Das angekündigte Sterben bleibt aus

Die unabhängigen Vermögensverwalter behaupten sich – auch in neuen Organisationsformen

WERNER GRUNDLEHNER

Schon oft wurde ihm der baldige Tod vorhergesagt – dem unabhängigen Vermögensverwalter (UVV) in der Schweiz. Als Grund führte man unter anderem die Überalterung der Inhaber an. Die Vermögensverwaltungsfirmen leben in der Regel so lange wie ihre Gründer und Besitzer, oder zumindest solange diese im Geschäft bleiben. Die meisten Vermögensverwalter machten sich in den neunziger Jahren selbständig. Zuvor arbeiteten sie meistens als Kundenberater bei einer Bank und nahmen einen Teil ihrer Kunden als «Startkapital» in die neue Firma. Viele dieser Gründer haben vor einiger Zeit das Pensionsalter überschritten. Mit der Finanzkrise erlebte der Bereich der UVV nochmals ein Hoch. Nicht mehr big, sondern small und persönlich war beautiful. Es kam zu einem Gründungsschub, dieser ist mittlerweile abgeflacht.

Wie bei den Banken sind zudem auch bei den Vermögensverwaltern die Margen gesunken. Oft heisst es, eine grosse Anzahl von UVV verwalte unter diesen Umständen zu kleine Vermögen, um noch profitabel zu wirtschaften. Gemäss Angaben des Verbands Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV) haben die Mitglieder folgende Charakteristika: Das im Median verwaltete Vermögen beträgt rund 100 Mio. Fr. und verteilt sich auf rund 30 Kunden, die von 2,5 bis 3 Vollzeitmitarbeitern betreut werden. Branchenbeobachter sind der Meinung, dass das zum Überleben notwendige Mindestvolumen der verwalteten Vermögen 50 Mio. Fr. betrage und die minimale Mitarbeiterzahl 3 bis 4 sei; sonst

> Unabhängige Verwalter sind ein wichtiger Pfeiler des hiesigen Finanzplatzes.

könnten Auflagen zur Funktionentrennung im internen Kontrollsystem und im Risk-Management nicht erfüllt werden.

Ein weiterer Grund für das Verschwinden der UVV soll das anspruchsvolle Marktumfeld sein und hier insbesondere die zusätzlichen gesetzlichen Anforderungen. Vor allem vom Finanzdienstleistungsgesetz (Fidleg) und vom Finanzinstitutsgesetz (Finig) werden UVV stark betroffen sein, weil die Vermögensverwaltung neu einer Bewilligungspflicht unterstellt und auch die Verhaltenspflichten verschärft werden sollen.

Es scheint also nicht rosig bestellt um die UVV. Laut Schätzungen verwalten rund 2500 solcher Firmen in der Schweiz Gesamtvermögen in der Höhe von 400 Mrd. bis 600 Mrd. Fr. Damit bilden sie einen wichtigen Pfeiler des hiesigen Finanzplatzes. Einen UVV könnte man auch als ausgelagerten Bankmitarbeiter sehen, der auf eigene Rechnung arbeitet. Der Kunde geht zu seiner Vertrauensperson, welche die mit dem Kunden vereinbarte Anlagestrategie definiert und in

Freiberufliche Verwalter betreuen im Schnitt 100 Millionen Franken Vermögen und rund 30 Kunden. ILLUSTRATION JENS BONNKE

diesem Rahmen selbständig umsetzt. Dabei werden die Vermögenswerte bei einer Bank (Depotbank) geführt.

«Die grosse Konsolidierung, die Experten in Studien immer wieder angekündigt haben, hat nie stattgefunden – sie ist ein Mythos», sagt Patrick Dorner, der Geschäftsführer des VSV. Die Zahlen zur Grösse der Branche im Geschäftsbericht 2017 des VSV seien mit jenen von vor zehn Jahren vergleichbar. Es habe kein Blutbad gegeben. Ein Grund, dass Anbieter verschwänden, sei allenfalls das Alter der Vermögensverwalter. Die erste Gründergeneration gebe die Geschäftstätigkeit auf. Diese kleinen Firmen verschwinden in der Regel. Für die Kunden würden vom scheidenden Geschäftsinhaber individuelle Lösungen gesucht und gefunden. Verkaufen lässt sich der Bestand gemäss Dorner meist nicht, da es sich um ein Beziehungsgeschäft handelt. Ein Kunde lasse sich nicht zu einer anderen Firma übertragen, sondern suche mithilfe seines Umfelds nach einer neuen Vertrauensperson.

Er beobachte eine «äusserst positive Professionalisierung» der Vermögensverwalter, sagt Jacques E. Stauffer, Gründer und CEO von Parsumo, einem Vermögensverwalter mit einem Netzwerk von mehr als 30 Spezialisten in Zürich, Basel und Boston. Im Jahre 2011 waren es rund 100 Finma-regulierte Vermögensverwalter, heute sind es 219. Diese Konkurrenz belebe den Markt und eröffne dem Bankkunden Alternativen. In den vergangenen Jahren haben sich unter den Vermögensverwaltern teilweise grössere Einheiten gebildet, wie etwa Swisspartners und Parsumo oder Plattformlösungen wie Aquila, denen sich UVV anschliessen können.

Diese Anbieter haben durch ihre Grösse einen gewissen Bekanntheitsgrad erreicht. Innerhalb der gesamten Branche machen sie aber nur einen kleinen Anteil aus. «Gerade Plattformen ermöglichen es kleinen Vermögensverwaltern, klein zu bleiben», sagt Max Cotting, CEO von Aquila. Der Trend zur Grösse hat auch mit der komplexer werdenden Betreuung der Kunden zu tun. Die zunehmende Bedeutung der Vorsorge, die Übertragung von Familienvermögen, die Betreuung von international vernetzten Familien und Unternehmen sowie vermehrtes Nachfragen von Nischenstrategien erfordern zunehmendes Spezialwissen und Fachleute.

Auch die Regulierung werde zu Zusammenschlüssen und grösseren Einheiten führen, da sich kleinere Einheiten

> Das Verhältnis zwischen Banken und Vermögensverwaltern ist zwiespältig.

Plattformen anschliessen würden, sagt Cotting. Die Kosten werden steigen, vor allem für IT, Compliance und Risk-Management. Weiter werde das Beratungsgeschäft, aufgrund der umfangreichen Dokumentationspflichten, an Bedeutung verlieren. Die Vermögensverwalter würden, wenn immer möglich, Verwaltungsmandate anbieten.

Die immer wieder gehörte These, die unabhängigen Vermögensverwalter hätten mehr Probleme mit Schwarzgeld, ist gemäss Dorner nicht logisch. Die Kundengelder liegen zu 100% bei Depotbanken. Wenn diese das Schwarzgeldproblem gelöst haben, gilt das auch für die UVV. Ein Vermögensverwalter könne die Änderungen im gesetzlichen Rahmen schneller nachvollziehen als eine Bank, da die Beziehungen zum Kunden enger sind und es sich in der Regel nur um einige Dutzend Kunden handelt.

Natürlich seien die neuen Gesetze Fidleg und Finig für die UVV – wie für den gesamten Finanzplatz – eine Herausforderung, räumt der VSV-Geschäftsführer ein. Die Anforderungen sind bis jetzt noch nicht bis ins letzte Detail bestimmt, aber für UVV bestehe die Möglichkeit, sich innerhalb des Gesetzes zu entwickeln. Das Parlament sei KMU-freundlich und werde eine passende Lösung finden. Ein UVV lässt sich jedoch nicht wie eine Bank regulieren. Der Vermögensverwalter gehört wie ein Rechtsanwalt oder ein Arzt zu den freien Berufen. Im Rahmen des vereinbarten Mandats verpflichtet er sich üblicherweise, immer im Interesse des Kunden zu handeln, während eine Bank noch eine Vielzahl von Dienstleistungen und Produkten anbietet.

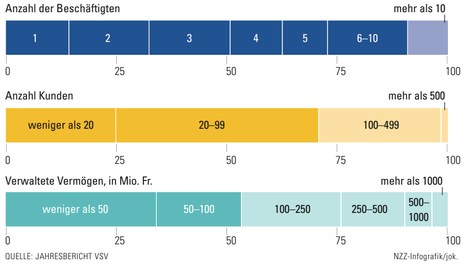
Bis jetzt seien noch keine Regulierungsprojekte ausser Mifid II umgesetzt worden, deshalb sei die grosse Konsolidierungswelle noch ausgeblieben, sagt dagegen Cotting. Aufgrund der Verzögerung von Fidleg und Finig sei es ziemlich ruhig geworden. Man warte einmal ab, was in welcher Form von den eidgenössischen Räten beschlossen werde und wie lange die Übergangsfristen sein würden. Ohne Digitalisierung kann die kommende Regulierung nicht bewältigt werden. Dazu braucht es gemäss dem Aquila-CEO aber neue Systeme, welche die Kosten hochtreiben werden.

Das Verhältnis zwischen Banken und Vermögensverwaltern ist zwiespältig. Einerseits sind die UVV für die Finanzinstitute ein Vertriebskanal, der Produkte absetzt und neue Kunden und neue Gelder bringt. Auf der anderen Seite ist ein UVV auch ein Konkurrent. Die Bank würde eine höhere Marge erzielen, wenn sie den Kunden, der beim UVV ist, direkt betreuen würde. Ein UVV arbeitet in der Regel mit mehreren Depotbanken zusammen. Jede Bank drängt den Vermögensverwalter, die Zahl der Bankbeziehungen zugunsten des eigenen Instituts zu verringern. Aus Sicht der Banken werden die Verbindungen mit dem UVV so effizienter und profitabler. Die Banken dürften aber gemäss Dorner unter einem grösseren Margendruck als die UVV stehen. Diese hätten dank ihrer übersichtlichen Grösse einen höhere Flexibilität, sich an neue Umstände anzupassen.

Für Banken gebe es nichts Angenehmeres als Bankkunden mit einem Vermögensverwaltungsauftrag, sagt Stauffer. In einem solchen Fall hält die Bank die Vermögenswerte, sie trifft die Anlageentscheide, sie handelt auch im Namen der Kunden an der Börse und kontrolliert die Prozesse selbst. Ein UVV werde dagegen alles daransetzen, die Kosten zur Verwahrung und Verwaltung der Vermögenswerte so niedrig wie möglich zu halten, weil diese Kosten seine Leistung, die Performance, schmälerten. Im Gegensatz zur Bank verdient der UVV nicht an den Transaktionen, den Spreads (Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufspreis), an eigenen Produkten, an der Verwahrung und Administration und an ausgewählten Produkten (z. B. Retrozessionen). Der UVV vertrete ganz im Gegenteil einzig die Interessen des Anlegers, so der Parsumo-CEO.

Kleine Anbieter dominieren den Markt

Struktur des Bereichs Unabhängige Vermögensverwalter, in %



QUELLE: JAHRESBERICHT VSV NZZ-Infografik/jok.

Märkte und Meinungen

Warnsignal auf dem Prüfstand

ANNE-BARBARA LUFT

Analytiker, Investoren und Ökonomen scheinen derzeit nur ein Thema zu kennen: die Zinsstrukturkurve der USA. Dieses Warnsignal meldet sich zurück, und zwar so deutlich wie zuletzt vor der Finanzkrise. Die Zinsstrukturkurve stellt die Höhe der Zinsen ins Verhältnis zur Laufzeit. Vielbeachtet ist die Differenz zwischen der Verzinsung von Staatsanleihen mit zwei Jahren Laufzeit und denjenigen mit zehn Jahren Laufzeit. Diese Zinsdifferenz ist in den USA jüngst unter die Marke von 50 Basispunkten gefallen – das ist der niedrigste Wert seit Oktober 2007. Die sogenannte «Laufzeitprämie», die Anleger normalerweise dafür erhalten, dass sie ihr Geld länger binden, ist bei diesem Niveau kaum noch attraktiv. Für viele Analytiker ein Grund, die Zinskurve weiter im Auge zu behalten.

Ein flacher Verlauf der Zinskurve gilt nach wie vor als wichtiger Vorbote einer Rezession. Noch alarmierender ist ein inverser Kurvenverlauf. In diesem Fall ist die Verzinsung kürzerer Laufzeiten höher als die Rendite von länger laufenden Anleihen – die Differenz ist bei diesem Zustand also negativ. In den vergangenen 60 Jahren ist tatsächlich jeder Rezession eine inverse Zinskurve vorangegangen.

Da eine Rezession in den USA in der Regel mit einem Wendepunkt an den globalen Aktienmärkten einhergeht, ist es also nicht überraschend, dass sich Obligationäre und Aktionäre derzeit gleichermassen für das Phänomen der flachen Zinskurve interessieren. Nun ist die US-Zinskurve noch rund 50 Basispunkte von einem inversen Verlauf entfernt. Sollte dies für Investoren ein Grund zur Panik oder zum Zurücklehnen sein?

Wie immer ist es mit Signalen nicht so einfach. Im März haben sich die meisten Frühindikatoren für die US-Wirtschaft weiter aufgehellt – trotz den geopolitischen Risiken und dem drohenden Handelskrieg. Für die nächsten sechs Monate deuten diese Zeitreihen auf ein kräftiges Wachstum in den USA hin. Wie passen diese Daten und der Verlauf der Zinskurve zusammen? Sehr gut, muss leider gesagt werden. Denn es dauert wenigstens zwölf Monate, bis auf einen flachen oder inversen Kurvenverlauf schliesslich schwächere Frühindikatoren folgen.

Auch die führenden Köpfe der US-Notenbank haben die Zinsstrukturkurve stets im Blick. Erste Marktbeobachter stellen die Fragen in den Raum, ob die jüngste Abflachung der Kurve die Währungshüter zu einer Verlangsamung oder sogar einer Pause auf ihrem Zinserhöhungspfad bewegen könnte. Ein Rückgang der Renditen am Markt für US-Staatsanleihen wäre die Folge. Anleger würde dies auf dem falschen Fuss erwischen, gehen doch die meisten von einem Anstieg der Zinsen am Kapitalmarkt der USA aus und haben sich entsprechend positioniert. Es wäre nicht das erste Mal, dass das Ende der Hausse an den Obligationenmärkten zu früh gewittert wurde.

ANZEIGE

Orte der Kontemplation – das war einst. Heute definieren sich Museen über Medienrummel und Promi-Gäste SEITE 28

Die #MeToo-Bewegung aus dem Westen hat nun auch die Universität Peking erreicht SEITE 29

Eine Statue auf der Krim erinnert an Lenin und daran, dass friedliche Revolutionen die Seltenheit sind. PAVEL REBROV / REUTERS

Selbst Putin fürchtet sich

Autoritäre Herrscher drohen von jenem System verschlungen zu werden, das sie selber geschaffen haben

FABIAN THUNEMANN

Die politische Astrologie ist zurück. Zuletzt im Kalten Krieg zur Perfektion gelangt, floriert im frostigen Klima gegenwärtiger Weltpolitik ein neues Expertentum der Vermutung. Diesem Umstand mag man mit Spott begegnen, allerdings haben sich im Feld der Politik vermeintlich belastbare Informationen allzu häufig schon als Fata Morgana erwiesen. Schliesslich gehören Geheimniskrämerei und gezielte Desinformation von jeher zur Staatskunst und machten die politische Aufklärungsarbeit immer abhängig von übergelaufenen Agenten, auskunftsfreudigen Emigranten und der Kunst, offizielle Verlautbarungen des Gegners im eigenen Interesse zu deuten.

Mit dem Fall der Mauer und der Arbeit an einem neuen Mythos wähnten sich viele am Beginn eines völlig neuen Zeitalters. Nach Jahrzehnten der Konfrontation beschwor man nun den Geist vertrauensvoller Zusammenarbeit. Ganz so ist es nicht gekommen. Das Klima internationaler Politik ist wieder rauer geworden, und mit den zunehmenden Abschottungstendenzen nimmt auch die Informationsdichte ab. Das wiederum zwingt die Interpreten, sich vermehrt dem Geschäft politischer Astrologie zuzuwenden.

Schon viele Jahrzehnte ist Russland ein Liebling dieses Genres. Nicht zufällig avancierte denn auch die Kreml-Astrologie im Kalten Krieg zur griffigen Chiffre. Und keinesfalls erwiesen sich die Beschreibungen der politischen Sterndeuter als vollständig unzuverlässig. Man könnte sich sogar zu der These versteigen, dass die defizitäre Informationslage damals die analytischen Kräfte ihrer Kommentatoren durchaus zu stählen vermochte.

Demgegenüber verschwimmt in der gegenwärtigen politischen Publizistik nicht selten die Grenze zwischen Analyse und Hoffnung. So glaubte man etwa die Aufwallungen in der arabischen Welt mit dem Zusatz Frühling angemessen zu fassen. Als dann auch noch wenige Monate später in Russland die grössten Protestkundgebungen seit den chaotischen Umbruchjahren der frühen 1990er Jahre ausbrachen, schien das Ende der Geschichte wieder näher zu rücken.

Die Erosion des Systems

Erst als der Arabische Frühling in den tristen Herbst wechselte, wurde klar, dass friedliche Revolutionen doch wohl eher historische Seltenheiten sind. Und während noch im Dezember 2011 viele Demonstranten im Verbund mit ihren anteilnehmenden Beobachtern auf ein neues Jahr ohne Putin hofften, gab es Hunderte Verhaftungen später Gewissheit: Das System Putin funktionierte – weder der Protest noch der Machtapparat hatten den Souverän vom Hof gejagt. Inzwischen glauben viele Beobachter zu wissen, dass die Erosion dieses Systems unkalkulierbare Folgen, sogar bürgerkriegsartige Zustände zeitigen könnte. Daher halten sie nun massvolle politische Veränderungen unter Einbeziehung bereits etablierter Kräfte für vielversprechender.

Die Schaffung einer Putin direkt unterstellten Nationalgarde vor zwei Jahren deutet allerdings darauf hin, dass er mit der Option des eigenen Machtverlustes kalkuliert. Entsprechend steht diese erweiterte Prätorianergarde nicht allein für den Kampf gegen Terrorismus und die Wahrung der öffentlichen Ordnung bereit, sondern fungiert vor allem als Disziplinierungsorgan gegenüber potenziell illoyalen Personen seiner Umgebung. Neben all den Forderungen aussenpolitischer Schauplätze und der Gefahr des Sozialprotestes zeigt der Hausherr des Kremls ein gutes Gespür für die mögliche Bedrohung im unmittelbaren Machtbereich.

Während dem Normalbürger die Lebensversicherung einen behaglichen Lebensabend verspricht, bleibt diese Aussicht beim autoritären Herrscher an das Gespür für Machtprozesse geknüpft. Auch wenn er Sozialprotest keinesfalls auf die leichte Schulter nehmen sollte, gehört es wohl zu ebendiesem Gespür, dass ziviles Aufbegehren gegenüber der Gefahr eines Staatsstreiches mit einem eher geringen statistischen Schadenswert zu veranschlagen ist.

Bereits im frühen 16. Jahrhundert wusste Niccolò Machiavelli zu berichten, dass durch Verschwörungen mehr Machthaber um Leben und Herrschaft gebracht wurden als durch offenen Krieg. Gesellschaftlicher Protest war Machiavelli natürlich nicht bekannt. Deshalb seien noch die Daten einer grossangelegten Untersuchung ergänzt: Allein in den letzten sechs Dekaden führten öffentliche Unruhen nur in jedem zehnten Fall zum Umsturz, während im gleichen Zeitraum gut 65 Prozent der autoritären Herrscher durch einen Staatsstreich zu Fall kamen.

Dieser Umstand wiederum hängt mit der gestörten Kommunikation in autoritären Systemen zusammen. In ihnen nämlich leidet nicht nur die Bevölkerung unter einem Wahrheitsdefizit, sondern auch der Souverän selbst wird zum Gefangenen der eigenen Schöpfung. So sehen sich denn auch die Herrscher bis zum Tag der für sie plötzlichen Entmachtung einzig wohlklingenden Sirenengesängen ausgesetzt.

Selbst der Pfeil des einzigen unabhängigen Meinungsforschungsinstituts in Russland, des Levada-Zentrums, zeigt seit der Annexion der Krim im März 2014 wieder steil nach oben. Der süsse Klang der Loyalität umspielt Putin mit Werten von über 80 Prozent. Es gehört zum gelingenden Machtspiel eines Autokraten, solche Zustimmungsraten zwar als Anerkennung eigener Leistung zu inszenieren, sich zugleich jedoch nicht von ihnen in die Irre führen zu lassen. Die Einsamkeit der Macht hinterlässt in autoritären Systemen stets besondere Spuren.

Lässt sich hinter autoritärer Willkür am Ende also ein rationales Kalkül, Machtinstinkt genannt, erkennen? Ist die Jagd auf vermeintliche Feinde also nicht allein als megalomanischer Rausch zu erklären? Sind Disziplinierungen und wechselnde Gunstbezeugungen womöglich gezielte Versuche, etwaige Bündnisse zwischen Personen des eigenen Machtapparates mit dem protestierenden Fussvolk immer wieder zu hintertreiben?

Wie vergänglich ist Macht?

Die Schwierigkeit einer Beantwortung dieser Fragen ist offenkundig. Ein Machthaber nämlich, und hier kann jeder an seinen Lieblingsherrscher denken, wird gut daran tun, das schmutzige Tagwerk mit dem Hinweis auf eine gerade noch rechtzeitig vereitelte Aktion des Feindes zu versehen. Kritische Beobachter einer solchen Politik hingegen werden eben damit den Beweis zynischer Machtpolitik erbracht sehen. Ausser Zweifel steht jedoch, dass ein lebendiger Autokrat zu anderen Überlegungen herausfordert als einer, dessen Ende ein Staatsstreich besiegelt hat.

Etwas altväterlich liesse sich an dieser Stelle auf das Damoklesschwert verweisen. Hält dieser Mythos doch mehr bereit als die Selbstvergewisserung bildungsbürgerlicher Blasiertheit. So ist der Umstand, dass das Leben des Günstlings Damokles buchstäblich am seidenen Faden hängt, nur auf den ersten Blick eine Machtdemonstration seines Gebieters.

Bei näherem Hinsehen erweist sich die Konfrontation zwischen Machthaber und Untertan als prunkvolle Inszenierung der Vergänglichkeit von Macht. Während Damokles der Bedrohung durch das Schwert entgehen kann, bleibt die Macht des Tyrannen dauerhaft bedroht. Während Palastrevolutionen, Verschwörungen oder ein Militärputsch, so die Lektion von Dionysius, den Machthaber jederzeit erwischen können, ist die herrschaftliche Gewalt gegenüber dem Untertan geradezu berechenbar.

Es ist der menschlichen Natur zuzuschreiben, dass sich jeder von uns unwillkürlich mit den Unterdrückten verbunden fühlt und weniger Neigung verspürt, herrschaftliche Willkür mit der eigentümlichen Logik autoritärer Politik zu erklären. Daher verwundert es auch nicht, dass bei der Redewendung vom Damoklesschwert die meisten Menschen an den bedrohten Untertan denken und eben nicht an den Ursprung des Mythos – den bedrohten Souverän. Diesen Ursprung politischer Astrologie jedoch zu bedenken, erlaubt womöglich einen anderen – nüchterneren – Blick auf all die Herrscher, die unseren politischen Konsens in Europa von Zeit zu Zeit stören.

Fabian Thunemann ist Osteuropahistoriker und wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Humboldt-Universität zu Berlin.