Bezüglich Periodizität ist – unabhängig vom Reporttyp – ein Vorliebe für den quartalsweisen Versand der Reports zu erkennen, welcher von rund einem Drittel der Kunden gewünscht wird. An zweiter Stelle steht der jährliche Versand (rund 30% der Reports), wobei sich hier die beiden Reporttypen sehr stark unterscheiden: Während sich lediglich ein Viertel der Kunden mit einem jährlichen Vermögensreport begnügt, reicht es circa 40% der Kunden, die Performance Ende Jahr zu erfahren.

Das Bedürfnis, eher am aktuellen Stand des Vermögens als an der Vermögensentwicklung interessiert zu sein, zeigt sich auch bei den monatlichen und halbjährlichen Periodizitäten. Während die halbjährliche Informationsbeschaffung nur für rund einem Sechstel der Kunden wünschenswert ist, möchten immerhin rund 20% monatlich einen Report erhalten.

Im nächsten Schritt wird untersucht, ob und wie sich die Informationsbedürfnisse der drei verschiedenen Mandatsarten unterscheiden. Es werden dabei Kunden mit Vermögensverwaltungsmandat (die Bank entscheidet über die Anlagen gemäss vereinbartem Anlegerprofil), mit Beratungsmandat (der Kundenberater bespricht die Anlagen mit dem Kunden, der Kunde entscheidet) und mit Auftragsmandat (der Kunde entscheidet ohne Anlageberatung) unterschieden.

Mandatstyp	Vermögensreporting	Performancereporting	Total
Verwaltung	69.9%	30.1%	100.0%
Beratung	77.0%	23.0%	100.0%
Auftrag	77.9%	22.1%	100.0%
Total	75.9%	24.1%	100.0%

Tabelle 16: Anteil nach Reporttyp und Mandatstyp

Aus obiger Tabelle lässt sich erkennen, dass für Vermögensverwaltungsmandate anteilmässig mehr Performancereports erstellt werden. Dieser Befund lässt sich auf zwei Arten interpretieren. Erstens reicht es dem Kunden, der die Vermögensverwaltung delegiert hat, eher, nur über die Vermögensentwicklung informiert zu sein, als dem Kunden, der sich selber um die Anlagen kümmert. Zweitens hat die relative Entwicklung des Vermögens (die Performance in %) für den Kunden mit einem Vermögensverwaltungsmandat eine eher grössere Bedeutung, u.U. auch deswegen, weil mit der prozentualen Performance besser mit anderen Mandaten verglichen werden kann, während sich die übrigen Kunden eher an absoluten Werten orientieren.

Vergleicht man die Mandatstypen bezüglich der Periodizität der Informationsbeschaffung, fällt auf, dass selbständig entscheidende Kunden (Auftragsmandat) häufiger in kürzeren Abständen (monatlich und quartalsweise) informiert werden möchten.

Periodizität Versand	Verwaltung	Beratung	Auftrag
Monatlich	19.14%	14.08%	22.14%
Quartalsweise	30.56%	32.32%	35.20%
Halbjährlich	21.04%	19.08%	14.60%
Jährlich	29.26%	34.52%	28.06%
Total	100.00%	100.00%	100.00%

Tabelle 17: Anteil aller Reports nach Periodizität und Mandatstyp

In der Tabelle zu den Vermögensreports fällt auf, dass Beratungsmandatskunden seltener einen Report beanspruchen, was sich eventuell darauf zurückführen lässt, dass sie periodischen Kontakt zum Kundenberater haben, der ihnen die relevanten Informationen geben kann.

Periodizität Versand	Verwaltung	Beratung	Auftrag
Monatlich	22.23%	16.22%	23.01%
Quartalsweise	32.77%	33.43%	33.40%
Halbjährlich	26.06%	22.42%	16.57%
Jährlich	18.94%	27.93%	27.03%
Total	100.00%	100.00%	100.00%

Tabelle 18: Anteil Vermögensreports nach Periodizität und Mandatstyp

Bei den Performancereports zeigt sich, dass Auftragskunden eher häufig den Erfolg ihrer Entscheide sehen wollen und deshalb in kürzeren Abständen einen Performance-report beanspruchen, während sich viele Kunden mit Vermögensverwaltungs- und Beratungsmandat mit einer jährlichen Performanceberechnung zufrieden geben.

Periodizität Versand	Verwaltung	Beratung	Auftrag
Monatlich	11.98%	6.91%	19.08%
Quartalsweise	25.43%	28.62%	41.56%
Halbjährlich	9.38%	7.89%	7.65%
Jährlich	53.21%	56.58%	31.71%
Total	100.00%	100.00%	100.00%

Tabelle 19: Anteil Performancereports nach Periodizität und Mandatstyp

5.3.3 Zusammenfassung der Analyse der Reporting-Häufigkeit

Das Ziel dieser Untersuchung war herauszufinden, ob und wie sich die Reporting-Bedürfnisse von Kunden – stellvertretend für die Häufigkeit der Auseinandersetzung mit dem eigenen Vermögen – in Abhängigkeit von der Mandatsart bzw. der Aufgabenteilung zwischen Kunde und Finanzberater unterscheiden. Bei den Bedürfnissen wurde dabei unterschieden in Häufigkeit der Information und Informationsgehalt des Reportings.

Die Annahme war, dass verwaltete Mandate wegen der Delegation der Verwaltung und der stabileren Asset Allocation aufgrund einer definierten Strategie ein weniger ausgeprägtes Bedürfnis nach Informationen über den Vermögensstand und die Performance haben.

Es lassen sich Hinweise für die Bestätigung einiger Annahmen finden. So scheint der überwiegende Anteil von Vermögens- gegenüber Performancereportings darauf hinzuweisen, dass die Anleger einen grösseren Fokus auf die Einzelpositionen als auf die Gesamtportfolioentwicklung legen. Zudem wird die detailliertere Aufstellung auch häufiger gewünscht, während die Gesamtsicht in grösseren Zeitabständen gewünscht wird. Dies könnte dahingehend interpretiert werden, dass dem Anleger, der sich persönlich und häufig mit Einzelpositionen auseinandersetzt, ein Anlegertypus gegenüber steht, der die Verwaltung delegiert hat und in grösseren Zeitabständen die Gesamtentwicklung verfolgt.

Die Resultate dieser Analyse sind jedoch nicht eindeutig und deshalb nicht zufriedenstellend. Es besteht eine zu grosse Skepsis, ob die Versandinstruktionen tatsächlich als Proxy für das Informationsbedürfnis des Anlegers verwendet werden können. Deshalb sollten andere Wege gesucht werden, um Erkenntnisse zu dieser Fragestellung zu gewinnen.

5.4 Analysen von Einstandskursen

5.4.1 Ausgangslage

Wie im theoretischen Teil der Arbeit über die Behavioral Finance beschrieben, können verschiedene Anomalien den Anleger daran hindern, eine Position rechtzeitig zu veräussern. Anhand von zwei Untersuchungen soll geprüft werden, ob sich das Verhalten bzw. das Resultat unterscheidet, je nachdem ob der Anleger die Verwaltung seiner Kapitalanlagen selber in die Hand nimmt oder einem Vermögensverwalter übergeben hat.

5.4.2 Positionen mit unrealisiertem Verlust

Für diese Analyse wurden alle Aktienpositionen von je 20 Verwaltungs- sowie Auftragsmandaten untersucht und deren unrealisierter Gewinn oder Verlust festgehalten. Um einen sinnvollen Vergleich zu ermöglichen, wurden Portfolios gewählt,

- die im ersten Semester 2009 eröffnet wurden.
- die ein Vermögen von mindestens CHF 1 Mio. (bis ca. 10 Mio.) umfassen.
- die einen bedeutenden Aktienanteil haben.

Die Übersicht aller Aktienpositionen, sowohl derjenigen mit Gewinn als auch Verlust, zeigt, dass sich die beiden Mandatstypen deutlich unterscheiden:

Zeilenbeschriftungen	Anzahl von Pos/Neg	Anteil
Vermögensverwaltungsmandat	302	100.0%
Positionen mit Verlust	129	42.7%
Positionen mit Gewinn	173	57.3%
Auftragsmandat	349	100.0%
Positionen mit Verlust	171	49.0%
Positionen mit Gewinn	178	51.0%
Gesamtergebnis	651	

Tabelle 20: Anzahl Positionen nach Mandatstyp

Bei den verwalteten Mandaten ist der Anteil der Positionen mit unrealisiertem Verlust mit 42.7% bedeutend tiefer als bei den selbständig verwalteten Portfolios mit 49%.

Betrachtet man in der nächsten Darstellung das Ausmass der aufgelaufenen Verluste, so zeigen die Werte, dass in Vermögensverwaltungsmandaten deutlich weniger grosse

unrealisierte Verluste vorhanden sind. Nur gerade gesamthaft 10% der Verluste bei Verwaltungsmandaten liegen über 30%.

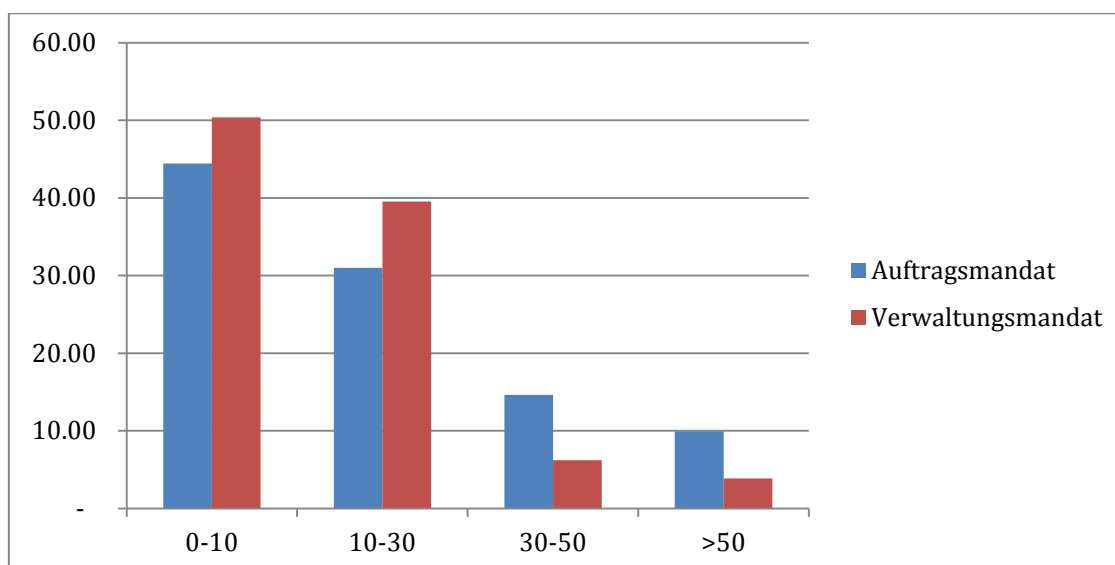


Abbildung 5: Verteilung der Positionen mit unrealisiertem Verlust nach Mandatstyp

5.4.3 Realisierung von Verlusten

Das Verhalten der beiden Anlegertypen soll nun anhand eines konkreten Beispiels untersucht werden: dem Kurszerfall der Aktie Petroplus. Auch diese Analyse wird vor dem Hintergrund der Annahmen und Konzepte der Behavioral Finance durchgeführt.

Die Firma Petroplus ist ein Raffineriebetreiber, der Ende 2006 an die Schweizer Börse ging, um mit Investorenkapital und viel Fremdkapital aus ihrer Sicht günstig bewertete Raffinerien aufzukaufen. Nach einem erfolgreichen Start kam die Aktie ab Mitte 2007 unter Druck, u.a. anderem weil neue Raffineriekapazitäten aufgebaut wurden, die dank effizienteren Technologien eine höhere Wertschöpfung erzielen konnten. Dann kam 2008 die Wirtschaftskrise, die einerseits die Aktienmärkte belastete, andererseits zu höheren Kapitalkosten führte, was Petroplus aufgrund des hohen Leverages stark belastete. Am stärksten litt die Aktie jedoch unter den sinkenden Margen wegen der Überkapazitäten und der höheren Rohstoffpreise. In den folgenden Jahren kamen Fehler des Managements, Notverkäufe und Probleme mit Gewerkschaften in Frankreich dazu. Die Kurserholung im Jahre 2009 war nicht titelspezifisch, sondern auf den Gesamtmarkt zurückzuführen. Tatsächlich lieferte die Firma Quartal für Quartal enttäuschende

Zahlen, aber bei vielen Investoren blieb der Glaube daran, dass sich der Titel erholen würde. Dieser Ablauf spiegelt sich gut im Kursverlauf wider.

Es wird für verschiedene Zeitpunkte festgehalten, wie viele Positionen in Petroplus pro Mandatsart (Vermögensverwaltungs- oder Auftragsmandat) gehalten wurden, um herauszufinden, ob ein von der Mandatsart abhängiges Verhalten erkennbar ist. Für diese Analyse wurde die Aktie Petroplus deshalb gewählt, weil sie einen Kursverlauf hat, der es nahe legt, dass die Position im Rahmen eines strukturierten Anlageprozesses trotz erlittenem Verlust frühzeitig hätte verkauft werden sollen.

Für diese Untersuchung wurde der Titel zudem gewählt, weil im analysierten Datenbestand eine als ausreichend betrachtete Anzahl Positionen vorhanden war, um Schlüsse daraus ziehen zu können.



Abbildung 6: Kursverlauf der Aktie Petroplus (Quelle: Bloomberg)

Für die Untersuchung wurde die Anzahl der Mandate mit einem Bestand an Petroplus-Aktien per Ende des jeweiligen Jahres gezählt, für das laufende Jahr wurde als Stichtag der 30.04.2012 genommen.

Die Auswertung der Anzahl Mandate zeigt eine annähernde jährliche Verdoppelung der Anzahl Positionen bis Ende 2008, während der Abbau deutlich langsamer verläuft.

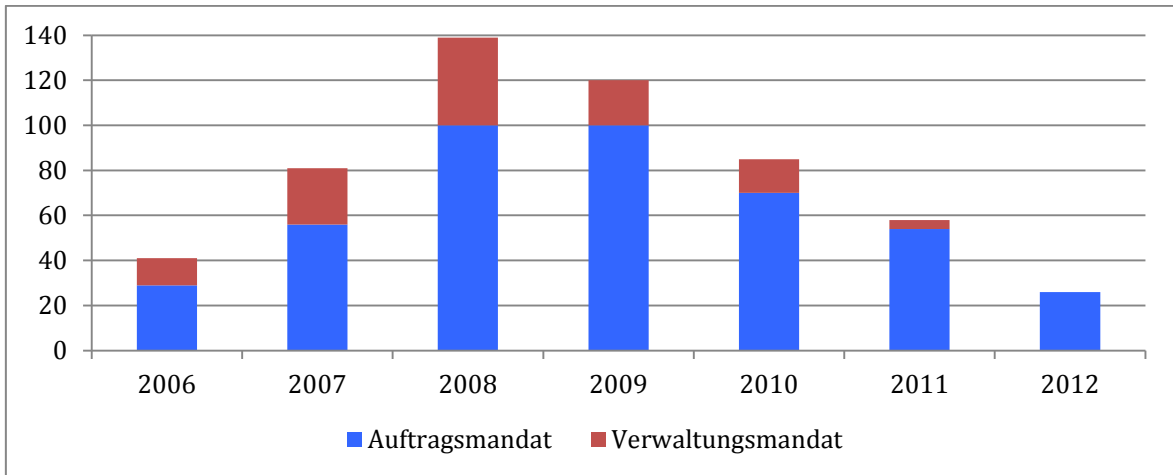


Abbildung 7: Anzahl Mandate mit Petroplus-Aktien

Die Verteilung der Mandatsarten, genauer der sich über die Zeit reduzierende Anteil der Verwaltungsmandate scheint die Annahme zu bestätigen, dass eine strukturierte Verwaltung der Mandate eher dazu führt, dass Verluste realisiert werden.

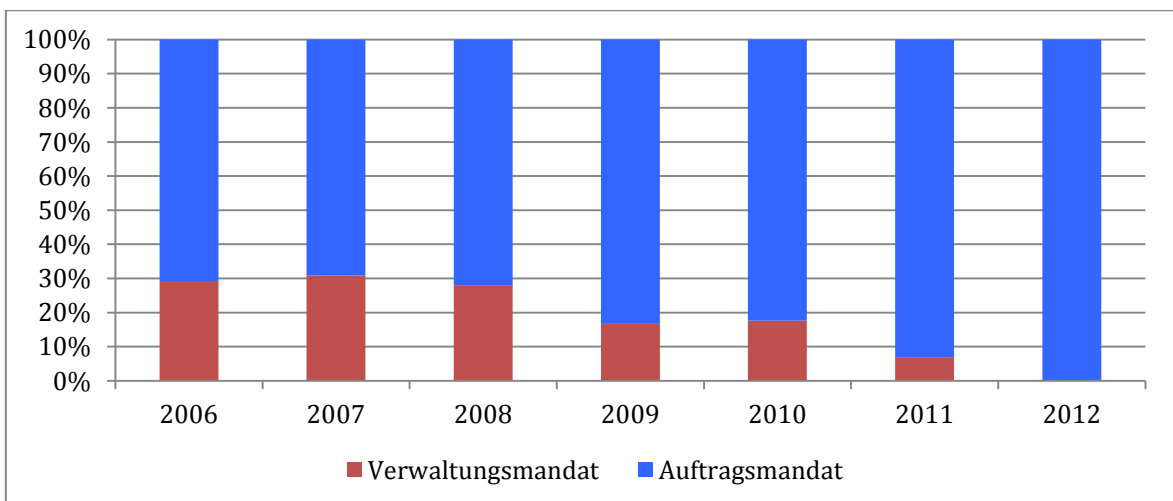


Abbildung 8: Verteilung der Mandate mit Petroplus-Aktien

5.4.4 Zusammenfassung der Analyse von Einstandskursen

Das Ziel dieser beiden Untersuchungen war, im Hinblick auf die Verlustaversion anhand eines existierenden Datenbestandes Verhaltensunterschiede zwischen verwalteten Mandaten und Mandaten, bei denen der Kunde direkt seine Aufträge platziert zu erkennen.

Aus den beiden Stichproben ergibt sich, dass der strukturierte und disziplinierte Prozess, wie er in einem Verwaltungsmandat gelebt wird, zu deutlich weniger Positionen

mit hohem unrealisiertem Verlust führt. Geht man davon aus, dass das Geld aus den Verkäufen in andere Kapitalanlagen investiert wurde, liegt die Vermutung nahe, dass sich damit eine höhere Gesamrendite erzielen liess.

Während sich in der ersten Analyse zeigt, dass Verwaltungsmandate anteilmässig weniger Verlustpositionen haben, unterstützt die zweite Analyse die These, weil aufgezeigt wird, dass die Verlustpositionen in Verwaltungsmandaten eher veräussert werden.

5.5 Fazit

Die Ergebnisse der Untersuchungen zeigen, dass sowohl bei den bestehenden Vermögensreportings als auch bei den Investment Policy Statements zentrale Elemente, die für das Investment Controlling vorausgesetzt werden, nur ungenügend vorhanden sind. Dieser Befund betrifft insbesondere die Dokumentation der (quantifizierbaren) Ziele. Denn in den Investment Policy Statements sind kaum konkrete Ziele definiert und auf den Vermögensreportings werden die Ziele meistens nicht angezeigt. Dasselbe ist in beiden Bereichen auch für das Risiko der Fall, so dass die Messbarkeit und Überprüfbarkeit der Ziele kaum möglich ist.

Die Stärken der Reportings liegen in der Auswertung des Portfolios aus verschiedenen Perspektiven und teilweise in den vergleichenden Darstellungen gegenüber der Benchmark, wobei tieferegehende Analysen wie die Performance Attribution selten verfügbar sind. Zudem werden die Erkenntnisse der Behavioral Finance nicht oder kaum berücksichtigt. Auf den Investment Policy Statements sind Informationen zur Strategie und zum Anlagehorizont mehrheitlich verfügbar, jedoch nicht zur Periodizität des Anlage- und Kontrollprozesses sowie zur Aufgabenteilung zwischen Kunde, Finanzberater und Vermögensverwalter.

Aus der Analyse der Reporting-Häufigkeit konnten keine relevanten Erkenntnisse, die Aussagen über die Informationsbedürfnisse der Kunden zulassen, gewonnen werden. Die beiden Untersuchungen zu den Einstandspreisen hingegen scheinen die Annahme zu bestätigen, dass Vermögensverwaltungsmandate dank ihres strukturierten Prozesses weniger Verlustpositionen halten und Verluste früher realisieren, so dass eine höhere Gesamrendite wahrscheinlich ist.

6 Lösungsansätze

Aufgrund der Erkenntnisse aus dem theoretischen Teil werden in diesem Kapitel für die im empirischen Teil dargelegten Schwächen Lösungsansätze für zweckmässige Instrumente vorgeschlagen. Die präsentierten Lösungsansätze fokussieren auf die Ermittlung und Dokumentation der Vorgaben des Kunden, auf das Investment Reporting und auf die Periodizität der Durchführung des Anlageprozesses. Weiter wird die Verwendung von Szenarien zur Visualisierung von Risiken thematisiert.

Bevor auf die erwähnten Lösungsansätze eingegangen wird, werden vorgängig aus berufener Quelle¹¹⁸ die fünf grössten Fehler in der Vermögensverwaltung aufgezählt – im Sinne einer Horizonterweiterung, die über die Ergebnisse aus dem empirischen Teil dieser Arbeit hinaus geht:

1. Fehlende Planung
2. Falsches Framing der Situation: Einerseits soll der Rahmen/Frame vorwärtsgerichtet sein, d.h. frühere Entscheide dürfen nicht als Referenzpunkte verwendet werden, andererseits soll der Rahmen breit genug gefasst werden, um die gedankliche Buchhaltung und die kurzfristige Verlustaversion zu vermeiden.
3. Ineffizientes Risikomanagement: u.a. falsche Diversifikation
4. Keine Strategie verfolgen
5. Falsche Performance Attribution

Als Mittel gegen diese Fehler empfehlen Hens und Bachmann:¹¹⁹

- Analyse der Bedürfnisse
- Persönliches Asset und Liability Management
- Risikoprofilbestimmung
- Auswahl und Implementierung einer optimalen Asset Allocation

¹¹⁸ Hens/Bachmann 2008, S. 207f.

¹¹⁹ Hens/Bachmann 2008, S. 208f.

6.1 Investment Policy Statement

Im theoretischen Teil wird die grundlegende Bedeutung des Investment Policy Statements hervorgehoben. Aus der Sicht des Financial Consultings ist das IPS wichtig, weil im IPS die Ziele für das verwaltete Teilvermögen festgehalten werden und weil darin auch die Aufgabenteilung zwischen Kunde, Finanzberater und Vermögensverwalter geregelt wird.

Zentral für das Investment Controlling ist das IPS deshalb, weil es alle Informationen für das Verwaltungsmandat und damit die Grundlagen für Monitoring, Kontrolle und Reporting enthält. Dazu gehören neben der erwarteten Rendite, der Strategie mit Bandbreiten, der Benchmark und den Restriktionen auch die Vorgaben zum Risiko für ein angemessenes Risiko Management.

Dank des Investment Policy Statements können auch einige Anomalien aus der Behavioral Finance vermieden oder zumindest reduziert werden. Die festgelegten Ziele können als objektiver Referenzpunkt verwendet werden.¹²⁰ Die Strategische Asset Allocation und die Bandbreiten können zur Reduktion der Verlustaversion beitragen.¹²¹ Das Dokumentieren der Annahmen und Entscheidungsgrundlagen hilft, den *Hindsight Bias* zu vermeiden.

Im empirischen Teil wurde festgestellt, dass in den Investment Policy Statements häufig keine Ziele definiert sind oder nur in einer zu allgemeinen Form. Dasselbe gilt auch für die Angaben zum erwarteten Risiko. Zwar ist in den IPS meistens eine Strategie enthalten. Da für diese jedoch selten eine entsprechende Asset Allocation erfasst und eine Benchmark abgeleitet ist, ist eine Messbarkeit und Überprüfbarkeit im Rahmen des Investment Controllings kaum möglich.

Deshalb liegt der Lösungsansatz darin, die aus der Theorie bekannten Elemente konsequent in die Praxis umzusetzen. Der Fokus muss auf der Ermittlung und Dokumentation der Ziele liegen. Zu diesem Zweck wird beispielsweise die Verwendung von Zielbäumen nahegelegt, um Abhängigkeiten und Widersprüche der Teilziele sichtbar zu

¹²⁰ Schönemann 2012, S. 79.

¹²¹ Schönemann 2012, S. 79.

machen. Auch der Anlagehorizont muss vorgegeben werden, um – gemeinsam mit dem Rendite-Risiko-Profil – die Strategie in einen nachvollziehbaren Kontext zu setzen. Zusammen mit den zugrunde liegenden Annahmen zu den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen dienen diese Informationen der Vermeidung von psychologischen Fallen wie dem Rückschaufehler und dem (verschobenen) Referenzpunkt.

Durch die Ableitung einer Benchmark aus der gewählten Strategie werden die Voraussetzungen für das Investment Controlling geschaffen, weil damit die Ziele messbar und die Entwicklung des Vermögens überprüfbar werden. Zu den Voraussetzungen gehören auch definierte Bandbreiten für die Asset Allocation sowie allfällige Anlagerichtlinien zu bestimmten Anlageinstrumenten und Restriktionen.

Eine klare Regelung der Aufgaben und Verantwortlichkeiten ist die Grundlage, um die Vorgaben effizient umsetzen zu können. Durch eine auf die individuellen Charaktereigenschaften des Kunden abgestimmte Aufgabenteilung zwischen Kunde, Finanzberater und Vermögensverwalter können Verhaltensmuster wie die Verlustaversion, die gedankliche Buchhaltung oder auch die *Regret Aversion* verhindert werden. Zudem können aus der Analyse und Zuordnung der Resultate auf die Entscheidungsträger wertvolle Erkenntnisse über die Stärken und Schwächen der einzelnen Anlageprozessschritte gewonnen und entsprechende Massnahmen getroffen werden.

Ein vollständiges und aussagekräftiges Investment Policy Statement, das die Bedürfnisse des Kunden korrekt abbildet, ist der Grundstein für die Erreichung der Ziele des Kunden.

6.2 Vermögensreporting

Das Vermögensreporting steht im Mittelpunkt des Investment Controllings. Aus dem Themenbereich Financial Consulting fließt die Relevanz der Ziele mit ein. Indem sie im Investment Reporting angezeigt werden, tragen sie zum gemeinsamen Verständnis zwischen Kunden und Finanzberater bei und werden in operationalisierter Form ausgewertet.

Das Vermögensreporting dient im Investment Controlling als Basis zur Überwachung, Überprüfung und Ableitung von Massnahmen. Es liefert umfassende Informationen zur

Standortbestimmung, zur Entwicklung des Vermögens und zur Kontrolle der Einhaltung der Anlagerichtlinien und Restriktionen.

Aus Sicht der Behavioral Finance spielt die Art und Weise der Darstellung der Informationen im Vermögensreporting eine wichtige Rolle. Mit der Fokussierung auf das Gesamtportfolio und im Gegenzug der Reduktion der Angaben auf Einzeltitelebene soll der Detaillierungsgrad der Informationen derart sein, dass die wichtigen Daten vorhanden sind und nicht in der Fülle von Details untergehen, damit die Gefahr vermindert wird, der Verlustaversion oder der gedanklichen Buchhaltung zu verfallen. Im Zusammenhang mit diesen zwei Anomalien soll zudem auf die Anzeige des Einstandskurses verzichtet werden. Dies gilt auch in Bezug auf das Konzept des Referenzpunktes, denn dieser soll sich nicht an der Vergangenheit, sondern an den Zielen orientieren, die erreicht werden sollen. Weiter wird durch die im Vermögensreporting ausgewiesenen Ergebnisse und Vergleiche mit Strategie und Benchmark der Rückschafehler verhindert. Ausserdem muss bei der Darstellungsart der subjektiven Risikowahrnehmung privater Anleger Rechnung getragen werden.¹²²

Die empirische Untersuchung bestehender Investment Reportings hat gezeigt, dass die Ziele nur in Ausnahmefällen auf dem Reporting ausgewiesen werden. Auch die Entscheidungsgrundlagen und die ökonomischen Rahmenbedingungen sind selten Bestandteil der bestehenden Reportings. Teilweise werden die Bandbreiten für die Asset Allocation und die Anlagerichtlinien dargestellt. In den meisten Reportings sind ausreichende Informationen verfügbar, um eine Standortbestimmung und eine Beurteilung der Entwicklung des Portfolios vorzunehmen. Dies ist in reduziertem Masse auch für die Vergleiche gegenüber der Benchmark der Fall. Der Darstellung der Einzelpositionen (inklusive Einstandskurs) wird in fast allen Reportings viel Raum zugeteilt. In Bezug auf die Analysen ist zwar die Kontribution in der Hälfte der Reportings vorhanden, jedoch nur selten eine Performance Attribution oder Risikokennzahlen.

Der Lösungsansatz beinhaltet entsprechend vor allem einen Ausbau des Vermögensreportings im Bereich der relevanten Vorgaben und der Analyse. Die wichtigsten und die quantifizierbaren Informationen wie Strategie, Bandbreiten, Benchmark und Re-

¹²² Soliva 2010, S. IIf.

striktionen sollen angezeigt bzw. auch ausgewertet werden. Dank dieser Informationen kann ein sinnvolles Investment Controlling vorgenommen werden, d.h. die Entwicklung kann überwacht, die Einhaltung der Richtlinien kontrolliert und der Review mit dem Kunden auf einer objektiven Basis durchgeführt werden. Während eine Erweiterung der Anzahl Sichten und Vergleiche für das Gesamtportfolio anzustreben ist, damit der Kunde sich auf das Gesamtportfolio konzentriert,¹²³ soll im Gegenzug die Informationsmenge auf Einzelpositionsebene optimiert werden, d.h. weniger vergangenheitsbezogene Daten wie den Einstandspreis, dafür beispielsweise das Kursziel¹²⁴ und eine untere Kurslimite als Erinnerung anzeigen.

Als Ergänzung zur – sehr selten verfügbaren – Transaktionsliste sollte ein entsprechendes Entscheidungsprotokoll mit den wesentlichen Gründen für die Transaktion enthalten sein,¹²⁵ um die Anlageentscheide nochmals prüfen zu können und Meinungsänderungen festzustellen sowie um kognitive Dissonanzen wie *Hindsight Bias* und *Regret Aversion* zu vermeiden, d.h. das irrationale Bedauern, nachdem Entscheide gefällt wurden.¹²⁶ Zusätzlich sollen auch Informationen über die Veränderungen des Marktumfeldes und der Wirtschaftslage (z.B. Inflation, Zinsen, Wirtschaftswachstum) verfügbar sein, um nachvollziehen zu können, welche Faktoren die Resultate beeinflusst haben.

Um eine Zuordnung der Resultate auf die Entscheidungsträger im Anlageprozess vornehmen zu können, ist eine Performance Attribution notwendig. Damit kann unterschieden werden, welchen Einfluss die Entscheidungen auf der Ebene der Asset Allocation und auf der Ebene der Einzeltitel hatten. Aus diesen Erkenntnissen können entsprechende Massnahmen abgeleitet werden.

Schliesslich soll ein gutes Vermögensreporting verständlich sein – nicht nur für den Finanzberater, sondern auch für den Kunden. "Der wichtigste Aspekt beim Reporting ist

¹²³ Harr 2010, S. 37f.

¹²⁴ Harr 2010, S. 39.

¹²⁵ Schönemann 2012, S. 79.

¹²⁶ Hens/Bachmann 2008, S. 215f.

die Art und Weise, wie die Performance der Kapitalanlagen des Kunden präsentiert wird, so dass er sie versteht und sich damit gut fühlt."¹²⁷

6.3 Periodizität des Anlageprozesses

Aus dem theoretischen Teil lässt sich sowohl aus dem Bereich Financial Consulting als auch aus dem Investment Controlling die Notwendigkeit einer periodischen Prüfung ableiten. In den gleichen zwei Bereichen wird auch der Aspekt der Aufgabenteilung thematisiert, die nicht nur regelt, wer was tun soll, sondern auch wann und wie häufig. Zudem wird die Periodizität in den Zusammenhang mit dem Anlagehorizont gestellt.

Aus dem Bereich der Behavioral Finance stehen hinsichtlich der Periodizität das Konzept der kurzfristigen Verlustaversion (*Myopic Loss Aversion*) im Vordergrund. Diese wird massgeblich durch die Länge der Evaluationsperiode beeinflusst, denn eine zu häufige Auswertung der Resultate und die damit verbundenen Verlusterlebnisse verstärken die individuelle Verlustaversion. Die psychologischen Fallen, welche der Referenzpunkt und die Verhinderung von Enttäuschungen darstellen, können durch eine konsequente Umsetzung eines periodischen Investment Controllings reduziert werden. Dank der dem Kontrollprozess inhärenten objektiven Betrachtung sind die davon abgeleiteten Massnahmen, die subjektiv schwerer fallen würden, einfacher umzusetzen.

Die empirische Analyse hat ergeben, dass die Periodizität des Anlageprozesses auf keinem Vermögensreporting aufgeführt ist und auch auf den untersuchten Investment Policy Statements nicht festgehalten wird. Aus der Analyse der Reporting-Häufigkeit liessen sich keine schlüssigen Erkenntnisse ziehen. Vor allem konnte die Annahme, dass Kunden mit einem Verwaltungsmandat ein geringeres Bedürfnis nach Informationen zu ihrem Vermögen, nicht bestätigt werden.

Der vorgeschlagene Lösungsansatz bezieht sich deshalb primär auf die Erkenntnisse aus der Theorie. Wenn die Aspekte eines langen Anlagehorizonts und einer vorgegebenen Strategie mit der Vermeidung der kurzfristigen Verlustaversion kombiniert werden, er-

¹²⁷ Hens/Bachmann 2008, S. 216.

gibt sich als Lösungsansatz für die Verwaltung des Vermögens die Implementierung des Rebalancing-Ansatzes.

Unter Rebalancing versteht man üblicherweise die periodische Anpassung des Portfolios an die Strategische Asset Allocation aufgrund von kursbedingten Veränderungen der Asset Allocation.¹²⁸ Denn die Strategische Asset Allocation spiegelt das Optimum von Rendite und Risiko für den Kunden wider, so dass jede Abweichung davon eine Einschränkung des Optimums darstellt. Durch das Rebalancing werden die Opportunitätskosten reduziert.¹²⁹

Für die Umsetzung des Rebalancing-Ansatzes gibt es zwei übliche Methoden:¹³⁰

- Das kalendarische Rebalancing erfolgt periodisch, beispielsweise quartalsweise in Verbindung mit dem Zeitplan der Portfolio Reviews. Der Nachteil dieser Methode ist die Unabhängigkeit des Zeitpunkts von der Marktentwicklung.
- Das prozentuale Rebalancing hingegen berücksichtigt die Marktbewegungen, da es durch die Verletzung von prozentualen Bandbreiten um die Zielquoten ausgelöst wird, und bietet damit eine engere Kontrolle. Bei dieser Methode ist das optimale Mass zwischen der Definition der Bandbreiten, der Frequenz der Kontrollen (je häufiger, desto genauer) und den Transaktionskosten das Problem.¹³¹

Der Rebalancing-Ansatz steht neben zwei anderen Ansätzen für die Anpassung der Asset Allocation im Zeitverlauf, nämlich *Buy-and-hold* und *Markttiming*.¹³² Bei *Buy-and-hold* werden die Anlageinstrumente gemäss Asset Allocation gekauft und über den ganzen Anlagehorizont gehalten und bei *Markttiming* versucht der Vermögensverwalter, über die Zeit immer wieder den richtigen Zeitpunkt für Käufe und Verkäufe zu nutzen. Dieser Ansatz wird hier nicht weiter verfolgt.

¹²⁸ Maginn 2007, S. 701.

¹²⁹ Maginn 2007, S. 701f.

¹³⁰ Maginn 2007, S. 706f.

¹³¹ Gemäss Maginn 2007, S. 708, schlägt die Literatur die Berücksichtigung der folgenden fünf Faktoren vor: Transaktionskosten, Risikotoleranz in Bezug zum gesamten SAA Risiko, Korrelation mit den anderen Anlageklassen, Volatilität, Volatilität der anderen Anlageklassen

¹³² Hens/Bachmann 2008, S. 158f.

Vergleicht man das Rebalancing mit dem *Buy-and-hold*-Ansatz, so unterscheiden sie sich in ihren Auswirkungen auf die Asset Allocation: Beim Rebalancing erfolgt zugleich auch immer eine Anpassung des Referenzpunktes, während bei *Buy-and-hold* der Referenzpunkt beibehalten wird. Ersteres ist besser bei relativen Zielen und zweiteres bei absoluten.¹³³ Gemäss Hens und Bachmann hängt die Wahl des Ansatzes nicht nur davon ab, ob ein bestimmtes Ziel (Referenzpunkt ursprüngliches Vermögen) oder einfach stetig reicher zu werden (sich bewegender Referenzpunkt) verfolgt wird, sondern auch von der Risikoneigung und Risikofähigkeit des Anlegers.¹³⁴

Denn Rebalancing ist ein effektives Risikomanagement. "Für ein Rebalancing bedarf es einer periodischen Kontrolle der Vermögensaufteilung und Bandbreiten für die einzelnen Anlageklassen, bei deren Überschreiten eine Adjustierung vorgenommen wird."¹³⁵ Damit wird die Übergewichtung (infolge höherer Performance) von risikoreicheren Anlagen reduziert; durch die Reduktion einer solchen Übergewichtung wird auch das systematische Risiko reduziert.¹³⁶

Auch in Bezug auf die im theoretischen Teil erwähnte Gefahr einer irrationalen Präferenzumkehr bietet eine Verpflichtung zum Rebalancing einen effektiven Weg, um den Kunden davon abzubringen, die Strategie in ungünstigen Momenten aufzugeben. Einmal auf das Konzept eingelassen, ist die Wahrscheinlichkeit grösser, dass der Kunde bis zum Ende durchhält.¹³⁷

Im Hinblick auf die Kosten des Rebalancings sollten die Schwellen, die ein Rebalancing auslösen, nicht zu eng definiert sein, damit nicht schon bei kleinen Bewegungen Transaktionskosten ausgelöst werden, aber auch nicht zu weit, um das Risikoprofil des Portfolios konstant zu halten.¹³⁸ Transaktionskosten können nicht zurückgewonnen werden und deren kumulierte Belastung kann die Portfolioperformance wesentlich verschlech-

¹³³ Hens/Bachmann 2008, S. 158f.

¹³⁴ Hens/Bachmann 2008, S. 184f.

¹³⁵ Schäfer 2012.

¹³⁶ Maginn 2007, S. 701f.

¹³⁷ Maginn 2007, S. 702.

¹³⁸ Schäfer 2012.

tern.¹³⁹ Neben den Transaktionskosten gilt es je nach Steuersystem auch die steuerlichen Kosten zu berücksichtigen.

Ein weiteres potenzielles Problem stellen illiquide Anlageinstrumente dar, welche die (zeitgerechte) Umsetzung des Rebalancings behindern können. Zudem besteht die Gefahr, die Volatilität wegen deren Bewertungsmethode zu unterschätzen.¹⁴⁰

Grundlage für das Rebalancing sind die im Investment Policy Statement definierten Punkte: Ziele, Anlagehorizont, Strategie, Anlagerichtlinien und Restriktionen sowie Verantwortlichkeiten. Zudem muss im IPS die Periodizität des Rebalancings festgelegt sein.

6.4 Szenarien zur Visualisierung von Risiken

Dieser Lösungsansatz hat zum Ziel, die Sicht auf das zukünftige Risiko von Strategien zu ergänzen. Im theoretischen Teil dieser Arbeit wurde ausgeführt, dass das erwartete Risiko (und die Rendite) einer Strategie mithilfe der entsprechenden Benchmark und der Annahme, dass die vergangene Entwicklung der Märkte eine sinnvolle Annäherung für die zukünftige Entwicklung darstellt, berechnet wird. Anhand der Risikoprofile der verschiedenen Strategien wird die zu den Zielen passende Strategie gewählt und im Investment Policy Statement festgehalten. Im Zusammenhang mit dem behandelten Risiko ist aus der Perspektive der Behavioral Finance das Konzept der Verlustaversion zu betrachten. Durch die Wahl einer Strategie, deren Risikoprofil auch Ereignisse ausserhalb der Normalverteilung berücksichtigt, kann die Verlustaversion vermieden werden. Ergänzend sei auf die Aspekte der Darstellungsart von Anlagerisiken hingewiesen, wie sie von Soliva¹⁴¹ und Weber¹⁴² detailliert erarbeitet wurden.

Bei der Analyse der Investment Policy Statements im empirischen Teil wurde festgestellt, dass das Risiko in der Praxis in vielen Fällen mit verschiedenen Szenarien exemplifiziert wird. Bei den verwendeten Szenarien handelt es sich um die zwei letzten

¹³⁹ Maginn 2007, S. 704.

¹⁴⁰ Maginn 2007, S. 704.

¹⁴¹ Soliva 2010.

¹⁴² Weber 2007, S. 150f.

Börsenkrisen (2002, 2008) und den letzten Tiefstand von Gold (1999). Diese Szenarien werden dabei mehrheitlich auf die Aktien- bzw. Edelmetallquote im Portfolio angewendet, um die möglichen Auswirkungen aufzuzeigen.

Der Lösungsansatz sieht vor, zusätzlich zu den Berechnungen von Risikoprojektionen und Risikokennzahlen auf der Basis der Volatilität, Szenarien und deren Auswirkungen auf das Gesamtportfolio beizuziehen. Die Visualisierung von Szenarien kann helfen, die Verlustaversion des Kunden zu ermitteln, die quantitativ nicht ganz zu erfassen ist und unabhängig von der Risikofähigkeit des Kunden und eines langen Anlagehorizonts sein kann. Dies kann dazu führen, dass ein Kunde mit langfristigen Zielen und einer höheren Risikofähigkeit sich trotzdem für eine Strategie mit tieferem Risiko entscheidet, um das Verlustrisiko zu reduzieren.¹⁴³

Eine Variante der Darstellung von Szenarien stellt die Berechnung des Verhaltens des aktuellen Portfolios in vergangenen Krisensituationen dar. Soweit verfügbar wird die Kursentwicklung der Titel – alternativ diejenige eines entsprechenden Indices – für die Krisenperiode gerechnet und für das gesamte Portfolio aggregiert. Damit erhält der Anleger einen Eindruck, wie sich sein Portfolio in der Krise verhalten würde. Folgende Krisen können zum Beispiel simuliert werden: Golfkrieg von 1990/1, Asienkrise von 1997/8 oder Internetblase von 2000-2.¹⁴⁴

Somit ergänzt die Darstellung (extremer) Szenarien die traditionell auf der Volatilität basierende Risikoaversion um die aus psychologischer Sicht wichtigere Verlustaversion.¹⁴⁵

¹⁴³ Maginn 2007, S. 17.

¹⁴⁴ Beispiele aus dem Portfolio Simulation Report der Credit Suisse.

¹⁴⁵ Hens 2008, S. 31.

7 Schlussfolgerungen / Fazit / Schlussbetrachtung

Aufgrund der aufgearbeiteten Erkenntnissen aus den Bereichen des Financial Consultings, des Investment Controllings und der Behavioral Finance sowie der Ergebnisse aus den empirischen Untersuchungen erachtet der Autor die drei Thesen als bestätigt.

1. Ein auf die Bedürfnisse von Privatkunden abgestimmtes Investment Controlling für die Kapitalanlagen innerhalb des Finanzplanes nützt sowohl dem Kunden als auch dem Financial Consultant und unterstützt die Erreichung der im Finanzplan definierten Ziele.
2. Eine präzise und strukturierte Dokumentation der Vorgaben des Kunden und der getroffenen Entscheide ist unabdingbar für ein zielgerichtetes Investment Controlling.
3. Ein Investment Reporting, das die Erkenntnisse aus der Behavioral Finance berücksichtigt, ist das zentrale Hilfsmittel für das Investment Controlling und für die Vermeidung der Verhaltensfallen.

Mit den präsentierten Lösungsansätzen sollen die wesentlichen Schwächen reduziert oder beseitigt werden, um das Investment Controlling als sinnvolles Instrument im Rahmen des Financial Consultings einsetzen zu können. Im Mittelpunkt stehen dabei die präzise und strukturierte Dokumentation der Ausgangslage und der Vorgaben des Kunden im Investment Policy Statement sowie ein angepasstes Vermögensreporting, das den problematischen psychologischen Aspekten aus der Behavioral Finance Rechnung trägt und die für das Investment Controlling relevanten Informationen enthält. Durch den periodischen Kontroll- und Anlageprozess und der disziplinierten Umsetzung der abgeleiteten Massnahmen soll die Wahrscheinlichkeit, dass die definierten Ziele des Kunden erreicht werden, stark erhöht werden. Dank der Berücksichtigung von Szenarien bei der Ermittlung des erwarteten Risikos entsprechen die Ziele besser der tatsächlichen Risikoneigung des Kunden.

Neben den beschriebenen Vorteilen für den Kunden ist zu erwarten, dass sich das Investment Controlling auch positiv auf die Praxis des Finanzberaters und seine Kundenbeziehungen auswirkt. Denn das schriftliche Festhalten der besprochenen Eckpunkte und Entscheide ermöglicht eine sachlichere Diskussion der Resultate und Erörterung

allfälliger Massnahmen. Ebenfalls zu einer objektiveren Auseinandersetzung trägt ein informatives Investment Reporting bei, das mit dem verständlichen Aufzeigen der für eine erfolgreiche Erreichung der Ziele behilflichen Informationen den Kunden und den Finanzberater unterstützt und mit dessen Hilfe unter Umständen auch die Financial Literacy des Kunden im Laufe der Zeit verbessert werden kann. Der periodische Kontroll- und Anlageprozess ermöglicht dem Finanzberater eine effiziente und strukturierte Vorgehensweise, und die Verwendung von Szenarien hilft ihm, die Risiken verständlicher zu erklären und ein individuelleres Risikoprofil zu ermitteln.

Das Investment Controlling kann als Umsetzung der Redewendung "Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser."¹⁴⁶ im Bereich des Financial Consultings betrachtet werden. Es kann aber auch symbolisch für die Veränderungen in der Finanzindustrie und insbesondere in der Beziehung zwischen Kunden und Finanzdienstleister stehen. In einem Geschäft, in dem früher vor allem das Vertrauen eine zentrale Rolle spielte, wird es in Zukunft nötig sein, das Vertrauen durch Transparenz und Kontrolle zu ergänzen.

Die Beziehung zwischen Kunde und Berater oder Bank wird auf eine neue Basis gestellt. Anstelle des blinden Vertrauens, das sich einerseits im für Missverständnisse anfälligen Glauben widerspiegeln konnte, der Kundenberater wisse schon, was für den Kunden gut sei, andererseits im unkontrollierten Missbrauch zugunsten der Interessen des Kundenberaters und seines Arbeitgebers, tritt eine Zusammenarbeit oder auch Arbeitsteilung zwischen Kunden und Finanzberater, die auf einem klar definierten Auftrag beruht. Zudem wird der Kunde in die Lage versetzt, eine Fortschrittskontrolle vornehmen und die Zielerreichung prüfen zu können. Auch dank einer verbesserten Financial Literacy.

¹⁴⁶ Zitat von Unbekannt, jedoch häufig Lenin zugeschrieben (gemäss Reclams Zitaten-Lexikon ist der Satz "die schlagworthafte Verkürzung einer Überzeugung, wie sie Lenin mehrfach geäussert hat", und zitiert aus dem 1914 verfassten Aufsatz Über Abenteuerium: "Nicht aufs Wort glauben, aufs strengste prüfen - das ist die Losung der marxistischen Arbeiter.").

8 Anhang

8.1 Literatur- und Quellenverzeichnis

- Ackermann 2008: Iwan Ackermann, *Investment Controlling: Mehr Transparenz, Effizienz und Übersicht*, in: Private, Ausgabe 4/2008, S. 42-44.
- Barber/Odean 2004: B. M. Barber und T. Odean, *Individual Investors*, in: Advances in Behavioral Finance, Vol. II, 2004, ed. by Thaler, R. H. S. 543-569.
- Benartzi/Thaler 1995: Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler, *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 110, No. 1, Februar 1995, S. 73-92.
- Biais/Weber 2007: Bruno Biais (Toulouse University) and Martin Weber (Mannheim University), *Hindsight bias and investment performance*, Paper, 2007.
- Cepeda 2011: Nicolas Agustin Cepeda, *Behavioral reporting: a scientific approach to investment reporting*, Masterarbeit, Zürich: Institut für Informatik, 2011.
- Farkas-Richling/Staab 2003: Dirk Farkas-Richling und Wolfgang Staab, *Private Finanzplanung, Vermögensanlage und Steuern: Know-how für die moderne Finanzberatung und Vermögensverwaltung*, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2003.
- Grape 2011: Gunnar Grape, *Problematisch wird es, wenn das Reporting nicht die gesamte Bandbreite an Anlageklassen abbildet*, Interview mit MyPrivateBanking.com, 19.07.2011.
<http://www.myprivatebanking.com/de/article/interview-mit-gunnar-grape-experte-f%C3%BCr-verm%C3%B6gens-reporting> (06.05.2012)
- Gutberlet 2003: David Gutberlet, *Implikationen der Behavioral Finance für das Management von Aktienportfolios*, Diplomarbeit, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, 2003.
- Harr 2010: Willi B. Harr, *Behavioral Finance im Wealth Management*, Bern, 2010. (Publikation des Swiss Finance Institute, Zürich ; Nr. 339)

- Hens 2008: Thorsten Hens, *Hin und Her macht die Taschen leer*, Behavioural Finance für die Wahl der richtigen Strategie in der Anlageberatung, in: Denaris, März 2008.
- Hens/Bachmann 2008: Thorsten Hens und Kremena Bachmann, *Behavioural Finance for Private Banking*, Wiley Finance, 2008
- Hofmann 2011: Roland Hofmann, *Financial Planning MAS FC 14 - Einführung & Theorie*, Vorlesungsunterlagen, MAS in Financial Consulting 14, ZHAW, 2011.
- Horn/von Schrottenberg 2011: Georg Horn und Hubertus von Schrottenberg, *Ganzheitliche Finanzplanung: das neue Wertebewusstsein von Kunden und Beratern*, Wiesbaden, 2011.
- Investment control 2012: Wikipedia, Investment control, http://en.wikipedia.org/wiki/Investment_control (05.06.2012)
- Kahneman 1998: Daniel Kahneman, *Aspects of Investor Psychology*, in: Journal of Portfolio Management, Vol. 24 No. 4, Summer 1998.
- Layes/Beck 2004: Gabriel Layes und Andreas Beck, *Portfoliooptimierung in der Beratungspraxis: Probleme, Ursachen und Lösungswege*, in: Gert Moritz (Hrsg.), *Handbuch Finanz- und Vermögensberatung*, Wiesbaden, 2004.
- Maginn 2007: John L. Maginn ... [et al.], *Managing investment portfolios: a dynamic process*, 3. Ausgabe, Hoboken, NJ: J. Wiley & Sons, 2007. (CFA Institute investment series)
- Opolski/Potocki 2011: Krzysztof Opolski und Tomasz Potocki, The Use of Behavioral Finance in the Wealth Management Process, in: E-Finanse, Vol. 7, No. 4 (2011), p. 55-65. http://www.e-finanse.com/artykuly_eng/198.pdf (11.06.2012)
- Overwien 2004: Marc Overwien, *Das Controlling der Leistung eines Vermögensverwalters*, in: Gert Moritz (Hrsg.), *Handbuch Finanz- und Vermögensberatung*, Wiesbaden, 2004.
- Pompian 2006: Michael M. Pompian, *Behavioral Finance and Wealth Management*, Wiley Finance 2006.

- Schäfer 2012: Michael Schäfer, *Die Anlagen wieder ins Lot bringen*, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 102, 03.05.2012.
- Schönemann 2008: Doris M. Schönemann, *Die Financial Literacy bestimmt das Verhalten*, Perfekter Match: Behavioural Finance und Financial Literacy, in: Denaris, März 2008.
- Schönemann 2012: Doris M. Schönemann, *Behavioral Finance*, Vorlesungsunterlagen, MAS in Financial Consulting 14, ZHAW, 2012.
- Soliva 2010: Martin Soliva, *Risikowahrnehmung privater Anleger aus Berateroptik*, in: Roland Hofmann (Hrsg.), Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften Institut für Banking & Finance IBF Reihe "Financial Consulting", Band 2-2010, Winterthur 2010.
- Thaler 1997: Richard H. Thaler, Amos Tversky, Daniel Kahneman and Alan Schwartz, *The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test*, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 112, No. 2, In Memory of Amos Tversky (1937-1996) (May, 1997), pp. 647-661, Oxford University Press.
- Tyran 2012: Jean-Robert Tyran, *Sichtbare Verluste tun besonders weh – versteckte sind genau so teuer*, in: Tagesanzeiger, Publiblog vom 08.03.2012. <http://blog.tagesanzeiger.ch/publiblog/index.php/122/sichtbare-verluste-tun-besonders-weh-versteckte-sind-genau-so-teuer/> (07.06.2012)
- UBS 2008: UBS Wealth Management Research: Behavioral Finance 2008, *Warum Ihr Gefühl Sie beim Anlegen täuschen kann – und was Sie dagegen tun können*.
- Uhlmann 2005: Iris Uhlmann, *Kapitalmarktintegration in Europa - Konsequenzen für Vermögensverwalter*, Technische Universität Berlin, Dissertation, Berlin 2005.
- Wahren 2009: Heinz-Kurt Wahren, *Anlegerpsychologie*, Wiesbaden, 2009.
- Weber 2007: Martin Weber, *Genial einfach investieren*, Campus Verlag, 2007.

8.2 Lebenslauf

Personalien

Name Daniel Claudio Lock
Privat Im Sidefädli 6, 8803 Rüschlikon
Mobile +41 79 458 68
Mail daniel.c.lock@ gmail.com
Geschäft Rahn & Bodmer Co.
Talstrasse 15, Postfach, 8022 Zürich
Telefon +41 44 639 13 85
Mail daniel.lock@ rahnbodmer.ch
Geburtsdatum: 04.02.1973
Heimatort: Lugano/TI



Ausbildung

2010 – 2012 Master of Advanced Studies ZFH in Financial Consulting
Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW)
2003 – 2008 Master of Arts, Universität Zürich
Kunstgeschichte, Informatik, Kunstgeschichte Ostasiens
2001 – 2002 Organisator mit eidg. Fachausweis (SGO)
1998 – 1999 Eidg. dipl. Finanzanalytiker und Vermögensverwalter (AZEK)

Praktische Tätigkeiten

2009 - Rahn & Bodmer Co., Zürich
Projektleiter: Client Reporting, Portfolio Management System,
Investment Controlling
Business Analyst: Investment Process Portfolio Management
2003 – 2008 Koster Engineering AG, Jona
Teilprojektleiter: Performance Calculation, als Contractor bei UBS)
Projektleiter: Problem Management System (Projekt bei SIS)
2000 – 2003 UBS, Zürich
Projektleiter: Implementation GIPS bei UBS Portfolio Management
Business Analyst: Portfolio Management System
1999-2000 Bank Leu, Zürich
Portfolio Manager und Investment Consultant
1994-1999 Credit Suisse Private Banking, Zürich
Relationship Manager: Latin America und Independent AM
Portfolio Manager