

## Buchbesprechungen

*Markus Spiwoks*: Vermögensverwaltung und Kapitalmarktprognose. Überprüfung der Prognosekompetenz ausgewählter deutscher Vermögensverwalter, Reihe Bank- und Finanzwirtschaft, Bd. 1, herausgegeben von Frieder Meyer-Bullerdiek und Markus Spiwoks, Peter Lang Verlag, Frankfurt/M. 2002, 430 S.

Von vielen Bankhäusern wurde seit Mitte der 1990er-Jahre die Vermögensverwaltung für vermögende Privatkunden als eines der wichtigsten Wachstumsfelder definiert. Im Private Banking waren nämlich – im Vergleich zu anderen Geschäftsbereichen – weit überdurchschnittliche Renditen zu erzielen, während das Risiko weitestgehend vom Kunden und nicht von der Bank zu tragen ist. In den zurückliegenden drei Jahren mussten die internationalen Aktienmärkte schwere Rückschläge hinnehmen und begründeten damit auch eine krisenhafte Entwicklung im Vermögensverwaltungsgeschäft: Die Verwaltungsvolumina sanken teilweise drastisch, was zu einer deutlichen Reduzierung der Erlöse der Vermögensverwalter führte. Darüber hinaus sahen sich Teile der Kundschaft angesichts der in vielen Fällen enttäuschenden Portfoliomanagement-Leistung der Verwalter dazu veranlasst, die Betreuung ihres Vermögens wieder in die eigenen Hände zu nehmen.

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen verdient die Studie von *Spiwoks* besondere Beachtung. Sie setzt sich kritisch mit der vorherrschenden geschäftspolitischen Ausrichtung deutscher Vermögensverwalter auseinander und unterbreitet Vorschläge für eine strategische Neuausrichtung.

Ausgangspunkt der Untersuchung ist die Darlegung des positiven Zusammenhangs von Kundenbindung und Unternehmenserfolg, der gerade im Vermögensverwaltungsgeschäft – angesichts hoher Kosten der Kundenakquisition – besonders stark ausgeprägt ist. Es schließt sich die Frage an, wie ein hohes Maß an Kundenbindung generiert werden kann. Dabei zeigt sich, dass insbesondere die uneingeschränkte Erfüllung des Leistungsversprechens Voraussetzung für das Zufriedenheitsurteil des Kunden und seine Bereitschaft, die Geschäftsbeziehung aufrechtzuerhalten, ist. Eine Umfrage unter deutschen Vermögensverwaltern bringt das Ergebnis, dass bis auf vereinzelte Ausnahmen alle befragten Unternehmen die erfolgreiche Umsetzung aktiver Portfoliomanagement-Strategien in den Mittelpunkt ihres Leistungsversprechens rücken. Für die Erfüllung dieses Leistungsversprechens besteht jedoch eine unabdingbare Voraussetzung: Die Befähigung, Kapitalmarktentwicklungen prognostizieren zu können.

In der Eigendarstellung der Vermögensverwalter wird zumeist recht selbstbewusst auf die – nach eigener Ansicht – herausragende Prognosekompetenz verwiesen. *Spiwoks* nimmt sich der Aufgabe an, empirisch zu überprüfen, wie die Prognosekompetenz ausgewählter deutscher, im Vermögensverwaltungsgeschäft aktiver Bankhäuser zu beurteilen ist.

Er untersucht Prognosen der Rendite von DM-Staatsanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit, die im Zeitraum von Oktober 1989 bis Dezember 1999 von 19 Banken und drei Forschungseinrichtungen in monatlichem Rhythmus abgegeben wurden. Es sind alle Großbanken, renommierte Privatbanken sowie Spitzeninstitute des Sparkassen- und des Genossenschaftssektors mit ihren Prognosen vertreten. Somit liegt ein durchaus repräsentativer Querschnitt durch die deutsche Bankenlandschaft vor. Jedes der 22 Institute gab jeden Monat eine Zinsprognose auf Sicht von drei Monaten und eine Zinsprognose auf Sicht von zwölf Monaten ab. Somit liegen der Studie 22 Zinsprognose-Zeitreihen mit dreimonatigem Prognosehorizont und 22 Zinsprognose-Zeitreihen mit zwölfmonatigem Prognosehorizont zugrunde. Jede der 44 Zeitreihen weist rund 120 Beobachtungen auf. Die Beurteilung der Ex-post-Prognosegüte mit Hilfe des Theilschen Ungleichheitskoeffizienten  $U_2$ , des GOVA-Koeffizienten und der Prognosequalitätsmatrix erbringt ernüchternde Ergebnisse:

Alle 44 Prognose-Zeitreihen schneiden schlechter ab als die Zeitreihen der entsprechenden naiven Prognosen. Hätte man also stets angenommen, dass die Rendite unverändert bleibt, das heißt, dass der jeweils aktuelle Renditewert gleichzeitig der Prognosewert für alle Prognosehorizonte ist (naive Prognose), wäre die tatsächlich eintretende Rentenmarktentwicklung besser erfasst worden als mit den Prognosen der betrachteten Banken. Weiterhin zeigt sich, dass sich alle Prognose-Zeitreihen eng an die jeweilige aktuelle Marktsituation zum jeweiligen Zeitpunkt der Prognoseerstellung anlehnen. Diese Charakteristik wird als gegenwartsorientierte Verlaufsanpassung bezeichnet. Alle 44 Prognose-Zeitreihen fallen somit in der Prognosequalitätsmatrix in die Kategorie der quasi-naiven Prognose. Prognosen dieser Charakteristik sind jedoch vollkommen ungeeignet, um darauf aktive Portfoliomanagement-Strategien aufzubauen.

Die grafische Darstellung der Prognosezeitreihen und die Gegenüberstellung zu der später tatsächlich eintretenden Zinsentwicklung entfalten eine enorme suggestive Kraft. Feinsinnige Debatten über die Zuverlässigkeit der verwendeten statistischen Prognosegütemaße drängen sich angesichts des offensichtlichen Versagens der prognosegebenden Institute nicht auf. Trotzdem verwendet der Autor viel Mühe darauf, eine breite Palette von statistischen Messverfahren der Prognosegüte vorzustellen und seine Auswahlentscheidung detailliert zu begründen.

Es wird eindringlich darauf hingewiesen, dass eine zuverlässige Zinsprognose die unverzichtbare Grundlage für die Prognose der Entwicklung anderer Kapitalmarktsegmente (bspw. Aktien- oder Währungsmärkte) darstellt. Somit muss konstatiert werden, dass die tatsächlich vorliegende Prognosekompetenz – in krassem Gegensatz zur Selbstdarstellung der betrachteten Banken – nicht als ausreichend angesehen werden kann, um aktive Portfoliomanagement-Strategien erfolgreich umzusetzen.

Dieses überraschend eindeutige Ergebnis führt zu interessanten Schlussfolgerungen: Der Kern des Leistungsversprechens der betrachteten Vermögensverwalter besteht darin, mit Hilfe aktiver Portfoliomanagement-Strategien überdurchschnittliche Performances zu erzielen, das heißt, „den Markt zu schlagen“. Dies ist – von kurzfristigen Zufallserfolgen abgesehen – nur realisierbar, wenn eine entsprechende Prognosekompetenz vorliegt. Die Studie zeigt deutlich, dass davon allerdings nicht auszugehen ist. Dementsprechend können die Banken ihr Leistungs-

versprechen zumindest mittel- bis langfristig nicht einhalten, was in der Folge zur Unzufriedenheit der Kundschaft, zur Destabilisierung der Geschäftsbeziehung, zur Verringerung der Kundenbindungsrate und schließlich zur Schmälerung der Ertragspotenziale führt.

Der Autor belässt es jedoch nicht bei dieser schwerwiegenden Diagnose. Vielmehr unterbreitet er Vorschläge, wie die Geschäftspolitik von Vermögensverwaltern angesichts der festgestellten mangelnden Prognosekompetenz sinnvoll umgestaltet werden könnte: Einerseits wird ein Wechsel zu passiven Portfoliomanagement-Strategien empfohlen, andererseits die stärkere Betonung anderer Komponenten der Vermögensverwaltungsdienstleistung wie beispielsweise die Vermögensstruktursteuerung oder die Steueroptimierung der Wertpapierinvestitionen ins Auge gefasst.

Die vorliegende Studie wendet sich einem praktisch relevanten und wissenschaftlich anspruchsvollen Problem zu. Für die systematische Bestimmung der Ex-post-Prognosegüte von tatsächlichen Ex-ante-Kapitalmarktprognosen gibt es im internationalen Fachschrifttum bisher nur wenige Beispiele. Die Datencharakteristik der gegenwartsorientierten Verlaufsanpassung kann hier erstmals im Rahmen einer breit angelegten empirischen Studie als ein konstitutives Element von Kapitalmarktprognosen ermittelt werden. Insbesondere dieses Ergebnis dürfte Interesse bei Wissenschaft und Praxis erzeugen.

Zu kritisieren ist allerdings die Unausgewogenheit der Kapitel. Von dem Einführungs- und dem Endkapitel einmal abgesehen, gliedert sich die Studie in drei Hauptkapitel. Das 2. Kapitel, das sich den theoretischen Vorüberlegungen zuwendet, umfasst 66 Seiten. Das 3. Kapitel, das die empirische Analyse enthält, weist 206 Seiten auf. Das 4. Kapitel, in dem durchaus sehr instruktiv Konsequenzen für das Vermögensverwaltungsgeschäft diskutiert werden, erstreckt sich jedoch nur über 10 Seiten. Das letzte Kapitel erscheint angesichts der Tragweite der empirischen Ergebnisse deutlich zu knapp geraten.

Positiv hervorzuheben ist wiederum die sorgfältige Offenlegung aller Untersuchungsverfahren, sodass das Zustandekommen aller Ergebnisse bis ins Detail nachvollziehbar und überprüfbar ist. Der umfangreiche Fußnotenapparat sowie das rund 1500 Quellen umfassende Literaturverzeichnis sind Beleg für eine umfassende Berücksichtigung des vorhandenen Fachschrifttums.

Die Studie ist eine Bereicherung der bankwirtschaftlichen Literatur. Ihr ist eine breite Rezeption zu wünschen. In der Diskussion um die Zukunft des Vermögensverwaltungsgeschäftes in Deutschland wird sie eine wichtige Rolle spielen.

Peter Andres, Hamburg