

Jürgen Lampe, Frankfurt am Main

QUALITÄTSSICHERUNG IN DER VERWALTUNG VON WERTPAPIERVERMÖGEN

Das Spannungsfeld zwischen make or buy

1. Einführung

2. Grundsätze und Ziele der Vermögensverwaltung von Stiftungen und Non-Profit-Organisationen

- 2.1 Substanzerhaltung des Stiftungsvermögens
- 2.2 Rendite zur Erfüllung des Stiftungszwecks

3. Möglichkeiten und Grenzen des Kapitalmarktes

- 3.1 Rendite versus Risiko
- 3.2 Klassische Investments:
 - 3.2.1 Aktien und Aktienoptionen
 - 3.2.2 Anleihen
 - 3.2.3 Genussscheine
 - 3.2.4 Fonds
- 3.3 Alternative Investments:
 - 3.3.1 Zertifikate
 - 3.3.2 Hedge-Funds
 - 3.3.3 Private Equity

4. MiFiD – neue Regeln für Wertpapiermärkte

- 4.1 Leistungstransparenz
- 4.2 Kostentransparenz
- 4.3 Best Execution

5. Auswahl eines geeigneten Vermögensverwalters

- 5.1 Die Qual der Wahl: Portfolio- oder Vermögensmanager
- 5.2 Unterschiedliche Anbietergruppen
- 5.3 Mehrstufiges Auswahlverfahren oder Beauty Contest „Light“
- 5.4 Konditionsgestaltungen und Kosten
- 5.5 Objektive Leistungsnachweise der Vermögensverwalter
- 5.6 Rendite: Risiko = Sharpe Ratio
- 5.7 Kontrolle des externen Vermögensverwalters
- 5.8 Reporting, Transparenz und Notwendigkeit der Konsolidierung

6. Kurz und knapp

 **Stiftung
& Sponsoring**

1 | 2007

ROTE SEITEN

Jürgen Lampe, Frankfurt am Main

Qualitätssicherung in der Verwaltung von Wertpapiervermögen

Das Spannungsfeld zwischen make or buy

1 EINFÜHRUNG

Der Markt für die Vermögensverwaltung ist in Deutschland gekennzeichnet von einer ausgeprägten Wettbewerbssituation und ist damit der am stärksten umkämpfte Markt in ganz Europa. Immer mehr Anbieter aus dem In- und Ausland werben um ein insgesamt großes, aber zuletzt vergleichsweise geringfügig gewachsenes Anlagevolumen. In besonderer Kreativität liefern die Anbieter immer neue Produktideen im Bereich der alternativen Investments. Bei derivativen Wertpapieren (von klassischen Wertpapieren abgeleitete Finanzprodukte) betrug allein das Volumen der Neuemissionen von Zertifikaten auf verschiedenste Underlyings, also den Basiswerten bzw. Vertragsgegenständen (Aktien, Indices u.ä.) in den letzten 12 Monaten durchschnittlich rund 13 Mrd. € pro Monat. Ein bereits intransparenter Markt wird so noch unübersichtlicher.

Beim Kunden wachsen vor diesem Hintergrund die Anforderungen an Preistransparenz und das Misstrauen gegenüber versteckten Kosten. „Ehrliche“ Performance und ein Vermögenserhalt nach Inflation ist gefragt. Dies wird besonders von der immer bedeutenderen Kundengruppe der Stiftungen und Non-Profit-Organisationen mit ihren besonderen Grundsätzen und Zielen (Kap. 2) nachgefragt. Ab einer bestimmten Größe stellt sich bei diesen grundsätzlich die Frage, ob sie die Vermögensverwaltung selbst vornehmen oder in die Hände eines professionellen Portfoliomanagers legen sollen. Beim Nachdenken über dieses Problem kann dieser Beitrag hilfreich sein, in dem die Möglichkeiten und Grenzen des Kapitalmarktes anhand der wichtigsten klassischen und alternativen Investments aufgezeigt werden (Kap. 3).

Die MiFiD (Markets in Financial Instruments Directive) gelten als neues „Grundgesetz des Wertpapierhandels“. Diese neuen gesetzlichen Rahmenbedingungen werfen bereits ihre Schatten voraus. Die mit ihnen verbundenen wesentlichen Veränderungen werden im Bereich der Leistungs- und Kostentransparenz sowie der Best Execution beispielhaft dargestellt (Kap. 4).

Angesichts von 742 zugelassenen Finanzdienstleistern, die per 18.12.2006 beim Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen (BaFin) registriert waren, ist die Auswahl eines geeigneten Vermögensverwalters schwierig. Unterschiedliche Anbietergruppen buhlen um die Gunst des Kunden und versprechen in ihren Hochglanzbroschüren nur das Beste. Die Vor- und Nachteile der verschiedenen Organisationsstrukturen werden ebenso beleuchtet wie die Frage nach einem effizienten und objektiven Auswahlverfahren. Die weiteren Ausführungen gehen darauf ein, welche Leistungsnachweise man vom Vermögensverwalter erwarten darf und welche Alternativen im Bereich der Konditionsgestaltung bestehen. Kostentransparenz, ein objektiver Leistungsmaßstab und die Notwendigkeit sowie die Möglichkeiten der Kontrolle externer Vermögensverwalter werden abschließend behandelt (Kap. 5).

2 GRUNDSÄTZE UND ZIELE DER VERMÖGENSVERWALTUNG VON STIFTUNGEN UND NON-PROFIT-ORGANISATIONEN

2.1. Substanzerhaltung des Stiftungsvermögens

Seit mehreren hundert Jahren leisten Stiftungen einen bedeutenden Beitrag für das Wohlergehen der Menschen. Sie sind ein unverzichtbares Element der freiheitlichen und demokratischen Gesellschaft geworden. Als Dienstleistungsorganisationen verfolgen sie ihre Zwecke autonom aus den Erträgen ihres Vermögens. In Zeiten der Baisse haben allerdings viele Stiftungen enorme Vermögensverluste aus ihrer Kapitalanlage, insbesondere durch Investitionen in Aktien und Immobilienanlagen hinnehmen müssen.

Auch professionelle Vermögensverwalter, die Stiftungsvermögen anvertraut bekamen, konnten sich den Widrigkeiten an den Kapitalmärkten nur bedingt widersetzen. Im Gegenteil: Oft führte eine aggressive Anlagepolitik zu überproportional hohen Verlusten. Eine Kapitalanlage nach den Grundsätzen der

Asset-Allocation, also dem optimalen Zusammenspiel zwischen Ertrag, Risiko und Wachstum und damit letztendlich einer risikominimierenden und renditemaximierenden Anlagestrategie, wurde in solchen Fällen vernachlässigt. Nur allzu oft wurden hohe Anlagebeträge in vermeintlich aussichtsreiche Titel des damals boomenden Neuen Marktes investiert. Aber auch die als Volksaktie titulierte Anteilsscheine der Deutschen Telekom verloren binnen weniger Jahre über 90 % ihres Börsenwertes. Die Bildung von Klumpenrisiken, also das Investieren in nur eine Aktie bzw. verschiedene Aktien nur einer Branche (z.B. Hochtechnologie und Telekommunikation) bei der Zusammenstellung der Depotstruktur waren Hauptursachen für die zum Teil katastrophalen Anlageergebnisse.

Die Kapitalanlage in Aktien darf aber nicht grundsätzlich verteufelt werden, ist sie doch historisch betrachtet die Anlageform mit den höchsten Renditen und einem Inflationsschutz über die Beteiligung am Produktivvermögen. Dies gilt umso mehr, als Aktieninvestitionen in dividendenstarke Titel wie Deutsche Bank, E.ON oder RWE auf aktueller Basis Dividendenrenditen von ca. 3,5 % bis zu 4 % erwarten lassen und damit auf dem Zinsniveau langfristiger Staatsanleihen liegen.

2.2. Rendite zur Erfüllung des Stiftungszwecks

Zur Erfüllung ihrer Aufgaben benötigen die Stiftungen kontinuierliche, nach Möglichkeit hohe Erträge aus dem Stiftungsvermögen. Häufig befinden sich Stiftungen in dem Dilemma, dass sich das Budget zur Erfüllung des Stiftungszwecks aufgrund eines deutlich reduzierten Zinsniveaus faktisch erheblich verringert hat und vorgesehene Projekte dann nicht mehr finanzierbar sind. Eine fehlgeschlagene Anlagepolitik mag darüber hinaus noch zu einem Substanzverzehr geführt haben, so dass die Leistungsfähigkeit der Stiftung auf Dauer beeinträchtigt ist. In der langfristigen Planung müssen zudem die Preissteigerungen berücksichtigt werden. Um auf Dauer gleich wirksame Projekte durchführen zu können, müssen zusätzliche Rücklagen aus der laufenden Verzinsung gebildet werden. Das Ziel eines ausreichenden Inflationsschutzes wird über Anlagen in den Assetklassen Immobilien oder Aktien verfolgt.

Diese Anlagen erfordern jedoch Instandhaltungsaufwendungen bzw. werfen zum Teil nur sehr geringe laufende Erträge ab, die in Hochzinsphasen durch laufende Einkünfte aus dem Anleihenbereich überkompensiert wurden. Trotz des aktuellen Renditeanstiegs befinden sich die Zinsen derzeit auf einem weiterhin historisch niedrigen Niveau. Die Renditen für Bundesanleihen mit einer Laufzeit zwischen 2 und 10 Jahren liegen aktuell bei nur 3,75 - 4,10 % p.a. Bei

diesem niedrigen Zinsniveau sind Stiftungsvorstände empfänglich für alternative Investments, die auf den ersten Blick deutlich höhere Renditen versprechen. Die damit verbundenen Risiken bleiben hierbei oft unberücksichtigt.

3 MÖGLICHKEITEN UND GRENZEN DES KAPITALMARKTES

3.1. Rendite versus Risiko

Die Vorstellungen zur Risikoneigung und zu den Renditeerwartungen spiegeln sich in der Auswahl der Anlage- oder Assetklassen (Aktien, Anleihen oder sonstige Kapitalmarktanlagen) und der entsprechenden Anlagegrenzen wider. Ziel einer vereinbarten Asset-Allocation sollte ein optimales Zusammenspiel von Ertrag und Risiko sein. Grundsätzlich gilt: Höhere Renditeerwartungen des Anlegers korrespondieren mit höheren Risiken im Hinblick auf die Assetklassen. Je höher ein Risikowert, desto länger sollte der Anlagehorizont des Anlegers sein.

Ein Risikowert von 10,0 % besagt, dass die Jahresrendite mit einer Wahrscheinlichkeit von ca. 90 % zwischen minus 6,01 % und plus 26,01 % liegt. Bei diesem Risikowert sollte eine Anlagedauer von mindestens 2,5 Jahren vorgesehen werden, in denen nicht auf das Kapital zugegriffen werden muss. Nach dieser Mindestanlagedauer erreicht man mit ca. 95 %-iger Wahrscheinlichkeit ein positives Anlageergebnis. Diese Aussage basiert auf statistischen Berechnungen im Rahmen der modernen Portfoliotheorie.

Die Entwicklungen am Kapitalmarkt sowie der Erfindungsreichtum der Produkthanbieter führen zu immer neuen Angeboten im Bereich der alternativen Investments. Neben den klassischen Kapitalmarktanlagen werden in der Folge mit Zertifikaten, Hedge-Funds und Private Equity ebenfalls die drei wesentlichen Säulen der alternativen Kapitalmarktanlagen beleuchtet.

3.2. Klassische Investments

3.2.1 Aktien und Aktienoptionen

Der Käufer einer Aktie erwirbt einen bestimmten Anteil am Grundkapital eines Unternehmens. Als Mitunternehmer partizipiert er an der zukünftigen Unternehmensentwicklung in Form von Dividenden und Kurssteigerungen. Der Aktienkurs eines Unternehmens, das Marktchancen nutzt und damit die Gewinne und insbesondere die Gewinnaussichten nachhaltig steigert, entwickelt sich in der Regel sehr positiv. Dadurch besteht für den Anleger auch ein Inflationsschutz.

Aktioptionen verbriefen i.d.R. das Recht, eine bestimmte Aktie zu einem bestimmten Kurs anzubieten oder zu erwerben. In Abhängigkeit von der Marktentwicklung kommt es immer dann zur Ausübung dieses Rechts, wenn der Optionsinhaber damit besser fährt.

In der Vermögensverwaltung werden Portfolios beispielsweise durch den Kauf von Verkaufsoptionen gegen Kursverluste, die ein bestimmtes Kursniveau übersteigen, abgesichert. Diese Vorgehensweise kostet allerdings eine Optionsprämie und damit Performance.

Durch den Verkauf einer durch entsprechende Aktien gedeckten Kaufoption kann ein Portfoliomanager demgegenüber eine Optionsprämie vereinnahmen und Zusatzerträge erwirtschaften. Diese lohnt bei seitwärts laufenden Märkten und birgt lediglich das Risiko, dass der Anleger an einer unerwartet positiven Marktentwicklung nicht im vollen Umfang partizipiert und im Ausübungsfall seine Aktien unterhalb eines aktuellen Wertes verkaufen muss.

3.2.2 Anleihen

Die Ausgabe (Emission) von Anleihen ist für Unternehmen oder Staaten eine Alternative zum klassischen Bankkredit. Der Anleger leiht dem Emittenten Geld und trägt das Risiko eines Kreditausfalls. Im Gegenzug erhalten die Gläubiger hierfür regelmäßige Zinszahlungen (daher werden Anleihen auch häufig als Renten bezeichnet) und am Ende der Laufzeit das ursprünglich eingezahlte Geld zu 100 % zurück. Die Höhe der Zinszahlungen hängt neben dem allgemeinen Marktzins von der Bonität des Unternehmens bzw. des Staates ab. Je schlechter die jeweilige wirtschaftliche Situation und je höher das Risiko, dass die Zins- und Tilgungsleistung eventuell nicht oder nicht rechtzeitig geleistet werden können, desto höhere Zinsen muss der Emittent bieten, damit die Gläubiger bereit sind, ihr Kapital zur Verfügung zu stellen.

Das Ausfallrisiko eines Schuldners (Land oder Unternehmen) wird von Ratingagenturen beurteilt. Die Agenturen verwenden dazu einen Buchstabenschlüssel (Ratingcode), der eine einfache Beurteilung der Bonität des Schuldners erlaubt. Jedem Ratingcode kann eine eigenständige, statistisch ermittelbare Ausfallwahrscheinlichkeit zugeordnet werden. Die Buchstabenschlüssel reichen von A bis D:

- A: sichere Geldanlage
- B: spekulativ
- C: hochspekulativ
- D: Totalausfall sehr wahrscheinlich

Eine mit „A“ bewertete Anleihe ist als sehr sicher einzustufen mit einem denkbar geringen Ausfallrisiko.

Hohe Bonität des Schuldners bedeutet allerdings auch die geringste Rendite. Mit „D“ bewertete Anleihen bringen zwar die höchste Rendite, haben jedoch auch ein extrem hohes Ausfallrisiko, falls der Schuldner zahlungsunfähig wird. Dieses wird von den Ratingagenturen sogar erwartet. Solche Anleihen sind daher nur etwas für professionelle Investoren, die auf einen Turnaround oder eine unerwartet positive Entwicklung hoffen.

Die beiden bekanntesten Ratingagenturen sind Standard & Poors Corporation (S&P) und Moody's Investor Service. S&P ist eine Tochtergesellschaft des amerikanischen Medienunternehmens McGraw-Hill Companies, das an der New Yorker Börse gelistet ist. Die Gesellschaft hat einen hohen Bekanntheitsgrad durch Berechnung und Veröffentlichung des S&P 500 Index erlangt. Moody's ist eine von der US-amerikanischen Finanzaufsicht seit 1975 anerkannte Ratingagentur und ebenfalls selbst an der New Yorker Börse gelistet.

Die Tabelle „Rating-Codes“ (Seite 6 oben) enthält die Ratingscodes der beiden Gesellschaften und ihre Bedeutung. Die numerischen Anhängsel 1 bis 3 bzw. die Zusätze von +/- geben an, ob sich der Schuldner in der Ratingspanne im oberen, mittleren oder unteren Drittel befindet.

Die meisten Anleihen sind börsennotiert und können täglich ge- oder verkauft werden. Die Kursentwicklung von Anleihen hängt maßgeblich von der Entwicklung des Zinsniveaus für die jeweilige Restlaufzeit ab. Steigt der allgemeine Marktzins an, so fällt der Preis der Anleihe und umgekehrt. Die effektive Rendite p.a. einer Anleihe setzt sich aus dem nominalen Zinssatz von z.B. 5 % und dem aktuellen Preis für die Anleihe, der sich bis zur Fälligkeit dem Rücknahmepreis von 100 % annähern wird, gemäß der Tabelle „Rendite-Entwicklung“ (Seite 6 unten) zusammen.

Die Tabelle zeigt auch, dass eine Veränderung des Marktzinses (= aktuelle Rendite in dem jeweiligen Laufzeitenbereich) um ca. 1 % p.a. bei einer dreijährigen Restlaufzeit zu einem Kursgewinn bzw. -verlust von 3 % führt und sich dieser bei einer zehnjährigen Laufzeit bereits auf 7 % bzw. bei einer zwanzigjährigen Laufzeit auf 13,5 % erhöht. Diese Hebelwirkung der Restlaufzeiten verdeutlicht, welche Kursrisiken in Anleihen bei so genannten „Langläufern“ stecken. Beim derzeit niedrigen Zinsniveau sollte man daher diesen Laufzeitenbereich meiden.

Neben festverzinslichen Anleihen werden häufig variabel verzinsten Anleihen angeboten. Da sich die Verzinsung dieser Wertpapiere der jeweiligen Marktentwicklung anpasst, unterliegen variabel verzinsten Anleihen keinen nennenswerten Kursschwankungen.

Die Rating-Codes und deren Bedeutung

	Moody's	Standard & Poors	Bewertung
Investmentwürdig	Aaa	AAA	Bei diesen Schuldverschreibungen (Triple A) besteht praktisch kein Ausfallrisiko. Die Fähigkeit des Schuldners zur Erfüllung seiner finanziellen Verpflichtungen ist außergewöhnlich gut.
	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	Schuldverschreibungen mit diesem Rating haben eine nur geringfügig schlechtere Qualität als die Anleihen von Schuldern höchster Bonität. Insgesamt handelt es sich um sehr sichere Anleihen.
	A1 A2 A3	A+ A A-	Die Fähigkeit der Schuldner zur Erfüllung ihrer Zahlungsverpflichtungen ist gut. Jedoch könnten unvorhergesehene gesamtwirtschaftliche oder branchenspezifische Umstände sich negativ auf die Zahlungsfähigkeit der Schuldner auswirken.
	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	Schuldner mit diesen Ratings verfügen nur über eine durchschnittliche Bonität. Bei Verschlechterungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ist es eher wahrscheinlich, dass auch die Fähigkeit der Schuldner zur Erfüllung ihrer finanziellen Verpflichtungen leiden wird. Insbesondere fehlt es an ausreichenden Schutzvorkehrungen, um die Zahlungsfähigkeit auch in Krisenzeiten sicherzustellen.
Als Investment ungeeignet	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	Bei diesem Rating muss eine Anleihe bereits als spekulativ eingestuft werden. Es bestehen größere Unsicherheitsfaktoren oder Risiken bei einer Verschlechterung der geschäftlichen, finanziellen oder wirtschaftlichen Bedingungen. Insbesondere fehlt es an einer wirksamen Vorsorge des Schuldners, in derartigen Fällen die Erfüllung seiner Verbindlichkeiten sicherzustellen.
	B1 B2 B3	B+ B B-	Der Schuldner verfügt zwar gegenwärtig noch über ausreichende finanzielle Mittel, um seine Verbindlichkeiten erfüllen zu können. Es ist aber wahrscheinlich, dass bei einer nachteiligen Veränderung der geschäftlichen oder wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auch die Fähigkeit oder Bereitschaft des Schuldners zur Erfüllung seiner finanziellen Verpflichtungen beeinträchtigt wird. Es besteht daher eine größere Gefahr des Zahlungsverzugs.
	Caa Ca	CCC CC	Es besteht unter den gegenwärtigen Rahmenbedingungen eine gewisse Wahrscheinlichkeit dafür, dass der Schuldner seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen wird. Pünktliche Zins- und Tilgungsleistungen können vermutlich nur bei günstigen geschäftlichen, finanziellen und wirtschaftlichen Bedingungen erfolgen.
	C	D	Der Schuldner befindet sich bereits in Zahlungsverzug oder es ist schon ein Insolvenzantrag gestellt worden.

Ratings unterhalb von Baa3 bzw. BBB- gelten als Junk-Bonds oder Schrottanleihen

Quelle: firstfive AG

Rendite-Entwicklung p.a. einer 5 %-Anleihe bei veränderten Bewertungskursen

Kurs \ Restlaufzeit	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre	6 Jahre	7 Jahre	8 Jahre	9 Jahre	10 Jahre
90 %	15,56 %	10,56 %	8,89 %	8,06 %	7,56 %	7,22 %	6,98 %	6,81 %	6,67 %	6,56 %
91 %	14,49 %	9,99 %	8,49 %	7,74 %	7,29 %	6,99 %	6,78 %	6,62 %	6,49 %	6,39 %
92 %	13,43 %	9,43 %	8,10 %	7,43 %	7,03 %	6,77 %	6,58 %	6,43 %	6,32 %	6,23 %
93 %	12,38 %	8,88 %	7,71 %	7,13 %	6,78 %	6,54 %	6,38 %	6,25 %	6,15 %	6,08 %
94 %	11,32 %	8,32 %	7,32 %	6,82 %	6,52 %	6,32 %	6,18 %	6,07 %	5,99 %	5,92 %
95 %	10,26 %	7,76 %	6,93 %	6,51 %	6,26 %	6,10 %	5,98 %	5,89 %	5,82 %	5,76 %
96 %	9,21 %	7,21 %	6,54 %	6,21 %	6,01 %	5,88 %	5,78 %	5,71 %	5,65 %	5,61 %
97 %	8,15 %	6,65 %	6,15 %	5,90 %	5,75 %	5,65 %	5,58 %	5,53 %	5,49 %	5,45 %
98 %	7,10 %	6,10 %	5,77 %	5,60 %	5,50 %	5,44 %	5,39 %	5,35 %	5,32 %	5,30 %
99 %	6,05 %	5,55 %	5,38 %	5,30 %	5,25 %	5,22 %	5,19 %	5,18 %	5,16 %	5,15 %
100 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
101 %	3,95 %	4,45 %	4,62 %	4,70 %	4,75 %	4,78 %	4,81 %	4,83 %	4,84 %	4,85 %
102 %	2,90 %	3,90 %	4,24 %	4,40 %	4,50 %	4,57 %	4,62 %	4,65 %	4,68 %	4,70 %
103 %	1,85 %	3,35 %	3,85 %	4,10 %	4,25 %	4,35 %	4,43 %	4,48 %	4,52 %	4,55 %
104 %	0,81 %	2,81 %	3,47 %	3,81 %	4,01 %	4,14 %	4,24 %	4,31 %	4,36 %	4,41 %
105 %	-	2,26 %	3,10 %	3,51 %	3,76 %	3,93 %	4,05 %	4,14 %	4,21 %	4,26 %
106 %	-	1,72 %	2,72 %	3,22 %	3,52 %	3,72 %	3,86 %	3,97 %	4,05 %	4,12 %
107 %	-	1,17 %	2,34 %	2,92 %	3,27 %	3,51 %	3,67 %	3,80 %	3,90 %	3,97 %
108 %	-	0,63 %	1,96 %	2,63 %	3,03 %	3,30 %	3,49 %	3,63 %	3,74 %	3,83 %
109 %	-	0,09 %	1,59 %	2,34 %	2,79 %	3,09 %	3,30 %	3,46 %	3,59 %	3,69 %
110 %	-	-	1,21 %	2,05 %	2,55 %	2,88 %	3,12 %	3,30 %	3,43 %	3,55 %

Quelle: firstfive AG

Staats- und Unternehmensanleihen sowie Pfandbriefe sind die bekanntesten Anleiheformen in Deutschland.

Staatsanleihen sind Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand (Bund oder Land) zur Haushaltsfinanzierung. Bundes- bzw. Landesanleihen haben eine Laufzeit von 10-30 Jahren, Bundesobligationen eine Laufzeit von 5 Jahren und Bundesschatzbriefe eine Laufzeit von bis zu 2 Jahren. Bei hoher Schuldnerbonität haben Staatsanleihen ein sehr niedriges Risiko. Der Anlagehorizont gilt mit 2-10 Jahren als mittel- bis langfristig.

Unternehmensanleihen sind Schuldverschreibungen von Industrieunternehmen zur Finanzierung des Liquiditätsbedarfs. Die Schuldverschreibungen unterliegen keiner besonderen Verwendungsbeschränkung und können für den Produktionsprozess, die Erweiterung von Produktionsbereichen oder Unternehmenszukaufen verwendet werden. In der Regel liegt die Verzinsung von Unternehmensanleihen über denen der Staatsanleihen. Sie unterliegen auch einem höheren Risiko in Abhängigkeit vom Rating. Ein mittelfristiger Anlagehorizont wird erwartet.

Pfandbriefe sind Schuldverschreibungen, die nur von Hypotheken- oder Landesbanken ausgegeben werden dürfen. Die Pfandbriefe von Hypothekenbanken dienen zur Refinanzierung von grundschuldgesicherten Hypothekendarlehen und bieten damit ein hohes Maß an Sicherheit. Pfandbriefe haben üblicherweise eine Laufzeit von mindestens 10 Jahren; der Anlagehorizont sollte daher langfristig sein. Ähnlich wie Staatsanleihen unterliegen Pfandbriefe einem geringen Risiko.

3.2.3 Genussscheine

Genussscheine nehmen eine Art Zwitterstellung zwischen Aktien und Anleihen ein. Je nach Ausgestaltung sind diese Wertpapiere mit einer festen oder variablen Verzinsung am unternehmerischen Erfolg beteiligt. Eine variable Verzinsung kann beispielsweise an einen Gewinn oder die Dividendenzahlung gekoppelt sein. Erwirtschaftet ein Unternehmen jedoch Verluste, so kann sich der Rückzahlungsbetrag von 100 % am Laufzeitende reduzieren und die Ausschüttung für das betreffende Jahr ausfallen. Genussrechtskapital gehört zu den nachrangigen Verbindlichkeiten von Unternehmen, die im Insolvenzfall in der Regel voll ausfallen. Inhaber von Genussscheinen tragen somit gegenüber Anleihegläubigern ein erhöhtes Risiko. Dafür erhalten sie im Gegenzug jedoch eine Rendite, die in der Regel höher ist als die von Anleihen. Bei guter Schuldnerbonität sind Genussscheine mit einem mittleren Risiko behaftet. Der Anleger sollte einen langfristigen Anlagehorizont haben.

3.2.4 Fonds

Im Gegensatz zur Direktanlage sammeln Investmentgesellschaften Kapital zur Anlage in Aktien, Anleihen oder Immobilien ein. Fonds sind eine Alternative insbesondere für Kleinanleger, da sie bereits mit sehr geringen Beträgen ein Investment in Wertpapieren oder Immobilien ermöglichen und gleichzeitig eine Diversifikation der Anlage erreicht wird. Teilweise werden relativ hohe Ausgabeaufschläge von bis zu 5 % verlangt, die einer Vertriebsprovision gleichzusetzen sind. Der Fonds wird daneben mit einer Management-Fee, Bestandsvergütung (laufende Provision für den Vertrieb) und einer Depotgebühr belastet. Die laufenden Kosten liegen in der Regel zwischen 1-3 % p.a.

Aktienfonds investieren in bestimmte Märkte (z.B. Europa, USA oder Asien), in bestimmte Branchen (z.B. Energieversorger, Automobil, Technologie) oder in bestimmte Themen (z.B. Dividenden oder Ethik). Es gibt eine vielfältige Auswahl an Aktienfonds, die für bestimmte Regionen (Emerging Markets) oder Themen auch in der professionellen Vermögensverwaltung Berücksichtigung finden. Insbesondere für Aktienfonds ist das (noch) bestehende Steuerprivileg, dass Veräußerungsgewinne steuerfrei sind, ein Verkaufsargument.

Rentenfonds investieren in €-Anleihen oder in Fremdwährungen und bieten unterschiedliche Strukturen im Hinblick auf Schuldnerbonität und Laufzeiten. Neben einer regelmäßigen Ausschüttung kann auch eine Gewinn-Thesaurierung vereinbart werden. Die laufenden Kosten und Vertriebsprovisionen sind bei Rentenfonds i.d.R. niedriger als bei Aktienfonds, belasten jedoch das Performanceergebnis insbesondere in Niedrigzinsphasen erheblich.

Offene **Immobilienfonds** investieren primär in gewerbliche und Wohnungs-Immobilien im In- und Ausland mit dem Ziel, an hohen Mieteinnahmen und der Wertsteigerung der Objekte zu partizipieren. In der aktuellen Niedrigzinsphase sind die Ausschüttungen von rd. 5 % p.a. eine attraktive Alternative zu Anleihen. Offene Immobilienfonds sind grundsätzlich jederzeit zum Inventarwert, der sich aus der Summe der Objekt-Gutachten und der liquiden Mittel zusammensetzt, an die Kapitalanlagegesellschaft zurückzugeben. Bei besonderen Umständen kann diese Rücknahmeverpflichtung jedoch temporär ausgesetzt werden.

3.3 Alternative Investments

3.3.1 Zertifikate

Gemäß der Marktübersicht des Deutsche Derivate Institut e.V. hat sich das Volumen der derivativen Wertpapiere von rd. 69 Mrd. € per Dez. 2005 auf rd. 134

Mrd. € im November 2006 nahezu verdoppelt. Trotz oder wegen der mangelnden Transparenz des Produkts boomt die Branche der Zertifikate ungebrochen und platziert Neuemissionen in einem Volumen von mindestens 10 Mrd. € pro Monat. Allein im November 2006 wurden 18 Mrd. € umgesetzt. Es handelt sich um eine Provisionsquelle, die von rund zwei Dutzend Banken vor einer stärkeren Regulierung geschützt werden soll.

Zum 1. Januar 2007 hat das Derivate Forum e.V. für seine 9 Mitglieder einen Verhaltenskodex verabschiedet, der Standards und mehr Transparenz schaffen soll. Sehr zu begrüßen ist, dass Informationen zur Bonität eines Emittenten künftig an einer zentralen Stelle im Internet zur Verfügung gestellt werden.

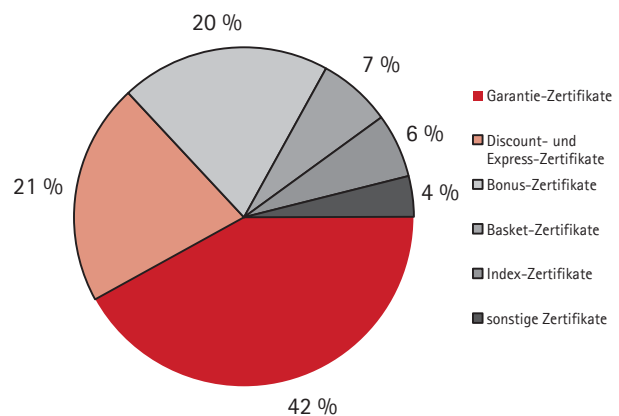
Derivate Wertpapiere werden als Schuldverschreibungen von Banken begeben und unterliegen damit dem Ausfallrisiko dieser Häuser. Dieses gilt auch für „kapitalgeschützte“ Produkte und sollte von den Anlegern nicht vergessen werden. Eine Verteilung der Zertifikate innerhalb eines Depots auf verschiedene Emittenten ist aus Gründen der Risikodiversifikation dringend anzuraten. Daneben ist zu berücksichtigen, dass Zertifikate vor Fälligkeit nur eingeschränkt an einem Sekundärmarkt zu handeln sind und die Preisstellung vom Emittenten selbst vorgenommen wird.

Im Verhaltenskodex wird klargestellt, dass „der Preis der Produkte auf den jeweiligen Preisfindungsmodellen der Emittenten basiert und einen für den Anleger nicht erkennbaren Aufschlag auf den rein mathematischen Wert aus diesen Modellen enthalten kann, dessen Höhe im Ermessen der Emittenten liegt und der im Zeitverlauf den für die Wertpapiere gestellten Kurs mindert. In diesem Aufschlag können auch Provisionen enthalten sein, die an Dritte im Zusammenhang mit Leistungen bei einer Platzierung von derivativen Wertpapieren gezahlt werden“ – die gelungene Umschreibung einer sog. Cash-cow, die nicht unbedingt zur Vertrauensbildung beiträgt. Die Branche will erst mit der deutschen Umsetzung der MiFiD die überfällige Kostentransparenz schaffen.

Gemäß einer Erhebung des Derivate Forums verteilen sich die derivativen Anlagen in folgende Produktklassen:

Garantie-Zertifikate sind für konservative Anleger geeignet, die am Laufzeitende keine oder nur geringe Verluste in Kauf nehmen wollen. Bei Garantieprodukten wird der Großteil des Anlagebetrages (ca. 80 %) in (Nullkupon-)Anleihen investiert. Durch die Verzinsung steht am Laufzeitende 100 % des Kapitals zur Ausschüttung an den Anleger zur Verfügung. Die

Derivate Produktklassen



Quelle: Derivate Forum per 31.10.2006

restlichen 20 % des Anlagebetrages werden in chancenreiche Alternativen (z.B. Aktien, Rohstoffe o.ä.) investiert, um eine hohe Über-Rendite zu erzielen. Der Anleger hat somit die Möglichkeit, begrenzt an den Chancen des Kapitalmarktes zu partizipieren und seine möglichen Totalverluste aus der risikoreichen Anlage durch Zinserträge zu kompensieren. Sein Verlust beschränkt sich dann auf den entgangenen Zins für den Anlagezeitraum.

Discount-Zertifikate ermöglichen den Erwerb eines Basiswertes (Aktie, Index o.ä.) zu einem geringeren Preis als dem aktuellen Marktpreis. Gleichzeitig verzichtet der Anleger auf ein Renditepotenzial, das oberhalb eines bestimmten Kursniveaus (Cap) liegt. Am Laufzeitende erhält der Anleger den Basiswert zum aktuellen Börsenkurs, sofern dieser unterhalb des Cap liegt. Liegt der Börsenkurs oberhalb des Cap, erhält der Anleger lediglich den Cap-Gegenwert. Das Risiko gleicht dem eines Direktinvestments in den Basiswert, wobei der Discount einen Risikopuffer in fallenden Märkten darstellt. Discount-Zertifikate erhöhen die Renditechancen in seitwärts laufenden Märkten.

Bonus-Zertifikate bieten ebenfalls in seitwärts tendierenden Märkten bessere Renditechancen als eine Direktanlage in Aktien. Bonuszertifikate haben eine Bandbreite zwischen dem Absicherungsniveau (ca. 20-30 % unter dem aktuellen Aktien- bzw. Indexpreis) und dem Bonusniveau (ca. 10-20 % über dem aktuellen Aktien- bzw. Indexpreis). Bis zum Laufzeitende sind drei Szenarien möglich:

1. Der Aktienkurs erreicht oder unterschreitet das Absicherungsniveau. Der Anleger erhält am Ende der Laufzeit die Aktie zum aktuellen Preis und trägt damit das gleiche Verlustrisiko wie bei einer Direktanlage.

2. Der Aktienkurs bleibt während der gesamten Laufzeit innerhalb der Bandbreite zwischen Absicherungs- und Bonusniveau. Der Anleger erhält am Ende der Laufzeit das Bonusniveau ausbezahlt
3. Der Aktienkurs fällt nie unter das Absicherungsniveau und überschreitet das Bonusniveau. Der Anleger erhält am Ende der Laufzeit mindestens das Bonusniveau ausbezahlt oder die Aktie geliefert, sofern der aktuelle Aktienpreis über dem Bonusniveau liegt.

Basket-Zertifikate bilden einen „Korb“ von Wertpapieren ab, die am Laufzeitbeginn des Zertifikats festgelegt werden. Diese Zertifikate sind i.d.R. reine Aktienpositionen, die im Vergleich zu einem Fonds aufgrund der geringen Anzahl (Diversifikation) ein höheres Risiko beinhalten. Eine günstige Zusammenstellung des Korbs erhöht dagegen die Renditechance.

Index-Zertifikate bilden einen bestimmten Index (z.B. DAX oder EuroStoxx) ab und entwickeln sich im Verhältnis von 1:1. Anleger haben folglich mit dem Kauf die Gewissheit, immer die gleiche (Kurs-)Performance wie der zugrundeliegende Index zu erreichen. Im Gegensatz zu klassischen Aktienfonds fallen i.d.R. keine Ausgabeaufschläge oder Verwaltungsgebühren an. Der Anleger erhält allerdings auch keine Dividenden.

3.3.2 Hedge-Funds

Hedge-Funds (engl.: hedge = absichern) wollen unabhängig vom Marktumfeld eine Gewinnmaximierung erreichen und unterliegen keinerlei Handlungsbeschränkungen. Jedes denkbare Finanzinstrument kann eingesetzt werden und durch Kreditaufnahmen zusätzlich gehebelt werden. Dies gilt auch für risikoreiche Geschäfte in Futures und Optionen – eine Investition in eine Black-Box in der Hoffnung, dass ein erfahrenes Management auch in schlechten Börsenzeiten positive Erträge erwirtschaftet.

3.3.3 Private Equity

Private Equity-Fonds stellen meist nicht börsennotierten Unternehmen Eigenkapital gegen eine Unternehmensbeteiligung zur Verfügung. Durch die Investition in etablierte Unternehmen rechnen die Fonds mit einem langfristigen und sehr deutlichen Zuwachs (ca. 20 % p.a.) des Unternehmenswertes, der im Rahmen eines Börsengangs oder einer Veräußerung der Beteiligung realisiert werden kann. I.d.R. handelt es sich um geschlossene Fonds, die faktisch nicht vorzeitig liquidierbar sind und eine sehr langfristige Kapitalbindung erfordern. Häufig besteht aufgrund fehlender Publizitätspflichten keine Transparenz über die Entwicklung der Unternehmensbeteiligungen. Der Anleger trägt das volle Unternehmerrisiko ohne Ausstiegsklausel. Eine Alternative zu Private Equity-Fonds

stellen börsennotierte Beteiligungsgesellschaften dar. Diese Aktien wären täglich veräußerbar.

4 MIFID (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE) NEUE REGELN FÜR WERTPAPIERMÄRKTE

Die MiFID gilt als neues „Grundgesetz des Wertpapierhandels“ und stellt eine der größeren Herausforderungen für die Finanzdienstleister auf dem Weg zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt dar. Die Europäische Kommission verfolgt hier das Ziel, Finanzmärkte transparenter zu machen und zu harmonisieren. Für die Kunden soll ersichtlich werden, wie die Kosten für Wertpapiergeschäfte zustande kommen, die auf ihn umgelegt werden. Die MiFID betrifft insbesondere die Transparenzpflichten, Best Execution sowie verschärfte Wohlverhaltensregeln.

Das Bundesfinanzministerium will die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente pünktlich im November 2007 in Kraft setzen. Dieses führt zu Änderungen des bisherigen gesetzlichen Rahmens, des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), des Börsengesetzes, des Kreditwesengesetzes (KWG) sowie einer Reihe weiterer Regelungen. Die wesentlichen Veränderungen für nicht institutionelle Anleger werden im Bereich der Leistungs- und Kostentransparenz sowie der Best Execution aufgezeigt.

4.1 Leistungstransparenz

Gemäß MiFID (Art. 30 Abs. 2 und 3) hat der Finanzdienstleister eine angemessene Bewertungsmethode und eine aussagekräftige Vergleichsgröße festzulegen, damit der Kunde die Leistung des Vermögensverwalters bewerten kann. Die Wertentwicklung eines Wertpapierdepots soll vergleichbar werden.

Im institutionellen Geschäft ist die Vereinbarung einer Vergleichsgröße (Benchmark) üblich. Sind einem Fondsmanager nur die Anlagemöglichkeiten innerhalb bestimmter Segmente wie z.B. der im DAX enthaltenen Unternehmen vorgegeben, ist die Outperformance des entsprechenden Aktienindex als Leistungsmaßstab geeignet.

Im Gegensatz dazu hat sich in der individuellen Vermögensverwaltung eine entsprechende Vereinbarung als ungeeignet erwiesen, da die Depotstruktur nur äußerst selten mit einer Index-Benchmark vergleichbar ist. Dies gilt für die Einzeltitelauswahl genauso wie beispielsweise für die durchschnittlichen Restlaufzeiten der Rentenanlagen. Auch eine Kombination aus mehreren Indices aus dem Aktien- und Rentenbereich verbessert die Situation nicht und führt in Abhängig-

keit vom Ergebnis häufig nur noch zu Diskussionen über die Eignung der Benchmark.

Entwickelt sich eine Benchmark negativ, wie in den schlechten Börsenjahren 2000 bis 2002, dann liegt eine Outperformance auch bei Wertverlusten eines Depots vor. Es dürfte vielen Anlegern schwer gefallen sein, dem Vermögensverwalter für eine Kapitalvernichtung von „nur“ einem Drittel des Vermögens eine gute Leistung zu bescheinigen, weil die vereinbarte Benchmark (z.B. DAX) ein minus von über 40 % erreichte.

Für die risikolose Geldanlage auf einem Festgeldkonto bei der Bank benötigt man keinen Vermögensverwalter. Dessen Leistung zeigt sich darin, in welchem Umfang er den sogenannten risikolosen Zins für Termingelder nach Abzug der Verwaltungskosten übertrifft. Als angemessene und aussagekräftige Vergleichsgröße bietet sich daher ein entsprechender Vergleichszins wie z.B. EONIA 12-Monatslaufzeit an. EONIA steht für Euro Overnight Index Average und stellt den durchschnittlichen Inter-Bankensatz für Tagesgeld dar.

Bei einem aktuellen Zins von rd. 4 % p.a. und einem Leistungsaufschlag von 200 Basispunkten wäre eine Benchmark von 6 % p.a. vereinbart – eine klare Messlatte und ein anspruchsvolles Ziel.

4.2 Kostentransparenz

Grundsätzlich dürfen keine Entgelte oder Provisionen von Investmentfirmen mehr an Dritte gezahlt werden. Dieses gilt beispielsweise auch für Bestandsprovisionen von Kapitalanlagegesellschaften an Banken, es sei denn, dass dem Kunden die Existenz und die Höhe der Zahlung vor der Leistung offengelegt wurde und diese dazu geeignet ist, die Servicequalität zu verbessern. Die Verbesserung der Servicequalität wird unterstellt, wenn eine Anlageberatung seitens der Bank erfolgt ist und der Kunde dafür nicht gezahlt hat.

Im Online- bzw. Direktbanking dürften danach keine Bestandsprovisionen mehr an Depotbanken gezahlt werden, was in diesem Segment zu neuen Preismodellen führen wird.

Im Rahmen von Vermögensverwaltungsverträgen erhält der Portfoliomanager bereits eine Verwaltungsvergütung, was die Zahlung einer Provision von der Kapitalanlagegesellschaft an die Bank ausschließt. Eine Provisionszahlung wäre nur an den Kunden zulässig oder in dessen Auftrag an die Bank. Diese „italienische Variante“ dürfte von den Banken favorisiert werden und es ist zu erwarten, dass entsprechende „Zahlungsaufträge“ zugunsten der vermögensverwaltenden Bank angestrebt werden. Sollten diese vom

Kunden abgelehnt werden, bleibt als Alternative nur die Provisionsdurchleitung an den Kunden und eine Erhöhung der Verwaltungsvergütung, da der Wegfall einer wesentlichen Ertragsssäule der Bank kompensiert werden muss.

In jedem Fall schaffen die neuen Offenlegungs- und Informationspflichten mehr Kostentransparenz im Bereich der Finanzdienstleistungen. Viele Kunden werden überrascht sein, wie viel ein Portfoliomanager unter Berücksichtigung von Vertriebs- und Bestandsprovisionen tatsächlich am Verwaltungsmandat (z.B. durch den Verkauf von Zertifikaten) verdient bzw. verdient hat.

4.3 Best Execution

Das Wertpapierhandelsgesetz (§ 31 Abs. 1) bestimmt heute, dass Orderausführungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse des Kunden erfolgen müssen. Die MiFID (Art. 21 Abs. 1) verfolgen das Ziel eines größeren Wettbewerbs der Ausführungsplätze bei größerer Markttransparenz und im Interesse eines verbesserten Anlegerschutzes. Finanzdienstleistungsunternehmen werden daher verpflichtet, bei der Ausführung von Aufträgen alle angemessenen Maßnahmen zu ergreifen, um das bestmögliche Ergebnis für Ihren Kunden zu erzielen. Hierbei wird die unmittelbare Preis- und Kostenbetrachtung Vorrang haben vor den hergebrachten Kriterien wie Geschwindigkeit, Ausführungswahrscheinlichkeit und Größe bzw. Art des Auftrages.

Mangels vorrangiger Kundenweisungen und gemäß MiFID (Art. 21 Abs. 2) müssen Finanzdienstleistungsunternehmen Grundsätze der Auftragsausführung schriftlich festlegen. In dieser „Execution Policy“ sind alle „Best Execution Faktoren“ zu benennen und die gewählte Gewichtung zu begründen. Gleichzeitig ist eine Liste der erreichbaren Handelsplätze, die ein bestmögliches Ergebnis für den Kunden sicherstellen können, zu erarbeiten. Die Grundsätze sind regelmäßig, mindestens einmal jährlich danach zu überprüfen, ob die genannten Ausführungsplätze noch das bestmögliche Ergebnis für den Kunden bringen. Vom Kunden ist die grundsätzliche Zustimmung zur Ausführungspolitik einzuholen und es ist diesem auf Nachfrage nachzuweisen, dass die Orderausführung im Einklang mit den Ausführungsgrundsätzen stand.

Die erweiterten Dokumentationspflichten führen zu mehr Transparenz in der Orderausführung. Die Execution Policy wird künftig Vertragsbestandteil des Vermögensverwaltungsvertrages und schafft damit eine Anspruchsgrundlage, um ggf. Schadensersatzansprüche wegen Schlechterfüllung geltend zu machen.

5 AUSWAHL EINES GEEIGNETEN VERMÖGENSVERWALTERS

5.1. Die Qual der Wahl: Portfolio- oder Vermögensmanager?

Portfoliomanager und Vermögensmanager treten am Markt üblicherweise als Vermögensverwalter oder Vermögensberater auf. Das Portfoliomanagement, das heißt die Verwaltung von fremdem Geld, darf gemäß § 1 Kreditwesengesetz (KWG) nur derjenige anbieten, der eine entsprechende Genehmigung der Bundesaufsichtsbehörde für Finanzdienstleistungen (BaFin) erhalten hat.

Seit der sechsten Novelle des KWG am 01. Januar 1998 müssen alle Anbieter die strengen Auflagen und Anforderungen im Hinblick auf die fachliche Qualifikation, den Organisationsaufbau und die Eigenkapitalausstattung erfüllen. Ein Unterschied zwischen Groß- und Privatbanken oder Sparkassen bzw. (banken-)unabhängigen Anbietern wird grundsätzlich nicht gemacht. Per 18. Dezember 2006 waren 742 Finanzdienstleister beim BaFin registriert, wobei nach Einschätzung des Autors nur maximal ein Drittel der Anbieter für eine diskretionäre Vermögensverwaltung, d.h. ein individuelles und professionelles Portfoliomanagement im Rahmen vorgegebener Richtlinien, in Frage kommen.

Vermögensberater nutzen häufig eine Ausnahmeregelung des KWG (§ 2, Abs. 6, 8.) und vermitteln ausschließlich Investmentfonds. Sofern dieses Geschäft mit der nächsten KWG-Novelle ebenfalls genehmigungspflichtig wird, bedeutet das für viele Vermögensberater als Kleinstanbieter einen hohen bürokratischen Aufwand im Interesse eines verbesserten Anlegerschutzes. Ähnlich wie bei den registrierten Vermögensverwaltern, wo nach Ablauf der Übergangsfrist die Anzahl von über 2.000 im Jahr 1998 auf weniger als 600 im Jahr 2004 abgenommen hat, ist dann auch mit einem Abschmelzen der Anbieteradressen von Vermögensberatern zu rechnen.

Manche Vermögensmanager werben mit einem ganzheitlichen Beratungsansatz und verzichten auf das Management eines Portfolios, damit sie einen neutralen und objektiven Blick für das Ganze wahren. Diese Honorarberatung ist eine genehmigungsfreie Finanzdienstleistung, die sich im Wesentlichen nur im Bereich von Family Offices und damit im obersten Privatkundensegment durchgesetzt hat. Anhaltspunkte für eine Auswahl mögen zwei unterschiedliche Qualifizierungsnachweise bieten, die auf freiwilliger Grundlage erworben werden können: Der Certified Financial Planner (CFP) für die Vermögensstrukturie-

rung und der Certified Estate Planner (CEP) für die Nachfolgeplanung.

Wer das Risiko scheut und die Anlage im Geldmarkt präferiert, kann auf eine kostenpflichtige und professionelle Unterstützung verzichten. Er braucht keinem Vermögensverwalter oder -berater. Infolge der letzten Leitzinserhöhungen in Europa hat sich der so genannte risikolose Zins, der für solche Geldanlagen gezahlt wird, auf über 3,5 % p.a. erhöht und gleicht damit die durchschnittliche Preissteigerungsrate aus. Für eine reale Kapitalerhaltung einer Stiftung reicht dieser Zinssatz allerdings bei weitem nicht aus, da bereits geringe Entnahmen für den Stiftungszweck zu einer schleichenden Kapitalaufzehrung führen.

Für jeden Anleger stellt sich daher die Frage, welche Anlageform er unter Berücksichtigung von Risikogesichtspunkten wählen sollte. Lässt man bei dieser Betrachtungsweise Immobilien außen vor und beschränkt sich auf das liquide Vermögen, verbleibt mit den Asset-Klassen Aktien, Anleihen, Investmentfonds, Zertifikate, Optionen, Optionsscheine und strukturierte Produkte eine Angebotsvielfalt, die den ungeübten Anleger überfordert.

Auf der Suche nach einem professionellen Partner muss der Stiftungsvorstand feststellen, dass er eine individuelle Betreuung erst ab einer Vermögensgrößenordnung von 0,5-1 Mio. € erfahren wird. Bei kleineren Vermögen bleiben die Türen namhafter Anbieter häufig verschlossen oder es wird eine standardisierte Vermögensverwaltung auf Basis von Investmentfonds angeboten. In Abhängigkeit vom Fachwissen des Vorstands stellt sich hier die Frage, ob eine buy-and-hold-Strategie mit der Zusammenstellung eines Portfolios ausgewählter Aktien- und Rentenfonds eine mögliche Alternative darstellt. Ohne kompetente Beratung sollte eine Geldanlage jedoch nicht erfolgen.

Alle Portfoliomanager nehmen für sich in Anspruch, auch Vermögensmanager zu sein. Um einem ganzheitlichen Beratungsansatz gerecht zu werden, haben viele Anbieter die Fortbildung ihrer Mitarbeiter zum Certified Financial Planner (CFP) gefördert. Häufig wurde jedoch das Financial Planning als Informationsquelle für das Cross-selling von Bankprodukten missverstanden – ein Grundsatzproblem, wenn der Vermögensmanager gleichzeitig Produktverkäufer ist.

5.2 Unterschiedliche Anbietergruppen

Vermögensverwalter findet man im In- und Ausland in den verschiedensten Organisationsstrukturen. Ob Sparkasse oder Volksbank, Landesbank oder Groß-

bank, traditionsreiche Privatbank oder unabhängiger Vermögensverwalter – alle verfolgen ausweislich ihrer Hochglanzbroschüren das gleiche Ziel: Die Wahrnehmung der Kundeninteressen. Unabhängigkeit in der Produktauswahl wird daher groß geschrieben. Das die Interessen des Kunden nicht immer mit der vornehm verschwiegenen Ertragsoptimierung für den Vermögensverwalter korrespondieren, liegt auf der Hand. Die Vor- bzw. Nachteile der einzelnen Anbietergruppen können wie folgt skizziert werden.

Sparkassen und Volksbanken haben als regionaler Anbieter ein dichtes Geschäftsstellennetz und bieten damit einen persönlichen Ansprechpartner „vor Ort“. Erfahrungen mit der Verwaltung größerer Vermögen sind in der Breite selten vorhanden. In der Regel werden dafür keine eigenen Ressourcen vorgehalten und man greift auf das Know-how der Landesbanken oder großer Sparkassen bzw. der Zentralbanken zurück. Mit der Auslagerung des Portfoliomanagements hat der Ansprechpartner vor Ort jedoch wenige Einflussmöglichkeiten auf die Vermögensverwaltung.

Groß- und Landesbanken präsentieren sich in der Regel als global tätige Finanzinstitute. In der Folge einer weltweiten Präsenz verfügen diese Institute über die größte Ansammlung von Know-how, haben aber gleichzeitig das Problem des Know-how-Transfers bis zum Portfoliomanager vor Ort. Lösungsansätze sind Strategie- und Investmentkomitees, die Richtlinien für die Vermögensverwaltung vorgeben. Portfoliomanager haben unterschiedliche Freiräume bei der Strategieumsetzung. Konzerngebundene Vermögensverwaltungen können auf eine hervorragende Infrastruktur zurückgreifen, sind dieser jedoch auch verpflichtet. Ein Augenmerk sollte daher auf dem Anteil hauseigener Produkte liegen.

Privatbanken, die unabhängig und inhabergeführt sind, werden immer seltener. Viele Häuser mit Tradition sind heute nur noch der verlängerte Arm einer Großbank und damit auch konzerngebunden. Privatbanken haben sich auf das Klientel des vermögenden Privatkunden spezialisiert. Die individuelle Dienstleistung wird in der Regel allerdings nur größeren Vermögen offeriert.

Freie Vermögensverwalter betonen ebenfalls ihre Unabhängigkeit von ihren früheren Arbeitgebern. Sie erbringen ihre Dienstleistung nunmehr im Rahmen ihrer Selbstständigkeit; zufriedene Kunden sind ihre Existenzgrundlage. Man konzentriert sich auf das Portfoliomanagement und verfolgt in der Regel spezielle Anlagestrategien bzw. -konzepte. Die technische Abwicklung sowie die Depot- und Kontoführung überlässt man einer Bank.

Family-Offices im klassischen Sinne kümmern sich um die ganzheitliche Vermögensbetreuung einer Familie. Multi-Family-Offices bieten diese Dienstleistung auch Dritten an und sind häufig Tochterunternehmen namhafter Banken. Diese Verbindung stellt natürlich die Unabhängigkeit und Objektivität des Vermögensmanagers in Frage. Es gibt nur sehr wenige bankenunabhängige Family-Offices, die ausschließlich auf einer volumenabhängigen Honorarbasis arbeiten. Die Einstiegsschwelle liegt bei einem Mindesthonorar von i.d.R. 50.000 € p.a. zzgl. MwSt. Die Dienstleistung steht damit in der Praxis nur für große Vermögen im zweistelligen Millionenbereich zur Verfügung.

5.3 Mehrstufiges Auswahlverfahren oder Beauty Contest „Light“

Für Stiftungsvorstände oder vermögende Anleger ist die Auswahlentscheidung für den „richtigen“ Vermögensverwalter besonders wichtig.

Mit einem Millionenvermögen im deutlich zweistelligen Bereich kann das Dienstleistungsangebot namhafter Family-Offices in Anspruch genommen werden. Unter Einbeziehung der Situation der Stiftung, der familiären und steuerrechtlichen Situation des Anlegers oder der Anlegergruppe wird ein individuelles Gesamtkonzept entwickelt. Im Rahmen eines Auswahlverfahrens (beauty-contest) erfolgt dann eine teils sehr spezifizierte Vergabe von Verwaltungsmandaten. Diese werden i.d.R. zeitnah kontrolliert und beratend begleitet.

Aber auch ein „kleineres“ Vermögen von weniger als einer Million € will genauso professionell betreut werden. Eine Alternative zur zeit- und damit kostenintensiven Dienstleistung eines Family-Offices sind Empfehlungen aus dem Freundes- und Bekanntenkreis. Hierauf setzen vor allem renommierte Häuser, die eine Mund-zu-Mund-Propaganda durch gezielte Veranstaltungen unterstützen. Qualität in der Vermögensverwaltung wird von speziellen Anbietern auch durch Tests und Rankings bekannt gemacht. Vereinzelt werden individuelle Präsentationstage organisiert, die eine sehr effiziente Vorgehensweise bei der Vermögensverwalter-Auswahl ermöglichen.

Individuelle Präferenzen des Stiftungsvorstandes bzw. Vermögensinhabers sind entscheidend bei der Auswahl eines Portfoliomanagers. Wer z.B. Wert auf einen persönlichen Kontakt zu seinem Vermögensverwalter legt, wird regionale Anbieter in seinem direkten Umfeld präferieren. Wer dagegen Wert auf ein weltweites Engagement mit seinem Kapital legt, wird sich an ein global tätiges, an den wichtigsten ausländischen Märkten selbst präsent Haus wenden.

In jedem Fall ist wichtig, dass die Chemie zwischen Anleger und Vermögensverwalter stimmen muss. Jeder Portfoliomanager hat seinen eigenen Anlagestil. Nur in einem Gespräch kann man herausfinden, ob sich die eigenen Ziele mit denen des Vermögensverwalters decken. Die Entscheidung für einen Vermögensverwalter ist auch Vertrauenssache und häufig sehr subjektiv begründet.

Neben dem Bauch sollte allerdings auch der Kopf entscheiden. Wortreiche Ausführungen über die Schwierigkeiten der Geldanlagen, die Problematik der Märkte, nur verschwommene, nicht belegbare Angaben über die tatsächlich erreichten Anlageergebnisse sollte den Anleger aufhorchen lassen. Auch ist Vorsicht angebracht, wenn der Eindruck entsteht, dass ein Verkaufsgespräch aufgedrängt wird und die sachliche Beratung im Hintergrund bleibt.

5.4 Konditionsgestaltungen und Kosten

Hohe Kreativität ist sowohl in der Vermögensverwaltungs-Strategie als auch in der Durchsetzung berechtigter Ansprüche auf eine leistungsgerechte Honorierung gefragt. Und hier leben die Vermögensverwalter in einem Dilemma. Andere beratende Berufe wie Rechtsanwälte oder Steuerberater rechnen, ob ihre Arbeitsergebnisse nun gut oder schlecht waren, auf der Grundlage des Rechtsanwaltsvergütungsgesetzes (RVG) respektive der Steuerberater-Gebührenverordnung (StBGebV) ab. Die Mandanten akzeptieren den Zeitmaßstab und zahlen klaglos. Im Gegensatz dazu gibt es bei Vermögensverwaltern keine klare gesetzliche Regelung. Einige Vermögensverwaltungsmandate dürften in einer Grauzone geführt werden, die noch aus den uralten Zeiten der Privatbankiers stammen, als das Verhältnis zwischen dem Kunden und seinem Bankier dicht verwoben war und Honorare wie Gewinne auf anderer Ebene verrechnet wurden.

Einerseits muss der Vermögensverwalter ein betriebswirtschaftlich vertretbares Grund-Einkommen erwirtschaften, andererseits müssen die Kapitalmärkte dessen Höhe auch zulassen. Sobald das Gleichgewicht gestört wird, steigt die Bereitschaft, höhere Risiken einzugehen und auf andere, nicht mehr so traditionelle Märkte wie zum Beispiel Emerging Markets, Terminbörsen oder moderne Finanzinnovationen auszuweichen. Auch die Bereitschaft des Vermögensverwalters, mehr alternative Investments bzw. Hausprodukte bei konzerngebundenen Verwaltungen ins Portefeuille zu nehmen steigt rapide an, sofern der Mandant dies zulässt.

Im Verwaltungsvertrag sollte klar definiert werden, für welche Leistung ein Preis fällig wird. Einige Vermögensverwalter verzichten dabei generell auf eine Fee für Anlagegelder, die den Geldmarktbereich betreffen.

Die honorarpflichtige Leistung soll sich vor allem auf die Auswahl aussichtsreicher klassischer und alternativer Investments beziehen, die durchaus Ergebnisbeiträge im zweistelligen Prozentbereich liefern können.

In der diskretionären Vermögensverwaltung haben sich im Wesentlichen drei Preismodelle am Markt etabliert. Generell handelt es sich um individuelle Preisabsprachen, die durch das Verwaltungsvolumen und das Verhandlungsgeschick des Auftraggebers geprägt werden.

All-in-Fee bietet ein Preismodell, welches durch ein Fixum p.a. sämtliche Kosten des Anlegers abdecken soll. Der Vorteil des Mandanten liegt in der Transparenz des Preismodells. Der Anleger weiß hier, welche Kosten ihm im Jahresverlauf in Rechnung gestellt werden, sofern auch fremde Spesen in der Verwaltungsgebühr enthalten sind. Der Nachteil dieser Konstruktion kann unter Umständen in den mangelnden Anreizen für den Vermögensverwalter liegen, da sein Deckungsbeitrag bei Inaktivität sogar steigt. Zur Vermeidung einer steuerlichen Abgrenzungsproblematik im Bereich der Werbungskosten sollte das Fixum in Verwaltungskosten und Pauschale für Transaktionskosten gesplittet werden.

Fixum plus Transaktionskosten stellt ein volumenabhängiges Preismodell dar, das die Gefahr für den Anleger beinhaltet, dass der Vermögensverwalter Wertpapiere im Jahresverlauf häufig umschichtet, um hier Zusatzeinnahmen für die Depotbank zu generieren. Bei konzerngebundenen Vermögensverwaltungen ist das so genannte Churning häufig Anlass für Streitigkeiten, da die hieraus resultierenden Kosten kräftig an der Performance zehren können. Die Börsenweisheit „hin und her macht Taschen leer“ sollte bei der Auswahl des Preismodells beachtet werden und Zuwiderhandlungen durch Vereinbarung einer maximalen Umschlagshäufigkeit p.a. begegnet werden.

Fixum plus Transaktionskosten plus renditeabhängige Vergütung stellt ein Preismodell dar, das in der Praxis häufig den Interessen beider Vertragsseiten gerecht wird. Durch das depotvolumenabhängige Fixum wird dem Vermögensverwalter eine konstante Einnahmequelle eröffnet, aus der er seine fixen Kosten für Gehälter, Löhne, Mieten, Informationssysteme etc. decken kann. Die gewinnabhängige Vergütung führt i.d.R. zu einer zusätzlichen Motivation des Verwalters, der bei einer besonderen Leistung auch eine entsprechende Vergütung erhält. Die Berücksichtigung von „Verlustvorträgen“ bei der gewinnabhängigen Bemessungsgrundlage erhöht das Risikobewusstsein des Verwalters, der mit seinem Kunden faktisch im gleichen Boot sitzt. Kommt es zu besonderen Gewin-

nen, entstehen der anlegenden Stiftung hohe Kosten, die von ihr in der Finanzplanung veranschlagt werden müssen. Ggf. kann eine unbegrenzte Erfolgsvergütung auch ein besonderes Streitpotenzial in der Mandantenbeziehung bedeuten.

Ein weiteres Problem des Preismodells liegt in der Vereinbarung einer fairen Benchmark für die Bemessung der Outperformance/Gewinnbeteiligung. Diese ist für ein reines Aktiendepot der führenden deutschen Unternehmen (DAX 30) relativ einfach zu ermitteln, erscheint aber fast unmöglich für ein gemischtes und international ausgerichtetes Portfolio zu bestimmen. Eine aus mehreren Indizes zusammengesetzte Benchmark entspricht erfahrungsgemäß nur sehr selten der tatsächlichen Depotstruktur. Wie bereits unter Kap. 4.1 ausgeführt ist als Benchmark ein risikoloser Zins (EONIA oder EURIBOR) zzgl. eines Leistungsaufschlags zu empfehlen.

Von einem ausschließlich gewinnabhängigen Preismodell ist abzuraten, da es unter Umständen zu hohen Risikopositionen führt, die der Anleger im Grunde nicht wünscht. Auch stellt sich die Frage nach der (kaufmännischen) Qualifikation und Anlagementalität des Vermögensverwalters, wenn dieser in der eigenen Finanzplanung bereits „Spieler-Qualitäten“ offenbart und alles auf die gewinnabhängige Karte setzt.

Nachstehende Tabelle zeigt marktübliche Bandbreiten, die im Einzelfall nach oben oder unten durchbrochen werden können:

	All-in-Fee	Fixum + variable Kosten	Fixum + variable Kosten + Gewinnbeteiligung
Verwaltungs-Fee	0,5 % bis 1,5 % p.a. zzgl. 19 % MwSt.	0,5 % bis 1,0% p.a. zzgl. 19 % MwSt.	0,3 % bis 1,0 % p.a. zzgl. 19 % MwSt.
Kauf/Verkauf Aktien *	inklusive	0,5 % bis 0,75 %	0,5 % bis 0,75 %
Kauf/Verkauf Anleihen *	inklusive	0,15 % bis 0,5 %	0,15 % bis 0,5 %
Kauf Fonds*	inklusive	Ausgabeaufschlag abzgl. Bonifikation	Ausgabeaufschlag abzgl. Bonifikation
Depotgebühren*	inklusive	0,05 % bis 0,2 % p.a. zzgl. 19 % MwSt.	0,05 % bis 0,2 % p.a. zzgl. 19 % MwSt.
Gewinnbeteiligung	-	-	10 % bis 20 % der Outperformance

* bei ausländischen Papieren zzgl. „fremder Spesen“

Quelle: firstfive AG

Neben den gemäß vorstehender Tabelle offen ausgewiesenen Kosten gibt es noch eine Vielzahl weicher oder versteckter Kosten, wie nachstehende Beispiele verdeutlichen.

Unter weichen Kosten versteht man vor allem Aufwendungen für Porto, Kontoführung und Limitgebühren oder ähnliches. Für sich allein genommen ist jeder Aufwand meist im einstelligen Eurobereich angesiedelt. Nach dem Motto „Kleinvieh macht auch Mist“

möchten einige Vermögensverwalter nicht darauf verzichten, ergeben sich doch im Laufe der Zeit teilweise stattliche Summen. In der diskretionären Verwaltung sollten Kontoführungs- und Limitgebühren bereits durch die Verwaltungs-Fee abgedeckt sein.

Bei der Abwicklung von Wertpapierorders über das vollelektronische Handelssystem XETRA wird die Makler-Courtage von bis zu 0,8 Promille gespart. In der Vergangenheit kam es jedoch häufig zu Ordersplittings und Teilausführungen in geringer Volumengröße mit der Folge, dass die Depotbank einen Mindestpreis pro Abrechnung von bis zu 50 € berechnete. In diesen Fällen können leicht Transaktionskosten entstehen, die im Bereich von 5 % und mehr des ausmachenden Betrages liegen. Der Vermögensverwalter kann solchen Kostenfallen entgegenwirken, wenn die Order mit Auftragszusätzen versehen und/oder über den Parketthandel abgewickelt wird. Beispielsweise wird eine „Fill or Kill-Order“ im XETRA-Handel vollständig oder gar nicht ausgeführt. Auch der Makler auf dem Parkett sorgt im Allgemeinen für eine komplette Orderausführung, ohne Ordersplittings zu verursachen. Bei marktengen Titeln und entsprechender Vorgabe kann ein Makler eine Order „marktschonend“ ausführen, damit ein großer Wertpapier-Auftrag den Kurs nicht allzu sehr beeinflusst.

Bei Aktien- bzw. Rentenfonds sollte der offizielle Ausgabeaufschlag, der neben den Kauf- und Verkaufsspesen auch eine Vermittlungsprovision enthält, auf maximal das Doppelte des vereinbarten Provisionsatzes für Direktgeschäfte in Aktien bzw. Renten begrenzt werden. Daneben ist zu beachten, dass ein Fondsvermögen und damit die Performance mit einer Managementgebühr, Depotbankvergütungen und sonstigen Kosten belastet ist. Der Vermögensinhaber läuft damit Gefahr, dass er die Verwaltungs-Fee faktisch doppelt zahlt. Insbesondere haus-eigene Fonds sollten daher bei der Bemessungsgrundlage für die Verwaltungs-Fee ausgenommen werden.

Vorsicht ist bei Neuemissionen von derivativen Produkten wie zum Beispiel Discount-, Turbo- und Indexzertifikaten geboten. Der Emissionspreis enthält i.d.R. ein auf den ersten Blick nicht erkennbares Agio von 5 % und mehr. Das Agio entspricht im Wesentlichen der Vertriebsprovision, die bei hauseigenen Produkten konzerngebundener Vermögensverwalter zumindest im großen Ertragstopf der Bank „hängen bleiben“. Bei direkter Provisionszahlung (Kick-Back-Vereinbarungen zwischen Vermögensverwaltern und Produktinitiatoren) sind diese spätestens nach Umsetzung der MiFiD vom Vermögensverwalter offenzulegen. Ein seriöser Verwal-

ter wird erhaltene Provisionen auch bei der Berechnung der Verwaltungs-Fee berücksichtigen.

Für das Geldkonto wird von Banken häufig kein oder nur ein nicht marktgerechter Zins angeboten. Bei einem durchschnittlichen Guthaben von 50.000 € beträgt der entgangene Zins bei 2 % bereits 1.000 € p.a. Eine weitere Kostenfalle sind Kredit- bzw. Überziehungszinsen für valutarische Inanspruchnahmen. Die Belastung von deutlich über 15 % p.a. Zinsen inkl. einer Überziehungsprovision sind nicht immer aus dem Kontoabschluss zu erkennen und keine Seltenheit, wenn eine klare Vereinbarung versäumt wurde. Für Wertpapier-Lombardkredite werden derzeit etwa 5 % p.a. berechnet.

Bei einem Wechsel des Vermögensverwalters ist zu empfehlen, mit dem neuen Portfoliomanager die zu übernehmenden Bestände abzustimmen. Es macht wenig Sinn, den Gesamtbestand kostenpflichtig zu übertragen und anschließend ggf. komplett zu verkaufen. Die Übertragungskosten lassen sich bei umgekehrter Vorgehensweise und Geldüberweisung sparen.

Zusammenfassend erhalten Sie fünf Tipps zur Konditionsgestaltung:

Tipp 1: Bei der Auswahl eines Vermögensverwalters muss nicht nur der Preis, sondern auch die Chemie stimmen. Vermögensverwaltung ist Vertrauenssache und Sie müssen entscheiden, ob Sie in Bezug auf Infrastruktur, Leistung und Ambiente Mercedes oder Volkswagen fahren wollen.

Tipp 2: Das Preismodell sollte zum Risiko-Profil und damit zur Depotstruktur passen. Eine All-in-Fee bietet sich beispielsweise für ein umsatzstarkes Aktiendepot an, hat dagegen aber kaum Vorteile bei einem reinen Rentenportfolio. Den Namen All-in-Fee haben übrigens nur Vereinbarungen verdient, die auch fremde Spesen berücksichtigen.

Tipp 3: Treffen Sie klare Preisabsprachen und lassen diese im Verwaltungsvertrag dokumentieren. Vergessen Sie nicht die weichen Kosten, Bonifikationen auf Fonds, eine Begrenzung von Fremdkosten und Konditionsabsprachen für valutarische Sollsalden.

Tipp 4: Berücksichtigen Sie, dass konzerngebundene Vermögensverwaltungen nicht nur auf eine hervorragende Infrastruktur zurückgreifen können, sondern dieser auch verpflichtet sind. Die Offenlegung von Vertriebsprovisionen bzw. Aufgeldern von hauseigenen Produkten sollte zu einer vertragswesentlichen Pflicht gemacht werden, damit diese bei der Berechnung der Verwaltungs-Fee berücksichtigt werden können.

Tipp 5: Bei einer Vermögensverwaltung auf Fondsbasis besteht mit der Management-Fee für den Fondsverwalter und der zusätzlichen Vergütung für den Portfoliomanager eine doppelte Kostenbelastung in der Vermögensverwaltung. Dieses ist bei der Konditionsgestaltung mit dem Portfoliomanager zu berücksichtigen.

5.5 Objektive Leistungsnachweise der Vermögensverwalter

Die Performance bzw. der prozentuale Anlageerfolg innerhalb eines Bewertungs- oder Berichtszeitraums ist einer der wichtigsten Gradmesser für die Leistungsbeurteilung eines Vermögensverwalters. Die Präsentation der Performance-Ergebnisse gegenüber dem Kunden oder in der Öffentlichkeit erfolgt deshalb höchst unterschiedlich. Je nach Mentalität des Verwalters wird die Performance so korrekt oder so optimal wie möglich dargestellt, denn es gilt: Performance ist nicht alles, aber ohne Performance ist alles nichts.

Das nachfolgende Beispiel zeigt je nach Berechnungsmethode für dasselbe Depot eine Performance von minus 3,26 % bzw. plus 5,39 %. Zwei „richtige“ Ergebnisse mit einem Unterschied von 8,55 %-Punkten!

Bereits Ende der achtziger Jahre gab es in den USA vor dem Hintergrund bewusst manipulierter Darstellungen von Performance-Ergebnissen durch einzelne Vermögensverwalter erste Bemühungen zur Aufstellung von Regeln zur Performancemessung. 1993 erfolgte durch die amerikanische Analystenvereinigung AIMR (Association for Investment Management and Research) mit den AIMR-PPS die Veröffentlichung eines ersten Regelwerks, das mit der 2. Ausgabe im Jahr 1997 noch stark erweitert wurde. Ende 1995 wurde von der AIMR eine internationale Kommission mit Formulierung von Global Investment Performancestandards (GIPS) beauftragt, die zum 01.01.2000 in Kraft getreten sind. Mit der Erstellung von Performance-Presentation-Standards (PPS) wird das Ziel verfolgt, allgemein gültige Standards zu formulieren.

Parallel zu diesen Aktivitäten hat eine Kommission der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Assetmanagement (DVFA) Standards für den deutschen Kapitalmarkt erarbeitet. Die DVFA-PPS orientieren sich an internationalen Standards, formulieren jedoch bei einigen Punkten strengere Anforderungen. Andere Länder wie z.B. die Schweiz (Swiss PPS) oder Großbritannien (UKIPS) haben in den Jahren 1996 bzw. 2000 eigene Standards veröffentlicht. Auf Grund gesetzlicher Regelungen sind PPS für Kapitalanlagegesellschaften ein Selbstverständnis. In der diskretionären Vermögensverwaltung haben sich dagegen bisher

nur sehr wenige Portfoliomanager den GIPS bzw. DFVA-PPS verpflichtet und lassen sich die Einhaltung der Anforderungen durch einen Wirtschaftsprüfer bestätigen.

Es ist anzunehmen, dass die Banken und Vermögensverwalter neben den Prüfungskosten den hohen administrativen Aufwand scheuen, dem kein messbarer Gegenwert gegenübersteht. Außerhalb der institutionellen Anlegerschaft sind die GIPS nur wenigen Kunden bekannt und können daher nur begrenzt in der Akquisition genutzt werden.

Es gibt die unterschiedlichsten Methoden zur Performancemessung. Grundsätzlich unterscheidet man zwischen der zeitgewichteten (Time-weighted Rate of Return) und der geldgewichteten Rendite (Money-weighted Rate of Return). Insbesondere bei exogenen Mittelbewegungen, d.h. Zu- oder Abflüssen von Anlagemitteln i.d.R. durch den Vermögensinhaber in Form von Einlagen bzw. Entnahmen von Geldmitteln oder von Ein- bzw. Auslieferung von Wertpapieren, differieren die Ergebnisse in einem erheblichen Umfang, wie das nachstehende Beispiel zeigt¹.

Angenommen ein Privatkunde beauftragt einen Vermögensverwalter mit dem Management eines Portfolios und überlässt diesem am 01.01.2003 eine Summe von 100.000 €. Die Wertentwicklung des ersten Jahres ist recht erfreulich. Der Kunde gibt also am 01.01.2004 weitere 100.000 € in die Verwaltung. Im zweiten Jahr agiert der Portfoliomanager aber unglücklich. Der Kunde ist verärgert und lässt sich am 01.01.2005 den Betrag von 50.000 € auszahlen. Am 30.06.2005 benötigt der Kunde aus privaten Gründen weitere 50.000 €. Er macht einen „Kassensturz“ gemäß nachstehender Kontostaffel:

Datum	Mittelbewegung (T€)	Inventarwert (T€)
01.01.2003		100,0
31.12.2003		110,5
01.01.2004	100	210,5
31.12.2004		180,3
01.01.2005	-50	130,3
30.06.2005	-50	95,1

Kontostaffel mit einer Einlage und zwei Entnahmen.

Quelle: firstfive AG

Das Ergebnis ist mit minus 4.900 € enttäuschend. Im Gespräch mit einem Freund aus der Finanzbranche

hinterfragt er die Richtigkeit seiner Betrachtungsweise. Dieser meint, dass er bei seiner Rechnung ein Durchschnittsvolumen von 150.000 € zu berücksichtigen hat. Unter Anwendung der geldgewichteten Berechnungsmethode ermittelt sein Freund als Finanzprofi einen (internen) Durchschnittszinssatz von -3,26 % für die gesamte Periode vom 01.01.2003 bis zum 30.06.2005. Mit diesem Ergebnis konfrontiert, erklärt der Portfoliomanager, dass er auf die ursprüngliche Investition von 100.000 € ein positives Ergebnis von 5,39 % erzielt habe und nicht für die „Eingriffe von außen“ (sprich Entnahmen) verantwortlich ist. Er begründet sein Ergebnis mit der zeitgewichteten Berechnungsmethode wie folgt:

	Periode 1 01.01.2003 - 31.12.2003		Periode 2 01.01.2004 - 31.12.2004		Periode 3 01.01.2005 - 31.12.2005	
Anfangs-/ Endinventarwert	100,0	110,5	210,5	180,3	130,3	145,1
Periodenrendite in %	$100 \times \frac{110,5-100}{100} = 10,5$		$100 \times \frac{180,3-210,5}{210,5} = -14,35$		$100 \times \frac{145,1-130,3}{130,3} = 11,36$	
Werte der Anfangs- investition am Periodenende	$100 \times (1 + \frac{10,50}{100}) = 110,50$		$100,50 \times (1 + \frac{-14,35}{100}) = 94,64$		$94,64 \times (1 + \frac{11,36}{100}) = 105,39$	
Kumulierte Rendite in %	10,50		-6,36		5,39	

Berechnung der zeitgewichteten Rendite für die Kontostaffel gemäß nebenstehender Tabelle

Anstatt eine durchschnittliche Rendite für die Zahlungsströme zu berechnen, wird die Entwicklung einer Investition von 100 €, die zu Beginn des Betrachtungszeitraums (also am 01.01.2003) in das Portfolio eingebracht wurde und bis zum Ende (also bis zum 30.06.2005) im Portfolio verblieben ist, verfolgt. Das Zeitintervall wird entsprechend der Mittelbewegungen in drei Perioden aufgespalten (siehe vorstehende Tabelle). Im Zeitraum 01.01.2003 bis zum 31.12.2003 wuchsen die 100 € zu 110,50 € an. Die Wertveränderung betrug somit plus 10,50 %. Im darauf folgenden Intervall (01.01.2004 bis 31.12.2004) wurden aus 210,50 € 180,30 €. Damit beträgt die Rendite für diesen Zeitraum minus 14,35 %. Aus den 110,50 € wären also am Ende dieser Periode 94,64 € geworden. In der dritten Periode erhält man in analoger Weise eine ermittelte Rendite von 11,36 %. Die 94,65 € hätten sich also zu 105,39 € verzinst. Über die gesamte Periode wuchsen die 100 € zu 105,39 € an. Die zeitgewichtete Rendite betrug somit 5,39 %.

Die zeitgewichtete Methode ist die genaueste und eine von exogenen Zahlungsströmen abstrahierte Betrachtungsmethode.

¹ Fischer, Bernd: Performanceanalyse in der Praxis, München 2. Auflage 2001, Beispiele 2.6. und 2.7

tung, die einer täglichen Bewertung bedarf. Dieses Erfordernis kann in der Praxis ein Problem darstellen, da die damit verbundene Datenmenge die Speicherkapazitäten vieler Analyseysteme übersteigt oder nicht für alle Wertpapiere Tageskurse verfügbar sind.

Daher wurden zur Approximation der zeitgewichteten Rendite Näherungs-Methoden entwickelt, wobei mit der Berechnung über den internen Zinssatz und der daran angelehnten modifizierten Dietz-Methode nur zwei genannt sind. Bei der geldgewichteten Berechnungsmethode wird über eine Kontostaffel die Rendite abgeleitet.

Normalerweise steht bei Anwendung einer Kontostaffel der Zinssatz beispielsweise eines Sparkontos für die einzelnen Bewertungsperioden fest und führt zu korrekten Ergebnissen. Stellt man die Systematik auf den Kopf und leitet aus dem absoluten Erfolg in Geld für eine Periode den internen Zinssatz ab, ergeben sich immer dann Ungenauigkeiten, wenn sich die Höhe des eingesetzten Kapitals innerhalb der Bewertungsperiode verändert. Diese Durchschnittsbetrachtung berücksichtigt nicht, in welchem Umfang die mit unterschiedlichen Investitionssummen ausgestatteten Teilperioden zum Gesamterfolg beigetragen haben. Bei der Dietz-Methode werden alle Mittelbewegungen innerhalb einer Periode zwischen zwei Bewertungen in der Mitte der Periode platziert und somit mit einem Faktor von mindestens 0,5 gewichtet.

Auch eine identische Bewertungsmethode muss nicht zu einem gleichen Ergebnis führen. Nennenswerte Performancedifferenzen ergeben sich bereits je nachdem, ob sämtliche Kosten der Vermögensverwaltung (Management-Fee, Depotgebühren, Transaktionskosten, Maklergebühren, Spesen und sonstige Kosten) oder nur Teile davon in die Renditeberechnung einfließen. Bei den gezahlten Steuern (KEST, ZAST) stellt sich die Frage, ob unabhängig von der Erstattungsfähigkeit diese performancewirksam berücksichtigt werden.

Wertpapiere und Devisen werden im Verlauf eines Börsentags zu unterschiedlichen Kursen bewertet. Grundlage für die Vermögensaufstellungen und damit für Renditeberechnungen sind in der Regel der amtlich festgestellte Kassakurs oder der Schlusskurs eines Wertpapiers. Bereits diese beiden Kurse können im Einzelfall erheblich voneinander abweichen. Bei ausländischen Wertpapieren erhöht sich das Differenzpotenzial durch die Devisenumrechnungen und die Wahlmöglichkeit des Bewertungstages.

Die Intransparenz der Renditeermittlung wird noch dadurch untermauert, dass die Offenlegung der Art und Weise der Performanceberechnung häufig erst auf Nachfrage erfolgt.

5.6 Rendite : Risiko = Sharpe Ratio

Per Gesetz wird vom Vermögensverwalter eine detaillierte Produkt- und Risikoauflärung verlangt. Aus haftungsrechtlichen Gründen wird diese auch auf mehrseitigen Formularen und mit der Unterschrift des Kunden dokumentiert. Eine freiwillige Aufklärung des Vermögensinhabers über die Höhe des tatsächlich eingegangenen Risikos erfolgt dagegen nur sehr selten.

Das Beispiel einer Argentinischen Staatsanleihe, die wie eine Deutsche Bundesanleihe in die konservative Assetklasse Renten eingestuft wird, verdeutlicht mögliche Unterschiede in der Qualität und dem Risiko eines Portfolios. Langfristig sollte sich ein höheres Risiko in einer höheren Rendite niederschlagen. Dass dies nicht immer so ist, werden Anleger mit schmerzhaften Erfahrungen am Neuen Markt bestätigen können.

Ein hohes Risiko hat zur Folge, dass die Rendite des Gesamtdepots starken Schwankungen unterworfen ist. Beispielsweise lassen sich die Schwankungen der monatlichen Rendite um den Standard des Depots einfach feststellen und analysieren, d.h. auf ein Jahr beziehen. Damit erhält man für das Gesamtdepot eine vergleichbare Messgröße über das historische Risiko eines Portfolios.

Auch ohne aktives Management erhält man für eine risikolose Anlage, wie z.B. Fest- und Termingelder, eine Verzinsung. Diese ist jedoch unbefriedigend und der Anleger ist bereit, mit professioneller Hilfe die Renditechancen durch Einsatz von Risiko zu erhöhen.

Es stellt sich somit die Frage, ob ein Vielfaches des Risikoeinsatzes verdient wurde bzw. wie hoch die realisierte Prämie je übernommener Risikoeinheit ist. Dieses kommt in der anerkannten und objektiven Finanzkennzahl „Sharpe-Ratio“ zum Ausdruck. Die Sharpe-Ratio ist der Quotient aus der Überrendite und dem gesamten (historischen) Risiko eines Depots. Die Überrendite ergibt sich aus der Rendite des Portfolios nach Abzug des risikolosen Zinses und stellt damit die Leistung des Managers dar. Damit lassen sich unterschiedlich strukturierte Portfolios in eine eindeutige Rangfolge bringen. Durch die Risikoadjustierung der Portfolio-Erträge würde die Sharpe-Ratio einen fairen Performance-Vergleich ermöglichen, wenn die Renditen nach einem einheitlichen Standard berechnet würden.

5.7 Kontrolle des externen Vermögensverwalters

Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser. Allein die Tatsache einer Kontrolle erhöht die Sensibilität des Verwalters für ein Portfolio und führt damit zu einem (nicht messbaren) Mehrwert. Stiftungen haben durch die

Veränderungen in der Gesetzgebung der letzten Jahre einen größeren Anlagespielraum und damit der Stiftungsvorstand auch eine höhere Eigenverantwortung erhalten. Hat er diese an einen externen Vermögensverwalter delegiert, so besteht für den Vorstand die Verpflichtung einer zeitnahen Kontrolle im Hinblick auf die Einhaltung der Anlagerichtlinien. Nicht immer hat ein operativ tätiger Vorstand die Zeit und/oder unter Berücksichtigung der komplexen Kapitalmärkte das Know-how und die technischen Voraussetzungen für ein nachhaltiges Controlling.

Grundlage eines professionellen Controllings ist eine Parallelbuchhaltung zur Bank bzw. zum Vermögensverwalter. Sämtliche Geschäftsvorfälle und alle Transaktionen sind in einem leistungsfähigen Portfolio-Management-System zu erfassen, das den Controller jederzeit in die Lage versetzt, detaillierte Auswertungen in Bezug auf Umsatz, Ertrag und Risiko zu erstellen. Häufig wird das Controlling von Steuerberatern oder Wirtschaftsprüfern wahrgenommen, die aber meist nicht über die erforderliche technische Infrastruktur und die notwendigen Erfahrungen im Portfoliomanagement verfügen. In diesen Fällen verlässt man sich auf die bankberichteten Performancezahlen, die – wie bereits festgestellt – nicht nach einheitlichen Berechnungsmethoden ermittelt werden und deren Vergleichbarkeit damit nicht gegeben ist.

Einen Lösungsansatz bieten externe und unabhängige Controllinginstitutionen, die im Rahmen eines Depotleistungsvergleichs eine einheitliche Auswertungsbasis schaffen und die zeitgewichtete Rendite nach Kosten ermitteln. Mit der Berechnung des Risikos und der Sharpe-Ratio wird ein objektiver und fairer Performancevergleich hergestellt. Der Stiftungsvorstand erhält ausführliche Quartalsberichte, die auch für das interne Berichtswesen geeignet sind. Ein hoher Technisierungsgrad ermöglicht das Controlling zu einem Pauschalpreis.

5.8 Reporting, Transparenz und die Notwendigkeit der Konsolidierung

Das Reporting der Banken und Vermögensverwalter lässt häufig viele Wünsche offen, angefangen bei Vermögensübersichten, die pro Einzelposition nur den Bezug zur Assetklasse und nicht zum Gesamtvermögen herstellen. Hinzu kommen Umsatzübersichten, die nur Nettobeträge und nicht Abrechnungsdetails ausweisen. Selten wird über die Risiken berichtet, die der Vermögensverwalter im Berichtszeitraum eingegangen ist.

Transparenz in der Vermögensverwaltung schaffen detaillierte Auswertungen im Hinblick auf die realisierten Gewinne und Verluste mit einer entsprechenden

Attributionsanalyse. Analysen der Transaktions- und Verwaltungskosten schaffen Klarheit über die Kostenstruktur und ermöglichen einen Kostenvergleich am Markt bzw. schaffen eine Verhandlungsgrundlage zur Kostenreduktion.

Die Berechnung des Risikos und der Ausweis der Sharpe-Ratio sollten mindestens erfolgen, damit eine Vergleichbarkeit verschiedener Depots möglich ist. Wenn mehrere Depots bestehen, ist eine Konsolidierung unverzichtbar, um die Asset-Allocation über das Gesamtvermögen zu steuern und mögliche Klumpenrisiken zu erkennen.

6 KURZ & KNAPP

Zusammenfassend erhalten Sie sieben Empfehlungen zur Auswahl eines Vermögensverwalters.

1. Zunächst sollten die Verantwortlichen der Stiftung sich die Frage beantworten, ob sie überhaupt einen Portfolio- oder Vermögensmanager benötigen. Bei kleinem Vermögen reicht möglicherweise eine kompetente Beratung.
2. Eine „individuelle Betreuung“ darf erst im Millionen-€-Bereich erwartet werden. Eine standardisierte Verwaltung hat allerdings auch Vorzüge. Wie beim Konfektionskauf von der Stange sollte aber vorher geklärt werden, ob der Anzug passt.
3. Zu berücksichtigen ist, dass konzerngebundene Vermögensverwaltungen nicht nur auf eine hervorragende Infrastruktur zurückgreifen können, sondern dieser auch verpflichtet sind. Die Offenlegung von Vertriebsprovisionen bzw. Aufgeldern von hauseigenen Produkten sollte bereits vor einer entsprechenden gesetzlichen Regelung verlangt werden.
4. Bei der Anlage von Stiftungsvermögen müssen sich Anlagestil und -ziele des Vermögensverwalters mit den Stiftungszielen und -vorgaben decken. Die Stiftung darf sich auf keinen Fall durch vollmundige Versprechen und/oder eine überwältigende Argumentation zu einer ihrer Meinung nach zu risikoreichen Anlagestrategie überreden lassen.
5. Informationen Dritter über gute oder schlechte Erfahrungen mit einem Vermögensverwalter sollten in die Betrachtung einbezogen werden. Die bereits erreichten Anlageergebnisse sollten offengelegt werden, glaubhaft sein und möglichst von einer neutralen Stelle bestätigt werden.
6. Die Kosten der Vermögensverwaltung müssen berücksichtigt werden. Es ist zu entscheiden, wie viel für Infrastruktur, Leistung und Ambiente ausgegeben werden soll.

7. Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser. Dienstleister bieten neben einer Rendite- und Risikoanalyse auch eine detaillierte (Ex-post-)Kostenkontrolle.

ZUM THEMA

im Fachmagazin **Stiftung&Sponsoring**

Langer, Bernhard W.: Die Börsen-Ampeln stehen weiter auf Grün. Weltökonomie und Unternehmenserträge bleiben stabil, S&S 1/2007, S. 34

Bolck, Christian / **Ficht**, Sebastian: Top down. Strategische Planung der Vermögensanlage, S&S 2/2006, S. 12-14

Funken, Arndt P.: Image, Rendite, Identität. Strategien und Kriterien für nachhaltige Kapitalanlagen (Teil 1), S&S 2/2006, S. 17-18

Funken, Arndt P.: Welche Strategie passt zu welcher Stiftung? Strategien und Kriterien für nachhaltige Kapitalanlagen (Teil 2), S&S 3/2006, S. 36-37

Glück, Thomas / **Franck**, Kirein: Langfristige Risiken erkennen. Strategisches Risikomanagement bei der Anlage von Stiftungsvermögen, S&S 6/2006, S. 36-37

Haase-Theobald, Cordula / **Lehnert**, Patrick: Die Yale-Strategie. Alternative Investments als neuer Trend in der Vermögensallokation von Stiftungen, S&S 5/2006, S. 40-42

Hinder, Raoul / **Meißner**, Andreas: Roulette oder Rentenanlage? Kriterien für den Leistungsvergleich von Vermögensverwaltern?, S&S 1/2006, S. 30-31

Ludwig, Evelin: Authentisches Value-Investing. Ein Optimierungsweg zu Substanzerhalt und Ertragswachstum, S&S 2/2006, S. 19-20

Ulbrich, Sven: Konzentration auf das Wesentliche. Der Einsatz strukturierter Produkte in der Vermögensanlage von Stiftungen, S&S 2/2006, S. 21-22

Wambach, Martin / **Etterer**, Alexander: Risikomanagement, Controlling und Prüfung. Instrumente zur effizienten Steuerung von Stiftungen, S&S RS 2/2006

Funken, Arndt P. / **Obeid**, Alexander T.: Hedge-Fonds im Stiftungsportfolio – Fluch oder Segen? S&S 3/2005, S. 26-28

Kayser, Joachim / **Richter**, Andreas / **Steinmüller**, Jens: Alternative Investments für Stiftungen, S&S RS 4/2004

Richter, Andreas / **Steinmüller**, Jens: Stiftungen und alternative Investments im neuen Investmentrecht, S&S 1/2004, S. 26-28

DER AUTOR



Jürgen Lampe ist Bankbetriebswirt (BA), Mitglied des Centers of Private Banking an der WHU – Otto Beisheim School of Management in Valldar und Alleinvorstand der firstfive AG (Frankfurt a.M.), einem unabhängigen Controlling- und Rankinginstitut ohne

eigene Vermögensverwaltung, das über eine repräsentative Datenbank realer Depots professioneller Vermögensverwalter verfügt, Lampe.juergen@firstfive.com, www.firstfive.com.

IMPRESSUM

Rote Seiten

Stiftung&Sponsoring

Das Magazin für Non-Profit-Management und -Marketing
Ausgabe 1/2007 · Februar 2007
10. Jahrgang · ISSN 1438-0617

Herausgeber: Deutsches Stiftungszentrum im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft / Institut für Stiftungsberatung

Redaktion: Dr. Christoph Mecking (Chefredakteur) V.i.S.d.P., Dr. Ambros Schindler, Magda Weger (Verlagsleiterin)

Redaktionsbeirat: Arndt P. Funken, Bank Sarasin & Cie AG (Basel) · Dr. Roland Kaehlbrandt, Stiftung Polytechnische Gesellschaft Frankfurt am Main · Ulrike Posch, Evangelisches Johanneswerk / Stiftung mit Leidenschaft (Bielefeld) · Dr. K. Jan Schiffer, Schiffer & Partner (Bonn) · Dr. Christoph Schumacher, AMB Generali Immobilien GmbH (Köln) · Harald Spiegel, Dr. Mohren & Partner (München) · Dr. Volker Then, Geschäftsführender Direktor des CSI – Centrum für Soziale Investitionen der Universität Heidelberg · Linda Zurkinder-Erismann, Stiftungszentrum.ch (Bern)

www.stiftung-sponsoring.de

Verlag:

Stiftung&Sponsoring Verlag GmbH
(Anzeigen-Service, Vertrieb, Herstellung, Sonderdrucke, Nachdrucke, Print)
Möwenweg 20, 33415 Verl
Tel. 05246 9219-0, Fax 05246 9219-99
verlag@stiftung-sponsoring.de

Abonnenen- und Leserservice:

Bleichestr. 305, 33415 Verl
Tel. 05246 92510-0, Fax 05246 92510-10
abo@stiftung-sponsoring.de

Redaktion:

Kurfürstenstraße 56, 10785 Berlin
Tel. 030 263 93 763, Fax 030 263 93 767
redaktion@stiftung-sponsoring.de

Leserbriefe:

an die Redaktion oder
an echo@stiftung-sponsoring.de

Produktion:

PER.CEPTO mediengestaltung
Königstraße 28, 48366 Laer
Tel. 02554 917921, Fax 02554 917922
info@percepto.de

Druck:

Lensing Druck – Westmünsterland Druck GmbH & Co. KG
van-Delden-Str. 6-8, 48683 Ahaus

Bezugsmöglichkeiten:

S&S erscheint sechsmal jährlich. Jahresabonnement 126,80 € inkl. MwSt. und Versand, Einzelheft 22,00 € inkl. MwSt. Auslandszuschläge; Nachlässe für Buchhandlungen/Bibliotheken (15 %), Redaktionen (20 %), Studenten (40 %), Autoren und jedes weitere Abo (50 %).

Anzeigenpreise:

Gültige Liste vom 01.01.2007

Zitiervorschlag:

S&S RS

Namentlich gekennzeichnete Beiträge liegen in der Verantwortung der Autoren.

& Stiftung Sponsoring

**NACHBESTELLUNG
JEDER JAHRGANG
NUR 48,- €**

Fehlen Ihnen einzelne Hefte oder ganze Jahrgänge von Stiftung&Sponsoring? Möchten Sie Ihr Nachschlagewerk zum praxisorientierten Grundlagen- und Fachwissen im Bereich des Dritten Sektors ergänzen? Dann nutzen Sie unser besonderes Angebot! Für den Preis

von **48,00 € statt 126,80 €** erhalten Sie jeweils einen kompletten Jahrgang der Jahre 1998 bis 2005. Wer alle acht Jahrgänge von 1998 bis einschließlich 2005 nachbestellt, erhält diese zum nochmals vergünstigten **Komplettpreis von 348,00 € statt regulär 1.014,40 €**.

Vervollständigen Sie Ihre Sammlung!

JA! Ich möchte folgende Jahrgänge zum Sonderpreis von **je 48,00 €** bestellen:

1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005

Ich bestelle alle acht Jahrgänge zum Komplettpreis von **348,00 €**

Ich bestelle folgende Einzelhefte für jeweils **8,00 €**

(Bitte entsprechende Heftnummer und Jahrgang nach dem Beispiel 4/2001 eintragen)

Zum Einordnen der Ausgaben bieten wir für Nachbestellungen im Rahmen dieser Sonderaktion den **S&S-Sammelordner** für jeweils zwei Jahrgänge zum ebenfalls herabgesetzten Preis von **5,00 € statt 8,00 €** an.

1998/1999 1999/2000 2000/2001 2001/2002 2002/2003 2003/2004 2004/2005 2005/2006

NAME, VORNAME

STRASSE, HAUSNUMMER

TELEFON

ORGANISATION

PLZ ORT

EMAIL

Ich zahle gegen Rechnung Ich zahle bargeldlos per Bankeinzug

KONTONUMMER

BANKLEITZAHL

Bestellen Sie einfach per Fax:



05246 92510-10

Oder rufen Sie uns an:



05246 92510-0

DATUM, UNTERSCHRIFT

Die Inhalte der einzelnen Jahrgänge sind dokumentiert im Archiv unter www.stiftung-sponsoring.de