

## Aktuelle Entwicklungen auf dem deutschen und österreichischen Spezialfondsmarkt aus Investorensicht (2007)

Stand: 31.12.2006

Mit freundlicher Unterstützung durch:



**VERITAS SG INVESTMENT TRUST GMBH**  
Ein Unternehmen der SG Gruppe

**Wüstenrot & Württembergische**  
W&W ASSET MANAGEMENT GMBH

## Inhaltsverzeichnis

Sponsorenbeiträge .....	1
A Ausgangslage .....	46
A.1 Marktsituation .....	46
A.2 Institutionelle Anleger .....	51
A.3 Daten zu Spezial- und Großanlegerfonds .....	51
B Die Ergebnisse der Befragung im Einzelnen .....	52
B.1 Vorgehensweise bei der Befragung .....	52
B.2 Spezialfondsanlagen .....	54
B.2.a Anzahl der unterschiedlichen Mandate .....	54
B.2.b Aufteilung auf heimische und ausländische Anbieter .....	55
B.3 Derzeitige Anlagestrategie .....	56
B.4 Auflegung neuer Spezialfonds und Präferenzen .....	59
B.5 Auswahl eines geeigneten Asset Managers .....	60
B.6 Die zwölf Prüfungskriterien im Detail .....	62
B.6. a Performance .....	63
B.6. b Risikomanagement .....	64
B.6. c Reporting .....	65
B.6. d Service/Beratungsqualität .....	66
B.6. e Produktangebot und Produktvielfalt .....	67
B.6. f Produktqualität .....	68
B.6. g Investmentprozess .....	68
B.6. h Kosten .....	69
B.6. i Reputation .....	70
B.6. j Organisation .....	71
B.6. k Internationale Ausrichtung .....	71
B.6. l Beschwerdemanagement .....	72
B.7 Bereitschaft zum Austausch der Asset Manager .....	73
B.8 Bedeutung aktueller Themen für Investoren .....	73
B.8.a Investitionen in Publikumsfonds .....	74
B.8.b Anlagen in Hedge-Fonds .....	74
B.8.c Anlagen in Private Equity .....	74
B.8.d Anlagen in Immobilienfonds .....	74
B.8.e Anlagen in G-REIT´s .....	75
B.8.f Strukturierte Produkte / Zertifikate .....	75
B.8.g Konkrete Einrichtung einer Master KAG .....	75
B.8.h Qualitative (Fonds-) Ratings .....	75
C Zusammenfassung und Ausblick .....	76

## Sponsorenbeiträge

1. **Cominvest**  
Institutional Cash Plus – Mehr Rendite bei geldmarktähnlichem Risiko
2. **Deka Investment**  
Die strategische Asset-Allokation als ein möglicher Weg der deutschen Sparkassen aus der Abhängigkeit von der Fristentransformation
3. **Deutsche Asset Management**  
Der deutsche Pensionsfonds: Es tut sich was
4. **First Private**  
„Ulm goes global“  
Erfolgreiches quantitatives Aktienmanagement von First Private überzeugt auch auf globaler Ebene
5. **ING Investment Management**  
Senior Bank Loans: Eine besondere Anlagenklasse
6. **PIONEER Investments**  
Publikumsfonds für Institutionelle Professionelle Anlagestrategien in neuem Gewand!
7. **SEB Asset Management AG**  
Der „REIT“: ein neuer Megatrend?
8. **UBS Global Asset Management**  
Mit Small Caps von Marktineffizienzen profitieren
9. **Veritas SG Investment Trust GmbH**  
Die neue Anlageklasse – ETF-Dachfonds
10. **W&W Asset Management GmbH**  
CDO's: Eine attraktive Anlageklasse in einem Niedrigzinsumfeld

## Die Mehrmacher

Die cominvest im Jahr 2007 hat allen Grund für Selbstbewusstsein. Als sechstgrößte Fondsgesellschaft in Deutschland besetzen wir eine gute Ausgangsposition im Wettbewerb. Dabei stärkt uns auch unsere Muttergesellschaft Commerzbank, das zweitgrößte Kreditinstitut Deutschlands und eines der bedeutendsten in Europa.

Bereits seit dem Jahr 2002 funktioniert die cominvest nach einem Prinzip, das uns bis heute von einigen anderen Asset Management-Häusern unterscheidet: Das Privatkundengeschäft und die Aktivitäten für institutionelle Anleger sind unter dem Dach der cominvest miteinander verzahnt. Von dieser Bündelung von Know-how und Service profitieren beide Seiten, denn es sichert den ständigen freien Ideenaustausch. So können unsere Anleger an den innovativen Entwicklungen und besten Ideen immer sofort partizipieren.

Das Vertrauen, das der cominvest-Gruppe entgegengebracht wird, lässt sich messen: Rund 1,1 Mio. Kunden stehen für ein verwaltetes Vermögen von derzeit 58 Milliarden Euro. Davon stammen 35 Mrd. Euro von institutionellen Kunden. "Allein im Jahr 2006 kamen 4,4 Mrd. Euro neue Gelder von institutionellen Kunden hinzu."

Unser Bestreben ist es, in fünf Jahren einen Platz unter den Top 5 im Markt zu besetzen. In den nächsten Jahren werden wir daher 100 Millionen Euro in eine Strategie investieren, die auf drei Säulen basiert:

1. Eine stringente, marktorientierte Unternehmensplattform
2. Nachhaltige Leistungsstärke in Produktqualität und Innovation
3. Verstärkte Vertriebs- und Kundenorientierung.

Ständige Weiterentwicklung ist der sicherste Weg für den Anlageerfolg unserer Kunden. Durch exzellente Prozesse bei der Aktienauswahl, die im Markt ihresgleichen suchen und Analysen des hoch anerkannten cominvest Buy-side-Researchs verbessern wir ständig unsere Produktqualität. Viele Auszeichnungen, vor allem in der jungen Vergangenheit, belegen unseren Erfolg. Auch personell ist die cominvest gut aufgestellt. Von den rund 540 Mitarbeitern sind mehr als 120 Investment Professionals – mit steigender Tendenz. Unser Fokus liegt auf deutschen und europäischen Aktien- und Rentenfonds sowie innovativen Satellitenprodukten. Hier haben wir die besten Experten, hervorragende Expertise und schärfen unsere Kernkompetenz.

Wer eine langfristige, durch Vertrauen geprägte Partnerschaft zu den Anlegern anstrebt, muss mehr als Standardlösungen bieten. Deshalb setzen wir auf zielgruppenorientierte Beratung und Betreuung, die zu bedarfsgerechten Investmentlösungen führt. Die hohe Qualität dieser Lösungen sichern die drei Bausteine unserer Investmentphilosophie:

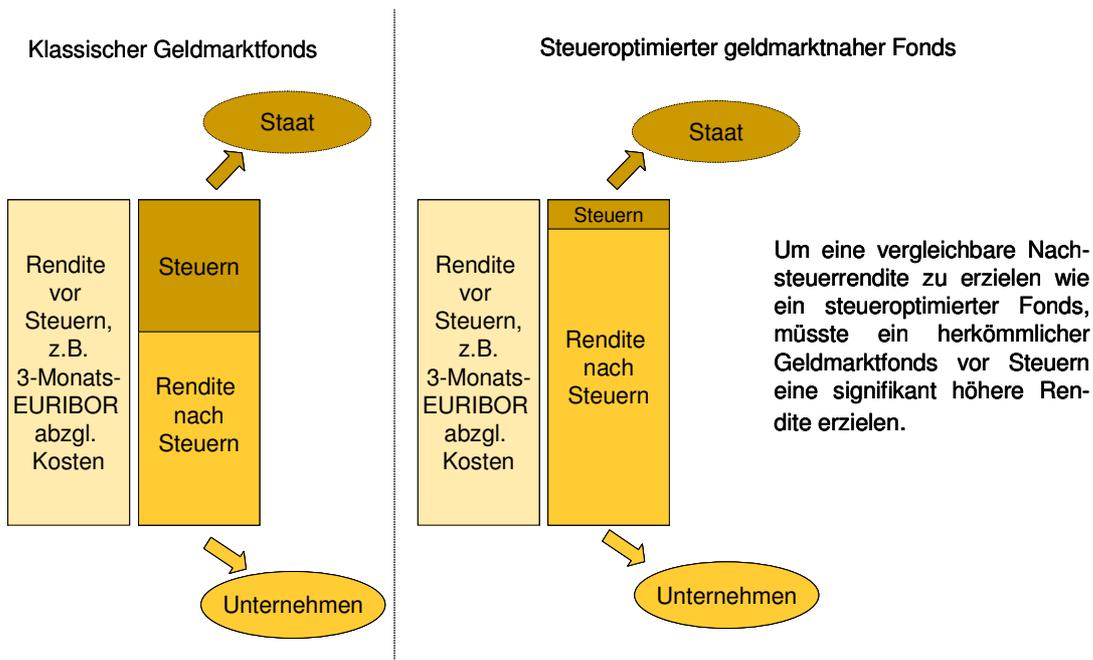
- aktives Management
- researchbasierte Investmentprozesse
- Risikokontrolle

## cominvest Institutional Cash Plus – Mehr Rendite bei geldmarktähnlichem Risiko

Im Tagesgeschäft von Unternehmen ist es von fundamentaler Bedeutung, liquide Mittel sinnvoll kurzfristig anlegen zu können. Aufgrund der begrenzten Möglichkeiten der Renditegenerierung im Geldmarktsegment suchen institutionelle Anleger verstärkt nach renditestarken Alternativen für ihr kurz- bis mittelfristiges Liquiditätsmanagement. Auf diese Bedürfnisse hat cominvest Asset Management Luxemburg ihren neuen Fonds „cominvest Institutional Cash Plus“ zugeschnitten. Er bietet in Deutschland ansässigen Kapitalgesellschaften ein innovatives nachsteuerorientiertes Konzept, das hohe Solidität und tägliche Verfügbarkeit mit einer attraktiven (Nachsteuer-)Rendite und der Partizipation an steigenden Zinsen kombiniert mit dem Ziel, liquide Mittel effizient und ertragbringend anzulegen.

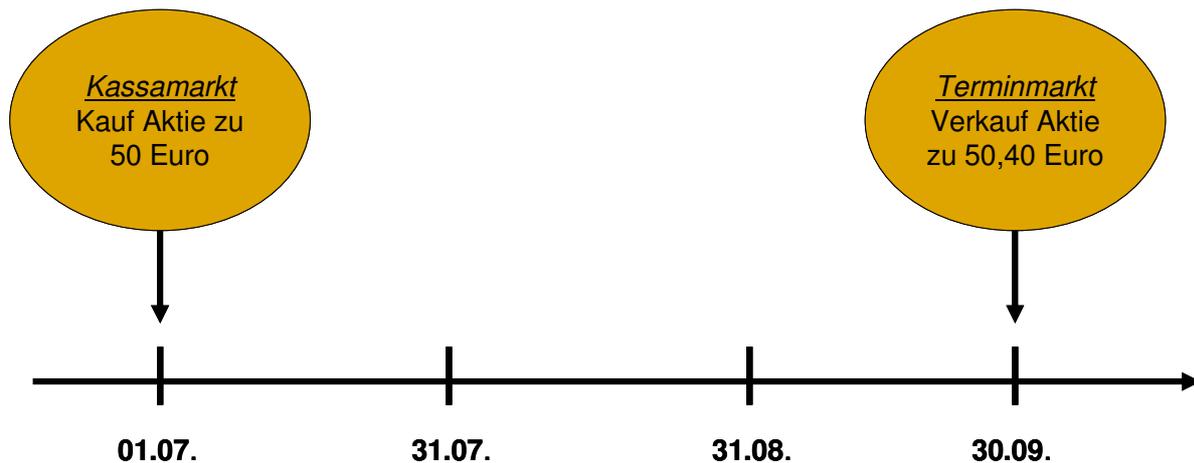
### Ausgangssituation

In Deutschland steuerpflichtige Kapitalgesellschaften können nach der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage Aktienkursgewinne und Dividenden zu 95% steuerfrei vereinnahmen (§ 8b KStG: Sonderregelungen für Kreditinstitute, Finanzunternehmen, Versicherungen). Klassische Geldmarktfonds können diesen Steuervorteil nicht nutzen und bieten somit vergleichsweise geringere Renditen. Je höher der individuelle Steuersatz eines Unternehmens, desto signifikanter wird in der Nachsteuerbetrachtung der Outperformancevorteil eines steueroptimierten Fonds sein.

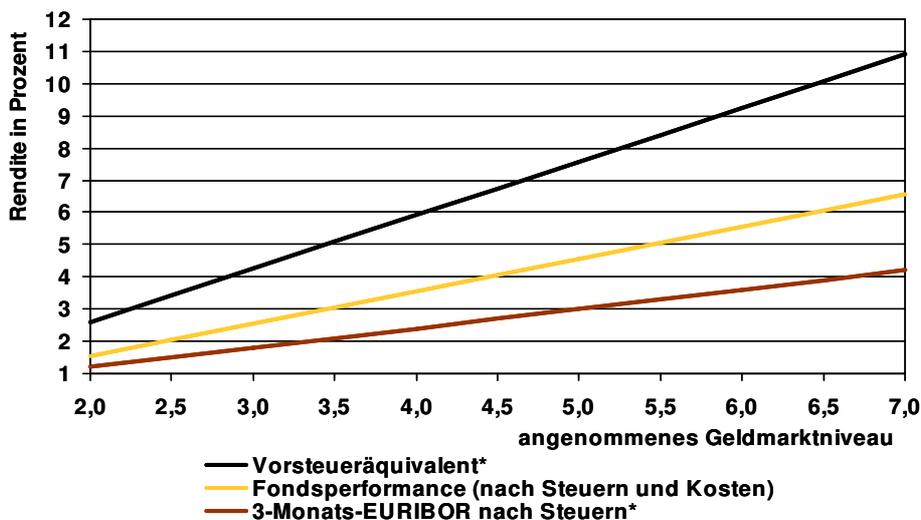


### Funktionsweise

Die Ertragsgenerierung des Fonds erfolgt auf Basis der Preisdifferenz zwischen Kassa- und Terminkursen von Aktien.



Der Fonds erwirbt liquide, auf EURO lautende Aktien und verkauft diese gleichzeitig wieder auf einen bestimmten Termin (z.B. in 3 Monaten) zu einem vorher festgelegten, höheren Preis. Darüber hinaus erfolgt eine Laufzeitsteuerung über Terminverkäufe unterschiedlicher Fristig- und Fälligkeiten. Da der Terminkurs im Wesentlichen dem Kassakurs zuzüglich der aktuellen Geldmarktverzinsung entspricht, kann durch eine fortlaufende Anwendung dieser Strategie ein Ertragsprofil generiert werden, das mit einem traditionellen Geldmarktfonds vergleichbar ist. Gleichzeitig wird durch den sofortigen Verkauf der Aktien auf Termin das Aktienkursrisiko vollständig eliminiert.



\*) Annahme: Steuersatz 40%, volle Steuerpflichtigkeit der Erträge.

Das Vorsteueräquivalent entspricht der Performance, die eine Anlage vor Steuern erzielen müsste, um in der Nachsteuerbetrachtung die Rendite des Fonds konzeptes zu generieren.

### Vorteile

- Hohe Planungssicherheit durch gut kalkulierbare, geldmarktähnliche Vorsteuerrendite, die sich am Euribor orientiert
- Signifikanter Outperformancevorteil gegenüber herkömmlichen Geldmarktanlagen in der Nachsteuerbetrachtung

- Flexibilität durch sofortige Verfügbarkeit (Valuta t+2)
- Chancen auf Partizipation an einem steigenden Zinsniveau
- cominvest Asset Management verfügt über Expertise im Management von strukturierten Produkten von mehr als zehn Jahren
- Weniger Aufwand im Handling im Vergleich zu Alternativprodukten wie z.B. einem Festgeld, da keine Prolongationen oder Überwachungen von Fälligkeitsterminen nötig sind
- Im Vergleich zu einer Direktanlage leichtere Administration durch Bilanzierung auf Unternehmensseite als Fonds – kein Durchschauprinzip nötig

## **„Portable Alpha“ als Fluchtweg aus der Zinsfalle**

Das niedrige Zinsniveau bei gleichzeitig extrem flacher Renditestrukturkurve stellt institutionelle und private Investoren vor die Frage, wie die Rendite gesteigert werden kann, ohne dabei hohe Marktrisiken eingehen zu müssen. Eine mögliche Variante ist das so genannte „Alpha Porting“ bzw. „Portable Alpha“.

### Alpha ( $\alpha$ ) und Beta ( $\beta$ )

Um Portable Alpha verstehen zu können, ist es notwendig, zunächst die Begriffe Alpha und Beta zu beschreiben. Allgemein kann eine Portfoliorendite in die Marktrendite (Beta) und die Überschussrendite (Alpha) unterteilt werden:

- Alpha ist der durch aktives Management zusätzlich zur Rendite einer Benchmark erwirtschaftete Ertrag.
- Beta hingegen ist die Marktrendite und kann durch Replizieren der Benchmark erreicht werden.

Alpha Porting beschreibt nun die Möglichkeit, Alpha auf jede Asset-Klasse bzw. Benchmark - deren Risiko synthetisch repliziert werden kann - zu addieren (zu portieren). Der Transfer von Outperformance auf ein passives Investment ist somit problemlos möglich.

### Umsetzung und Effekt

Die Umsetzung einer Portable Alpha Strategie kann z.B. mit Future-Positionen erfolgen: Das Portfolio wird z.B. mit aktiv gemanagten deutschen Standardwerten bestückt. Gleichzeitig wird das Portfolio (und damit das systematische Marktrisiko) mit Future-Short-Positionen auf den DAX abgesichert. In diesem Fall würde das Portfolio durch die Short-Position den 3M-Geldmarktertrag steuereffizient generieren, hinzu käme die Outperformance des Managers. Möchte man das Alpha anstelle Geldmarkts auf eine andere Asset-Klasse portieren, würde das Portfolio um eine Future-Long-Position für diesen Markt ergänzt.

### Neues Produkt der cominvest für institutionelle und private Investoren

Voraussichtlich ab Mitte Mai 2007 wird die cominvest Luxemburg ihr Produktangebot mit dem cominvest Alpha Masters Deutschland attraktiv erweitern. Der Fonds wird zu 25% in deutsche Aktien investieren, deren Anlagemanagement sich an einem der erfolgreichsten Fonds für deutsche Aktien, dem cominvest FONDAK orientiert. Ein weiteres 1/4 adaptiert die Anlagestrategie des cominvest Adiselekt, einem der besten Fonds der letzten Jahre für deutsche Nebenwerte. Diese Teilportfolios werden gegen DAX bzw. MDAX gesichert; das systematische Marktrisiko entfällt. Weitere 50 Prozent des Fonds werden am Geldmarkt bzw. in kurz laufende festverzinsliche Papiere (Investment Grade) allokiert. Im Zeitraum 04-06 hätte diese Anlagestrategie nach Kosten einen Ertrag von 4,6% erwirtschaftet bei einer Volatilität von 3,1%. Geldmarktanlagen hätten im gleichen Zeitraum lediglich 2,6% p.a. erzielt, Rentenfonds rentierten bei ähnlicher Schwankungsintensität mitunter noch unter diesem Wert. Besonders attraktiv ist die Unkorreliertheit zum Rentenmarkt: Während z.B. in der ersten Jahreshälfte 2006 Renten ca. 3% an Wert verloren, hätte die Anlagestrategie ca. 3% zugelegt. Der Fonds ist damit ein ideales Vehikel um als Surrogat für Rentenengagements Zinsänderungs- und Kreditrisiken zu begegnen.

## Vorteile des Alpha-Portings

- Bei Einsatz mehrerer unabhängiger Alpha-Quellen ist die Erwirtschaftung eines konsistenten Zusatzertrages bei annähernd bechmarktnahem Risiko möglich.
- Alpha-Quellen verschiedenster Asset-Manager können miteinander kombiniert werden.
- Alpha-Quellen können auch nur für Teile des Portfolios portiert werden.
- Auch die Überführung von Alpha, welches mit Renten erzielt wird, auf Aktienportfolios ist problemlos möglich.

## **cominvest Zertifikate Stars – Das Beste aus zwei Welten**

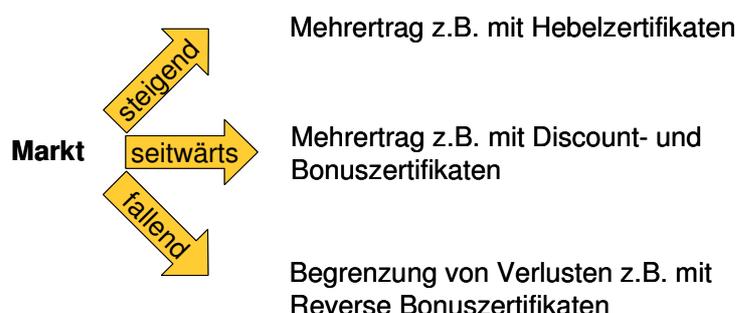
In den vergangenen Jahren hat sich in Deutschland ein starker Wandel von reinen Renten- oder Aktienprodukten hin zu derivativen Strukturen vollzogen. Diese haben den besonderen Charme, dass für jede Kursprognose eine Struktur existiert, mit der sich in allen Markphasen, ob steigend, seitwärts oder fallend, ein Mehrertrag gegenüber dem direkten Investment erzielen lässt. Wer sich jedoch mit der Vielzahl der Derivate befasst - inzwischen werden allein in Deutschland über 100.000 verschiedene Zertifikate gehandelt - kann leicht den Überblick verlieren. Aufgrund der komplexen Strukturen dieser Produkte sind zum einen die damit verbundenen Risiken relativ schwer einzuschätzen und zum anderen ist eine faire Preisstellung oftmals schwer nachvollziehbar. Die cominvest Asset Management Luxemburg vereint jetzt gemeinsam mit der Commerzbank, die zu den führenden Anbietern im Zertifikatemarkt gehört, die Vorteile von Fonds und Zertifikaten in einem Produkt - dem cominvest Zertifikate Stars. So erhalten Investoren die Möglichkeit, von der jahrelangen Expertise der cominvest im Management von strukturierten Produkten und gleichzeitig vom Know-How der Commerzbank in der Analyse und Bewertung von Zertifikaten zu profitieren. Im Portfolio des Fonds werden schwerpunktmäßig verschiedene Zertifikatstypen auf europäische Blue Chips allokiert. Ziel des Fonds als konservatives Europaprodukt ist es, eine Outperformance zu klassischen Aktieninvestments bei einer gleichzeitigen Reduzierung des Risikos zu generieren. Durch den Rechtsstatus eines Fonds als Sondervermögen ist darüber hinaus das Investment konkurssicher und bleibt auch im Falle einer Insolvenz der Fondsgesellschaft voll bestehen. Zertifikate hingegen sind Inhaberschuldverschreibungen und enthalten somit das volle Bonitätsrisiko des Emittenten.

## Funktionsweise

Der Fonds erwirbt Zertifikate auf Einzeltitel des DJ Euro Stoxx 50 im Rahmen eines zweistufigen Investmentprozesses.

Dabei erfolgt keine Konzentration auf eine bestimmte Zertifikatestrategie, wodurch das Fondsmanagement je nach aktueller Markteinschätzung volle Flexibilität bei der Wahl zwischen eher chancen- oder eher sicherheitsorientierten Zertifikaten hat.

Durch ein aktiv gemanagtes Einzeltitelportfolio kann nicht nur von der allgemeinen Kapitalmarktsituation, sondern gleichzeitig auch von individuellen Unternehmensstories profitiert werden, wobei sowohl positiven, neutralen als auch negativen Einschätzungen Rechnung getragen wird.

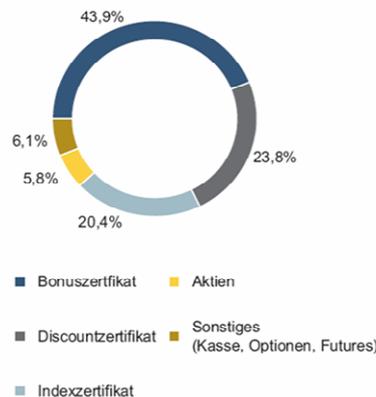


## Aktuelle Allokation

### Charakteristika

durchschnittliche Laufzeit	7 Monate
<b>Bonuszertifikate</b>	
durchschnittlicher Bonus	6,2%
durchschnittlicher Verlustpuffer	23,0%
<b>Discountzertifikate</b>	
durchschnittlicher Discount	4,1%
durchschnittlicher Cap	12,4%

### Zertifikatgattung



## Vorteile

- Attraktives Chance- / Risiko – Profil
- Zugang zur gesamten Palette strukturierter Finanzprodukte in nur einem Fonds
- Diversifikationsvorteile bei Basiswerten, Emittenten, Laufzeiten und Zertifikatsarten
- Synthese von technischen, fundamentalen und quantitativen Komponenten
- Auswahl der jeweils optimalen Zertifikate in Zusammenarbeit mit dem Investmentbanking der Commerzbank
- Dynamische Adjustierung der Sicherheitsniveaus an veränderte Marktverhältnisse
- Status eines Sondervermögens – Konkursicherheit

## Ansprechpartner:

Peter Raab  
Mitglied der Geschäftsleitung  
Leiter Produktmanagement

### **cominvest**

Asset Management GmbH  
Platz der Einheit 1  
60327 Frankfurt am Main

Telefon +49 (0) 69 / 13 01-3020  
Telefax +49 (0) 69 / 13 01-3578  
peter.raab@cominvest-am.com  
[www.cominvest-am.de](http://www.cominvest-am.de)



Wenn es um Investmentfonds geht, ist die **Deka Investment GmbH** eine der ersten Adressen in Deutschland. Sie ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der DekaBank Deutsche Girozentrale, des zentralen Fondsdienstleisters der Sparkassen-Finanzgruppe. Innerhalb des DekaBank-Konzerns ist die Deka Investment das Kompetenzzentrum für das kapitalmarktbasierete Asset Management. Unsere Expertise reicht zurück bis in das Jahr 1956. In den vergangenen fünf Jahrzehnten haben wir uns mit einem verwalteten Vermögen von rund 120 Milliarden Euro zu einem der führenden Manager von Investmentfonds für private und institutionelle Anleger entwickelt.

Im Rahmen der Verleihung der Fund Awards 2007 Germany von Standard & Poor's und Handelsblatt wurde die Deka als **beste große Fondsgesellschaft in 2006** über Ein-Jahres-Zeitraum ausgezeichnet. Bestätigung findet diese Gruppenauszeichnung durch die Vielzahl an Einzelauszeichnungen, die Deka-Investmentfonds zusätzlich im Zuge diverser Award-Verleihungen erzielen konnten.

Ob nach traditionellem oder rein quantitativem Managementansatz, die Deka Investment bietet ein breites Spektrum in den verschiedensten Assetklassen: von Large Caps bis Mid- und Small Caps, von Staatsanleihen über Unternehmensanleihen bis hin zu Asset Backed Securities und Währungen. Übrigens: Die DekaBank ist im quantitativen Portfoliomanagement der größte Anbieter in Deutschland und mit zahlreichen Quant-Mandaten bei renommierten Anlegern im In- und Ausland vertreten.

**Von der Fristen- zur Assetklassentransformation:**

## **Die strategische Asset-Allokation als ein möglicher Weg der deutschen Sparkassen aus der Abhängigkeit von der Fristentransformation**

### ***Sparkassen in Zeiten einer flachen Zinsstruktur***

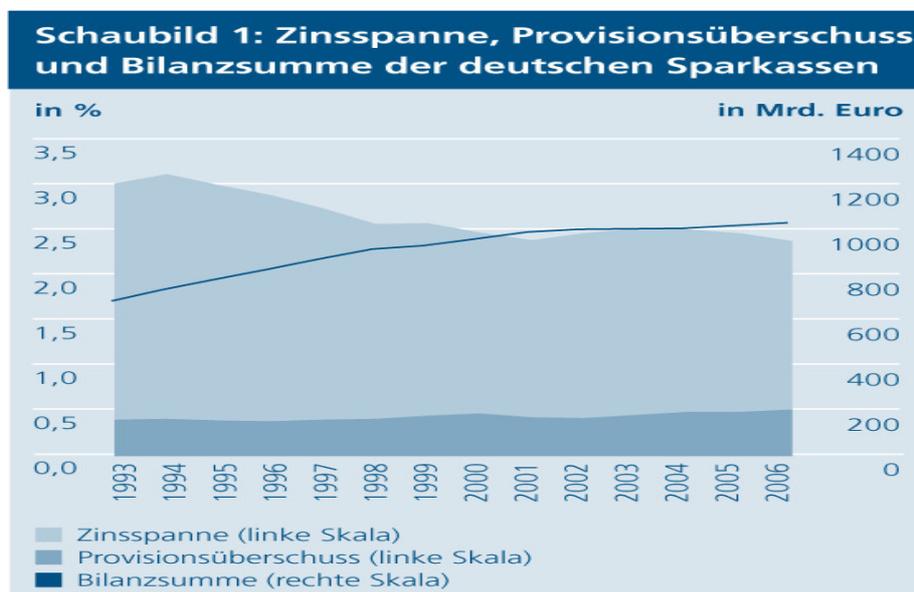
Welche Ursache für die derzeitige Verflachung der Zinsstruktur verantwortlich ist, ist nicht unerheblich für die längerfristige Entwicklung des Rentenmarktes. Sowohl die speziellen Anlagebedürfnisse von Pensionsfonds als auch die Wertpapierkäufe von Notenbanken können potenziell eine dauerhafte Inversion bzw. Verflachung der Kurve nach sich ziehen. Andererseits kann der Einfluss der Pensionsfonds wie auch der asiatischer Notenbanken zwar noch über einen Zeitraum von mehreren Jahren anhalten, letztlich wird er aber nachlassen. Dagegen könnte sich die geringe Volatilität am Rentenmarkt infolge einer transparenten Geldpolitik im Prinzip dauerhaft fortsetzen. Die Volkswirte der DekaBank gelangen daher zu der Einschätzung, dass der Verlauf der Zinsstrukturkurven im Durchschnitt der kommenden Jahre weitgehend flach sein und sich auch langfristig nur wenig versteilern dürfte.

Die Situation an sich ist nicht neu. Neu jedoch ist, dass sich die deutschen Kreditinstitute auch in Zukunft auf diese Rahmenbedingungen einstellen müssen. Die positive Fristentransformation – also die kurzfristige Refinanzierung langer aktiver Laufzeiten – wird schwierig und somit auch risikoreich und unattraktiv bleiben. Dies wird empirisch dadurch gestützt, dass sich seit Anfang der 90er Jahre ein enger Zusammenhang zwischen der Steilheit der Zinsstrukturkurve und dem Zinsniveau feststellen lässt. Dem Verlauf seit 1991 folgend – als in einer extremen Hochzinsphase eine inverse Zinsstruktur vorlag – nimmt die Steilheit der Kurve bei sinkendem Zinsniveau tendenziell ab.

### ***Herausforderungen für die Sparkassen***

Die Zinsspanne – also der Zinsüberschuss in Relation zur Bilanzsumme – ist seit Mitte der Neunzigerjahre bei den deutschen Sparkassen rückläufig (siehe Schaubild 1). Sie ist von über 3% im Jahre 1993 um rd. 30% auf nunmehr knapp über 2% geschrumpft – und das, wo doch der Zinsüberschuss mit über 75% den wesentlichen Beitrag am operativen Ergebnis ausmacht. Während die konsolidierte Bilanzsumme der Sparkassen von ca. 680 Mrd. Euro im Jahre 1993 um über 50% auf über 1.000 Mrd. Euro im Jahre 2006 gestiegen ist, hat sich der Zinsüberschuss nicht nennenswert weiterentwickelt: einem Zinsüberschuss aus dem Jahr 1993 in Höhe von ca. 20 Mrd. Euro stehen zum Jahresende 2006

lediglich über 22 Mrd. Euro gegenüber. Auch die Prognose des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes (DSGV) geht für das laufende Jahr von keiner Besserung aus.



Der Rückgang der Zinsspanne kann zudem nicht durch Provisionseinnahmen kompensiert werden. Der Provisionsüberschuss aller Sparkassen hat sich in den Jahren 1990 bis 2005 zwar von 2,4 Mrd. Euro auf 5,7 Mrd. Euro mehr als verdoppelt. Die Entwicklung des Provisionsgeschäftes ist im Vergleich zum Bilanzsummenwachstum überproportional. Dennoch ist der Anteil am Ergebnis im Gegensatz zum Zinsüberschuss vergleichsweise gering (siehe Schaubild 1).

Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den kreditgenossenschaftlichen Instituten, die im Vergleichszeitraum ein mehr als 2,5-faches Wachstum des Provisionsüberschusses auf rund 4,0 Mrd. Euro per Ende 2005 erzielen konnten. Das Provisionsgeschäft der Großbanken konnte in der Hausse bis 2001 insbesondere durch Börsengänge profitieren, was zugleich für die Schwäche in den Folgejahren verantwortlich war. Die beiden letztgenannten Bankengruppen zeichnet aus, dass der Provisionsüberschuss stärker als bei den Sparkassen gestiegen ist (siehe Schaubild 2).

Im europäischen Vergleich fallen insbesondere jedoch die deutschen Sparkassen deutlich zurück. Die angelsächsischen Kreditinstitute beispielsweise kämpfen schon seit Jahren mit dem Phänomen einer flachen Zinsstrukturkurve. Die Abhängigkeit des operativen Ergebnisses vom Zinsüberschuss, wie sie für die Sparkassen kennzeichnend ist, kennen die Banken in Großbritannien nicht. Hier erfolgt eine breite Diversifikation über Kundenkredit- und -einlagengeschäft sowie insbesondere über das stark ausgeprägte Provisionsgeschäft.

Erhebliches Potenzial im Provisionsgeschäft würde hierzulande das Thema kapitalgedeckte Altersvorsorge bieten, welches bisher primär der Versicherungswirtschaft überlassen wird. Eine stärkere Allokation von Kundengeldern in diesen Geschäftszweig wäre sicherlich eine attraktive Alternative zum wettbewerbsintensiven Kundenkredit- und -einlagengeschäft.

**Schaubild 2: Entwicklung des Provisionsüberschusses der drei Bankengruppen seit 1990**



Im Wesentlichen sind es zwei Faktoren, die die Situation der Sparkassen in den letzten Jahren geprägt haben und bei Ausbleiben entsprechender Maßnahmen auch in Zukunft prägen werden: Konditionsbeitrag und Strukturbeitrag.

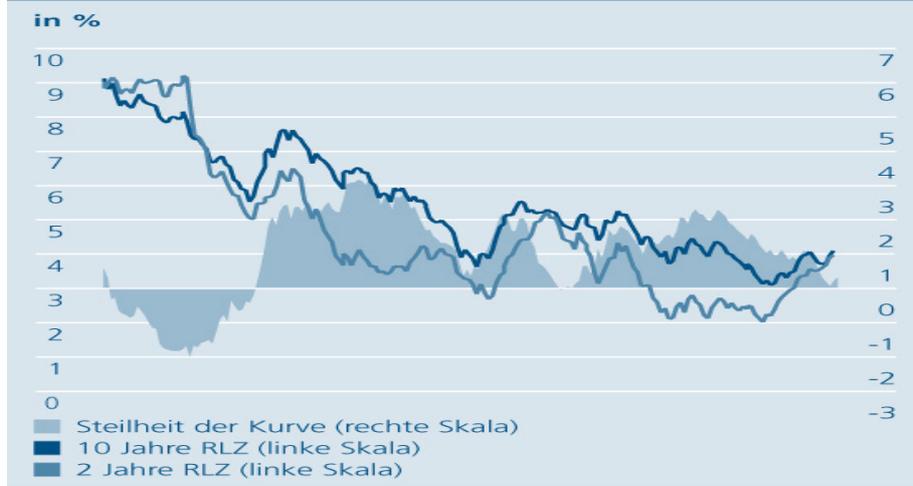
#### **Konditionsbeitrag als Marge des Kundengeschäfts**

Das primär durch das Kundengeschäft generierte Bilanzsummenwachstum hat in der Vergangenheit nicht automatisch zu einem gesamtbankbezogenen höheren Konditionsbeitrag geführt. Im Gegenteil: Es wurde teuer mit sinkenden Margen „erkauft“. Die Folge ist, dass sich etliche (Ertrags-) Kennzahlen deutlich verschlechtert haben. Der Druck auf das Zinsergebnis resultiert vor allem aus den sinkenden Konditionsbeiträgen des Kundengeschäftes. Auf diese Entwicklung reagiert der S-Finanzverbund seit Anfang 2006 mit den vom DSGV initiierten standardisierten „Leuchtturmprodukten“, die bundesweit in Kerngeschäftsfeldern mit besonderer strategischer Bedeutung platziert werden. Aufgrund kartellrechtlicher Bedenken bieten die meisten Sparkassen diese Produkte unabhängig an, um dem Wettbewerbsdruck von Direktbanken und auch der Postbank zu begegnen. Insbesondere die attraktiven Konditionen bei kurzfristigen Kundeneinlagen führen dazu, dass sich die Fristentransformation bei ausbleibendem Eingriff der Sparkassen erhöht. Diese marktorientierte Produktpolitik erfordert eine umfassende Palette derivativer Instrumente zur Absicherung der in diesen Produkten eingepreisten Margen gegen Zinsänderungen sowie gegen optionale Vertragskomponenten wie z.B. Kundenkündigungsrechte.

#### **Strukturbeitrag als Ergebnis der Fristentransformation**

Des Weiteren reicht der Strukturbeitrag – also das Ergebnis der Fristentransformation – nicht mehr aus, um die Margenerosion im zinstragenden Kundengeschäft nachhaltig auszugleichen. Diese Entwicklung konnte anfangs durch einen höheren Strukturbeitrag aufgrund eines verstärkten Positionsaufbaus in der Fristentransformation teilweise kompensiert werden. Die Sparkassen haben über positive Fristentransformation insbesondere von Anfang 1994 bis Anfang 1998 sowie von Mitte 2002 bis Ende 2004 von einer zunehmenden Steilheit der Zinsstrukturkurve profitiert und ansehnliche Strukturbeiträge erwirtschaftet. Wenngleich sich die Zinsstrukturkurve seit Ende 2004 sukzessive verflacht, konnten bis Anfang 2006 noch moderate Laufzeitprämien erzielt werden (siehe Schaubild 3). Darüber hinaus wirkten sich die zugleich sinkenden Kapitalmarktrenditen positiv auf das Bewertungsergebnis (Aufbau stiller Reserven) aus, da Sparkassen in der Regel rund dreiviertel ihrer Eigenbestände in festverzinslichen Wertpapieren halten.

**Schaubild 3:  
Fristentransformation**



Durch die Verflachung der Zinsstrukturkurve sind auch hier mittlerweile die Möglichkeiten einer Ertragssteigerung durch Investitionen in die längeren Laufzeitsegmente stark eingeschränkt. Die flache Zinsstrukturkurve wirkt sich spätestens seit Anfang 2006 auch spürbar negativ auf die Möglichkeiten der positiven Fristentransformation und somit auf den Zinsüberschuss aus. Die typischen Bilanzstrukturen mit Passivvorläufen erleiden bei Zinsanstiegen Wertverluste, die über den Strukturbeitrag zu einer Belastung des Zinsergebnisses in den Folgeperioden führen. Das eingegangene Zinsänderungsrisiko wird nicht oder nur sehr wenig durch eine entsprechende Laufzeitprämie entgolten. Diese niedrige Prämie bei aktuell niedrigem Zinsniveau kann aber auch dazu genutzt werden, den Zinsbuchhebel – also das Verhältnis der langfristigen Anlagen zu den kurzfristigen Refinanzierungen – zu reduzieren. Die dazu notwendigen Maßnahmen sind dementsprechend günstig.

### **Handlungsalternativen**

Die deutschen Sparkassen sollten sich die Frage stellen, wie sie vor dem Hintergrund einer veränderten Kundenbedarfsstruktur, eines zunehmenden Wettbewerbsdrucks und sinkender Konditions- und Strukturbeiträge stabile und stetige (Zins-) Erträge erzielen bzw. sichern wollen.

### **Maßnahmen über das Kundengeschäft**

Geeignete Maßnahmen zur Optimierung des Strukturbeitrags sind kaum durch das Kundengeschäft möglich, da dieses im Wesentlichen durch den Kunden fremdbestimmt ist. Folglich bleibt das Treasury-Management: außerbilanziell durch den Einsatz derivativer Finanzinstrumente, passivisch durch die Refinanzierung und/ oder aktivisch durch Maßnahmen im Depot-A.

### **Maßnahmen über das Eigengeschäft**

Eine Möglichkeit zur Steigerung der Zinsspanne über das Treasury wäre im Zinsumfeld der letzten Jahre beispielsweise eine erhebliche Ausweitung der Fristentransformation durch Umschichtung in Wertpapiere mit langen Laufzeiten gewesen. Allerdings wird derzeit das höhere Zinsänderungsrisiko nicht adäquat durch eine entsprechende Risikoprämie vergütet. Auch ist das Eingehen weiterer Zinsänderungsrisiken für Sparkassen in der Regel schwierig, da meist MaH-Budget und Risikotragfähigkeit nur begrenzt zur Verfügung stehen. Eine weitere Alternative im Depot-A ist die Diversifikation innerhalb der Assetklasse Renten/ Zinsen, um die Abhängigkeit vom Zinsniveau sowie der Steilheit der Zinsstrukturkurve zu reduzieren.

### **Asset-Allokation**

Wengleich Maßnahmen innerhalb der Assetklasse Renten durchaus sinnvoll erscheinen, ist darüber hinaus insbesondere die Zinsabhängigkeit der Sparkassen zu reduzieren und das zur Verfügung stehende Risikokapital auf weitere Assetklassen zu allokatieren, um stabile Ergebnisse zu erzielen. Über

die Positionen des Depot-A kann die Sparkasse am besten Einfluss auf die Erfolgsfaktoren Fristentransformation und Asset-Allokation nehmen. Da dem durch die Fristentransformation eingegangenen Zinsänderungsrisiko derzeit keine nennenswerten Erträge mehr gegenüberstehen, kann eine breitere Asset-Allokation über verschiedenste Assetklassen hinweg ein viel versprechender Lösungsansatz sein, die Ertragsituation der Sparkassen zu stabilisieren. Die Möglichkeiten einer breiten Streuung des Vermögens sind durch die Internationalisierung und Globalisierung sowie die Entwicklung neuer Finanzinstrumente insbesondere in den letzten Jahren stetig angestiegen. Im Umfeld niedriger Zinsen, geringer Corporates-Spreads und einer flachen Zinsstrukturkurve sind die Möglichkeiten, innerhalb der Assetklasse Renten andere Ertragsquellen zu erschließen, stark eingeschränkt. Die Palette der zur Verfügung stehenden Assetklassen hat sich über Aktien, Immobilien, Hedge-Fonds, Rohstoffe, Wandelanleihen und Private Equity sukzessive erweitert. Niedrige oder gar negative Korrelationen zwischen einzelnen Assetklassen ermöglichen dabei sogar eine Reduzierung des Risikos. Die Produktpalette der DekaBank bietet hier für die Institutionellen Kunden konkrete Lösungsbau- steine sowohl als Ergänzung in einem diversifizierten Portfolio, als auch als Einstieg in die Asset Allo- cation. Das gezielte Nutzen von Zusatzerträgen bei gegebenem Risiko steht jeweils im Fokus. Eine aggressive Positionierung ist aber in allen Produkten sowohl strategisch als auch taktisch nicht im Vordergrund.

Einzelfonds:

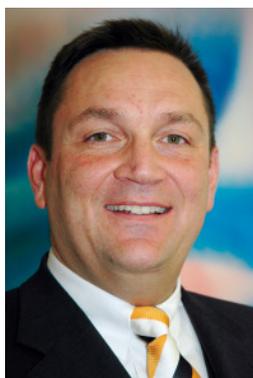
- Deka-Treasury Cash (ISIN: LU0291720059)
- Deka-Treasury Cash Plus (ISIN: LU198291204)
- Deka-CorporateBond ShortTerm (ISIN: DE000DK0ECX2)
- Deka-Multi Credit (ISIN: LU 0291721883)

Dachfonds:

- Deka Zinsbuch Plus (ISIN: LU0243760286)

### **Fazit**

Vor dem Hintergrund der Perspektive einer für längere Zeit weitgehend flachen Zinsstruktur stellt sich die Frage, wie die deutschen Sparkassen den schwindenden Erträgen aus der Fristentransformation sowie möglicherweise weiterhin stagnierenden oder gar sinkenden Margen im Kundengeschäft begegnen werden. Es sind geeignete Gegenmaßnahmen zu ergreifen, um die Abhängigkeit von der Zinsstrukturkurve zu verringern und die Erträge nachhaltig zu sichern bzw. zu steigern. Dies kann durch die Intensivierung des Provisionsgeschäftes erfolgen, wenngleich die kompensatorischen Ef- fekte sicherlich begrenzt sind. Den wesentlichen Beitrag liefert das Treasury-Management. Aufbauend auf der bestehenden Struktur des Reinvermögens ist ein unter Rendite-Risiko-Relationen effizientes, auf die individuellen Gegebenheiten der Bank zugeschnittenes Zielfortfolio zu ermitteln, welches breit über alle verfügbaren Assetklassen diversifiziert ist. Damit vollzieht sich ein weiterer Schritt in Rich- tung der gesamtbankbezogenen Ertrags- und Risikosteuerung durch die Fusion von Kundengeschäft und Eigengeschäft, die Ablösung der Buchdefinition durch die Asset-Allokation sowie eine Integration der Marktpreisrisiken (Aktien, Renten, Immobilien), der Adressrisiken, der Liquiditätsrisiken und der operationellen Risiken in ein diversifiziertes Risikotragfähigkeitskonzept. Der heute stark fokussierte Zinsbuchhebel wird zukünftig vom Vermögenshebel – also dem Verhältnis kurzfristiger Refinanzierun- gen zur Summe der Vermögenswerte der Sparkasse – abgelöst werden.



#### **Deka Investment GmbH**

Mainzer Landstraße 16  
60325 Frankfurt

[www.deka-investment.de](http://www.deka-investment.de)

#### **Ansprechpartner:**

Thomas Killius  
Leiter Institutioneller Vertrieb Asset Management  
Tel. +49 (0) 69 17 47 77 70  
[thomas.killius@dekabank.de](mailto:thomas.killius@dekabank.de)



## **Der deutsche Pensionsfonds: Es tut sich was**

An Pensionsrückstellungen schienen sich die Geister zu scheiden: denkbar günstiges und weitgehend unbeaufsichtigtes Finanzierungsinstrument für unternehmerisches Wachstum hieß es hüben. Intransparentes Gefahrpotenzial für Unternehmen bei denen die Erwirtschaftung immer höherer Rentenzahlungen auf immer schlankeren Strukturen lastet, tönte es von drüben. Allenfalls theoretisch ist das Ergebnis dieser Auseinandersetzung offen. In der Praxis hat sich das Thema erledigt: von rd. 40% in 2004 ist der Grad, zu dem deutsche DAX- Unternehmen bestehende Pensionsverpflichtungen externalisiert und ausfinanziert haben, per Ende 2006 auf über 60% gestiegen. Die Entwicklung hat längst auch bei mittelständischen Unternehmen Einzug gehalten.

### **Motivstruktur**

Das um sich greifende „Funding“ ist keinesfalls allein Ausdruck der Vertriebskraft interessierter Kapitalanlagegesellschaften. Die Motivlage der Unternehmen, die diesen Schritt gehen, ist vielschichtig. Die meisten in der Praxis genannten Argumente kreisen um eine Steigerung der Finanzierungstransparenz bzw. die Verbesserung der subjektiv empfundenen Sicherheit der Versorgung, ein verbessertes Bilanzbild unter IFRS und eine Optimierung der Risikosteuerung. Häufig zu hören ist weiterhin das Bestreben, Liquidität für fällige Leistungen nicht nur bereitzustellen, sondern diese auch verpflichtungskongruent anzulegen. Regelmäßig vorgetragen wird schließlich die Zielsetzung, den Auswirkungen einer sich abzeichnenden Veränderung der „Unternehmensdemographie“ zu begegnen: In dem Umfang wie traditionelle Direktzusagen mit ihren Planteilnehmern altern, ohne dass neue Anspruchsberechtigte nachwachsen, müssen sinkende Pensionsrückstellungen durch Fremdkapital ersetzt werden. Nicht alle diese Argumente halten einer unternehmensspezifischen Überprüfung wirklich nachhaltig stand und jedem Unternehmen, das sich mit der Frage einer möglichen Auslagerung beschäftigt, kann nur zu einer möglichst ergebnisoffenen Liability-Risiko Analyse geraten werden. Aber festzuhalten ist: die Entwicklung der letzten Jahre zur Ausfinanzierung bestehender Pensionsverpflichtungen ist Fakt.

## **Virtuelle oder tatsächliche Verpflichtungsauslagerung?**

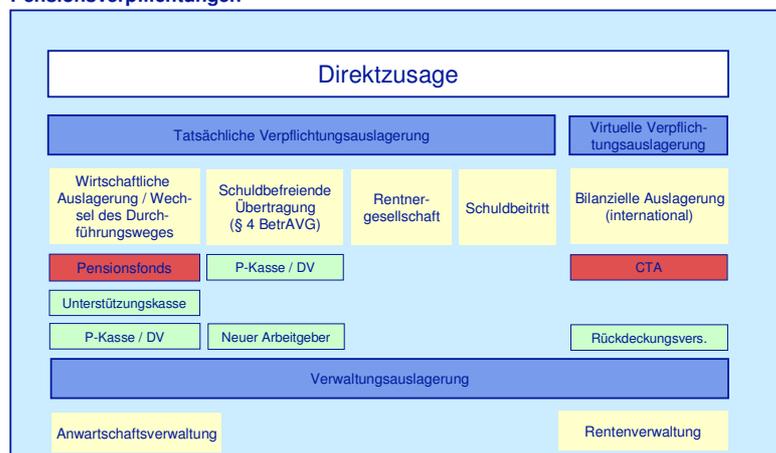
### **Virtuell: das Contractual Trust Arrangement**

Die Plattform derer sich unverändert die große Mehrheit der Unternehmen, die Vermögen zur Bedienung ihrer Pensionsverpflichtungen auslagern, bedient, ist das Contractual Trust Arrangement (CTA). Dabei geht die Verpflichtung zur Erbringung der versprochenen Versorgungsleistung nicht auf einen externen Dritten über: die Versorgungsverpflichtung verbleibt beim Arbeitgeber, das outsourcing ist „virtuell“ und dient vorrangig der Vermeidung des Verpflichtungsausweises im Rahmen internationaler Rechnungslegungsgrundsätze. Die Modelle fallen im Detail durchaus unterschiedlich aus – eine weit verbreitete Form ist der Übertrag von Vermögen durch das Unternehmen auf einen Treuhänder (häufig ein unternehmensseitig gegründeter Verein), der es nach den Anlagegrundsätzen des Trägers anlegt und verwaltet (Verwaltungstreuhand). Im Sinne einer Sicherungstreuhand zugunsten Dritter wird vereinbart, dass der Treuhänder die Ansprüche der Planteilnehmer im Insolvenzfall aus dem ausgelagerten Vermögen befriedigt. Der Maßnahme folgt bei entsprechender Vertragsgestaltung regelmäßig die Anerkennung des Treuvermögens als „Plan Asset“ i.S. von IFRS und damit die Möglichkeit einer Saldierung von Verpflichtung und Vermögen.

Diese Lösung, anerkannt als „equivalent of a trust“ nach IFRS, bei der das Unternehmen mit seiner Direktzusage Schuldner der Verpflichtung bleibt, ist so pragmatisch wie einmalig in der Welt der corporate pension schemes. Sie ist in ihrer weitgehenden Unbeaufsichtigkeit, ihrem Fokus auf Bilanzeffekte nach IFRS und US-GAAP und den unverändert bestehenden Unwägbarkeiten hinsichtlich Insol-

venz sicherheit allerdings nicht das Instrument, das der Gesetzgeber im Auge hatte, als er dem Bedarf zur Schaffung einer Auslagerungsmöglichkeit für betriebliche Pensionszusagen Rechnung tragen wollte.

### Überblick über Gestaltungsmöglichkeiten eines Outsourcings von Pensionsverpflichtungen

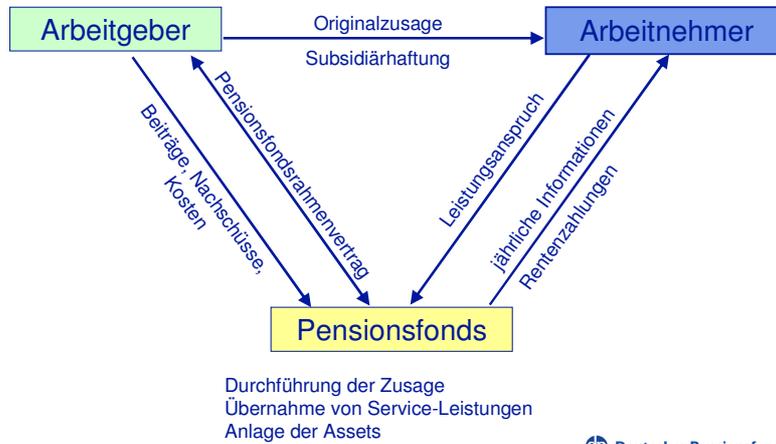


Quelle: Dr. Dr. Heissmann GmbH

db Deutscher Pensionsfonds

### Tatsächlich: der Pensionsfonds

Zielplattform von Gesetzgeber und Regulator war und ist der Durchführungsweg des Pensionsfonds. Leitbild war die Idee einer vollständigen Auslagerung mit kapitalgedeckter Ausfinanzierung der Versorgungsverpflichtungen. Eingeführt in 2002 ist der Pensionsfonds eine rechtlich selbstständige Versorgungseinrichtung. Zunächst nutzbar für die Entgeltumwandlung sollten die eigentlichen Erfolgsgaranten die Eigenschaften sein, die unmittelbar auf die Möglichkeit der Übertragung von Verpflichtungen abstellen: der Pensionsfonds sollte *das* Vehikel werden, über das sich bestehende betriebliche Rentenzusagen ausgliedern lassen - lohnsteuer- und sozialabgabenfrei, betriebsausgabenabzugsfähig mit flexiblen Zahlungen für beliebige Mitarbeitergruppen. Zu den gewünschten Effekten einer Entlastung auch der HGB-Bilanz und einem potenziell verbesserten Kredit-Rating gesellen sich Kostenvorteile: um 80% reduzierte Beiträge zum Pensions-Sicherungsverein und regelmäßig sinkender Verwaltungsaufwand im Unternehmen. Nicht ohne Eigenlob hieß es in der Gesetzesbegründung, man habe nicht nur den Unternehmen helfen, sondern gleichermaßen den Finanzplatz Deutschland stärken wollen. „Mission accomplished“?



Tatsächlich passierte zunächst nicht viel – die vom Gesetzgeber geschaffene Möglichkeit der Auslagerung der Pensionszusagen z.B. auf einen der knapp 20 heute bestehenden überbetrieblichen Pensionsfondsanbieter wurde in der Praxis nur zögerlich angenommen. Es waren Kleinigkeiten, die den Start behinderten:

- Weil der Pensionsfonds Rentnern gegenüber bis Herbst 2005 eine versicherungsförmige Garantie der Leistungen aussprechen musste, galt das Gebot einer Ausfinanzierung der Ansprüche zum Rechnungszinssatz von damals 2,75%. In einen Einmalbetrag umgerechnet ist dies viel Geld – zumal dann wenn das Unternehmen seine Verpflichtung bislang mit ökonomisch sinnvollen 4,5% oder 5% kalkulierte.
- Unterschiede in der Besteuerung der Leistungen aus Pensionsfonds und Direktzusage und die lange unbeantwortete Frage inwieweit und in welcher Form der Wechsel des Durchführungsweges eine aktive Mitwirkung des Leistungsempfängers auslöst.
- Die Feststellung, dass sich bereits erdiente Anwartschaften für den Mitarbeiter tatsächlich steuerfrei überführen ließen, der Arbeitgeber sich bei künftigen Dotierungen allerdings innerhalb des Rahmens der Möglichkeiten des § 3.63 EStG zu bewegen hat, wenn er nicht eine Besteuerung beim Arbeitnehmer auslösen will.

Diese Geburtsfehler wurden in den letzten zwei Jahren erfolgreich adressiert – entweder sie wurden direkt durch den Gesetzgeber behoben oder ihre nachteilige Wirkung wurde in der Praxis durch geschickte Kombination verschiedener Durchführungswege minimiert:

- Die Verpflichtung zum Ausspruch einer versicherungsförmigen Garantie durch den Pensionsfonds entfiel im Wege der 7. VAG-Novelle. Seit Herbst 2005 lassen sich damit Tarife gestalten, die die Durchführung der Zusage und die Kapitalanlage in Rechnung und Risiko der Trägergesellschaft belassen. Der finanzielle Aufwand für eine Initialdotierung des Pensionsfonds sinkt damit auf das Niveau der DBO. Im Gegenzug muss sich der Arbeitgeber allerdings dazu verpflichten, bei Bedarf auch in der Rentenbezugszeit Nachschüsse zu leisten.
- In der steuerlichen Behandlung wird für Rentner zwischen Leistungen des Pensionsfonds und denen des Arbeitgebers aus einer Direktzusage seit dem 1.1.2007 nicht mehr unterschieden. Weil individuelle Nachteile durch den Wechsel des Durchführungsweges damit für einen Pensionär faktisch ausgeschlossen sind, entfällt die immer wieder diskutierte Möglichkeit, dem Übertrag zu widersprechen.
- Sicherlich am interessantesten sind die Lösungsansätze, die insbesondere größere Unternehmen wie Bosch, Siemens oder andere gefunden haben, um neben Pensionären auch Anwärter mit künftigen

Beiträgen, die ggf. oberhalb der Grenzen des §3.63 EStG liegen, in eine Pensionsfondslösung einzu-beziehen. So werden regelmäßig Rentnerbestände bzw. der Past Service für Anwärter auf den Pensi-onsfonds übertragen. Die künftige Dotierung der Anwärter erfolgt, soweit zulässig, ebenfalls zu Guns-ten des Pensionsfonds. Allein das Delta, also der Betrag der oberhalb dessen liegt, was über das Kollektiv und unter Berücksichtigung persönlicher Entgeltumwandlungsleistungen z.B. zu Gunsten einer Direktversicherung im Rahmen von §3.63 EStG dem Pensionsfonds zuführbar ist, wird über ein CTA ausfinanziert. Die Kapitalanlage erfolgt einheitlich z.B. über einen Spezialfonds.

Als Ergebnis dieser Weiterentwicklungen ist der Pensionsfonds heute vielleicht noch nicht das „In-strument of Choice“ wenn es um die Auslagerung bestehender Pensionsverpflichtungen geht – das steigende Transaktionsvolumen zeugt aber von seiner steigenden Beliebtheit und dem Potenzial, das er hat, das CTA künftig in seiner heute noch bestehenden Bedeutung abzulösen.

### **Case study Saint Gobain**

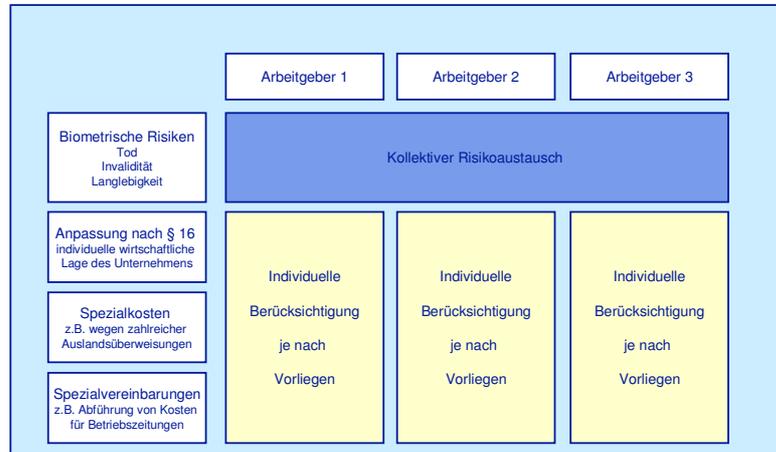
Der französische Konzern Saint Gobain hat im Dezember 2006 einen Großteil bestehender Pensions-verpflichtungen seiner deutschen Tochterunternehmen an die Deutscher Pensionsfonds AG (DPAG), ein Joint Venture von Zurich Gruppe und Deutsche Bank übertragen. Saint Gobain gehört zu den hundert größten Industriegruppen der Welt und ist global führend in der Herstellung von Glas, Hoch-leistungswerkstoffen und Bauprodukten. Zum Portfolio des Konzerns zählen renommierte Marken wie Sekurit Autoglas und der Raab Karcher Baufachhandel.

Es waren vor allem bilanzielle Gründe, die den Konzern bewogen, in Deutschland nach einem Partner für den Transfer seiner Rentenverpflichtungen für 52 deutsche Tochtergesellschaften und ihre unter-schiedlichen Versorgungsordnungen zu suchen. Die Lösung hatte HGB-wirksam zu sein, die Be-schränkung auf ein virtuelles, rein auf das „netting“ nach IFRS abstellendes CTA oder der schlichte Abschluss einer Rückdeckungsversicherung schieden somit aus. Es war der Pensionsfonds – make or break.

Nach Eingang eines im Rahmen eines Finanzierungsplanes gemeinsam mit dem Unternehmen fest-gelegten Einlösungsbeitrages in Höhe der DBO führt die DPAG seit Januar 2007 die Leistungszusa-gen von Saint Gobain für mehr als 11.000 Betriebspensionäre durch. Die Zusagen wurden dabei we-der verändert, noch angepasst. Die Frage einer Bedienung des „Future Service“ wurde zunächst da-durch ausgeklammert, dass die Anwartschaften Aktiver nicht übertragen wurden. Der Übertrag er-folgte nach den Regeln des § 3.66 EStG für den Mitarbeiter lohnsteuer- und sozialversicherungsfrei. Für die involvierten Arbeitgeber war die Dotierung in Höhe des Teilwertes nach §6a EStG steuerneut-ral, der überschießende Betrag bis zur Höhe des Einlösungsbeitrages ist verteilt auf die nächsten 10 Jahre abzugsfähig. In der HGB-Bilanz wird der Ausweis von Pensionsrückstellungen künftig entfallen, da die Zusage vollständig von der DPAG durchgeführt wird. Gleichzeitig stellen die auf die DPAG ü-bertragenen Mittel Plan Assets dar und können nach IFRS mit den Verpflichtungen verrechnet wer-den.

Für den Konzern wurde ein in dieser Form bislang einmaliger Gruppenpensionsplan entwickelt und durch die Aufsichtsbehörden genehmigt. In diesem Plan werden die Versorgungsberechtigten aller einbezogenen Arbeitgeber als Gesamtheit betrachtet. Individuelle Besonderheiten eines Unterneh-mens lassen sich berücksichtigen, ohne dass ein Risikoausgleich arbeitgeberspezifisch abgebildet werden müsste. Die Ratio: je größer das Kollektiv, desto besser lassen sich die biometrischen Risiken wie Tod, Invalidität und Langlebigkeit prognostizieren, desto größer die Skaleneffekte bei der Kapital-anlage und die Optionen bei der Nutzung von Reserven. Arbeitgeberspezifische Besonderheiten wie Rentenanpassungen nach § 16 BetrAVG lassen sich weiterhin individuell abbilden und bepreisen – genauso wie Dienstleistungen wie z.B. in einem Unternehmen gehäuft auftretende Auslandsüberwei-sungen an Betriebsrentner. Um den Anforderungen einer flexiblen Konzernstruktur Rechnung zu tra-gen, wurden Regelungen zur Fusion mit und Trennung von individuellen Arbeitgebern ebenso einbe-zogen wie die Möglichkeit einer Übertragung auf andere Pensionsfonds.

**Gruppenpensionsplan - Beispiel für einen ausgewogenen Mix aus kollektivem Risikoausgleich und Berücksichtigung individueller Regelungen**

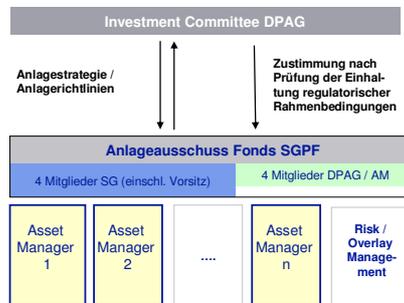


DP Deutscher Pensionsfonds

Der Verzicht auf eine versicherungsförmige Garantie der Rentenzahlungen bedeutete nicht nur, dass man sich bei der Ermittlung des Einlösungsbeitrags streng an dem ökonomischen Wert der Verpflichtungen – rd. EUR 520 Mio – orientieren konnte. Es bedeutete auch, dass das Vermögen nicht nach den Regeln des Deckungsstocks für Versicherer angelegt werden musste und der – unverändert subsidiär haftenden – Saint Gobain erhebliche Mitspracherechte bei der Anlage der Mittel eingeräumt werden konnten. Unter Beteiligung des Aktuariats der DPAG, der seitens Saint Gobain beauftragten Versicherungsmathematiker, eines einbezogenen Asset Consultants und Spezialisten von Deutsche Bank und Deutsche Asset Management wurden eine Asset-Liability-Studie und ein an den Verbindlichkeiten ausgerichtetes Anlagekonzept erstellt und umgesetzt. Investor ist die DPAG, Kern der Finanzanlage ist eine Master KAG, die ein Sourcing des Managements unterschiedlicher Segmente des Gesamtportfolios an unterschiedliche Asset Manager erlaubt, die Einhaltung der Kapitalanlage-richtlinien überwacht und für ein vereinheitlichtes Reporting ggü. der DPAG und den Trägergesellschaften sorgt.

Zielsetzung der Anlage ist es, die langfristige Bedienung der Rentenverpflichtungen sicherzustellen, einen Nachschuss seitens der Trägergesellschaften weitestmöglich auszuschließen und dabei gleichzeitig Überschüsse zu erwirtschaften, die zurück übertragen werden können, ohne dass die Eigenschaft der übertragenen Mittel als Plan Assets gefährdet wird. Eine Nachschussverpflichtung würde in dem Moment entstehen, wo das gesetzlich vorgeschriebene Mindestvermögen für den Rentnerbestand unterschritten würde. Dabei wird der Gruppen-Pensionsplan als Ganzes auf das Bestehen einer Nachschusspflicht geprüft – d.h. solange die Überschüsse von Arbeitgebern in ihren jeweiligen virtuellen accounts etwaige Unterdeckungen der anderen aus dem Kollektiv übersteigen, entsteht insgesamt keine Nachschusspflicht.

## Organisation und Verantwortlichkeiten



- Die Kapitalanlage erfolgt im Namen der DPAG auf Risiko von Saint Gobain (SG)
- Mitspracherechte der SG werden durch den Anlageausschuss Fonds SGPF wahrgenommen
- Der Anlageausschuss verantwortet die Vermögensanlage unter Abwägung von Ertragsmöglichkeiten und Verpflichtungsstruktur im Sinne der Pensionäre und der Minimierung von Nachschusssrisiken
  - Festlegung der Anlagepolitik
  - Regelmäßige Überprüfung der Angemessenheit der Anlagepolitik
  - Dokumentation und Abstimmung mit dem Investment Committee der DPAG

Deutscher Pensionsfonds

Die Überführung von Einzelzusagen und kleinerer Kollektive auf einen Pensionsfonds ist fast 5 Jahre nach Einführung dieses 5. Durchführungsweges der betrieblichen Altersvorsorge und dem Vorliegen entsprechender Tarifstandards geübte Praxis. Wie schnell sich allerdings ein solches Vorhaben mit mehr als 50 verschiedenen Gesellschaften, fast 80 unterschiedlichen Einzelzusagen und der Etablierung der erforderlichen Schnittstellen zwischen Trägerunternehmen, Pensionsfonds und Asset Manager umsetzen lässt, ist ganz wesentlich von der Professionalität des Projektmanagements abhängig. Der bei Einführung einer neuen Tarifstruktur notwendige enge Kontakt zu den Aufsichtsbehörden, effiziente Arbeitsstrukturen, die regelmäßige und zeitnahe Information der Entscheidungsträger, ein gut organisierter Informationsprozess ggü. den Versorgungsberechtigten und nicht zuletzt eine saubere Dokumentation, die frühzeitige Plausibilisierung und Kontrolle von Ergebnissen trugen maßgeblich zu einer Umsetzung innerhalb von 6 Monaten bei.

Die Ziele, die sich Saint Gobain im Rahmen seiner strategischen Planung vorgenommen hatte, nämlich eine Bilanzbereinigung nach HGB und IFRS und Verbesserung der Kennzahlen, positive Effekte in der (französischen) Konzernsteuerbilanz, eine Kostenreduktion durch ermäßigte PSV-Beiträge und Effizienzsteigerung bei der Durchführung der Direktzusage, ein professionelles Kapitalanlagemanagement für das Versorgungsvermögen und schließlich die Vereinfachung künftiger M&A Aktivitäten durch eine transparente Bewertung der mit Assets unterlegten Verpflichtungen konnten erreicht werden. Mission accomplished.

### Autor und Ansprechpartner:

Nikolaus Schmidt-Narischkin  
 Deutsche Asset Management Investmentgesellschaft mbH  
 Pension Solutions  
 Mainzer Landstrasse 178-190  
 60327 Frankfurt

Tel.: ++49 - (0)69 - 71706-3100

Fax: ++ 49- (0)69 - 71706-3449

e-mail: nikolaus.schmidt-narischkin@db.com

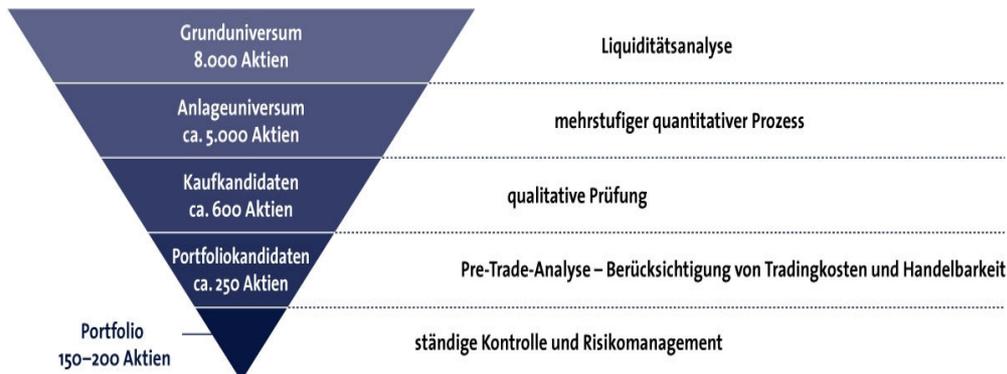
## „Ulm goes global“

### Erfolgreiches quantitatives Aktienmanagement von First Private überzeugt auch auf globaler Ebene

#### Die Globalisierung einer Erfolgsgeschichte

Der 1999 aufgelegte Publikumsfonds First Private Europa Aktien ULM steht seit Jahren an der Spitze seiner Vergleichsgruppe im Anlagesegment „Aktien Europa“. Der mit einem „AAA“ ausgezeichnete Fonds (TELOS FondsRating 07/2006) steht wie kaum ein anderer für systematisch-quantitatives Assetmanagement, disziplinierte Investmententscheidungen und fundamentale Grundüberzeugungen.

First Private bietet seit Dezember 2006 seine Expertise im Aktienmanagement auch in einem global anlegenden Publikumsfonds an. Dabei werden einerseits die bewährten Überzeugungen und Analysensysteme des "ULM-Fonds" konsequent genutzt. Andererseits werden den Besonderheiten des globalen Aktienuniversums Rechnung getragen. Aus weltweit rund 8000 Aktien werden die aussichtsreichsten Investments über eine streng systematische Titelselektion herausgefiltert und gekauft. Die höchsten Rendite-Potenziale sind dabei je nach Bewertung mittel- bis langfristig durch eine Kombination aus Value- und soliden Wachstumswerten zu heben. Dieses Fondskonzept besticht ebenso wie der Europa-Fonds zum einen durch eine disziplinierte Umsetzung der Modellportfolien und zum anderen durch eine breite Diversifikation auf Länder- und Sektorebene.



#### Aktiver, systematisch-quantitativer Investmentstil

Nach einer präzisen Analyse der Liquidität der im Universum befindlichen Aktien entscheidet eine quantitative Systematik über die Kaufkandidaten. Der mehrstufige Prozess basiert auf einer Vielzahl von Faktoren aus den Kategorien Bewertungs-, Wachstums- und Bilanzkennzahlen. Die Auswahlkriterien berücksichtigen dabei regionale und sektorale Besonderheiten. Durch multiple Regressionen werden die Strategien um Störgrößen bereinigt, um möglichst "rauscharme" Signale zu liefern. Im Ergebnis werden ca. 600 Aktien (aus einem Universum von mehr als 8000) ausgewählt, die dann diversen Qualitätsfiltern standhalten müssen, wobei hier die Bilanzsolidität im Vordergrund steht. Durch extensive Pre-Trade-Analysen werden ca. 150-200 Aktien nach Berücksichtigung von Transaktionskosten und Handelbarkeit für den Fonds selektiert. Eine ausreichende Diversifikation auf Branchen- und Länderebene wird hergestellt, indem die jeweilige Über- oder Untergewichtung auf etwa 10% limitiert wird.

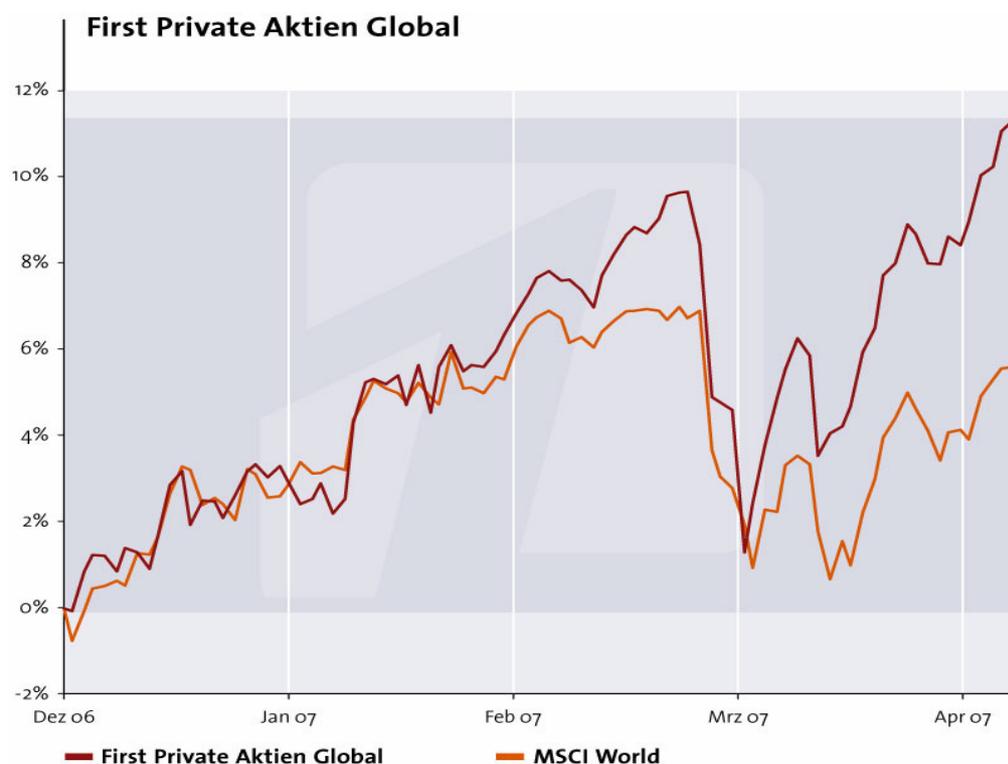
### Disziplinierter Portfolio-Aufbau, konsequentes Risikomanagement

Einmal im Quartal wird das Portfolio unter strenger Verkaufsdisziplin neu aufgebaut. Dabei werden nur die Titel behalten, die auch zu diesem Zeitpunkt die wesentlichen Kaufkriterien erfüllen würden. Kurs- und Ertragsentwicklungen werden laufend überwacht, so dass spürbare Veränderungen auch zum "vorzeitigen" Verkauf einer Aktie führen können. Größere Abweichungen gegenüber dem Modellportfolio werden korrigiert.

### Überlegene Investment-Ergebnisse

Nicht nur in der Rückrechnung hat die Strategie des First Private Aktien Global mit einer deutlichen zweistellige Outperformance (in Prozentpunkten) gegenüber dem Referenzindex MSCI World überzeugt. Auch seit Fondsaufgabe am 01.12.2006 setzt sich der First Private Aktien Global kontinuierlich vom Referenzindex ab. Aktuell liegt die Outperformance bei 5,7 Prozentpunkten gegenüber dem MSCI World Index. (Stand Mitte April)

Binnen der ersten fünf Monate hat der Fonds angedeutet, dass das bewährte fundamental-quantitative Konzept von First Private besonders dazu geeignet ist, die sich auf globaler Ebene bietenden Chancen zu nutzen.



First Private Investment Management KAG mbH  
Westhafenplatz 6–8, D-60327 Frankfurt am Main  
Telefon: +49 (0)69 50 82 – 0 und Telefax: +49 (0)69 50 82 – 440  
[www.first-private.de](http://www.first-private.de)  
[info@first-private.de](mailto:info@first-private.de)

#### **Ansprechpartner:**

Tobias Klein, Geschäftsführender Gesellschafter  
Telefon: +49 (0)69 50 50 82 – 0  
[tobias.klein@first-private.de](mailto:tobias.klein@first-private.de)

Oliver Fischer, Sales Director  
Telefon: +49 (0)69 50 50 82 – 471  
[oliver.fischer@first-private.de](mailto:oliver.fischer@first-private.de)

Richard Zellmann, Sales Director  
Telefon: +49 (0)69 50 50 82 – 480  
[richard.zellmann@first-private.de](mailto:richard.zellmann@first-private.de)

## ING Investment Management

Die ING Groep N.V. ist ein niederländischer Allfinanzkonzern mit Sitz in Amsterdam. Der Konzern entstand im Jahr 1991 aus einer Fusion des Versicherers „Nationale-Niederlanden“ mit der [NMB Postbank Group](#) und nannte sich nach dem Zusammenschluss „Internationale Nederlanden Groep“ (ING). Das Unternehmen ist in mehr als 50 Ländern vertreten, hat über 115.000 Angestellte und betreut weltweit über 60 Millionen Kunden. Der ING Konzern ist nach einer aktuellen Publikation des Forbes Magazins das zehntgrößte Unternehmen der Welt.

ING Investment Management (ING IM) ist der Asset Manager im Konzern und gehört mit ca. € 370 Mrd. „Assets under Management“ in die Top 20 der globalen Asset Manager. 760 Mitarbeiter in der ganzen Welt stützen sich auf ein weit reichendes Netzwerk und können so regionale und globale Kundenanforderungen direkt vor Ort erfüllen. Die ING IM ist geographisch in ING IM Europe, ING IM Americas und ING IM Asia Pacific unterteilt. Unsere nach Regionen gegliederte Unternehmensstruktur stellt sicher, dass wir die lokalen Märkte genau verstehen und internationale Investmentchancen nutzen können.

ING IM Europe ist als Teil des ING Konzerns die Nummer sechs unter den 20 größten europäischen Finanzdienstleistern. Derzeit ist ING IM Europe in 14 europäischen Ländern vertreten, darunter Belgien, Frankreich, Italien, Niederlande, Portugal, Spanien, Schweiz, Schweden, Luxemburg, Griechenland, Ungarn, Tschechische Republik und Polen.

Seit 2007 ist ING IM mit einer eigenen Niederlassung in Deutschland vertreten. Mit einem Team in Frankfurt am Main für Kundenbetreuung, Vertrieb und Marketing wird so das Know-How des lokalen Marktes und Kundenbetreuung vor Ort mit internationaler Produktexpertise optimal verbunden.

Das verwaltete Vermögen in Europa beläuft sich zurzeit auf mehr als € 152 Mrd. ING IM Europe kann auf mehr als 35 Jahre Erfahrung in der Betreuung von Pensionsfonds und -kassen, Versicherungsunternehmen, Stiftungen und Vertriebspartnern zurückblicken. Aktuell betreut ING IM Europe 460 institutionelle Anleger mit mehr als € 100 Mrd. investiertem Vermögen.

ING Investment Management bietet seinen Kunden eine große Anzahl von Investment-Lösungen, und ist ein zuverlässiger Partner bei deren Umsetzung. Zu unseren besonderen Stärken gehören:

- im Aktienbereich die High Dividend Strategien (Global / Euro / Europa / USA / Asien), Real Estate Strategien (Global / Europa / Long/Short) und asiatische Strategien mit oder ohne Japan
- im Rentenbereich die Euro Credit, Emerging Markets Debt, Global High Yield und Senior Bank Loans Strategien.
- Im Bereich Alternative Investments haben wir ausgezeichnete Hedge Funds und Structured Funds.

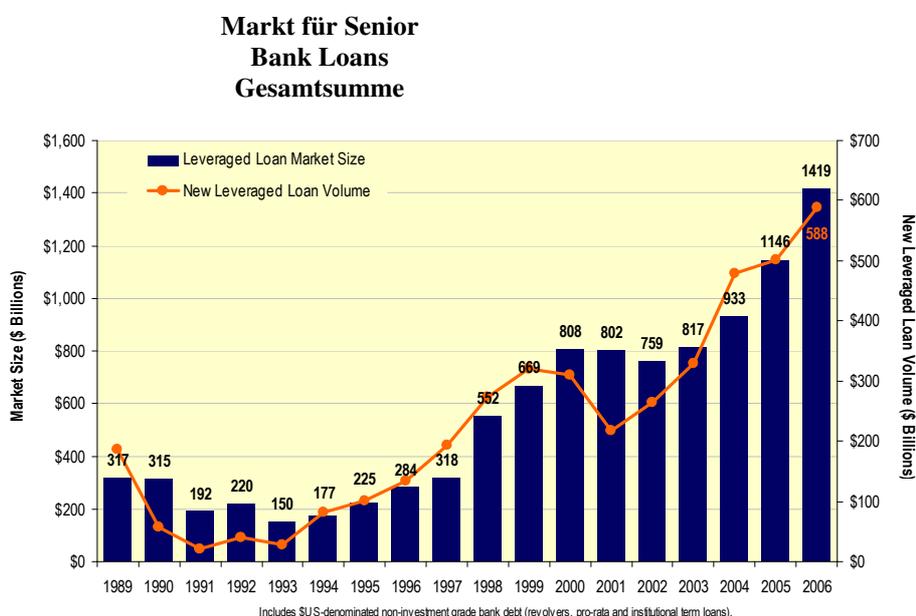
Das firmenspezifische Risiko Management ist dabei ein wichtiger Bestandteil des ING IM Investmentansatzes.

## Senior Bank Loans: Eine besondere Anlagenklasse

Senior Bank Loans wurden ursprünglich von großen Geschäftsbanken ausgegeben. Das Spektrum hat sich inzwischen um institutionelle Anleger (CLOs, Investmentfonds, Hedge-Fonds, Versicherungsunternehmen, Rentenfonds) sowie andere Banken erweitert. Der Umfang dieser Kredite kann zwischen 50 Millionen Euro bis über 3 Milliarden Euro variieren.

Der Markt für Senior Bank Loans war in der Vergangenheit von Geschäftsbanken dominiert. Da die Kapitalauflagen für Kredite für die Banken zugenommen haben und die Bereitstellungsprovisionen und Verwaltungsgebühren infolge des größeren Wettbewerbs niedriger ausfallen, haben institutionelle Anleger in großem Umfang Einzug in den Markt gehalten. In den USA begann diese Entwicklung in den frühen 1990er Jahren, in Europa dagegen erst vor kurzer Zeit. Heute nutzen Geschäftsbanken ihre Kreditgeschäfte, um Gebühren zu erwirtschaften und sich zusätzliche Umsatzquellen zu erschließen (Finanzmanagementdienste, Beratungsleistungen bei Fusionen und Übernahmen usw.).

Abbildung 1. (Quelle – Credit Suisse)



In Abbildung 1 (siehe oben) ist das anfängliche Emissionsvolumen und der Umfang der Anlagenklasse in den USA für die vergangenen siebzehn Jahre dargestellt.

Der Markt für Senior Bank Loans ist seit 1989 deutlich gewachsen, und er wächst auch weiterhin, sowohl in den USA als auch in Europa. Derzeit beträgt der Gesamtumfang des US-Marktes für Senior Bank Loans etwa 1,4 Billionen US-Dollar, der europäische Markt liegt etwa bei 350 Milliarden Euro. In den USA machen institutionelle Anleger fast 75% der Anleger dieser Anlagenklasse aus, klassische Banken kommen auf nur 25%. In Europa setzten sich die Anleger dieser Anlagenklasse zu 40% aus institutionellen Anlegern zusammen, 60% sind Banken. Diese Entwicklung in Europa ist jedoch im Umbruch, und zwar zugunsten der institutionellen Anleger.

## Senior Bank Loans: Besondere Merkmale

Senior Bank Loans sind Schuldpapiere mit einem variablen Zins, die vorrangig zu bedienen sind. Innerhalb der Vermögensstruktur eines Kreditnehmers genießen sie gegenüber allen anderen Schulden Priorität und werden durch das Vermögen des Unternehmens gesichert.

Ein wichtiger Aspekt von Senior Bank Loans ist, dass sie einen variablen und keinen festen Zinssatz aufweisen. Senior Bank Loans verzinsen zu Sätzen, die als festgelegte Differenz (üblicherweise 150 Basispunkte oder mehr, je nach Kreditqualität des Darlehens) über dem LIBOR (London Inter-Bank Offered Rate) liegen. Diese Sätze werden regelmäßig neu festgesetzt, gewöhnlich monatlich oder vierteljährlich. Infolgedessen verfügen Senior Bank Loans über eine extrem kurze Zinslaufzeit und sind daher eine natürliche Absicherung gegen Schwankungen kurzfristiger Zinssätze.

Ein weiterer wichtiger Aspekt von Senior Bank Loans ist, dass sie durch das Vermögen des Kreditnehmers gesichert sind. Bei Zahlungsausfällen können mit Senior Bank Loans deutlich mehr Schulden eingetrieben werden als bei nicht gesicherten Hochzinsanleihen. Dadurch können Kreditnehmer durch die Investition in Senior Bank Loans von einem niedrigen Volatilitätsprofil profitieren. Abbildung 2 veranschaulicht die Volatilität verschiedener Anlagenklassen. Senior Bank Loans sind mittels des S&P/LSTA Indizes dargestellt.

Abbildung 2. (Quelle – Credit Suisse)



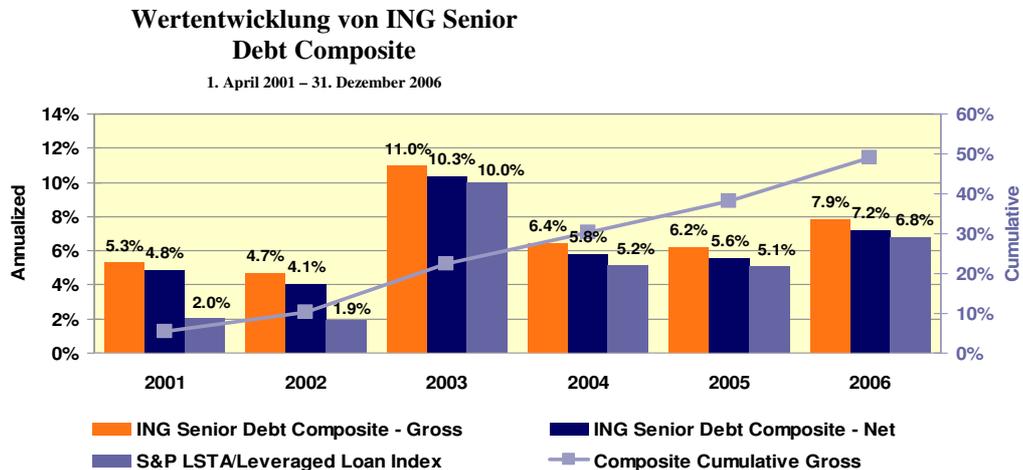
Des Weiteren haben Senior Bank Loans in der Vergangenheit positive Renditen gebracht, sogar in den turbulenten Jahren 1998 und 2001/2002. Im Gegensatz zu hochverzinslichen Anleihen gab es noch kein Jahr, in dem diese Anlagenklasse eine negative Rendite verzeichnet hat. Nicht zu letzt sei darauf hingewiesen, dass Senior Bank Loans eine sehr geringe Korrelation zu anderen Anlagenklassen aufweisen.

### **Senior Bank Loans: ING Investment Management**

ING IM verfügt über eine besondere Investmentstrategie im Bereich der Senior Bank Loans, die bislang ausgezeichnete Ergebnisse erzielt hat. Die ING Senior Debt Group hat ihren Sitz in Scottsdale im US-Bundesstaat Arizona und engagiert sich seit Mitte der 1990er Jahre auf dem US-amerikanischen Markt für Senior Bank Loans. ING Investment Management ist seit einiger Zeit auch auf dem europäischen Markt für Senior Bank Loans aktiv und verfügt über ein eigenes 33-köpfiges Investment-Team in Den Haag.

Das verwaltete Vermögen von über 7 Milliarden US-Dollar setzt sich aus US-Fonds, europäischen Fonds und CLOs zusammen. Der ING Senior Debt Composite kann mit einem erstklassigen Alpha und einer überdurchschnittlichen Sharpe Ratio aufwarten. Die Bruttorendite lag stets über der des Vergleichsindex (siehe Abbildung 3).<sup>1</sup>

Abbildung 3. (Quelle - ING Investment Management; S&P/LSTA)



Grund dafür ist ein einzigartiges Auswahlverfahren bei ING Investment Management, das eine strukturierte Kreditanalyse mit einem strengen Risikomanagement verbindet. Die Analysten von ING Investment Management konzentrieren sich auf erstklassige Kredite mit einem Rating von BB+ bis B, die eine überdurchschnittliche Rendite aufweisen. Um das Kreditrisiko zu minimieren, setzen die Portfoliomanager neben einer grundlegenden Kreditanalyse auch auf die Diversifizierung von hochliquiden Krediten.

Die Entwicklungen am europäischen Kreditmarkt haben auch in der EU das Interesse von institutionellen Anlegern an Senior Debt Loans geweckt. Dies hat im September 2005 zur Auflegung eines in Euro notierten Publikumsfonds geführt, dem ING International (II) - Senior Bank Loans Euro. Dieser Fonds bietet europäischen Anlegern Zugang zu dieser Anlagenklasse und umfasst eine tägliche Marktbewertung und attraktive Liquiditätsoptionen. Er investiert in US-Dollar und anderen Währungen ausgestellten Kredite sowie Unternehmen mit Sitz in den USA und Europa. Die geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen bietet Anlegern eine umfassende Diversifizierungsmöglichkeit innerhalb ihres Portfolios. Alle Währungen werden gegen den Euro abgesichert. Das europäische Investment-Team ist voll in die ING Senior Debt Group integriert und wendet dieselben Entscheidungsprozesse und Risikokontrollen wie das in den USA beheimatete Team an. Der Fonds hat sich bisher sehr gut entwickelt und seit seinem Start den Vergleichsindex S&P/LSTA Leveraged Loan Index (Euro-Hedged) überflügelt. In weniger als einem Jahr wurden ca. 2 Milliarden Euro in den Fonds investiert.

**Weitere Informationen erhalten Sie bei:**

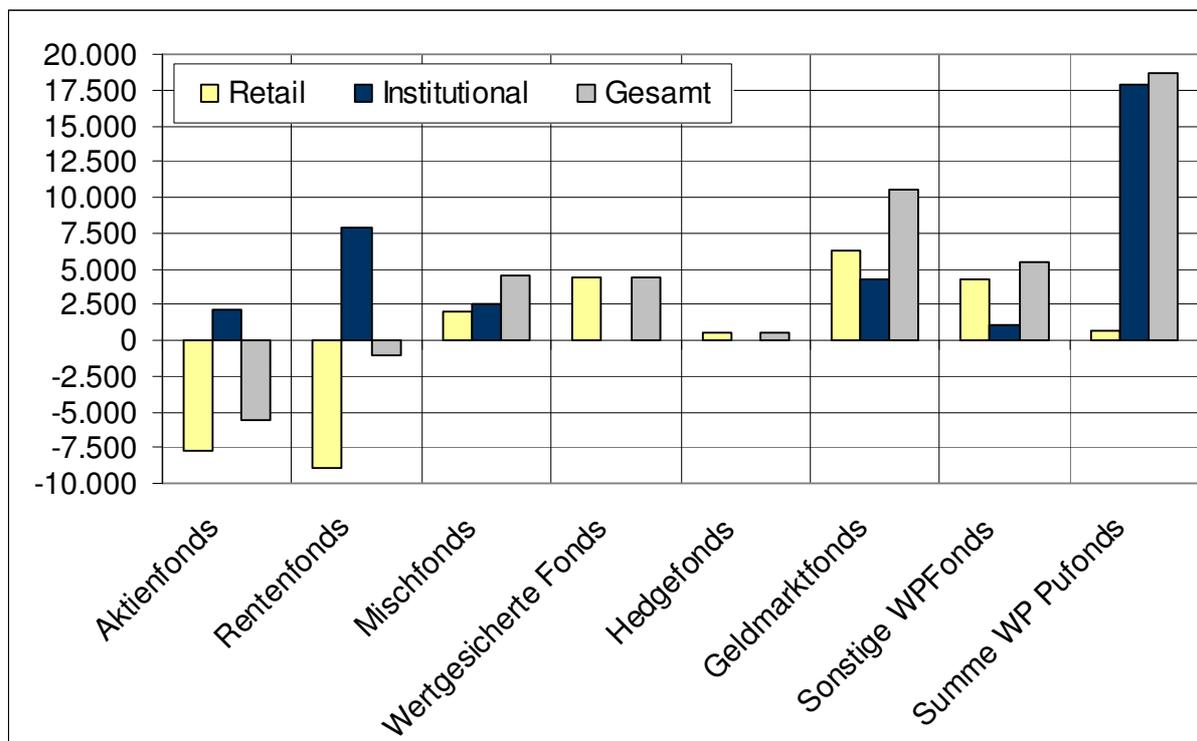
ING Investment Management  
Westhafenplatz 1  
60327 Frankfurt am Main  
Tel.: +49 69 50 95 49 – 0  
Fax: +49 69 50 95 49 – 30  
[funds.germany@ingim.com](mailto:funds.germany@ingim.com)

Publikumsfonds für Institutionelle  
 Professionelle Anlagestrategien in neuem Gewand!

**Maßanzug oder Kleidung von der Stange? Mit der Antwort auf diese Frage hält es sich wie mit dem zunehmenden Einsatz von Publikumsfonds: Sie ist keine Frage des Kundenstandes, sondern eine der Individualität und Neuartigkeit oder gar der Zweckmäßigkeit und Funktionalität. Ursprünglich wurden Publikumsfonds als zu wenig bedarfsgerecht, zu teuer oder unflexibel geschmäht – inzwischen haben diese Anlagestrategien einen enormen Zulauf. Denn sie sind mittlerweile eine ernsthafte Alternative zu Spezialfonds.**

Ein Blick auf den Markt zeigt die wachsende Beliebtheit von Publikumsfonds bei institutionellen Investoren. Im Jahr 2006 stammten etwa 96 Prozent des Nettoabsatzes in Wertpapier-Publikumsfonds von institutionellen Anlegern. Die Grundlage für dieses Wachstum hat der Erlass des Investmentgesetzes (InvG) bzw. der OGAW-Richtlinie geschaffen. Nach ihr können Publikumsfonds in verschiedenen Tranchen mit jeweils unterschiedlicher Gebühr und Ausschüttungspolitik ausgestattet sein. Hinzu kommt: Anlagestrategien im Gewand eines Publikumsfonds haben erhebliche Vorteile gegenüber herkömmlichen Spezialfonds.

Abbildung: Mittelaufkommen in 2006 bei BVI-Publikumsfonds + zugeordnete Luxemburger und sonstige ausländische Fonds deutsche Provenienz (ohne Dach- und Immobilienfonds).



Quelle: *Daten BVI Ende 2006; mit eigenen Schätzungen*

## **Innovationskraft von Publikumsfonds**

Die Publikumsfonds ermöglichen Anlageprofile mit neuartigen Charakteristika für Risiken, Chancen und Liquidität sowie neue Asset-Klassen. Ein klassisches Beispiel für die Innovationsfähigkeit von Publikumsfonds, neue Asset-Klassen zu erschließen, sind Commodities-Fonds – also Fonds, die den Anleger an der Wertentwicklung der Rohstoffmärkte partizipieren lassen. Bis zum Frühjahr 2005 konnte man in Deutschland lediglich über Derivate oder strukturierte Anlagen in diese Asset-Klasse investieren. Richtlinienkonforme Rohstofffonds sind meist nur als Luxemburger Publikumsfonds verfügbar. Denn die Luxemburger Fondsaufsichtsbehörde hat den regulatorischen Interpretationsspielraum genutzt und Fonds über Derivate auf anerkannte Finanzindices - wie zum Beispiel den DJ AIG Commodities Index - als zulässig anerkannt, obwohl Rohstoffe nach der OGAW-Richtlinie nicht direkt als Investments für Fonds genannt sind.

## **Liquidität bei geringen Transaktionskosten sicherstellen**

Mit einer Strategie, wie etwa dem Pioneer Investments Euro-Geldmarkt Plus in Form eines Publikumsfonds, können Investoren eine hohe Liquidität bei geringen Transaktionskosten und verbesserter Bonität sicherstellen. Der Fonds bietet damit eine Alternative zu Anlagen in qualitativ hochwertige Asset Backed Securities. Letztere bieten zwar meist eine relativ stabile und höhere Verzinsung als die unbesicherten Tagesgelder der Banken, wie sie der Geldmarktfonds abbildet, sind allerdings weniger liquide. Unternehmen mit hohen Cash-Beständen können daher von den Vorzügen des Publikumsfonds profitieren. Denn den einzelnen Investoren bietet sich eine hohe Liquidität – und zwar in Form einer täglichen Liquidierbarkeit und einer Minimierung der Transaktionskosten bei Mittelzu- und -abflüssen. Dieser Vorteil lässt sich für alle Investoren verwirklichen, sofern einzelne Investoren keinen maßgeblichen Anteil an dem Fonds besitzen. Die Kritik, dass sich Großorders bei Publikumsfonds zwangsläufig negativ auf die restlichen Anteilseigner auswirken, wird dabei durch die Praxis des Fondsmanagements widerlegt. Denn größere Mittelzuflüsse institutioneller Anleger bieten den Fondsmanagern oftmals attraktive Chancen, das Portfolio neu auszurichten, ohne vorher andere Bestandteile mit Transaktionskosten veräußern zu müssen. Neben diesem Liquiditätsvorteil bieten diversifizierte Geldmarktfonds mit Ratings bis zu AAA eine deutlich bessere Kreditqualität als dies Bankanlagen mit einem Durchschnittsrating von AA könnten.

## **Der Druck zur guten Performance ist größer**

Publikumsfonds steigern die Qualität der Anlagestrategien. Denn sie erhöhen den Performancedruck auf den Manager und verringern die Kosten. Die Performance einer Anlagestrategie ist natürlich zunächst unabhängig von der Wahl der Anlageform – Spezial- oder Publikumsfonds. Allerdings wird das Management eines Publikumsfonds aufmerksamer beobachtet. Öffentliche Rankings und Ratings sind ein hoher Motivationsfaktor für Fondsmanager und für die Fondsgesellschaft insgesamt, die höchste Anlagequalität sicherzustellen. Von diesem erhöhten Performancedruck profitieren die institutionellen Anleger. Umgekehrt tragen sie durch ihr qualifiziertes Feedback zur hohen Qualität der Fonds bei, was auch privaten Anlegern zu Gute kommt.

## **Die Kosteneffizienz steigt**

Angesichts moderner IT-Unterstützung und so genannter Straight Through Prozesse für Institutionelle sind die Vorteile von Publikumsfonds in punkto Kosteneffizienz nicht auf den ersten Blick zu erkennen. Sprechen doch die verglichen mit Spezialfonds längeren Genehmigungs- und Auflagefristen gegen die Publikumsfonds. Dennoch entstehen mit Publikumsfonds besonders beim Einsatz komplexer, aufwändig zu buchender, neuer Instrumente erhebliche Vorteile in der Umsetzungsgeschwindigkeit, im Handel und in der Dokumentation. Der entscheidende Vorteil sind hierbei die Skaleneffekte der Publikumsfonds. Es macht einen Unterschied, ob derartige Investments für viele Investoren einmal gesammelt im Publikumsfonds oder in einer Vielzahl von Spezialfonds eingesetzt werden.

Doch nicht nur einzelne Investments, sondern auch umfassende Strategien lassen sich mit Publikumsfonds kosteneffizienter gestalten. Ein Beispiel dafür ist der Pioneer Investments Total Return. Ursprünglich wurde er für die Bedürfnisse institutioneller Kunden entwickelt und in Spezialfonds implementiert. Bald erkannte man aber, dass diese Strategie in diesem Rahmen an ihre Grenzen stieß. Ein

in höchstem Maße weltweit diversifiziertes Portfolio über acht Anlageklassen mit einem komplexen Risikomanagement-System war in einem großvolumigen Fonds kostengünstiger und damit auch performanceträchtiger umzusetzen. Die Folge: Total-Return-Publikumsfonds gehörten im vergangenen Jahr zu den Favoriten der Anleger, insbesondere der institutionellen.

Ein weiteres Beispiel, wie sich die Performance durch eine erhöhte Kosteneffizienz verbessern lässt, ist die Nutzung von Publikumsfonds im Rahmen von Core-Satellite-Strategien. Viele Consultants, Multimanager oder gar Spezialfondsmanager nutzen inzwischen Publikumsfonds, um spezielle Themen, Märkte und Anlagestile effizienter beizumischen. Gerade bei kleineren Portfolios lässt sich eine solche modulare Bauweise erfolgreich umsetzen, aber auch bei großen Depotzusammensetzungen werden zunehmend Core-Satellite-Strategien verfolgt.

### Service verbessert sich ständig

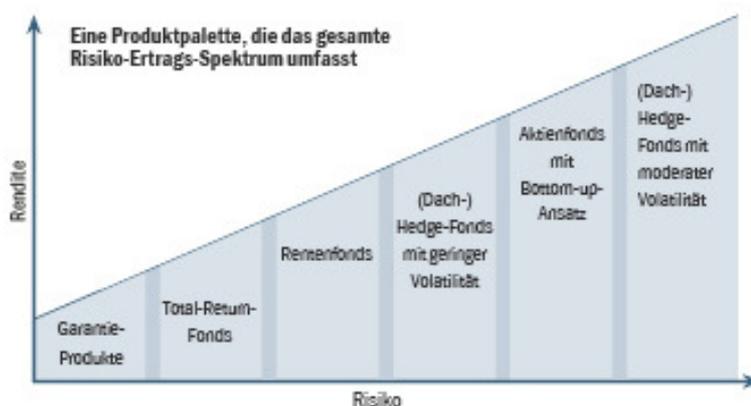
Sicherlich ist die Qualität von Fonds nicht nur eine Sache der Performance, sondern auch eine der Individualität und der Flexibilität. Vielleicht lässt sich nicht jede individuelle Risiko-Return-Struktur oder jeder Sonderwunsch durch Publikumsfonds abbilden. Allerdings stellt sich häufig die Frage, ob solche Spezialkonstruktionen ökonomisch sinnvoll sind.

Beim Service und den Zusatzdienstleistungen mögen manche Anbieter zwar noch ihre Defizite haben. Auf der anderen Seite stehen den institutionellen Investoren bei Publikumsfonds immer umfangreichere und adäquatere Reports und Informationen zur Verfügung. Zudem hat die eingeschränkte Flexibilität in der Gestaltung des Portfolios zugleich den Vorteil einer höheren Transparenz in der Strategie. Die Kostenstruktur und funktionalen Qualitäten der Publikumsfonds können also etwas bieten, was anderen Anlageformen nicht oder nur deutlich schlechter möglich ist. Mit anderen Worten: Der teure „Maßanzug“ Spezialfonds muss nicht zwangsläufig besser zu den Anforderungen des institutionellen Anlegers passen. Zudem ist er weniger kosteneffizient als die Alternative Publikumsfonds.

**Von Dr. Wolfgang Kirschner, Geschäftsführer bei Pioneer Investments**

### Über Pioneer Investments:

Pioneer Investments ist eine international tätige Investmentgesellschaft mit einem verwalteten Fondsvermögen von rund 230 Mrd. Euro. Das Unternehmen bietet eine breite Palette von Aktien-, Obligationen- und Geldmarktfonds sowie alternative Investmentprodukte und strukturierte Produkte an. Die Unternehmensgruppe unterhält Büros in 22 Ländern der Welt mit rund 2300 Angestellten. Als globaler Vermögensverwalter bringt Pioneer Investments jahrzehntelange Marktkenntnisse in vielen Teilen der Welt mit und bietet gleichzeitig lokale Expertise. Pioneer Investments gestaltet auf der Basis seiner über 79 Jahre langen Erfahrung Investmentlösungen für institutionelle Investoren, Versicherungen, Pensionsfonds, Banken und Sparkassen sowie Privatkunden.



Die Ratingagentur Fitch hat Pioneer Investments mit der Note "AM2+" Asset Manager Rating für einen hohen Qualitäts- und Prozessstandard in den Investmentzentren Boston, Mailand und Singapur ausgezeichnet. Pioneer Investments und Pioneer Alternative Investments sind Markennamen der Unternehmensgruppe Pioneer Global Asset Management S.p.A (PGAM). PGAM ist eine Tochtergesellschaft von UniCredito Italiano S.P.A.

**Ansprechpartner:**

*Marc Bubeck, Michael Finkbeiner*

Telefon: +49 (0)89-99 226-23 83, -86 01

Telefax: +49 (0)89-99 226-23 98

E-Mail: [presse@pioneerinvestments.com](mailto:presse@pioneerinvestments.com)

Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH

Apianstraße 16-20, 85774 Unterföhring bei München, Deutschland

Telefon: +49 (0)89-99 226-0, Telefax: +49 (0)89-99 226-40 20, [www.pioneerinvestments.de](http://www.pioneerinvestments.de)



## **SEB Asset Management AG** **Der "REIT": ein neuer Megatrend?**

Die SEB gehört zu den führenden Finanzdienstleistern Nordeuropas und operiert weltweit in 20 Ländern. Zu den zehn Heimatmärkten zählen die skandinavischen und baltischen Länder sowie Deutschland, Polen und die Ukraine. Europaweit betreut der SEB-Konzern mehr als 5 Millionen Kunden, davon 1 Million in Deutschland. Die SEB beschäftigt rund 20.000 Mitarbeiter und betreibt 600 Filialen. Die SEB Asset Management AG (SEB AM) ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der SEB AG. Das verwaltete Vermögen der SEB Asset Management Gruppe beträgt 103 Milliarden Euro (Stand 12/2006), wobei in Deutschland ca. 20 Milliarden Euro betreut werden. Im Investmentmanagementbereich der SEB AM Frankfurt findet man sowohl sehr tief greifendes Immobilienspezialwissen vor, sowie weit reichende Wertpapierkompetenz auf der Aktienseite. Beide Kernkompetenzen macht sich Thomas Körfggen, der leitende Fondsmanager für die Real Estate Equity Fonds der SEB AM zu nutze, um seine Investmentideen im Immobilienaktienbereich umzusetzen.

### **Ein Beitrag von Thomas Körfggen, Head of Real Estate Equity der SEB Asset Management, Frankfurt.**

Anleger und institutionelle Investoren stehen immer wieder vor der Frage, ob sie in so genannte Value- oder in Growth-Aktien investieren sollen. In Phasen nervöser Märkte sind stabile Value-Werte zu bevorzugen. Growth-Investoren versuchen dagegen, früh künftige Wachstumsmärkte und -titel zu erkennen.

Immobilienaktien und REITs (Real Estate Investment Trusts) verbinden diese beiden Trends in un-nachahmbarer Art und Weise. Der Wert liegt in Form der Immobilienbestände vor. Die Voraussetzungen für Wachstum sind durch die Ausgestaltung als Aktie und die zunehmende Entdeckung der Immobilie als Assetklasse gegeben. Dazu kommen kontinuierliche Erträge der Immobilienaktien durch langjährige Mietverträge gepaart mit Wertsteigerungspotenzial der Objekte.

Es gibt derzeit verschiedene Trends an den Kapitalmärkten, die auch in den kommenden Jahren ihre Gültigkeit behalten. Immobilienaktien und REITs haben gute Zukunftschancen, da sie vielen dieser Anforderungen entsprechen und daher multifunktionell sind.

Darunter fällt zunächst einmal das Interesse der Anleger an Small- und Midcap-Unternehmen. Je kleiner ein Unternehmen ist, umso ineffizienter ist der Markt, in dem es sich bewegt. Solche Märkte haben den Vorteil, dass sich dort einerseits wenige Analysten tummeln, die Unternehmensanalysen schreiben, andererseits Investoren, die in diesem Bereich Expertise aufweisen, an einer Hand abzuzählen sind.

Immobilienaktien und REITs sind genau in diesem Größensegment ansässig. Nehmen wir als Beispiel die USA, wo es REITs seit nunmehr fast 50 Jahren gibt: Die Marktkapitalisierung aller 180 notierten bedeutenden REITs zusammen ist geringer als diejenige des Unternehmens Exxon Mobil allein.

Eine weitere berechnete Anforderung vieler Anleger sind regelmäßige Dividendenzahlungen. REITs entsprechen diesem Kriterium, da sie gezwungen sind, zwischen 80 und 100 Prozent ihrer Erträge an die Eigentümer auszuschütten und damit eine hohe Dividendenrendite bieten. Da REITs auf Unternehmensebene nicht besteuert werden, erfolgt die Ausschüttung zudem brutto für netto.

### **Vorteil Transparenz**

Die vorgeschriebene Vollausschüttung hat aber noch eine weitere Relevanz im Hinblick auf die Transparenz. Da von den erzielten Unternehmensgewinnen kaum etwas im REIT verbleiben darf, kann dessen Management nicht unkontrolliert Kapitalreserven bilden, wie es bei anderen Unternehmen

immer wieder passiert. Das Wachstum eines REIT erfolgt durch den Kauf zusätzlicher Immobilien. Die Finanzierung erfolgt durch den regelmäßigen Gang des Unternehmens an den Kapitalmarkt.

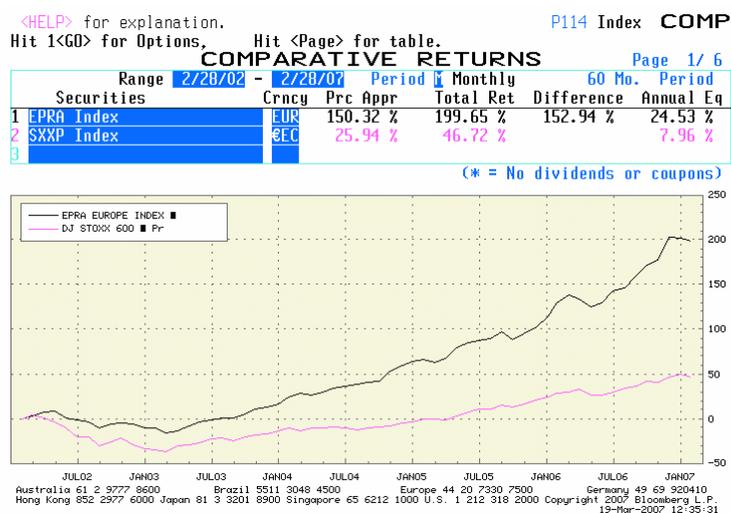
Anleger müssen somit immer wieder von der Sinnhaftigkeit weiterer Investitionen überzeugt werden. Mit anderen Worten: Je erfolgreicher ein REIT ist, umso häufiger benötigt er frisches Eigenkapital und umso transparenter muss er gegenüber dem Finanzmarkt sein.

Ein weiterer Trend, der sich in den vergangenen Jahren etabliert hat und künftig bedeutend bleibt, sind Investitionen in Emerging Markets – sei es in Osteuropa, Südamerika oder Asien. Immobilienunternehmen decken auch diesen Bereich ab. Einerseits gibt es Gesellschaften, die in den entsprechenden Ländern direkt aktiv sind, andererseits kann der Anleger sein Exposure in diesen Regionen durch ein mittelbares Engagement aufbauen. Investiert er beispielsweise in etablierte österreichische Immobilien-AGs, so partizipiert er direkt an der Osteuropa-Expertise des Managements, da diese Unternehmen sehr stark in den neuen EU-Ländern tätig sind. Das gilt ebenso für Anlagen in Immobiliengesellschaften mit Sitz in Hongkong oder Singapur, die in China, Indien oder Malaysia investieren.

Immobilienaktiengesellschaften und REITs weisen somit wichtige Merkmale auf, die viele fordern.

Leider hat es den Anschein, dass der Wissensstand darüber bei deutschen Anlegern noch in den Anfängen steckt. Oftmals wird diese Assetklasse mit einem Brancheninvestment verglichen, manchmal sogar mit Unternehmen des ehemaligen Neuen Marktes.

Dass Immobilienaktien und REITs zwischen den Asset-Klassen stehen, ist von den Anlegern noch nicht verinnerlicht worden. Zudem haben sie in den letzten Jahren wesentlich besser performt als vergleichbare Aktien des breiten Marktes



Grafik: Abgebildet ist die Entwicklung der letzten 5 Jahre des europäischen Immobilienindices EPRA (European Real Estate Association) gegenüber dem breiten STOXX Index, der 600 Unternehmen des breiten Marktes umfasst. Die Immobilienaktien haben in diesem Zeitraum eine fast vierfach bessere Performance aufweisen können.

### Unterschiedliche Risikoklassen

So unterschiedlich Immobilien sind, so mannigfaltig ist auch der Bereich der Immobilienaktien. Investitionen in Bürogebäude sind keinesfalls mit Anlagen in Wohnimmobilien zu vergleichen, Logistikimmobilien nicht mit Krankenhäusern.

Unternehmen aus der Anlageklasse Real-Estate investieren in verschiedenste Branchen und Sektoren in den unterschiedlichsten Ländern. Darüber hinaus gibt es Unternehmen, die mit Immobilien handeln, andere wiederum sind in der Projektentwicklung tätig.

Für den Anleger sind in erster Linie diejenigen Unternehmen relevant, die Immobilien kaufen, im eigenen Bestand halten und vermieten.

Aus Kapitalmarktsicht müssen die verschiedenen Geschäftsmodelle fundamental unterschiedlich bewertet werden. Reine Immobilienhändler haben ein riskantes Geschäftsmodell, da ihre Gewinne vom Erfolg des jeweiligen Jahres abhängig sind. Immobilienentwickler verfügen über eine mittel- bis langfristige Ausrichtung, entsprechend der einzelnen Projekte, die sie bauen. Am interessantesten sind jedoch Bestandshalter, deren Ertrag eine hohe Korrelation zum zugrunde liegenden Substanzwert der firmeneigenen Vermögenswerte aufweist. Dies gilt auch für die Bewertung einer Vielzahl anderer Aktiengesellschaften des breiten Marktes. Aber der wesentliche Unterschied liegt darin begründet, dass eine marktnahe Bewertung der Unternehmensimmobilien vorliegt, dies jedoch bei der Substanzbetrachtung des operativen Geschäfts großer Industrie- und Versicherungskonzerne nicht gelingt.

Die Entwicklung von Immobilienaktien und REITs wird sowohl durch den Immobilienbestand als auch die Kapitalmarktmechanismen beeinflusst. Die Aktienkurse spiegeln kurzfristig zwar nicht immer den Substanzwert der Unternehmen wider, sie unterliegen den Volatilitäten und Marktgegebenheiten. Langfristig gesehen bilden sie jedoch den wahren Wert der Unternehmen ab. Bei Immobiliengesellschaften ist dies der so genannte Net Asset Value (NAV). Durch diesen ist ein Puffer für fallende Kurse gegeben, denn die Preise der Immobilienaktien sollten nicht weit unter den NAV, den sicheren Marktwert des Portfolios, fallen. Denn was würde dann passieren? Das Unternehmen wäre stark übernahmegefährdet. Ein potenzieller Käufer erwirbt es für einen Wert, der unter dem Marktwert der Immobilien liegt, verkauft zu diesem Marktwert die Immobilien und streicht nach Abzug seiner Kosten einen satten, sicheren Gewinn ein. Dabei ist die Übernahme keineswegs die einzige Möglichkeit zur Ertragssteigerung. Ein verständiges Management kauft einfach die eigenen unterbewerteten Aktien am Markt auf und verkauft dagegen Immobilien aus seinem Bestand. Die Differenz aus dieser Aktion ist Ertrag für den Aktionär.

Von der Entdeckung der Immobilienaktien und der Einführung von REITs in Deutschland können Anleger und Unternehmen gleichermaßen profitieren.

Nehmen wir als Beispiel den Dax: Rund 25 Prozent seiner Marktkapitalisierung entsprechen in etwa dem Verkehrswert der gehaltenen Immobilien der 30 Dax-Unternehmen. Durch die Einführung von REITs in Deutschland werden diese Gesellschaften ihre stillen Reserven steuergünstig heben können und durch die Konzentration auf ihre Kerngeschäftsfelder höhere Renditen erzielen. Es entstehen somit reinere Investments.

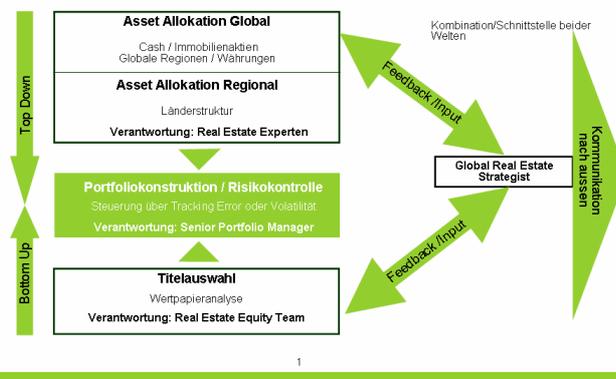
Immobilienaktien sind in gewisser Weise mit Biotech-Aktien vergleichbar. Für ein erfolgreiches Investment in Letztere ist spezielles Wissen über Krankheiten, Medikamente und Wirkungsmechanismen nötig. Daher haben viele KAGs Ärzte und Pharmazeuten im Fondsmanagement angestellt.

### **Underlying Immobilie**

Ähnlich ist die Situation bei Immobilienaktien: Der Fondsmanager sollte Zugriff auf die Expertise derer haben, die direkt in Immobilien investieren, und lässt diese Kenntnisse in seine Entscheidungen einfließen. Kurz um: Im Falle von Immobilienaktienfonds ist das Expertenwissen in den Immobilienmärkten gefragt, schließlich hängt der Ertrag der Real Estate Aktien stark von dem zugrunde liegenden Substanzwert der firmeneigenen Vermögenswerte ab. Die Verbindung von Aktienexpertise mit der Expertise der Immobilienexperten bringt Investoren einen Mehrwert.

Die SEB Asset Management beispielsweise verbindet in Zusammenarbeit mit den Real Estate Experten der SEB Immobilien-Investment GmbH diese zwei Welten – Aktien und Immobilien – in einem kombinierten Top-Down / Bottom-Up Ansatz. Die Informationen der Immobilienmarktspezialisten bezüglich Kontinente, Länder und Regionen sind neben der titelspezifischen Bewertung der Unternehmen wesentlicher Bestandteil der Investitionsentscheidungen.

## Integrierter Investmentprozess Kombination von Top-down und Bottom-up Elementen



Grafik: Integrierter Investmentprozess

Sind beispielsweise Investitionen in Studentenwohnheime in Kalifornien ein Wachstumsbereich der nächsten Jahre, so betrachtet der Fondsmanager die Unternehmen, die einen Großteil ihrer Investitionen in eben diesem Bereich haben, und führt im Anschluss eine übliche Aktienkursbewertung durch.

In Deutschland stehen wir erst am Anfang der Entwicklung. Nur wenige Investoren und Anleger sind aktuell bei „REIT“ für dieses wachstumsträchtige Marktsegment, obwohl internationale Immobilienaktien seit Jahren eine hervorragende Performance erzielen. Die bevorstehende REIT-Einführung wird jedoch zu einer dynamischen Entwicklung hierzulande führen. Je früher Anleger daher in Immobilienaktienfonds investieren, umso positiver sind die Performanceaussichten.

Im vergangenen Jahr lagen unsere Erwartungen bezüglich der Performance von Immobilienaktiengesellschaften bei etwa 12% bis 14% Rendite. Die Entwicklung an den europäischen Immobilienaktienmärkten lag im Jahr dann bei knapp 50%. Obwohl wir dieses herausragende Ergebnis sicherlich in diesem Jahr nicht noch einmal erzielen können, fühlen wir uns mit der erneuten Erwartung einer Rendite in diesem Bereich um die 12% sehr komfortabel.

Weitere Informationen zu den verwalteten Fonds: Die SEB Asset Management verwaltet über 500 Mio. Euro in reinen Immobilienaktienfonds. Neben zwei global investierenden Sondervermögen werden auch spezielle, auf einen Kontinent ausgerichtete, Fonds gemanagt. Hier können Investoren speziell in Europa, Asien oder Nord-Amerika ihre Gelder allokalieren.

### **Wertpapierkennnummer:**

SEB Real Estate Equity Global – A0B7JG  
 SEB Real Estate Equity Europe – A0B7JF  
 SEB Real Estate Equity North America – A0B7JD  
 SEB Real Estate Equity Asia Pacific – A0B7JE

### **Ansprechpartner-Kontakt:**

SEB Asset Management AG  
**Robert L. Hau**  
 Head of Client Solution  
 Rotfeder-Ring 7, 60327 Frankfurt  
 Tel: + 49 (0) 69 27 299 1660  
 Mobil: +49 (0) 174 2333 027  
 Email: Robert.Hau@SEBAM.de

### **Mit Small Caps von Marktineffizienzen profitieren**

Auf der Suche nach einer erfolgreichen Anlagestrategie achten professionelle Anleger nicht nur auf die Performance. Eine längerfristig erfolgreiche Anlagepolitik beruht auch auf Standfestigkeit in Bezug auf einmal getroffene Anlageentscheidungen und darauf, in Alphas zu investieren, die untereinander niedrig korreliert sind. In diesem Zusammenhang kommt Small Caps eine wichtige Rolle zu: Sie bilden eine wirksame Diversifikation zum breiten Aktienmarkt, da der Small-Cap-Aktienmarkt, verglichen mit jenem für Large Caps, weniger effizient ist. Kleinere Unternehmen werden nicht so intensiv analysiert wie Large Caps; daher sind Marktineffizienzen bei Small Caps in der Regel deutlicher ausgeprägt und häufiger.

Die meisten Small-Cap-Manager setzen im Anlageprozess ähnlich an: Sie führen zunächst ein quantitatives Screening des Gesamtuniversums durch und erhalten so eine Liste von zu analysierenden Zielunternehmen. In der nachfolgenden Fundamentalanalyse unterscheiden sich die Manager dann jedoch stark im Hinblick auf die Qualität ihres Researchs und die zur Verfügung stehenden Ressourcen.

Bei UBS Global Asset Management sind der konsistente Anlageprozess und das fundierte Verständnis für den inneren Wert eines Small-Cap-Titels die wichtigsten Faktoren im Anlageentscheidungsprozess. Die Qualität von Entscheidungen basiert unter anderem auf Informationen und Analysen, die vom Marktkonsens abweichen, der Erfahrung des Teams sowie den persönlichen Beziehungen zum Management der von uns beobachteten Unternehmen. UBS Global Asset Management verfügt darüber hinaus über breite Ressourcen, die auch für das Small-Cap-Research nützlich sind: proprietäre Instrumente für die Bewertung und das Risikomanagement sowie der regelmäßige Kontakt zu über 100 UBS-Aktienanalysten mit Standorten in der ganzen Welt.

Wie andere Assetklassen von UBS Global Asset Management, die auf der Analyse von Kurs und innerem Wert basieren, stellt auch das Small-Cap-Team die fundamentale Analyse nach dem Bottom-up-Prinzip in den Mittelpunkt. Für jede beobachtete Aktie nutzen wir ein Discounted-Cashflow-Modell, um den aktuellen Wert der zu erwartenden Cashflows an den Investor zu ermitteln. Unsere Anlagephilosophie im Bereich Small Caps umfasst den Kauf von Wachstumsunternehmen mit dem Ziel, in die Mid und Large Caps der Zukunft zu investieren, solange sie noch vergleichsweise unbekannt sind. Auch bei Investitionen in Wachstumsunternehmen behalten wir jedoch unsere Preissensitivität bei.

### **Wodurch zeichnet sich eine Anlagegelegenheit aus?**

Bei der Suche nach Einzelunternehmen, deren Kurs deutlich vom inneren Wert abweicht, konzentrieren wir uns auf die folgenden Kriterien:

- (i) Strategische Ausrichtung und starke Marktposition
- (ii) Robustheit und Potential des Ertragsmodells
- (iii) freie Cashflows aus diesem Modell, und wie sie investiert werden
- (iv) Qualität des Managements
- (v) mögliche Auslöser für Kurssteigerungen

Unser Researchprozess umfasst sowohl quantitative als auch qualitative Bewertungen, darunter die Beurteilung des Managements und der Kernkompetenzen. Die Schätzungen werden anschließend mit den aktuellen Marktpreisen abgeglichen und die identifizierten Bewertungsanomalien werden in eine Rangfolge gebracht. Der Input wird in den wöchentlichen Teamsitzungen regelmäßig überprüft.

Die Entscheidung für den Kauf oder Verkauf einer Aktie fußt auf dem Ergebnis dieser Bewertung; dabei werden zugleich die aktuelle Strategie, ihr Risikoprofil und ihre Sensitivität für die Marktbedingungen berücksichtigt.

Unternehmen, in die wir investieren, zählen üblicherweise zu einer der folgenden vier Gruppen:

- (i) Traditional Value: Unternehmen mit sehr niedrigem KGV, hoher Dividendenrendite und hohen Substanzwerten (z. B. Immobilien)
- (ii) Strategic value: Unternehmen, deren Geschäft für Dritte einen weitaus höheren Wert besitzt (z. B. regionale Presse, Verpackungsunternehmen)
- (iii) Recovery: Unternehmen, deren Erträge deutlich unter ihrem Potenzial liegen (z. B. Handel mit elektronischen Komponenten)
- (iv) Growth at the right price: Investitionen in Wachstumsunternehmen oder -sektoren, jedoch nur zu einem angemessenen Preis (z. B. Unternehmensteile nach Outsourcing)

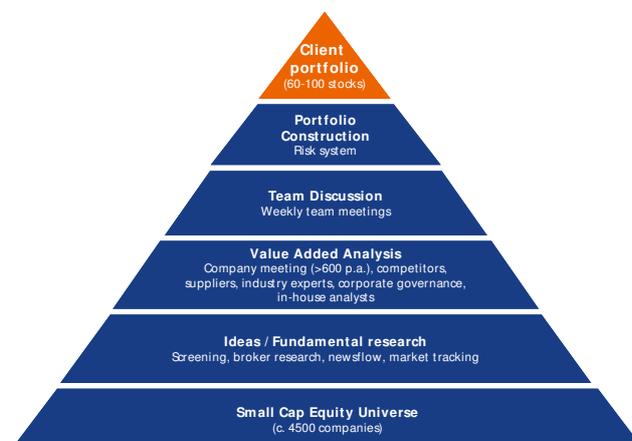
### Strenge Verkaufsdisziplin

Vier wesentliche Kriterien führen zum Verkauf einer Aktie:

- (i) Bewertungsziel wurde erreicht
- (ii) Andere Aktien derselben Branchen sind attraktiver
- (iii) Andere Aktien sind attraktiver
- (iv) Ursprüngliche Anlagethese ist nicht länger stichhaltig

### Investmentprozess

Portfoliokonstruktion: Mindestens 50% des Portfolios wird in Basiswerte, d.h. in die nach unserer Erwartung besten langfristigen Anlageideen des Teams investiert. Den übrigen Teil des Portfolios handeln wir aggressiver, wobei die Fähigkeiten des Teams genutzt und kurzfristige, im Laufe des Researchprozesses identifizierte Gelegenheiten wahrgenommen werden.



## **Ressourcen**

Die European Small Cap-Strategie wird von einem achtköpfigen Team in London, Frankfurt und Zürich erarbeitet. Diese Personalstärke erlaubt eingehende Analysen, die besonders in einem weniger effizienten Markt mit schwer zugänglichen Informationen von zentraler Bedeutung für das Erzielen von Mehrwert sind.

Das Team wird von einem weltweiten Analysten-Netzwerk unterstützt. Die Mitglieder unseres Investmentteams sind incentiviert, ihre besten Erkenntnisse und Ideen zum Vorteil unserer Kunden auszutauschen. Das European Small Cap Team besitzt eine durchschnittliche Investorfahrung von zwölf Jahren und arbeitet im Schnitt seit vier Jahren für UBS. Unseres Wissens handelt es sich damit um eines der erfahrensten Teams am Markt.

## **Portfolio-Eigenschaften**

Benchmark: MSCI Europe Small Cap

Performanceziel: +2% p.a.

Typisches aktives Risiko: bis zu 6%

Typische Zahl gehaltener Aktien: 80

Max. Abweichung Einzeltitel: bis zu +/- 4% ggü. Index

Max. Abweichung Sektoren: bis zu +/- 10% ggü. Index

Max. Abweichung Länder: bis zu +/- 10% ggü. Index

Beschränkung bei der Marktkapitalisierung: 2/3 des Fonds werden in Unternehmen unter EUR 3 Mrd. investiert

## **Anlagevehikel**

- Direktanlagen
- Spezialfonds
- Investmentfonds: UBS (Lux) Equity Sicav – Small Caps Europe (EUR)

## **UBS Global Asset Management in Deutschland**

Als einer der weltweit führenden Vermögensverwalter bietet UBS Global Asset Management Privatkunden, Finanzintermediären und institutionellen Anlegern auf der ganzen Welt traditionelle und alternative Anlagelösungen an. Unser Ziel ist, mit unverwechselbaren und innovativen Produkten und Dienstleistungen konsistente, langfristige Anlageergebnisse für unsere Kunden zu erzielen. Per Ende Dezember 2006 verwaltete UBS Global Asset Management weltweit Kundenvermögen in Höhe von insgesamt 538 Milliarden Euro, wovon 322 Milliarden Euro auf das institutionelle Fondsgeschäft und 216 Milliarden Euro auf das Publikumsfondsgeschäft entfielen. Damit gehören wir zu den weltweit größten institutionellen Vermögensverwaltern. In Europa sind wir ein führendes Fondshaus und in der Schweiz die Nummer Eins im Fondsgeschäft. Mit über 3250 Mitarbeitern in 21 Ländern ist UBS Global Asset Management rund um die Welt präsent. Unsere Hauptniederlassungen befinden sich in Chicago, Frankfurt, Hongkong, London, New York, Sydney, Tokio und Zürich.

## **Die Agilität einer Boutique, die Ressourcen eines globalen >Powerhouse<**

Wir verfügen über eine breite Palette an innovativen Anlageprodukten und –dienstleistungen. Unsere boutiqueähnlichen Ressourcen werden im Rahmen einer globalen Struktur angeboten, die sich in folgende Bereiche gliedert:

**Equities** (Aktien) umfasst die Stile Core, Systematic Alpha, Quantitative, Indexed, Small Cap sowie die Kompetenzen Growth und Value. Unser Ansatz beruht auf der disziplinierten Nutzung von qualitativ hochwertigem Research auf globaler Ebene.

**Fixed Income** (Anleihen) bietet ein breites Spektrum globaler und lokaler Marktlösungen, die auf einer disziplinierten Anlagephilosophie und einem konsistenten Prozess beruhen.

**Alternative and Quantitative Investments** (A&Q) bietet unter der Marke O'Connor Single-Manager-Hedgefonds. Im Multi-Manager-Geschäft werden Portfolio mit Hedgefonds (die von externen Managern betreut werden) zusammengestellt.

**Real Estate** investiert in Immobilien in den USA, Europa und Japan sowie weltweit in börsennotierte Immobilienaktien. Auf globaler, Länder- und regionaler Ebene werden sowohl Kerninvestments als auch wertsteigerungsorientierte Strategien angeboten.

**Global Investment Solutions (GIS)** greift auf ein uneingeschränktes Feld von Anlageklassen, Strategien, Währungen und aktiven Managern zurück, um so Spitzenrenditen zu generieren, die den Anforderungen der Kunden gerecht werden.

Der neu geschaffene Bereich **Infrastructure** verbindet die Leistungen der UBS im Asset Management und Investment Banking in dieser Anlageklasse und bietet so gebündeltes Infrastruktur-Know-how.

**Fund Services** ist die Einheit für globale Fondsverwaltung und bietet professionelle Dienstleistungen von der rechtlichen Lancierung eines Fonds bis zur umfassenden Berichterstattung und Vertriebsunterstützung an.

### **Wir sind kundenorientiert – Präsenz in Deutschland**

Deutschen Kunden können wir vor Ort Zugang zu unseren globalen Ressourcen und Anlagemöglichkeiten eröffnen. Aus allen verfügbaren Produkten und Dienstleistungen wählen wir diejenigen aus, die zur Situation und Risikoneigung des Kunden passen und schneiden damit eine Lösung auf seine Bedürfnisse zu – innovativ und individuell. In Deutschland ist UBS Global Asset Management mit zwei Kapitalanlagegesellschaften vertreten. Die UBS Global Asset Management (Deutschland) GmbH in Frankfurt verwaltet wertpapierbasierte Spezial- und Publikumsfonds, die UBS Real Estate KAG in München Immobilienfonds. Per Ende 2006 verwaltete die UBS Global Asset Management (Deutschland) GmbH insgesamt über 16 Milliarden Euro, davon um die 9 Milliarden Euro für institutionelle Anleger.

Immer wieder wird UBS Global Asset Management für die hervorragende, konsistente, langfristige Performance ausgezeichnet. Hier einige Beispiele:

- Financial News Awards for Excellence in Institutional Client Service 2006 – **Best Client Service Award - Europe**
- **Auszeichnung als bester deutscher Asset Manager 2006**, Financial News Award
- **Global Investor Award for Investment Excellence 2005** in der Kategorie Aktien
- **Global Finance Magazine Best Asset Management Bank 2004**
- Alternative and Quantitative Investment: InvestHedge Magazine **Institutional Firm of the Year 2005**

**Kontaktinformation:**

Lars Detlefs  
Head Corporate & Institutional Clients  
Executive Director

UBS Deutschland AG  
Stephanstraße 14-16  
60313 Frankfurt am Main

Tel.: 069-1369 5542  
Fax: 069-1369 5749  
e-Mail:lars.detlefs@ubs.com



**VERITAS SG INVESTMENT TRUST GMBH**

Ein Unternehmen der SG Gruppe

## Die neue Anlageklasse – ETF- DACHFONDS

Mit dem ETF-DACHFONDS der VERITAS SG geht der Erste seiner Klasse an den Start, bei dem die börsennotierten Indexfonds im Mittelpunkt stehen. Markus Kaiser, einer der führenden deutschen Dachfondsmanager, erklärt wie und warum er im Fondsmanagement gezielt ETFs einsetzt.

### ***Aktives Dachfondsmanagement mit überwiegend passiven Instrumenten. Passt das zusammen?***

**Markus Kaiser:** Ja, da wir einen trendorientierten Ansatz verfolgen, passt das sogar sehr gut zusammen. Denn in unseren Investmentprozessen stehen die Märkte im Vordergrund. Wir legen größten Wert auf die Mischung der Anlageklassen und auf das Timing, also die Entscheidung, wann wir in welchen Märkten aktiv sein wollen. Dazu haben wir auch in unseren klassischen Dachfonds, den A2A DACHFONDS schon immer häufiger ETFs genutzt. Da sich das Anlageuniversum an ETFs in den vergangenen Jahren enorm vergrößert hat, ist es jetzt an der Zeit, ein erstes äußerst flexibles Produkt mit dem Mehrwert einer Vermögensverwaltung auf den Markt zu bringen.

### ***Wie gehen Sie genau vor?***

**Markus Kaiser:** Der ETF-DACHFONDS wird aktiv gemanagt. Dabei setzen wir ein computergestütztes Modell zur systematischen Selektion und Gewichtung der Kapitalmärkte ein. Auf Basis dieser Trendanalysen legen wir in der strategischen Komponente die mittel- und langfristige Regionalgewichtung fest. Dazu kommt eine taktische Komponente, mit der wir auf kurzfristige Marktbewegungen reagieren. Den entscheidenden Erfolg versprechen wir uns aus dem richtigen Produkt-Mix, also der Diversifikation der ETFs und dem zielgerichteten Timing erzielen zu können.

### ***In welche Anlageklassen investieren Sie?***

**Markus Kaiser:** Wir steuern die Aktienquote flexibel je nach Marktentwicklung zwischen 0 und 100 Prozent. Dazu nutzen wir einen Core-Satellite-Ansatz. Im Kern setzen wir dabei auf die Asset-Klassen wie Aktien, Anleihen und Rohstoffe. Überwiegend investieren wir in diversifizierte Märkte wie Europa, Nordamerika und Asien. Kurzfristige Chancen können sich aber auch durch besonders volatile Aktienmärkte ergeben. Ich denke hier insbesondere an Schwellenländer wie z.B. Russland, Türkei oder China. ETFs auf diese einzelnen Märkte bieten sich daher gezielt als Satelliteninvestments an.

### ***Wo liegen die Vorteile von ETFs?***

**Markus Kaiser:** Aktives Dachfondsmanagement, bei dem die Asset Allokation im Vordergrund steht, verlangt nach Flexibilität. Wir können mit den ETFs, blitzschnell Positionen in unterschiedlichen Märkten auf- und wieder abbauen. ETFs sind über die Börse einfach und kostengünstig handelbar. Zudem bieten sie eine stetige und transparente Preisfeststellung. Ein deutlicher Vorteil gegenüber den starren Annahmeschlusszeiten im außerbörslichen Fondsgeschäft.

### ***Welche weiteren Mehrwerte bietet der Einsatz von ETFs in Dachfonds?***

**Markus Kaiser:** Durch den Einsatz von ETFs können mehrere Faktoren optimiert werden. So werden erhebliche Kosten eingespart, da für ETFs nur ein Bruchteil der Verwaltungsgebühren aktiv gemanagter Fonds anfallen. Einen wesentlichen Vorteil macht auch das Controlling und Risikomanagement auf der Portfolioebene aus. Bei der Auswahl von aktiv gemanagten Fonds ist der Dachfondsmanager neben der Selektion des Marktes vor allem von dem Erfolg der Anlagestrategie des selektierten Fondsmanagers abhängig. Anders bei Indexfonds, die den zugrunde liegenden Markt 1 zu 1 abdecken. Hier ist von vornherein bekannt, welche Ergebnisse erzielt werden können. So gestaltet sich das Controlling laufender Positionen deutlich effizienter. Für den Dachfondsmanager steht also im Vordergrund, wann und in welchen Markt investiert werden soll.

### ***Welche Kriterien muss ein ETF erfüllen?***

**Markus Kaiser:** Gute ETFs zeichnen sich besonders durch eine transparente Preisbildung und ihre Indexbindung aus. Aber auch die geringeren Verwaltungskosten als bei aktiv gemanagten Fonds machen die ETFs attraktiv. Darüber hinaus sind Kriterien rund um den Handel für uns entscheidend. Dabei achten wir besonders auf ein Mindestfondsvolumen, eine stabile Handelsspanne (Spread) und einen liquiden Börsenhandel. Zu beachten ist auch, dass mehrere Market Maker und ausreichend Marktteilnehmer in einem Produkt aktiv sind.

### ***Wie bedeutend ist die Transparenz der ETFs für Sie?***

**Markus Kaiser:** Bei Selektion eines ETFs bekommt der Dachfondsmanager genau das, was auf dem Fonds draufsteht. Nicht mehr, aber auch nicht weniger! Für die Risikosteuerung eines Dachfonds sind Index-ETFs daher ideal. Ist die Indexgewichtung bekannt, lässt sich selbst auf sekundlicher Basis ein indikativer Kurs für den ETF berechnen. Inzwischen stehen auch an der Spitze von Performance-Ranglisten mehr und mehr ETFs. In einzelnen Asset-Klassen auf den Index zu setzen, kann sich also auszahlen.

### ***Setzen Sie auch sogenannte Strategie-ETFs ein?***

**Markus Kaiser:** Die Möglichkeiten über ETFs sowohl Dividendenstrategien als auch Investmentstile wie Growth und Value für bestimmte Regionen systematisch für ein Portfolio auswählen zu können, komplettiert den Vermögensverwaltungsansatz. Kurzfristig werden wir auch gezielt Hebelstrategien, wie mit dem LevDAX einsetzen. Darüber hinaus können wir im ETF-DACHFONDS auch Derivate nutzen, um uns vor Kursverlusten abzusichern oder um gezielt Zusatzerträge zu generieren.

### ***Wie unterscheidet sich der Dachfonds von sogenannten Enhanced-Index-Produkten?***

**Markus Kaiser:** Der Dachfonds versteht sich als ein marktübergreifendes ganzheitliches Investment, bei der die Asset Allokation, also die Verteilung der Vermögenswerte auf unterschiedliche Anlageklassen und Märkte, im Vordergrund steht. Produkte um eine "Verbesserte Indexierung" (Enhanced Indexing) herum verfolgen das Ziel die Ergebnisse der reinen Indexierung in einem Markt zu übertreffen. Dazu werden in der Regel Techniken aus dem aktiven Management herangezogen. Es bleibt allerdings ausschließlich der relative Vergleich zu einem einzelnen Markt. Der wesentliche Vorteil des ETF-DACHFONDS liegt also in der aktiven Marktselektion.

### ***Wie sieht es mit den Risiken aus?***

**Markus Kaiser:** Der ETF-DACHFONDS zeichnet sich durch eine breite Risikostreuung des Kapitals an den internationalen Finanzmärkten aus. Mit der Anlage in einen Dachfonds reduzieren Investoren das Risiko, bei der Vermögensanlage nur von den Ergebnissen eines einzelnen Fonds oder Marktes abhängig zu sein. In unserer Funktion als Vermögensverwalter übernehmen wir für den Investor die Selektion, Gewichtung und das Timing der einzelnen Investments. Dabei werden durch systematische Investmentprozesse Woche für Woche die Trends an den internationalen Märkten ausgewertet.

### ***Für welche Zielgruppen bieten sich Dachfonds mit ETFs an?***

**Markus Kaiser:** Mit dem ETF-DACHFONDS wenden wir uns neben Privatanlegern vor allem an institutionelle Investoren, wie Vermögensverwalter, Stiftungen, Versorgungs- und Pensionskassen, die die Vorzüge von ETFs mehr und mehr für sich entdecken. Ist die Entscheidung gefallen, eine Anlagestrategie mit ETFs abzubilden, gilt es für institutionelle Investoren noch eine kontinuierliche Steuerung der Asset Allokation zu gewährleisten. Hier können wir mit unserer Kompetenz im Dachfondsmanagement anknüpfen und unsere Erfahrung im Einsatz von ETFs zielgerichtet einbringen.

### ***Wird es weitere Produkte geben?***

**Markus Kaiser:** Wir sind der Meinung, dass wir mit dem ETF-DACHFONDS erst am Anfang der Entwicklung von Produktlösungen rund um das Thema ETFs stehen und planen auch individuelle Konzepte für institutionelle Investoren zu konzipieren. Das Anlagespektrum von ETFs sowohl auf der Aktienseite als auch im Rentenbereich bietet hier viele Möglichkeiten, auch für einzelne Regionen gezielt Portfoliolösungen zu entwickeln. In einem ersten Schritt bereiten wir daher vom ETF-DACHFONDS eine spezielle Anteilsklasse für institutionelle Investoren vor.

### **Infobox: DACHFONDS DER VERITAS SG**

Markus Kaiser – vom britischen Finanzdienstleister Citywire in 2005 als Deutschlands bester Fondsmanager ausgezeichnet – setzt beim ETF-DACHFONDS auf einen Investmentansatz, der sich seit Jahren bereits bei den erfolgreichen A2A DACHFONDS bewährt hat. Während sich der ETF-DACHFONDS aufgrund seiner Flexibilität hinsichtlich der Aktienquote als Komplettlösung versteht, bieten sich die strukturierten Anlageprofile der A2A DACHFONDS als ein ideales Basisinvestment für die unterschiedlichsten Risikoprofile an. So steht beim A2A DEFENSIV insbesondere der Kapitalerhalt im Vordergrund. Der A2A BASIS spiegelt ein konservatives Anlageprofil wider, bei dem überwiegend in Rentenfonds angelegt wird. Der A2A WACHSTUM spricht Investoren an, die gerne ausgewogen in die Aktien- und Rentenmärkte investieren möchten. Das chancenorientierte Anlagekonzept repräsentiert der A2A CHANCE, der überwiegend in Aktienfonds investiert.

### **Ausgezeichnete Dachfonds**

Der A2A DEFENSIV wurde als Bester seiner Kategorie bei dem Österreichischen Dachfonds Award 2006 ausgezeichnet. Auch bei dem Euro Fund Award 2006, Lipper Fund Award 2006 sowie S&P Fund Award 2004 erhielten die A2A DACHFONDS Spitzenplätze. Darüber hinaus wählte die renommierte Ratingagentur Standard & Poor's die VERITAS SG auf Platz 2 der deutschen Fondsgesellschaften (2004). Die Wiesbadener Rating-Spezialisten der Telos GmbH bescheinigten dem Dachfondsmanager sehr hohe Qualitätsstandards und zeichneten die A2A DACHFONDS in 2006 mit dem Fondsrating AA aus.

### **VERITAS SG INVESTMENT TRUST GMBH**

Die VERITAS SG, Frankfurt am Main, wurde 1991 als Kapitalanlagegesellschaft nach deutschem Recht gegründet. Sie ist eine Tochtergesellschaft der zur Société Générale-Gruppe gehörenden französischen Boursorama S.A., Paris. Die Produktpalette der VERITAS SG besteht vor allem aus aktienorientierten Publikumsfonds einschließlich Dachfonds. VERITAS SG führt für mehr als 200.000 Kunden etwa 260.000 Anlagekonten. Die Produkte werden über etwa 280 Vertriebspartner in Deutschland vertrieben.

### **DACHFONDS der VERITAS SG**

	WKN	Ausgabeaufschlag	Aktienfondsquote	Anlagehorizont	Auflagedatum	Wertentwicklung p.a.*
A2A DEFENSIV	556166	3%	max. 20%	3 Jahre	09/2005	5,4% p.a.
A2A BASIS	556163	4%	20% - 40%	5 Jahre	02/2002	6,9% p.a.
A2A WACHSTUM	556164	5%	40% - 60%	7 Jahre	02/2002	7,7% p.a.
A2A CHANCE	556165	6%	mind. 70%	10 Jahre	02/2002	10,4% p.a.
ETF-DACHFONDS	556167	0%	0% - 100%	7 Jahre	04/2007	-

FONDS

\*Stand: 31.03.2007

Aus historischen Wertentwicklungen lassen sich keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung des Fonds ableiten.

### **Ansprechpartner:**

Andreas Schidlowski  
[schidlowski@veritassg.de](mailto:schidlowski@veritassg.de)  
Tel.: 069/97 57 43-48

VERITAS SG INVESTMENT TRUST GmbH  
Wildunger Str. 6a  
D- 60487 Frankfurt am Main

## Assets under Management per 12.2006: 24,3 Mrd. EUR

### Aufgaben der W&W Asset Management GmbH

- Die W&W AM GmbH verantwortet, steuert und bündelt die Aktivitäten im Investmentbereich der Stuttgarter Finanzdienstleistungsgruppe Wüstenrot & Württembergische (W&W).
- Neben der Koordination und Steuerung der konzern eigenen KAG in Stuttgart, Luxemburg und Dublin verantwortet die W&W AM GmbH das Kapitalanlagemanagement von mehreren Gesellschaften der W&W:
  - Management des Direktbestandes von Aktien- und Zinstiteln sowie Betreuung der Private Equity-Investments
  - Betreuung der in Fonds verwalteten Wertpapieranlagen
  - Übernahme der Dienstleistungen in den Bereichen Middle- und Back-Office
- Management- und Beratungsleistungen für externe Mandanten.
- Die W&W AM GmbH verantwortet das Advisory von derzeit 10 deutschen, 4 irischen und 8 luxemburger W&W-Publikumsfonds.

### Die Stärken der W&W Asset Management GmbH

- Langjährige Kontinuität im Portfoliomanagementteam.
- Hervorragende Expertise in den klassischen Anlagesegmenten Aktien und Renten auf globaler Ebene sowie bei speziellen, selbst entwickelten Investmentansätzen im Aktienbereich und im Management von Asset-backed Securities (ABS) sowie Corporate Bonds.
- Mehrfache Auszeichnungen (z.B. Micropal, Lipper, Standard & Poor`s und weitere) für die überdurchschnittliche Performance der Fonds.
- Erfolgreiche und langjährige Zusammenarbeit mit den renommiertesten Investmenthäusern weltweit.

### Beispiele für Kapitalmarktprodukte der W&W Asset Management GmbH

- W&W International Funds – Europa Aktien Premium B
  - Investition in sorgfältig ausgewählte europ. Top-Unternehmen, schwerpunktmäßig hochliquide DJ Euro STOXX 50 Werte und ausgewählte Werte des Euro STOXX 300
  - 4,2% p.a. Outperformance gegenüber BM (DJ Euro STOXX 50 / Stand März 2007) seit Auflage
- W&W US Equity Fund
  - Investition in Aktien des S&P 500
  - 5,3% p.a. Outperformance gegenüber BM (S&P 500 / Stand März 2007) seit Auflage
  - Lipper Fund Award 2007 als bester Fonds seiner Vergleichsgruppe (5Jahre)
- W&W Euro Corporate Bond Fund A
  - Anlage in € Unternehmensanleihen
  - Im Durchschnitt größere Nettoperformance des W&W Asset Management Ansatzes gegenüber Fundamentalmanagern und Indexzertifikaten
- W&W Asset-backed Securities Fund A
  - Erster reiner CDO-Fonds im Euro-Markt, Auflegung im Mai 2004
  - Bester ABS-Fonds in 2005 und 2006 (InvestBase / Feri)

## **Dienstleistungen der W&W Asset Management GmbH für institutionelle Kunden**

- Advisory von spezialisierten Investmentansätzen
- Management von Spezialfonds
- Alle Leistungen eines erfolgreichen Asset Managements:
  - eigenes Research
  - kompetente Beratung
  - überzeugende Strategien
  - strukturierte Investment Prozesse und professionelle Abwicklung
  - zuverlässige Berichterstattung und umfangreicher Kundenservice

## **CDO's: Eine attraktive Anlageklasse in einem Niedrigzinsumfeld**

### **Einführung in die Anlageklasse CDO's**

Collateralized Debt Obligations (CDOs) sind die jüngste Entwicklung auf dem Markt für „Asset Backed Securities“ (ABS), der sich Mitte der achtziger Jahre aus dem vor 25 Jahren einsetzenden Trend zur Securitisation entwickelt hat. Seit der Emission der ersten CDO Strukturen wuchs der Markt zunächst nur langsam, erlebte dafür aber in den letzten Jahren ein geradezu explosives Wachstum. Belief sich 1995 das Volumen der Neuemissionen noch auf unter drei Milliarden US Dollar so waren es 2006 bereits über 500 Milliarden. CDO's avancierten somit zu einer der weltweit erfolgreichsten Entwicklungen am Markt für festverzinsliche Produkte.

Unter Securitisation versteht man die Verbriefung von Aktiva und deren Refinanzierung durch die Emission von Wertpapieren. Diese Transformation erfolgt durch eine rechtlich selbständige Zweckgesellschaft, dem Special Purpose Vehicle (SPV). Der erworbene Pool der ausgegliederten Aktiva stellt den einzigen Vermögensgegenstand des ABS-Vehikels dar. Zur Bedienung der Zins- und Tilgungsansprüche der ABS stehen dem SPV aufgrund des ausschließlichen Zugriffs nur die Zahlungsströme der Poolaktiva, auch als Collateral Pool bezeichnet, zur Verfügung.

Eine Investition in ABS bietet gegenüber einer Anlage in Zinsprodukten mit vergleichbarem Risikoprofil bzw. Rating einen Renditeaufschlag, allerdings teilweise auch auf Kosten der Liquidität. Der Investor hat auch deshalb eine attraktive Anlage, weil er bei den ABS-Wertpapieren in die Werthaltigkeit des zugrunde liegenden Forderungspools und nicht in die Bonität des Emittenten investiert. Damit eröffnet sich für ihn die Chance, in neue bzw. ausgewählte Forderungsklassen unter Berücksichtigung seiner Anlageprämissen anzulegen und ein höheres Maß an Diversifizierung in seinem Portfolio zu erreichen. Beispielsweise kann er sich in Kreditrisiken amerikanischer Unternehmensdarlehen (Loans) diversifizieren, ohne selbst in das amerikanische Kreditgeschäft einsteigen zu müssen.

### **Die Grundstruktur eines CDO's**

Als Collateral kommt grundsätzlich jedes rechtlich und technisch übertragbare und einen Zahlungsstrom generierende Asset in Frage.

Die Finanzierung des Collaterals erfolgt über die Emission mehrerer in Gestaltung und Volumen unterschiedlicher CDO-Wertpapiere, den sogenannten Tranchen. Die Tranchen unterscheiden sich insbesondere bezüglich ihrer Bonität und ihrer Nachrangigkeit. Eine CDO Struktur besteht aus mehreren Klassen von Tranchen, meist unterteilt in „Senior“ (Rating AAA bis AA), „Mezzanine“ (Rating A bis B) und „Equity“ (meist kein Rating). Hierbei ist jeweils eine Klasse der anderen rangmäßig nachgeordnet. Diese Art der Strukturierung einer CDO-Emission wird auch als „Subordination“ bezeichnet. Die Forderungen der Mezzanine-Tranchen werden erst dann bedient, nachdem die übergeordneten Tranchen vollständig bezahlt worden sind. Alle Debt-Tranchen können sowohl mit festen als auch variablen Zinsen ausgestattet sein, dies hängt hauptsächlich von den Wünschen der Investoren ab.

Während die Senior und Mezzanine Tranchen den Charakter von Anleihen und damit von Fremdkapital haben, gleichen Equity Tranchen vielmehr dem Eigenkapital einer Firma. Equity Tranchen haben ähnlich den Aktien keinen festen Anspruch auf einen bestimmten Zins. Dafür wird an sie in jeder Periode der gesamte Betrag ausgeschüttet, der verbleibt, nachdem alle übergeordneten Tranchen sowie sämtliche Gebühren und Kosten, die durch das Management des CDOs verursacht werden, vollständig bezahlt worden sind.

Entstehen andererseits Verluste aufgrund von Zahlungsausfällen („defaults“) ist eine Equity Tranche als erstes davon betroffen. Diese Nachrangigkeit des Equity Kapitals schützt die anderen Tranchen bis zu einem bestimmten Grad vor Verlusten und wirkt wie ein Puffer für die gesamte Struktur. Der Ertrag einer Equity Tranche ist aus diesem Grund um einiges sensitiver und damit volatiler als die von Senior oder Mezzanine Tranchen. Die höhere Volatilität wird jedoch durch eine entsprechend höhere erwartete Rendite kompensiert.

Eine Verteilung von Zahlungsströmen in einer nach Prioritäten gestaffelten Kapitalstruktur wird häufig mit einem Wasserfall („Waterfall“) verglichen (Abbildung 1). Bis zum jeweiligen Zinsfälligkeitstag wird jeweils das dem Collateral Pool entspringende Geld in einem Eimer gesammelt. Abhängig von der Fülle dieses Eimers werden am Zinsfälligkeitstag Zahlungsansprüche der verschiedenen Tranchen von oben nach unten bedient.

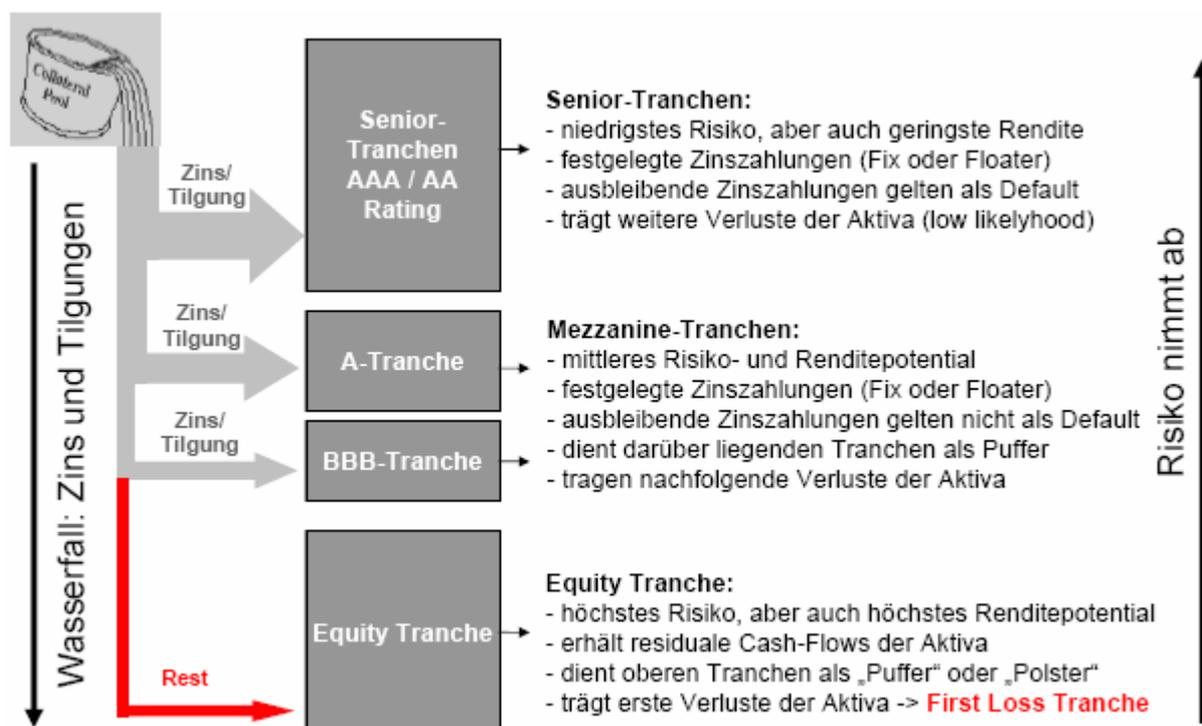


Abbildung 1: Verteilung der Zahlungsströme („Waterfall“)

Am Ende des Zahlungsstroms befindet sich eine Art Auffangbecken, das die Equity Tranche repräsentiert und das die gesamte, eventuell verbleibende Restmenge erhält. Die Bedienung der jeweiligen Tranchen ist dabei nicht nur von der Fülle des oberen Eimers abhängig, sondern auch an verschiedene Bedingungen geknüpft. Erleidet der Collateralpool beispielsweise hohe Verluste, führen so genannte Coverage Tests zur Umleitung von Cash-Flows zur frühzeitigen Tilgung der besser gerateten Tranchen (Abbildung 2). Im dargestellten Beispiel kommt es aufgrund der Verletzung des BBB-Overcollateralisation-Tests (O/C-Test) zur Umleitung des Equity-Cash Flows zur vorzeitigen Zurückzahlung der AAA-Tranche.

Neben den Overcollateralisation Tests existieren weitere Schutzmechanismen, die bei jedem CDO individuell im Emissionsprospekt festgelegt werden.

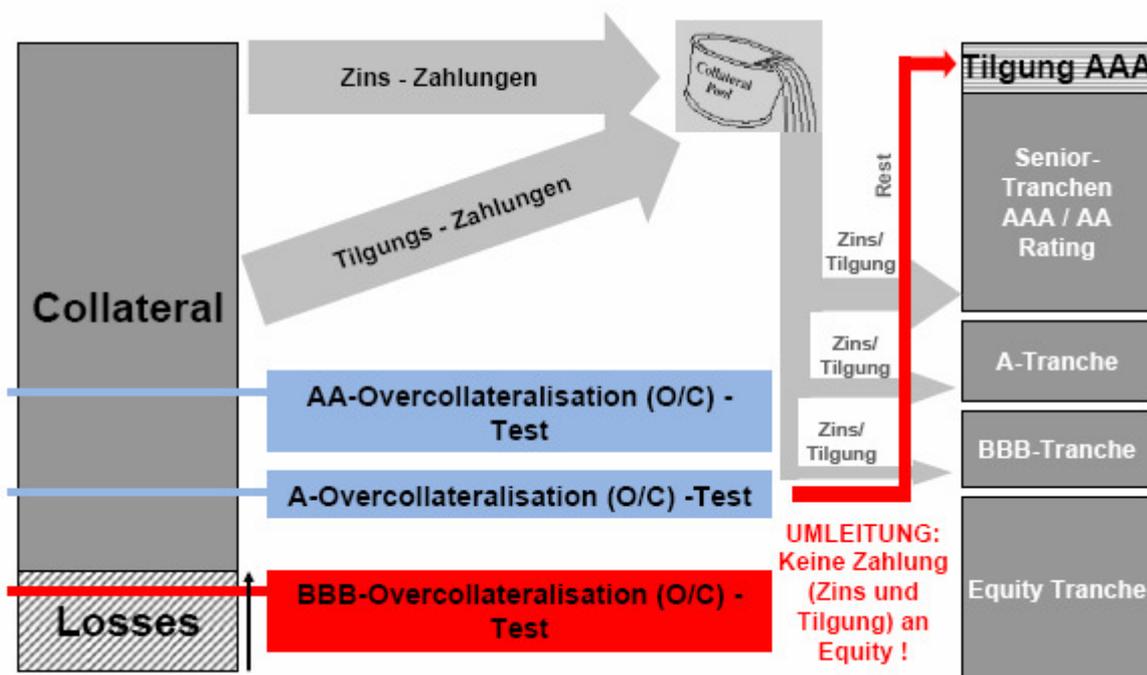


Abbildung 2: Tilgung besser gerateter Tranchen nach erfolgreichem Coverage Test

Die Performance der einzelnen Tranchen hängt hauptsächlich von der Performance des Collateralpools ab. Bei aktiv gemanagten (sog. Cash-Flow-) CDO's spielt neben der allgemeinen Marktentwicklung dabei auch der Collateralmanager eine wichtige Rolle. Je besser er es versteht, Defaults zu vermeiden und lukrative Wertpapiere auszusuchen, umso höher ist die Rendite der jeweiligen Tranchen, insbesondere der Equity-Tranche.

### Analyse und Bewertung von CDOs

Die Analyse und die Bewertung eines CDOs bzw. seiner Tranchen hat im wesentlichen drei Komponenten: die Expertise des Collateralmanagers, die Analyse des zugrunde liegenden Collateral Pools sowie die Analyse der Wasserfallstruktur einschließlich der dort verwendeten Regeln. Bei der Auswahl des Collateralmanagers stehen Ausbildung, Erfahrung, Güte und Marktzugang im Vordergrund. Danach ist es vor allem wichtig, sich auf die Untersuchung des Collateral Pools zu konzentrieren und festzustellen, wie hoch insbesondere die Kreditrisiken des zu erwartenden Zahlungsstromes abzüglich aller Kosten, Gebühren und Prämienzahlungen sind.

Für die Untersuchung des Verhaltens einzelner Tranchen in Abhängigkeit unterschiedlicher Zustände des Collateral Pools, ist an dritter Stelle dann die Analyse der Wasserfall- und Regelstruktur, durch die die Verteilung der Zahlungsströme definiert wird, erforderlich.

Nun könnte man sich als Investor der Tranchen oder CDO-Wertpapiere auf die Bonitätseinschätzung der Ratingagenturen verlassen. Für die W&W Asset Management GmbH als Manager des W&W ABS-Fonds, eines reinen CDO-Fonds, ist diese Methodologie jedoch bei weitem nicht ausreichend, da sie versuchen muss, eine Aussage über den Collateralmanager und über die Vorteilhaftigkeit und den relativen Wert einer Tranche zu machen. Dazu ist es notwendig, möglichst viele Informationen über den Collateralmanager zu gewinnen. Dazu gehören ausgiebige Interviews, teilweise vor Ort, und eine tiefgreifende Analyse seiner Fähigkeiten und seines bisherigen Erfolges.

Um das mögliche Verhalten des Collateralpools zu prognostizieren ist es notwendig, dass umfassende Informationen über die einzelnen Collateralwertpapiere vorliegen. Um diese Aufgabe möglichst unabhängig bewältigen zu können, hat die W&W AM ein umfassendes Datenbank- und Analyse-system entwickelt. In das System ist ein CDO Analyse Tool integriert, das in der Lage ist, die Cash Flows basierend auf den verschiedenen Wasserfallmodellen so realitätsnah wie möglich zu generieren und darzustellen.

Die Komplexität und die im Vergleich geringere Liquidität dieser Wertpapierklasse erklären die in der Regel höhere Verzinsung gegenüber vergleichbaren Wertpapieren, erfordern aber auch weitaus aufwendigere Analysewerkzeuge und eine langjährige Erfahrung des Vermögensverwalters.

Mit der Erfahrung von über 7 Jahren und komplexen Analysesystemen ausgestattet, sieht sich die W&W Asset Management GmbH in diesem global stark wachsenden Wertpapiersegment gut positioniert. In den Jahren 2005 und 2006 gelang es dem W&W Asset-backed Securities Fund, in der Kategorie ABS (InvestBase / Feri) jeweils den ersten Platz zu belegen.

Rang	Fonds	Performance seit 06.2004	Performance p.a. seit 06.2004	Volatilität seit 06.2004	Sharpe Ratio seit 06.2004
1	<b>W&amp;W Asset-backed Securities Fund</b>	<b>14,76%</b>	<b>5,13%</b>	<b>1,29%</b>	<b>2,01</b>
2	ABS-Invest	11,57%	4,06%	0,36%	1,51
3	ABS-Cofonds	9,41%	3,32%	0,80%	0,77
4	Oppenheim Asset Backed Sec. Fonds	8,85%	3,13%	0,33%	0,58
5	Dexia Bonds Mortgages CLASSIC C	8,74%	3,09%	2,27%	0,24
6	Kepler Asset Backed Securities Fonds	8,56%	3,03%	0,27%	0,48
7	ESPA Bond Mortgage T	8,09%	2,87%	2,57%	0,12
8	DWS ABS Fund	7,87%	2,79%	0,17%	0,24
9	HSBC Trinkaus ABS	7,45%	2,65%	0,31%	0,09
10	Euro ABS Income Fund	6,86%	2,44%	1,52%	-0,07

Abbildung 3: Vergleich Performance seit 06.2004 (Auflage des W&W Asset-backed Securities Fund)

Der W&W Asset-backed Securities Fund wurde am 26.Mai 2004 aufgelegt und war damit in Europa der erste reine CDO-Fonds. Ziel des auch für Privatkunden zugänglichen Fonds ist die Optimierung des Ertrags unter Einhaltung eines durchschnittlichen Mindestratings von BBB- (S&P) bzw. Baa3 (Moody's). Der Fonds enthält überwiegend EUR-denominierte Tranchen aktiv verwalteter Cash-Flow CDO's.

### W&W Asset Management GmbH

Königstrasse 38

70173 Stuttgart

www.wwasset.de

#### Ansprechpartner: Kemal Ak

CEFA, Institutional Sales

Tel: +49 (711) 662 2563

Mobile: 0172 - 7526609

Fax: +49 (711) 662 3455

Email: kemalettin.ak@wwasset.de



## A Ausgangslage

### A.1 Marktsituation

Die Kapitalmärkte stellen an Manager wie an Investoren höchste Ansprüche. Nach nunmehr vier Jahren nahezu unbekümmertem Flow an den Aktienbörsen wurden wir jüngst wieder von der Realität eingeholt und schmerzlich daran erinnert, dass es auch wieder bergab gehen kann. Wer es bislang nicht wahrhaben wollte, dem wird jetzt klar vor Augen geführt, dass wir in einer globalen Welt angekommen sind. Ein Stichwort wie „Carry Trades“ kann ganze Markterosionen in Gang setzen oder zumindest die Phantasie der Analysten in diese Richtung bewegen. Man nehme günstig Geld im japanischen Yen auf und lege im hochverzinslichen US-Dollar-Raum an. Aber was ist, wenn die US-Wirtschaft schwächt und der Dollar dazu? Über diese und ähnliche Zusammenhänge und Szenarien können wir täglich in der Presse lesen. Gerade in Zeiten wie aktuell, nachdem wir einen fulminant positiven Aktienzyklus über die letzten Jahre ab Frühjahr 2003 erlebt haben und wir notwendigerweise wieder einmal an Grenzen stoßen mussten, überschlagen sich die Berichterstattungen über das, was kommen mag. Lesen wir heute noch, dass besagte Carry Trades bzw. ein Rückzug der Anleger aus diesen nota bene in die Katastrophe führen muss, wird am kommenden Tag berichtet, dass die Auswirkungen solcher Rückzugsgefechte sich kaum auf die Wirtschaft in den USA und somit auf den US Dollar auswirken würden. Dieses nur exemplarisch angeführte mögliche Szenario und seine presseseitige Verarbeitung machen deutlich, wie schwierig es ist, trotz aller verfügbaren Informationen eine halbwegs klare Meinung über die künftigen Markttendenzen zu erhalten. Stoßen wir bei den Kapitalmärkten also an unsere natürlichen Grenzen, so können wir auf der anderen Seite doch eine Reihe von Rahmendaten innerhalb dieses Kapitalmarktumfeldes erfassen und letztlich messen. Dazu gehört das Anlageverhalten aufseiten der institutionellen Anleger. Nunmehr zum siebten Mal führen wir von TELOS (ehemals unter unserer Firma „Rating Complex Processes RCP GmbH“) wie jedes Jahr eine Markttuntersuchung bei institutionellen Anlegern durch. Dabei sprechen wir die aus unserer Sicht wichtigen Themen an. Ein Bestandteil der Studie macht der regelmäßige Abgleich des Gesamtgerüsts wie etwa die derzeitige Anlagepolitik aus. Wie also hat sich die Asset Allocation im Vergleich zu den Vorjahren verändert? Öffnen sich institutionelle Anleger verstärkt Managern aus dem Ausland bzw. wie schätzen Investoren überhaupt die Zusammenarbeit mit ihren Asset Managern ein? In dem zweiten Themenkomplex versuchen wir, die Einstellung der Investoren zu bestimmten Produkten und künftigen Trends herauszufiltern. Wie hat sich die Meinung gegenüber dem Dauerbrenner „Alternative Investments“ geändert? Zeichnet sich eine zunehmende Bereitschaft ab, Immobilienfonds oder gar G-Reit's in das Portfolio zu übernehmen? Und wie steht es ganz allgemein um die Unterstützung durch Consultants? Auf österreichischer Seite werden wir wieder – jetzt zum schon fünften Male - von der sehr renommierten Fondszeitung „**Fonds Professionell**“, Wien (Köln), begleitet. Das gezielt für die institutionellen Anleger seit Herbst 2006 entwickelte Fondsmagazin „**Institutional Money**“ hat in seiner März-Ausgabe bereits über wichtige Erkenntnisse aus unserer Studie berichtet. Dies ermöglicht es uns, auch die Meinungen österreichischer institutioneller Anleger einzubeziehen. Hierfür und für die wiederum sehr gute und harmonische Zusammenarbeit gilt unser herzlicher Dank. Unzweifelhaft ergibt sich durch diese lokale Erweiterung der Untersuchung ein Zusatznutzen. Bezugszeitraum der vorliegenden Spezialfondsmarkt-Studie (2007) ist das Jahr 2006. Wie in den Vorjahren auch werden wir zunächst die Untersuchungsergebnisse über Österreich und Deutschland aggregiert darlegen. Sobald sich signifikante und unseres Erachtens erörterungswürdige Unterschiede im Antwortverhalten zwischen deutschen und österreichischen Investoren auftun, werden wir darauf hinweisen und diese kritisch hinterfragen.

#### **Vergleichsmaßstab zu den Vorjahren**

Die immerhin sieben Jahre, die wir als Track Record unserer Spezialfondsmarkt-Studie nun bereits hinter uns haben, gestatten uns, immer stabilere Aussagen treffen zu können. Nicht zu unterschätzen dabei ist, dass wir unsere Untersuchungszeiträume im Jahr 2000 gestartet haben. Damit haben wir nicht nur eine außerordentlich schwierige Marktphase mitgenommen, sondern damit einhergehend haben wir zudem ein äußerst realitätsbezogenes Antwortverhalten vonseiten der Anleger festgestellt. Die aufgehellte Stimmung über die letzten vier Jahre kann über diese schmerzvolle Baissephase keineswegs hinwegtäuschen. An der Markterhebung beteiligten sich 70 institutionelle Anleger aus Deutschland und Österreich. Die Teilnehmer bieten in ihrer Zusammensetzung einen repräsentativen

Querschnitt der Investorenschaft von Spezialfonds in Deutschland und Österreich. Die Teilnahmequote lag knapp über 10%. Die gesamten verwalteten und damit in der Untersuchung erfassten Gelder betragen 140 Mrd. € und liegen damit ca. 3% über dem Vorjahresniveau. 54% dieser Mittel sind unmittelbar in Spezialfonds-/ Großanlegerfonds investiert; 46% werden durch die Investoren selbst verwaltet. Das Spezialfondsvolumen in Deutschland lag Ende 2006 bei 669 Mrd. € (Quelle: BVI) und das in Österreich bei gut 80 Mrd. € (Quelle: VÖIG). So sind im Rahmen dieser Studie gut 10% des Gesamtmarktes repräsentiert. Wie in den Vorjahren möchten wir schon an dieser Stelle einige, aus unserer Sicht besonders hervorzuhebende, Erkenntnisse vorab kommentieren. Dabei fließen natürlich auch unsere Erfahrungen aus persönlichen Gesprächen mit Marktteilnehmern mit ein.

## **Anlageverhalten**

Das Verhalten in der Anlagepolitik der institutionellen Anleger wird geprägt von den gesetzlichen Rahmenbedingungen, denen jeder Investor mehr oder weniger unterliegt. Aber auch die Aufsicht (BaFin) hält ein wachsames Auge darauf, welche Risiko-Exposures sich Investoren wie Versicherungen, Banken oder Versorgungswerke leisten bzw. anders herum betrachtet, welche Risikopuffer die Investoren eingebaut haben. Diese Risikobetrachtungen, auch unter dem Terminus „Stress Tests“ zu greifen, halten bei professionellen Anlegern immer mehr Einzug. An dieser Stelle sind nicht nur Consultants, sondern auch die Manager selbst in vorderster Front gefragt. Die Leitplanken in der Anlagepolitik werden für institutionelle Anleger also immer weiter vorgegeben. Von einem freien Spiel der Kräfte in der Anlagepolitik kann also keine Rede sein. Das ist auch gut so. Betrachten wir uns den institutionellen Markt in Deutschland einmal ganz allgemein von seiner Struktur, so stellen wir fest, dass etwa zwei Drittel der in Spezialfonds untergebrachten Mittel eine Gegenposition auf der Passivseite ausweisen, also last but not least „liability-getrieben“ sind. Heißt auf gut deutsch: dahinter stehen Mitglieder von z.B. Versorgungswerken wie Apotheker, Ärzte, Notare, Anwälte oder Techniker. Diese zahlen ihre Beiträge im Laufe ihres Arbeitslebens ein und wollen nach Beendigung ihrer aktiven Arbeitszeit Pensionsgelder aus gut und das heißt auch sicher angelegten Mitteln beziehen. In der Vorjahresstudie konnten wir noch einen klaren Rückzug der Anleger aus den „Gemischten Spezialfonds“ erkennen. Vor einem Jahr wurde also das bestätigt, was man die Jahre zuvor schon als abgemachte Sache angesehen hat, nämlich eine zunehmende Spezialisierung bei der Neumandatierung von Spezialfonds. Unsere aktuelle Studie lässt wiederum eine Rückkehr zu den allseits so beliebten „Balanced“ (also: gemischten) Portfolios erkennen, zumindest was die österreichischen Anleger angeht. In Deutschland ist eher ein Shift zu den reinen Rentenportfolios auszumachen. Eine Bestätigung für eine weitere Affinität pro gemischte Mandate findet sich im Übrigen auch bei privaten Anlegern. Eine von Kommalpha, Hannover, durchgeführte Untersuchung bestätigt diesen Trend auf der Seite der Retail-anleger (siehe den Newsletter „Fondsmarkt“, Ausgabe 1 (2007), [www.kommalpha.com](http://www.kommalpha.com)).

Wir werden später sehen, dass eine differenzierte Betrachtung zwischen deutschen und österreichischen institutionellen Anlegern an dieser Stelle Sinn macht. Festzustellen bleibt aber übergreifend, dass die obige Entwicklung eindeutig zulasten der reinen Aktienmandate, aber teilweise auch der „Alternativen Investments“, ging. In diesem Segment „Alternative Produkte“ zeigen sich österreichische Investoren nach wie vor deutlich offener als deutsche. Ein erhöhter Grad an Professionalität zeigt sich im Umgang mit „seinem“ Asset Manager. Institutionelle Anleger möchten wissen, mit welcher Gesellschaft sie es zu tun haben. Das trifft natürlich insbesondere auf Asset Manager außerhalb des deutschen Territoriums zu. Das Anforderungsprofil gegenüber ihren Asset Managern konzentriert sich auf Kriterien, die unmittelbar wahrnehmbar sind. Dazu gehören die „Performance“, „Beratungsqualität/Service“, „Produktqualität“ sowie „Reporting“. Nicht direkt wahrnehmbare Kriterien wie „Risiko Management“ sowie der „Investmentprozess“ genießen ebenfalls eine überragende Bedeutung aus Anlegersicht. Das Jahr 2005 darf wohl als dasjenige betrachtet werden, das endgültig auch Publikumsfonds für den institutionellen Anleger salonfähig machte. Dies ist nicht so, weil Publikumsfonds per se attraktiver wären als Spezialfonds. Ganz im Gegenteil, mit dem Spezialfonds verfügt der institutionelle Investor über die deutlich bessere Steuerungsmöglichkeit und Flexibilität. Aber die gesetzlichen Auflagen insbesondere in Bezug auf das Reporting der Geldanlagen (IFRS) zwingen die Branche und hier vornehmlich die institutionellen Anleger dazu, Alternativen mit erleichterten Auswirkungen zu suchen. Inzwischen bieten die meisten Manager auch Publikumsfonds-Tranchen für Institutionelle (sog. I-Shares) an. Vorteil: nicht jede einzelne Wertpapierposition muss wie beim Spezialfonds einzeln ausgewiesen werden. Der Trend Institutioneller hin zu Publikumsfondsanlagen hat sich auch in 2006 bestätigt.

Nach den überhitzten Aktienmärkten gibt es derzeit einen klaren Bias hin zu Geldmarkt-Publikumsfonds auch bei den institutionellen Investoren. Dieser Trend verhilft im Übrigen auch vielen ausländischen Managern, im deutschsprachigen Raum Fuß zu fassen. Auf der Spezialfondsseite tun sich viele ausländische Adressen doch sehr schwer. Die Investoren suchen nach Managern, die einerseits für eine gute Performance stehen, andererseits brauchen die Anleger aber auch das nötige Vertrauen in die Organisation, den Namen und die dahinterstehenden Personen, bevor sie ein Mandat vergeben. Und bei aller Zuversicht in den Consultant- und auch den Master KAG-Markt brauchen wir uns nicht vorzumachen, dass diese Anbieter letztendlich dieses Vertrauensverhältnis zum Asset Manager für den Investor „ersetzen“ können. Besonders deutlich wird das bei den Consultants, die aufgrund ihrer natürlich begrenzten personellen Ressourcen nur einen Ausschnitt an Asset Managern beobachten können. Insoweit macht es Sinn – und das ist die Kernaussage -, dass sich ausländische Manager mit Ambitionen im deutschsprachigen Bereich über die Publikumsfondsschiene einen Namen machen. Der Schritt in den diskretionären (Spezialfonds-) Markt kann dann noch später in Angriff genommen werden. Es ist sonst nicht leicht für Investoren, das angesprochene und gewünschte Vertrauensverhältnis zu gewinnen. Gerade jetzt erleben wir eine rasante Beschleunigung des Personalkarussells bei den Asset Managern. Natürlich spricht dies für eine weitere Dynamik im Bereich Asset Management. Aber erhöht es wirklich die Glaubwürdigkeit, wenn beispielsweise eine Vertriebsperson gestern noch unter seinem alten Arbeitgeber dessen Produkte als die besten anpreist und nach einem Wechsel zu einem anderen Manager eine komplette Drehung macht und noch dessen Fonds oder Investmentansätze als die Heilsbringer anbietet? Natürlich stehen hinter jeder Veränderung bestimmte Überlegungen oder logische Konsequenzen und das Beispiel mag überspitzt dargestellt sein; insgesamt sollten wir aber ehrlicherweise zugeben, dass diese Tendenzen nicht zur Verstärkung der Vertrauensbildung beitragen.

Ähnliches gilt für die zunehmenden Fusionen gerade auf dem deutschen Markt, die in der Vorjahresstudie angesprochen wurden. Hier wird natürlich der Versuch unternommen, die Stärken der Partner jeweils zu nutzen und Synergien zu erzeugen. Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, dass institutionelle Anleger verstärkt darauf achten, welchem Manager sie ihr Geld anvertrauen. Speziell bei unbekannteren ausländischen Häusern oder auch bei inländischen Boutiquen oder Vermögensverwaltern ist der gesellschaftliche Hintergrund zu überprüfen. Denn selbstverständlich sind kleine Manager eher anfällig, in kritischen Phasen das Handtuch zu werfen, da es an der nötigen Substanz mangelt. Von besonderer Bedeutung ist diese Überlegung bei der Beauftragung einer Master-KAG, die für die gesamte Administration des Anlegers verantwortlich zeichnet. Die Master-KAG hat sich auch in 2006 weiter im Markt etabliert. Der auch im Vorjahr herausgearbeitete Trend, dass nur gut eine Handvoll Anbieter im Wettbewerb bestehen können, realisiert sich immer mehr. Diese starken Partner von institutionellen Anlegern müssen sich nunmehr mit der Thematik auseinandersetzen, wie sie ihr Angebot sinnvoll gegenüber den Custodians abgrenzen und bei den Investoren Punkte sammeln können. Hier ist ein extremer Wettbewerb spürbar. Last but not least und der Vollständigkeit halber sei als Stichwort „Mifid“ genannt, also die „Markets in Financial Instruments Directive“, die bis November 2007 von der Branche umzusetzen sind. Diese der Markttransparenz und im Sinne des Wohlverhaltens von der Europäischen Union im Jahre 2004 beschlossene Richtlinie ist nach letzten Aussagen aber nicht für deutsche KAG´s anzuwenden. Letzte Unsicherheiten sind aber noch nicht ausgeräumt. Für den institutionellen Anleger bedeutet dies, dass sich seine KAG nicht über Gebühr mit organisatorischen Vorgaben aus Brüssel herumschlagen muss und die Zeit auf die Betreuung seiner Kunden, der Anleger, konzentrieren kann.

### **Ausländische Asset Manager**

Ausländische Manager im deutschsprachigen Bereich: eine Erfolgs-Story oder eine non-fulfilling Prophecy? Nach einem langatmigen Anlauf haben es die ausländischen Anbieter im Jahr 2005 geschafft, sich im deutschsprachigen Sektor einen festen Stammplatz zu erarbeiten. Der eigentliche Durchbruch gelang laut unserer Vorjahresstudie in der Tat in 2005. Zwei von drei Anlegern übertrugen in diesem Zeitraum ausländischen Gesellschaften ein oder mehrere Spezialfondsmandate. Unsere 2007-er Studie bestätigt diesen Trend. In Deutschland und Österreich waren es nun über 70% der institutionellen Anleger, die mindestens ein Mandat einer ausländischen Adresse anvertrauten. Betrachten wir uns zusätzlich, wie viele Asset Manager heute inländischer bzw. ausländischer Provenienz sind, so kommen wir zu dem Ergebnis, dass praktisch jedes zweite Mandat einem Ausländer

anvertraut wurde. Zusätzlich sind zwei von fünf Investoren auch an einer künftigen Zusammenarbeit mit einem ausländischen Anbieter interessiert. Ob jeder ausländische Anbieter gleichermaßen von dieser positiven Tendenz zu profitieren vermag, ist allerdings mit einem Fragezeichen zu versehen. Es gehört schon eine Menge Durchhaltevermögen und eine gewisse Substanz dazu, bis sich Manager aus dem Ausland im deutschsprachigen Bereich einen „Namen“ gemacht haben. Natürlich haben die großen Player aus der Schweiz, den USA, Holland oder auch UK hier einen gewissen Vorsprung. Andererseits haben sich nicht zuletzt mit Hilfe der Master KAG in Deutschland die Rahmenbedingungen für den Markteintritt deutlich verbessert. Entscheidend für den Erfolg dürfte ein klares Commitment für ein längerfristiges Engagement sein. Dazu muss eine schlüssige Strategie verfolgt werden, die auch die Einbeziehung von Fachleuten aus dem deutschsprachigen Bereich einschließt. Gerade jüngste Initiativen von holländischen Managern und solchen aus dem UK-Raum (auch Schottland) bestätigen diese Vorgehensweise.

### ***Unterstützung durch Consultants***

Die Kapitalmärkte nehmen an Globalität zu; die Produktvielfalt nimmt weiter zu und es sind immer mehr Asset Manager, die sich auf den deutschsprachigen Markt begeben. Das sind die Fakten, mit denen wir es als Anleger zu tun haben. Das alles schreit nach mehr Transparenz, Aufklärung und Beratung. Eigentlich sind dies klare Indizien für die Inanspruchnahme professioneller Unterstützung wie durch Consultants. Dennoch, weder in Deutschland noch in Österreich stehen die Ampeln für Aktivitäten der institutionellen Anleger wirklich auf „grün“. Nicht einmal 29% der institutionellen Investoren nehmen einen Consultant aktiv in Anspruch. In den Vorjahren waren es noch 30% bzw. 33%. Diese Stagnation bzw. der leichte Rückgang bei der Beauftragung von Consultants zeichnet sich seit 2003 ab, nachdem noch von 2002 auf 2003 die Prozentzahl der Investoren, die einen Consultant beauftragten, von 21,2 auf 31 hochschnellte. Fragt man Marktteilnehmer nach den Hintergründen für dieses Phänomen, so lässt sich kein eindeutiges Echo ausmachen. Offensichtlich profitieren bestimmte, meist größere Manager von der Einschaltung von Consultants. Andere Manager sind zwar bei Consultants registriert, dringen jedoch mit ihren Ansätzen und Produkten nicht bis zum Endkunden durch bzw. finden kaum bis gar keine Berücksichtigung bei Anfragen. Hierin scheint auch das eigentliche Dilemma für dieses Marktsegment zu liegen. In Österreich wie in Deutschland tut man sich sehr schwer, eine Consultant-Kultur aufzubauen. So verwundert es auch nicht, dass ähnlich wie in den Vorjahren die Anzahl derjenigen Anleger, die sich künftig eine Beauftragung eines Consultants vorstellen können, wiederum nur bei ca. 10% liegt. Umso verwunderlicher ist der zunehmende Teil auch an ausländischen Wettbewerbern unter den Consultants zu registrieren. Offenbar haben die ausländischen Berater im deutschen Markt Fuß gefasst, nachdem sie sich vor nicht allzu langer Zeit gerade von dem deutschen Markt abgewendet hatten. Die zunehmende Internationalisierung scheint diesen Häusern zuzuspielen.

### ***Alternative Investments***

„Es wird viel darüber geredet, aber es passiert nichts“, so oder ähnlich lassen sich immer wieder Stimmen zu der Entwicklung bei Hedge Fonds einfangen. Und im Grunde hat sich hier gegenüber dem Vorjahr auch nicht viel geändert. Letztes Jahr hatten wir unter den „Alternativen Anlagen“ noch Hedge Fonds, Private Equity und Immobilien (fonds-) Anlagen subsumiert. Die Kategorie Immobilien haben wir in der aktuellen Studie davon als gesonderte Assetklasse abgetrennt. Immobilienfondsanlagen sind als konservative, sich eher durch eine niedrige Volatilität auszeichnende, eigene Asset-Kategorie einzustufen. Für diese Assetklasse haben sich denn auch in Deutschland fast 7% der Institutionellen entschieden. Einerseits ernüchternd sind leider wiederum die Zahlen bei Hedge Fonds und Private Equity-Anlagen. Danach sind von der Gesamtzahl der Fonds nur 3,3% als Hedge Fonds aufgelegt worden. Erfreulicher sieht das Bild aber aus, wenn man einmal fragt, wie viele Investoren überhaupt in Hedge Fonds oder Private Equity investiert sind. Da sind es über Deutschland und Österreich hinweg immerhin 17% der Anleger, wobei der Anteil bei den deutschen Anlegern darunter, nämlich bei 11%, liegt. Auch meldeten immerhin 38% der institutionellen Anleger konkretes Interesse an einem künftigen Investment in „Alternativen Anlagestrategien“ an. Mit diesem etwas versöhnlicheren Ausblick wollen wir einen kurzen Rückblick auf das Kapitalmarktjahr 2006 werfen.

### **Markante Entwicklungen innerhalb des Kapitalmarktfelds**

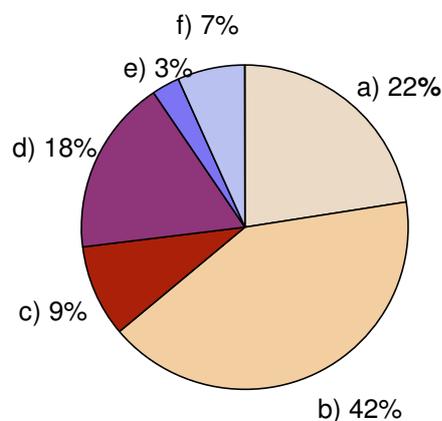
2006 war wieder ein „Aktienjahr“, 6.596,92 Punkte im DAX bedeuteten wieder einen Anstieg von etwa 22% nach einem dicken Plus in 2005 von 35%, von über 7% in 2004 und satten 37% bis Ende 2003. Schauen wir uns zum Jahresende 2006 die Entwicklungen der wesentlichen Assetklassen über die ganze Welt an, so rangieren deutsche Aktien mit den genannten knapp 22% Performance immerhin an Rating Platz 8. Rang 1 nehmen im übrigen Hongkong-(China-Aktien mit einem durchschnittlichen Zuwachs von gut 42%) ein, den letzten Rang japanische Nebenwerte mit minus 25%. Heile Welt im Aktienparadies Deutschland? Mitnichten. Die heftige Kurskorrektur im Mai/Juni 2006 sitzt vielen Anlegern – noch – in den Knochen. Da ging es bergab auf 5.244 Punkte im DAX. Damit war das nach dem Frühjahr 2003 (dem Ende der Baisse seit 2000) mühsam aufgebaute Vertrauen in die Aktie auf einen Schlag zerstört und es verabschiedeten sich um die 900.000 Privatanleger aus den Reihen der Aktionäre. Auch die in der zweiten Jahreshälfte aufkommende Kursrallye konnte die einmal verloren gegangene Aktienkultur leider nicht mehr zurückholen. Eine ähnliche Beobachtung im Anlageverhalten für Aktien konnte man bei den institutionellen Anlegern machen, die teilweise natürlich auch durch aufsichtsrechtliche Reglementierungen ihr Risiko-Exposure zurückfahren mussten. So ist wohl auch die in unserer Studie wieder höhere Anzahl an Balanced Portfolios zu erklären, während wir im letzten Jahr noch auf einen deutlichen Drang der Investoren hin zu reinen Aktien-Spezialfonds verweisen konnten. Dieser Aufschwung war auf die erstaunliche Robustheit der wirtschaftlichen Kraft der Unternehmen zurückzuführen. Diese dauert im Grunde bis heute an mit der Folge, dass offiziell von einem Wirtschaftsaufschwung gesprochen wird. Nichts desto trotz haben die Anleger den Aktienzug zum großen Teil verpasst. Da helfen auch nicht die zum 31.12.2006 knapp 6.600 Punkte im DAX. Bei näherer Betrachtung des Mittelaufkommens in 2006 geht die Schere zwischen institutionellen Anlegern und Privatinvestoren immer deutlicher auseinander. Verzeichneten Spezialfonds bei den Institutionellen Anlegern einen um ca. 20% (gut 48 Mrd. €) höheren Mittelzufluss im Vergleich zu 2005, so hat sich der Nettoabsatz bei Publikumsfonds bei niedrigen 11,2 Mrd. € eingependelt. Dies entspricht sage und schreibe nur einem Viertel dessen, was noch in 2005 an neuen Mittelzuflüssen registriert werden konnte. Alles in allem konnte die Branche bei zum Jahresende 2006 erfassten 1,41 Bio. € einen Zuwachs von 7% einbuchen, der aber größtenteils nicht auf neue Mittelzuflüsse, sondern aus den positiven Entwicklungen an den Aktienmärkten resultierte. Zu den größten Verlierern auf der Publikumsfondsseite gehörten eindeutig die Aktienfonds mit minus 5,6 Mrd. €; nicht ganz so schlimm traf es die Rentenfonds mit minus 1,1 Mrd. €, was in 2006 auf das Umfeld steigender Zinsen zurückzuführen war. Die in 2005 bereits so gebeutelten Immobilienfonds nahmen ihr Negativimage in die ersten Monate 2006 mit und büßten 7,4 Mrd. € ein. Inzwischen hat sich die Immobilienfondsbranche etwas gefangen und vermeldet zumindest von Seiten verschiedener Immobilien KAG's wieder Zuflüsse. Immobilienanlagen und hier insbesondere die Fonds werden wieder als sichere Alternative zu Rentenanlagen eingestuft und erfreuen sich höchster Beliebtheit auch bei institutionellen Investoren. Dies belegt die vorliegende Studie. Hier haben sicher die von den großen Immobilienfondsgesellschaften im Zusammenwirken mit dem BVI vereinbarten Wohlverhaltensregeln zur Aufhellung des Stimmungsbildes ihr Übriges getan. Belebt wird die Immobilienseite sicher durch die in Kürze zugelassenen Anlagen in Immobilienaktien, die sog. REIT's. Das direkte Investment in Aktiengesellschaften, die sich auf Immobilien spezialisiert haben, wird zu mehr Flexibilität insbesondere bei Investitionen bzw. dem Verkauf der Anteile führen. Bei so vielen Verlierern in den Mittelzu- bzw. abflussbetrachtungen muss es auch Gewinner geben. Profitieren von den Unsicherheiten an dem Märkten konnten eindeutig die Geldmarktfonds mit einem Plus von 10,6 Mrd. €. War das Jahr 2005 von den Ereignissen um die Immobilienfondsbranche dominiert, so lässt sich 2006 als das Jahr der Zertifikate einstufen. Zertifikate sind den sog. „Strukturierten Produkten“ zuzuordnen. Hier sind bei den Banken und Fondsgesellschaften hochspezialisierte „Verpackungskünstler“ am Werke, die abseits der traditionellen Produkte mit oder ohne Einsatz von Derivaten und Optionen die unterschiedlichsten Kombinationen erzielen können. Zertifikate kombinieren meist einen Basiswert wie einen Aktien- oder Rohstoffindex mit Terminmarktbausteinen. Diese Gestaltungen erlauben zum Nutzen des Anlegers den Einbau eines Sicherheitspuffers etwa gegen fallende Aktien oder Aktienindices. Andererseits sind die Produkte gerade aufgrund der speziellen Struktur nicht zuletzt bei den eingepreisten Kosten oft schwer zu durchschauen. Darüberhinaus können die Zertifikate-Konstrukteure weitgehend unabhängig von der staatlichen Aufsicht agieren. Erschlagen werden wir heute von der Anzahl solcher Zertifikate, die sich derzeit bereits bei

über 150.000 (!) eingependelt haben dürfte und damit selbstredend keinen Beitrag zu mehr Transparenz liefern dürfte.

Auch hier wird verständlicherweise der Ruf nach mehr Reglementierung laut. Es sei an dieser Stelle nochmals auf die generellen Initiativen des BVI Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) hingewiesen, der seine Rolle als Interessenvertreter sehr gut wahrnimmt und sehr schnell Vorschläge zur Verbesserung kritischer Punkte unterbreitet. Dies passt in das Bild eines engagierten Lobbyverbandes. An dieser Stelle sei deshalb auf die Initiativen des BVI im Bereich Altersvorsorge sowie die Unterstützung und Beratung bei Gesetzesinitiativen verwiesen, die letztlich die Rahmenbedingungen verbessern helfen sollen.

## A.2 Institutionelle Anleger

Diese Abbildung (Quelle: BVI) differenziert die institutionelle Anlegergruppe in sechs verschiedene Untergruppen.

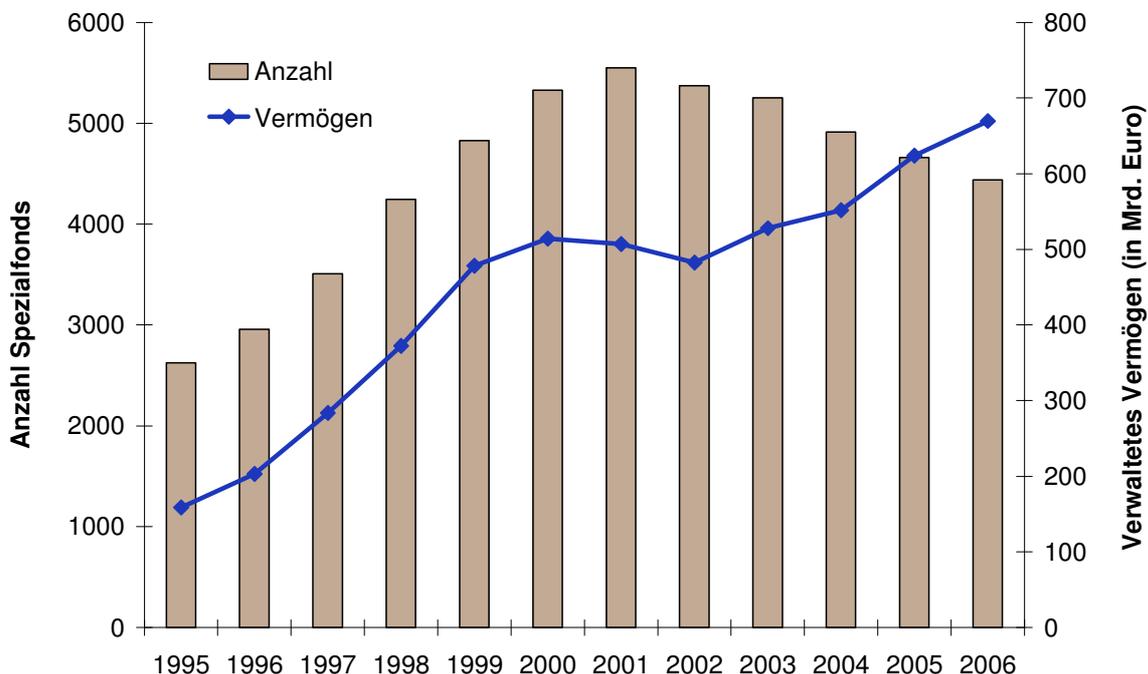


- a) Kreditinstitute
- b) Versicherungsunternehmen
- c) Altersvorsorgeeinrichtungen
- d) sonstige Unternehmen (einschl. Industriefirst., Arbeitgeber- u. Wirtschaftsverbände)
- e) Sozialversicherungsträger u. öffentliche Zusatzversorgungsanstalten
- f) Private Organisationen ohne Erwerbszweck

Im Vergleich zu den Vorjahren hat es leichte Verschiebungen gegeben. Vom Volumen her betrachtet haben die Versicherungen mit nunmehr 41,6% (Vorjahr 37,5%) die Nase klar vorne. Die Banken wiederum sind die Anlegergruppe, die nach der Anzahl der Spezialfonds am aktivsten sind. Der Anteil am Gesamtkuchen ging nur leicht zurück, was im Übrigen auch bei den Altersversorgungseinrichtungen zu beobachten war. Das Gesamt-Fondsvolumen in Deutschland lag Ende 2006 bei Euro 1.240,2 Mrd. nach Euro 1.162,9 in 2005, was einem Plus von 6,6% entspricht. Der Zuwachs liegt damit zwar deutlich (+ 16%) niedriger als der von 2004 (999,4 Mrd. €) auf 2005, ist aber angesichts der schwierigen Lage an den Aktienbörsen in 2006 und der Unsicherheiten im Hinblick auf die Zinsentwicklungen als recht zufriedenstellend einzustufen.

## A.3 Daten zu Spezial- und Großanlegerfonds

Das dynamische Wachstum im institutionellen Markt setzte sich in 2006 im Grunde fort; die Vorzeichen waren jedoch gegenüber dem Vorjahr 2005 ein wenig unterschiedlich. Denn in 2006 waren es doch die guten Aktienmarktentwicklungen, die das Gebäude insgesamt stützten und weniger die enormen neuen Mittelzuflüsse. Der Zuwachs an Spezialfondsvolumen aus reinen Mittelzuflüssen betrug 48,4 Mrd. € nach 39,4 Mrd. € in 2005. Insgesamt waren zu Ende 2006 in Spezialfonds 669,5 Mrd. € nach 617,5 Mrd. € in 2005 investiert.



Die Messung der Anzahl der Spezialfonds ist seit der Einführung und letztlich der Durchsetzung der Master KAG kein sinnvolles Indiz mehr für die Erfolgsstory einer KAG. Durch die Einbindung der Segmentfonds in einen Master KAG-Spezialfonds spielt die Anzahl somit nur noch eine untergeordnete Rolle. So verbuchten wir ja bereits einen Rückgang von 5.251 Fonds Ende 2003 auf 4.875 Ende 2004. Die Gesamtzahl der Spezialfonds hat sich jetzt wie im Vorjahr bei ca. 4.500 Mandanten eingependelt und stabilisiert.

## Österreich

In Österreich betragen die Assets under Management in Publikumsfonds sowie Spezialfonds- und Großanlegerfonds insgesamt € 167 Mrd. (2005: Euro 155,6 Mrd.). Hiervon waren inklusive Großanlegerfonds 80,7 Mrd. € (Vorjahr 75 Mrd. €) in Spezialfonds angelegt. Dies entspricht einer Steigerung von 7,8%, die aus zuvor bereits für Deutschland geschilderten Gründen hinter den enormen Zuwächsen von 2004 auf 2005 zurückblieb. Die Assets für institutionelle Anleger verteilten sich auf knapp 1.132 Spezial- wie Großanlegerfonds nach 1.098 Ende 2005. In Spezialfonds waren Ende 2006 701, in Großanlegerfonds 431 Mandate zu zählen. Diese Zahlen untermauern nochmal das stetige Wachstum im institutionellen Fondsgeschäft, vergegenwärtigt man sich noch einmal die Zahlen aus den Jahren zuvor (2004: 60 Mrd. €, 2003: 52,1 Mrd. €, 2002: 41,26 Mrd. €, 2001: 35,6 Mrd. €, 2000: 35,1 Mrd. €, 1999 33,4 Mrd. €). Spezial- und Großanlegerfonds nehmen nunmehr schon gut 48% der Assets under Management im gesamten Fondsgeschäft ein. In 2005 lag der Anteil am Gesamtkuchen noch bei 45%. Hauptträger dieser kontinuierlichen Steigerung sind nach wie vor die großen Versorgungseinrichtungen und hier insbesondere die österreichischen Pensionskassen

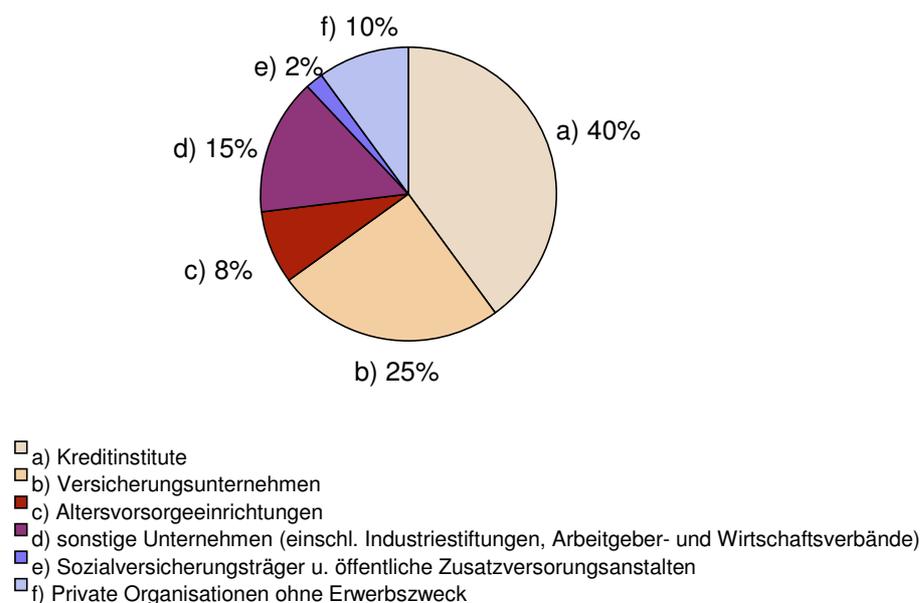
## B Die Ergebnisse der Befragung im Einzelnen

### B.1 Vorgehensweise bei der Befragung

Die erste Erhebung unserer Spezialfondsmarktanalyse liegt nunmehr schon sieben Jahre zurück. Der erste Erhebungszeitraum war 2000, also das Jahr, das den Beginn einer dreijährigen Baisse einläutete. Nach diesem Tal der Tränen begann der nicht aufzuhaltende Aufschwung an den Aktienmärkten, die nur kurzzeitig zweimal, nämlich im Mai/Juni 2006 und scheinbar Ende Februar 2007 ins Stocken gerieten. Was wir feststellen können im Unterschied zu der Zeit vor 2000 – um einmal einen großen Schnitt zu machen – ist, dass die Fülle an Neuerungen stark zugenommen hat. Themen wie Risiko

Management, Transparenz oder Wohlverhalten bestimmen die Terminologie im Markt und beeinflussen nicht zuletzt die Strategien und Aktionen der Asset Manager. Zudem ist unverkennbar, dass die ausländischen Asset Manager im deutschsprachigen Bereich angekommen sind und erfolgreich Marktanteile für sich beanspruchen. Dazu gesellt sich die ungeheure Flut an neuen Produkten, angefangen von den wiedererstarteten Immobilienfonds über Alternative Investments bis zu den strukturierten Ansätzen. Dies sind wieder einmal beste Voraussetzungen für uns, das Stimmungsbild im institutionellen Sektor einzufangen und im nunmehr siebten Jahr fortzuschreiben. Wie in den letzten drei Jahren hat uns – wie bereits zuvor ausgeführt - Fonds Professionell, Wien, bei der Datenerhebung in Österreich unterstützt. Fonds Professionell hat vor etwa einem halben Jahr sein erstes Fondsmagazin speziell für den institutionellen Anleger (Deutschland und Österreich) publiziert. So konnten wir auch eine erfreulich hohe Zahl an österreichischen Teilnehmern registrieren und auswerten, nämlich jetzt 30% unserer Gesamtteilnehmer. Wir haben siebzig Rückläufe verzeichnet, was bei einer selektierten Auswahl von institutionellen Anlegern einer Rücklaufquote von über 10 % entspricht. Der Kreis der teilnehmenden Investoren spiegelt einen repräsentativen Schnitt wider. Die Prozentsätze geben an, wie viele Assets under Management in Spezialfonds die jeweilige Gruppe bei unserer Studie ausmacht. Die Zusammensetzung der Studienteilnehmer ist in Abbildung 3 dargestellt.

Abb.: Zusammensetzung der Teilnehmer an der vorliegenden Studie



Der Bankensektor liegt mit 40% etwas höher als im Vorjahr, der Versicherungssektor dagegen etwas niedriger. Im Übrigen decken sich die anderen Anlegergruppen wie „Altersversorgungseinrichtungen“ oder „Sonstige Unternehmen“ recht genau mit der BVI-Statistik.

Die Fragen teilen sich in vier verschiedene inhaltliche Segmente auf:

- Bestandsaufnahme der Mandate in Zahlen
- Aktuelle und künftige Positionierung der Investoren
- Anforderungen an die Asset Manager (12 Kriterien)
- Aktueller Informationsstand zu Sonderthemen bei den Investoren

Unsere Marktuntersuchung dient auch dazu, institutionellen Anlegern eine Richtschnur an die Hand zu geben, wie andere institutionelle Anleger ihre Allokation betreiben, zu spezifischen Fragestellungen stehen oder wie „aufnahmebereit“ diese beispielsweise für ein Thema wie „Investments in Hedge Funds“ sind. Für Asset Manager, an die diese Studie gleichermaßen adressiert ist, ist es immer von Bedeutung, sich anhand verschiedener Informationsquellen ein Bild über ihre Kundengruppe zu ma-

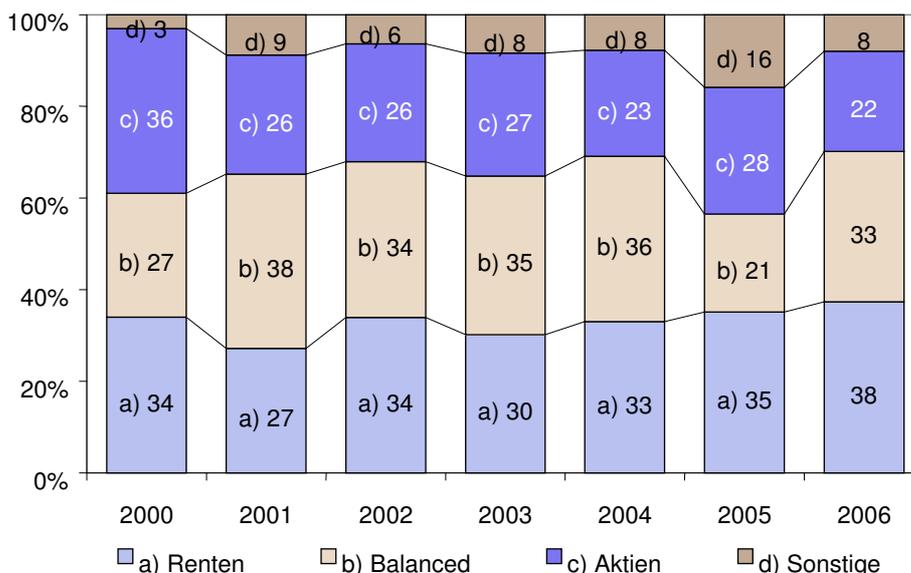
chen und sich eventuell auftuende Trends frühzeitig zu orten. Die Aussagen dieser Studie können somit als Benchmarking zu der eigenen Einschätzung herangezogen werden. Vergleichsmaßstab sind die Ergebnisse der sechs Vorjahre. So lassen sich auch klare Aussagen zu Trends treffen. Zusätzlich fließen in die Bewertung auch wieder Meinungen von TELOS aus unseren vielen Gesprächen und Diskussionen mit Branchenteilnehmern ein. Die aufgezeigten Ergebnisse beziehen sich auf alle erhobenen Daten der Teilnehmer aus Deutschland (70 % der Teilnehmer) und Österreich (30% der Teilnehmer).

## B.2 Spezialfondsanlagen

### B.2.a Anzahl der unterschiedlichen Mandate

In die Untersuchung flossen etwa 630 Spezialfonds ein. Davon waren

- 37,5% (Vorjahr: 35,2 %) reine Rentenmandate,
- 33% (Vorjahr: 21,4%) gemischte Mandate,
- 22% (Vorjahr: 27,6%) reine Aktienmandate und
- 3% Private Equity und Hedge Fonds (Vorjahr: Alternative Anlagen, d.h. Hedge Fonds, Private Equity und Immobilienfonds zusammen: 15%)
- 4,5% Immobilienfonds (Vorjahr: 15% Hedge Fonds, Private Equity und Immobilienfonds gemeinsam).



Hatten wir im letzten Jahr noch festgestellt, dass die Nutzung „Gemischter Mandate (Balanced Portfolios)“ auf dem Rückzug ist, so scheint sich der Trend bei einem signifikanten Anstieg von 21,4% in 2005 auf nunmehr 33% in 2006 gerade umgekehrt zu haben. Zu erklären ist diese Entwicklung sicher auch durch eine gewisse Unsicherheit der institutionellen Anleger über die weiteren Geschehnisse an den Kapitalmärkten. Gemischte Portfolios eröffnen je nach Gewichtung der Aktien- oder Rentenquote den Zugang zu beiden Assetklassen. Zu dem hier angedeuteten „Vorsichtsprinzip“ der institutionellen Anlegerschaft passt auch ein Blick auf die Rentenseite. Reine Rentenportfolios verzeichneten eine Steigerung von 35% in 2005 auf 37,5% in 2006. Vor zwei Jahren (2004) war bereits ein Anstieg auf 33% (von 30% in 2003) auszumachen. Der Durst nach reinen Rentenfonds verstetigt sich offenbar weiter. Zu den Anlegern in dieser Assetklasse zählen neben Banken auch versicherungsnahe Einrichtungen. Als Zwischenergebnis können wir festhalten, dass Gemischte Portfolios aus zuvor genannten Gründen eine Renaissance erleben. Dieser Trend geht eindeutig zulasten der reinen Aktienmandate und auch auf Kosten der unter den „Alternativen Investments“ zusammengefassten Assetklassen „Hedge Fonds“, Private Equity“ sowie „Immobilienfonds“.

Hiermit ist noch keineswegs eine Aussage darüber getroffen worden, ob summa summarum der Anteil an Aktienengagements bzw. Alternativen Anlagen tatsächlich rückläufig gewesen ist. Auf die Aufteilung der verschiedenen Assetklassen kommen wir später zu sprechen. Die klare Botschaft der obigen Tabelle ist aber, dass die von uns im letzten Jahr noch konstatierte „Abkehr aus den Balanced Portfolios“ (von 36% der Mandate in 2004 auf nur mehr 21,4% in 2005) sich in ihr Gegenteil verkehrt hat. Auch die Aussage unserer Vorjahresstudie, dass institutionelle Anleger verstärkt Spezialmandate im Bereich Alternative Investments vergeben haben, kann für unsere aktuelle Untersuchung nicht mehr aufrechterhalten werden. Stiegen die speziell auf Hedge Fonds, Private Equity und Immobilienfonds vergebenen Fonds noch von 2004 mit 8% auf immerhin 16% in 2005, so verminderte sich diese Zahl wieder auf 7,5%, also auf ein vergleichbares Niveau wie im Jahr 2004. Ein Großteil des Schwundes der speziell als „Alternative Investments“ allokierten Fonds geht sicher auf das Konto der Immobilien-Spezialfonds, die nach den sehr schwierigen Zeiten bereits in 2005 zumindest zu Beginn des Jahres 2006 auch noch unter den Nachwehen mangelnder Transparenz und erst allmählich zurückzugewinnenden Vertrauens bei den Anlegern zu leiden hatten.

### *Vergleich Deutschland – Österreich*

Es ergaben sich teilweise markante Unterschiede in der derzeitigen Mandatsaufteilung: In **Österreich** waren

- 27% (2005: 38 %) reine Rentenmandate,
- 44,5% (2005: 10%) gemischte Mandate,
- 23,5% (2005: 35%) reine Aktienmandate und
- 17% Private Equity und Hedge Fonds (2005: ebenfalls 17%, aber inklusive Immobilienfonds)
- 2% Immobilienfonds(2005: ebenfalls 17%, aber inklusive Private Equity und Hedge Fonds) investiert.

In **Deutschland** war die Verteilung wie folgt:

- 46,8% (2005: 34 %) reine Rentenmandate,
- 22,4 (2005: 25%) gemischte Mandate,
- 23,5 (2005: 26%) reine Aktienmandate und
- 3,6% Private Equity und Hedge Fonds (2005: 10,3%, aber inklusive Immobilienfonds)
- 6,7% Immobilienfonds (2005: 10,3%, aber inklusive Private Equity und Hedge Fonds).

In Österreich ist ein ganz erstaunlicher Shift der institutionellen Anleger hin zu „Gemischten Mandaten“ auszumachen. Während die „Alternativen Assetklassen“ auf hohem Niveau praktisch stabil blieben, wurden die reinen Aktien- wie die reinen Rentenmandate zurückgefahren. Deutsche institutionelle Anleger haben ein unterschiedliches Verhalten an den Tag gelegt. Während spezielle Aktienmandate reduziert wurden, erfuhren die reinen Rentenportfolios einen klaren Anstieg. Immobilienfonds lassen in Deutschland wieder einen echten Aufwärtstrend – bezogen auf die Vergabe von Spezialfonds – erkennen.

### **B.2.b Aufteilung auf heimische und ausländische Anbieter**

Bei diesem Thema geht es grundsätzlich um die Klärung der Frage, inwieweit ausländische Asset Manager weiter in Deutschland Fuß fassen können. Nachdem sich ausländische Manager früher bekanntermaßen im deutschsprachigen Sektor und hier insbesondere in Deutschland sehr schwer taten, sieht die Situation seit etwa drei Jahren ganz anders aus. Die Anleger zeigen sich einer Zusammenarbeit mit ausländischen Asset Managern gegenüber noch offener als im Vorjahr. Nach 63% in 2005 und 61% im Jahr 2004 gaben nun 71% der befragten Investoren an, bereits jetzt Mandate an ausländische Anbieter zu vergeben. Das heißt, sieben von zehn Institutionellen haben ein oder mehrere Fonds an ausländische Manager outgesourct. Diese Steigerung ist schon beeindruckend genug. Noch keine Aussage ist damit darüber getroffen, wie viele Mandate der Zahl nach verschiedene ausländische Manager erhalten haben. Bricht man also obige Prozentzahl von 71% im nächsten Zug auf die Anzahl der tatsächlich beauftragten ausländischen Manager herunter (z.B. drei von acht Mandaten werden von ausländischen Gesellschaften gemanagt), so ergibt sich mit knapp 52% nach etwa 46% im Vorjahr wiederum ein deutlich höherer Wert. Nimmt man dazu das Jahr vor der Vorjahresstudie mit

41% (Untersuchungszeitraum 2004) oder den in 2003 ermittelten 28%, so wird der zunehmende Einfluss ausländischer Anbieter mehr als deutlich. Mit dem Jahr 2005 kam der eigentliche Durchbruch für Fondsmanager aus dem Ausland. Mit einem Wert über 50% im Erhebungsjahr 2006 wird aber auch nochmal die Dynamik der einziehenden Internationalisierung klar. Dies spricht auch für die stärkere Offenheit deutscher und österreichischer Anleger gegenüber nichtdeutschen Managern sowie für die mit der Globalisierung einhergehende Professionalität. Auch für dieses Jahr gilt die in den Vorjahren getroffene Feststellung, dass je mehr Mandate von einem einzelnen Investor vergeben werden, desto höher fällt auch die Quote der ausländischen Asset Manager aus. Adressen, bei denen inländische Kapitalanlagegesellschaften noch „dominieren“ (z.B. von acht Mandaten ist eines bei einem ausländischen Institut angesiedelt), finden sich bei einigen Banken wie Sparkassen, Berufsgenossenschaften und Verbänden. Im Gegensatz zu unserer Vorjahresstudie lässt sich feststellen, dass ausländische Manager zunehmend bei Investoren punkten können, die von einem Consultant beraten werden. Eine irgendwie geartete Korrelation zu einem bestimmten Investorenkreis wie Banken oder Versicherer lässt sich allerdings nicht ausmachen. Es gibt natürlich auch eine ganze Reihe von Teilnehmern, die keinen Consultant eingeschaltet haben und dies auch nicht beabsichtigen, sich aber bereits Fonds von ausländischen Gesellschaften managen lassen.

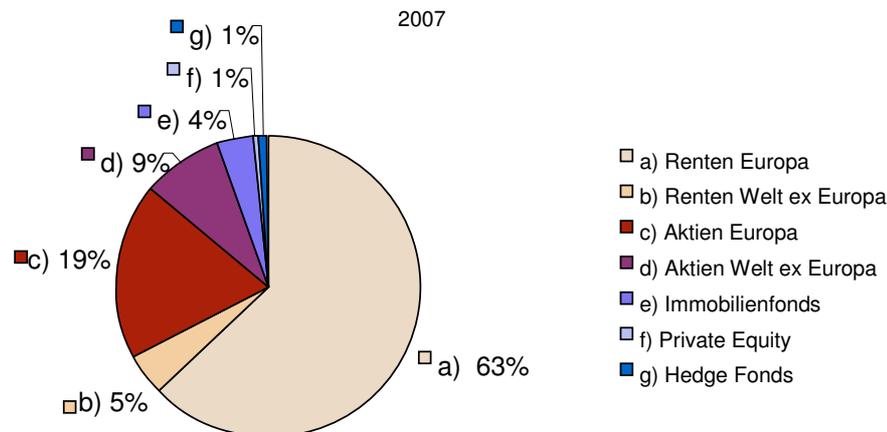
### *Vergleich Österreich – Deutschland*

35% der deutschen Institutionellen arbeiten bis heute nicht mit ausländischen Gesellschaften zusammen. In Österreich liegt der Prozentsatz bei nur 14%. Die österreichischen Investoren sind demnach offener in der Zusammenarbeit mit ausländischen Managern. Schaut man auf die Anzahl der ausländischen Asset Manager (also z.B. fünf von elf Managern), so machen diese in Österreich jetzt 62% (Vorjahr: 68%) aus, in Deutschland hat sich der Prozentsatz aber auch gesteigert und zwar von 34% auf jetzt 48%. Die Zahlen untermauern damit den Trend und unterstreichen damit die zunehmende Konkurrenzsituation zwischen einheimischen Asset Managern und ausländischen Anbietern.

### **B.3 Derzeitige Anlagestrategie**

Wir bitten die Teilnehmer, uns ihre derzeitige Verteilung der Assets auf die folgenden Assetklassen mitzuteilen:

- Renten
  - Europa
  - Welt ex Europa
- Aktien
  - Europa
  - Welt ex Europa
- Immobilienfonds
- Private Equity
- Hedge Funds



Der Anteil an Rentenanlagen ist zwar leicht rückläufig, hat sich aber insgesamt bei gut zwei Drittel der Gesamtassets stabilisiert. Dies bestätigt auch unsere Zahlen aus Abschnitt (B.2.a), wonach die reine Anzahl der als pure Rentenfonds vergebenen Spezialfonds inzwischen bei 37,5% liegt. Die europäischen Fixed Income-Fonds sind nach wie vor die dominierende Assetklasse. Inklusive „Renten ex Europa“ sind 67,3% (Vorjahr: gut 70%) der Gelder hier geparkt. „Renten Welt ex Europa“ sind wie im Vorjahr eher auf dem Rückzug, wenn dieser Assetklasse jetzt noch 4,5% aller Assets anvertraut werden (Vorjahr: 5,15%). Dies ist sicher auf die schwer einzuschätzende Zinssituation zurückzuführen. Insbesondere waren und sind nach wie vor in einem insgesamt eher nach oben gerichteten Zinszyklus die US-Währungs-Exposures nicht leicht zu prognostizieren. Der lange kritisch beäugte EURO hat ja inzwischen unbestritten zu der von Anfang an erhofften Stärke gefunden. Auf der Rentenseite wollten wir auch wissen, inwieweit bei den teilnehmenden Investoren Unternehmensanleihen (Corporates) eine Rolle spielen. Nach 66% im Vorjahr sind jetzt noch 52% der Investoren in Corporates investiert. Diese Assetklasse macht jetzt noch im Durchschnitt pro Teilnehmer 6,1% (nach 8,8% im Vorjahr) der Rentenanlagen aus. Banken wie Sparkassen und Volksbanken, aber auch einige Versicherer gehören zu den größeren Investoren in Unternehmensanleihen (mit bis zu 30% der Rentenanlagen). Der Trend hin zur Aktie ist nach den vorigen Aussagen erstaunlicherweise ungebrochen. Wie wir unter Abschnitt (B.2.a) sehen konnten, nahm zwar die Zahl rein aktienorientierter Fonds ab. Offenbar wurden aber die Aktienquoten im Rahmen der wieder viel stärker in Anspruch genommenen „Gemischten Spezialfonds“ ausgeweitet. Der Anteil der Aktien Europa blieb mit 18,7% fast auf Vorjahresniveau (18,95% nach allerdings nur 13,3% in 2004). Der Aktienanteil „Welt ex Europa“ konnte dagegen von 5,45% auf jetzt 8,6% zulegen, was für eine weitere Internationalisierung der Aktienengagements spricht. Dies macht auch Sinn vor dem Hintergrund einer doch sehr unterschiedlichen Dynamik der weltweiten Aktienindices. Dies wird auch in diesen Tagen deutlich, da die europäischen Aktienindices deutlich bessere Performances aufweisen als etwa die US-amerikanischen oder der Nikkei in Japan.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Renten						
• Europa	62.7	70.7	73.5	69.9	66.18	62.8
• Welt ex Europa	3.3	3.7	3.6	7.4	5.15	4.5
Aktien						
• Europa	23.8	18.5	16.3	13.3	18.95	18.7
• Welt ex Europa	3.8	4.2	4.2	6.3	5.45	8.5
Immobilienfonds	3.8	2.1	1.9	2.1	2.77	3.8
Private Equity		0.1	0.2	0.2	0.34	0.5
Hedge Fonds		0.7	0.3	0.8	1.16	1.1
Sonstige	2.6					

Die Alternativen Anlagen sind so oder so nach wie vor ein wenig das Sorgenkind der Assetklassen. Wie im Jahr zuvor steigt der Mut zu einem Engagement auch aufseiten der institutionellen Anleger. Offen gesprochen, unterhalten wir uns aber wie seit langem über marginale Steigerungsquoten. Bei den Hedge Fonds ist eine Stagnation festzuhalten (1,1% der Gesamtassets). Dabei zeigen sich die österreichischen Anleger mit einer Quote von immerhin 2,2% dieser Assetklasse gegenüber sehr viel offener als die deutschen Anleger mit gerade einmal 0,6%. Auf Vorjahresniveau gab auch in diesem Jahr jeder vierte Teilnehmer unserer Befragung an, sich in Hedge Fonds zu engagieren, in der Spitze bis zu 7% der Assets. Auch hier dominieren die Versorger wie z.B. Versorgungswerke und Pensionskassen und auch die Banken. Auf der Private Equity-Seite stellt sich der Vergleich zwischen deutschen und österreichischen Investoren genau spiegelverkehrt wie auf der Hedge Fonds – Seite dar. Hier „dominieren“ nämlich deutsche Investoren mit einer Quote von 0,7% der Gesamtassets gegenüber den Institutionellen aus Österreich mit nur 0,14%, was sich zu einem Durchschnitt von 0,5% verdichtet (gegenüber 0,34% in 2005). Immerhin gaben gut 17% unserer Teilnehmer an, in Private Equity investiert zu sein. Teilweise betrug diese Anlagen um die 3%, in Ausnahmefällen auch bis zu 10%. Diese Investoren stammen ausnahmslos aus dem Bereich Versorgungswerke und Banken, die – wie man auch aus dem Markt hört - diese Assetklasse inzwischen für sich entdeckt haben. Die Renaissance der Immobilienfonds geht offenbar weiter. Mit 3,8% gegenüber knapp 2,8% im Vorjahr bilden Immobilienfonds-Anlagen innerhalb der „Alternativen Anlagen“ den Spitzenreiter. Die krisengeschüttelte Zeit von Herbst 2004 bis Anfang 2006 hat die Branche offenbar abgeschüttelt. Dies ist im Grunde genommen auch zu begrüßen, da diese Assetklasse ohne jeden Zweifel – mit oder ohne REIT's – einen wichtigen Bestandteil eines Portfolios bilden sollte. Glaubt man aber Aussagen aus dem Markt, so setzt man sich zum Teil über die in der Krise mit großem Elan und mit tatkräftiger Unterstützung des BVI, Frankfurt am Main, forcierten Wohlverhaltensregeln (Anmeldung von Investments bei den Fondsgesellschaften ab bestimmten Größenordnungen sowie die Vereinbarungen über Sperr- und Haltefristen) fast wieder hinweg. Hier kann man nur dazu raten, die glückliche Erholung der Gesamtlage nicht als gottgegeben und als in die Zukunft gesichert zu betrachten, sondern sich vor Augen zu halten, welche zum Teil relativ unspektakulären Vorgänge zu Pressemeldungen – und damit einhergehenden Fondsschließungen – mit Tsunami-Effekt geführt haben.

### *Aktive versus passive Mandate*

Bei der Frage nach der Aufteilung der verschiedenen Spezialfondsmandate war wie im Jahr zuvor eine gewisse Tendenz zur Nutzung passiver Mandate zu spüren. Waren es im Vorjahr im Bereich Renten und Aktien noch etwa jeder dritte Anleger, der mindestens ein passives Mandat vergab, so ist es in Österreich und Deutschland nunmehr wieder nur jeder vierte Investor; bei Aktien geht die Tendenz sogar eher Richtung jeden fünften Anlegers mit passiv gemanagten Mandaten. Bei den „Gemischten Fonds“ ist die Quote von gut 7% der Anleger fast zu vernachlässigen. Bei Balanced Portfolios bietet sich die Nutzung passiven Managements auch weniger an.

Runtergebrochen auf die Anzahl der tatsächlich passiv gemanagten Fonds im Verhältnis zu der Gesamtzahl der Fondsmandate verschieben sich die Verhältnisse nochmal deutlich zugunsten einer Mehrzahl an Mandaten, die aktiv gemanagt werden. Auf die Gesamtmenge der Mandate bezogen wurden in den einzelnen Bereichen

- Aktien 11,5% (Vorjahr: 21%)
  - Renten 11,1% (Vorjahr: 16%)
  - Gemischte Mandate 6,3% (Vorjahr: 17%)
- passiv gemanagt.

Stellten wir im letzten Jahr noch fest, dass deutsche Anleger eher zu passiven Mandaten tendierten als ihre österreichischen Kollegen, so ergibt sich jetzt eine unterschiedliche Betrachtung bei Renten und Aktien. Dies zeigt die folgende Aufstellung.

Deutsche Institutionelle waren

- im Bereich Renten mit 9,6% ihrer Mandate (Österreich: 14%)
  - im Bereich Aktien mit 14,5% ihrer Mandate (Österreich: 8,7%)
- passiv ausgerichtet.

Betrachtet man die Gesamtzahl an Mandaten, die passiv gemanagt werden, so ergibt sich folgender Gesamtüberblick für Deutschland und Österreich:

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Renten aktiv	91	93.4	94.9	80.1	84.3	88.9
Renten passiv	9	6.6	5.1	19.9	15.7	11.1
Aktien aktiv	82	89.3	86.1	78.4	79.6	88.5
Aktien passiv	18	10.7	13.9	21.6	20.4	11.5
Balanced aktiv	92	86.4	87.4	89.3	83.2	93.7
Balanced passiv	8	13.6	12.6	10.7	16.8	6.3

Tab. 2: Aktive und passive Mandate (in %)

## B.4 Auflegung neuer Spezialfonds und Präferenzen

Die Frage an unsere Teilnehmer lautete, ob sie in den kommenden zwei Jahren neue Spezialfonds vergeben wollen. Der Zeitraum von zwei Jahren erscheint uns opportun, da die institutionelle Anleger-schaft diesen Zeitraum taktisch gut überschauen kann im Hinblick auf z.B. zu erwartende, kalkulierbare Beitragseingänge von Mitgliedern in Versorgungswerken oder vergleichbaren Konstellationen. Fast jeder zweite (!) Anleger (nach 41,2% in 2005 und 43% in 2004) bejahte diese Frage. Dabei stehen sich die Investoren auf deutscher und österreichischer Seite in nichts nach. Die größeren Anleger sind etwas aktiver als kleinere Gesellschaften. Im übrigen lässt sich festhalten, dass die Banken wie Sparkassen und Hypothekenbanken, aber auch die Versicherer (dazu die Pensionskassen) sich noch etwas aktiver zeigen werden. Ansonsten zeigt sich der Kreis der Interessierten weit gefächert über alle Anlegergruppen hinweg gleichermaßen offen in Richtung Neuauflage von Spezialfonds. Vor drei Jahren fragten wir erstmals nach der Präferenz für „Absolute Return“ oder „Relative Return“. Zu diesem Zeitpunkt bekundeten noch über 70% der Teilnehmer, sie seien an Absolute Return-Produkten mehr interessiert. Diese Zahl nahm dann in 2004 auf 60% ab und legte in 2005 auf 63% leicht zu. Mit jetzt 61% der Anleger nach der aktuellen Befragung entschieden sich immerhin wieder viele Befragte für die Bevorzugung von Absolute Return-Produkten. Diese „Stabilisierung“ macht den nach wie vor vorhandenen Grad an Verunsicherung über die weiteren Marktentwicklungen transparent. Wohlwissend, dass Absolute Return-Produkte letzten Endes auf Kosten ihrer Renditechancen gehen, schlägt man sich gerne auf die sichere Seite. Dies erklärt sich natürlich neben den bitteren Erfahrungen der Anfang 2000-er Jahre auch aus dem Umstand heraus, dass der Großteil der institutionellen Investoren seine Anlagepolitik liability-getrieben steuern muss. In Österreich lag die Quote der Anleger mit einem Hang zu Absolute Return-Produkten sogar über 73%.

### Künftige Investments:

Was haben die Institutionellen nun für ihre künftige Anlagepolitik geplant?

Auf der Aktienseite entschieden sich wie im Vorjahr 77% unserer Teilnehmer künftig für einen „aktiven“ Investmentansatz. Von diesem Kreis bevorzugten 86% (Vorjahr 70%) ausschließlich einen aktiven Managementansatz, knapp 8% (Vorjahr 20%) einen passiven Ansatz und knapp 6% (Vorjahr 10%) waren für beide Ansätze offen. 81% unserer Teilnehmer (nach 83% im Vorjahr) wollen künftig in Renten investieren, wobei dies natürlich ein Engagement auch in der Aktie keineswegs ausschließt. Von diesem Kreis präferierten über 90% (Vorjahr 77%) ausschließlich einen aktiven Managementansatz, 10% tendierten zu einem passiven Ansatz bzw. waren für beide Alternativen offen.

Damit lässt sich ein Bias hin zum aktiven Management im Vergleich zum Vorjahr ersehen.

Bestätigt wird diese Aussage durch unsere Feststellung im Kapitel „Aktive versus passive Mandate“, wonach noch jeder vierte bis fünfte Anleger „passiv orientiert“ war. Unterstellen wir, dass aktiv gema-gte Mandate eher zu einem absoluten Return führen können, so unterstreicht dies eher eine Tendenz zum Absoluten Return-Gedanken bei institutionellen Anlegern.

Daran schlossen wir die Frage an, wie es nun um die künftige Investitionsbereitschaft in Alternative Investments bestellt sei. Im letzten Jahr gaben 40% der Teilnehmer an, dass sie verstärkt in Alternative Produkte investieren wollten. Jetzt verzeichneten wir eine Quote von 38%, womit die „erklärte Bereitschaft“ sich praktisch auf gleichem Level bewegt. Wie wir zuvor gesehen haben, korreliert dieses Ansinnen nicht ganz mit der Realität. Da zeigt sich nämlich, dass – die Immobilienfonds einmal aus-

genommen – sich bei den Private Equities und insbesondere auf der Hedge Fonds – Seite leider noch kein echter Durchbruch abzeichnet. Fazit: Das Interesse an Alternativen Produkten ist nach wie vor hoch. Die faktische Umsetzung lässt noch zu wünschen übrig. Dieser Dissens ist auch mit den Unsicherheiten über die Kapitalmarktentwicklungen zu erklären. Laufen die Aktienindices auf Hochtouren (wie überwiegend in 2006), so leiden darunter die Alternative Investments. Hierzu ist aus Sicht des Anlegers diese Assetklasse schlicht noch nicht etabliert genug. Dies ist zu bedauern, da die Aufklärungskampagnen durch den Verband BAI und andere wie das Haus Absolute Research auf Hochtouren laufen. Auch die gesetzlichen Fundamente sind mit dem Investment mit Wirkung vom 1. Januar 2004 gesetzt worden, wenn auch noch einige Flexibilitäten wünschenswert wären. Hier heißt es, Geduld an den Tag zu legen, damit sich eine ähnlich erfreuliche Entwicklung wie in vielen anderen Ländern einstellt. Weiter befragten wir die Teilnehmer danach, ob es bei einer anstehenden Neuvergabe eines Mandates eine Bevorzugung eines heimischen Anbieters oder eines ausländischen Asset Managers gibt. Im Vorjahr gaben nur noch 17% an, dass sie sowohl inländische wie ausländische Anbieter in Betracht ziehen. Der Prozentsatz ging jetzt auf 13% zurück. 61% (nach 54% im Vorjahr) der Anleger gaben dem rein inländischen den Vorzug. Dies bedeutet, dass nach wie vor bei der Mehrheit der Institutionellen ein Hang zum inländischen Anbieter besteht. Dies erstaunt ein wenig, da wir in Kapitel (B.2.b) als Ergebnis bei der aktuellen Aufteilung der Mandatsvergaben zwischen heimischen und ausländischen Adressen eine deutliche Zunahme von Fonds pro ausländische Adressen festhalten konnten. Auf etwa gleichem Niveau im Vergleich zu 2005 bewegt sich die Zahl derer, die ausschließlich eine ausländische Adresse als künftigen Partner beauftragen würden. Der Prozentsatz liegt bei 26% nach 29% (in 2005). Die sich insgesamt ergebenden knapp 40% pro Zusammenarbeit mit einem ausländischen Anbieter dürfen alles in allem als Bestätigung des wachsenden Engagements dieser Anbieter im deutschen und österreichischen Markt angesehen werden. Allerdings zeigen die Ergebnisse auch, dass bei aller Öffnung für ausländische Asset Manager vor diesen immer noch ein gutes Stück Arbeit liegt. Man kann allerdings sagen, dass die von außen in den deutschen Markt dringenden Investmentgesellschaften heute ein leichteres Spiel in der Akzeptanz haben und keine Kärnerarbeit von unten herauf anstellen müssen, um sich hierzulande präsentieren zu können. Insoweit waren 2004 und in besonderem Maße das Jahr 2005 bahnbrechend für ausländische Manager. Der Prozentsatz derjenigen Investoren, die sich in den kommenden zwei Jahren alleine die Beauftragung eines ausländischen Asset Managers vorstellen können (ausschließlich oder gemeinsam mit inländischen Adressen), liegt bei österreichischen Investoren mit 75% erheblich höher als bei deutschen Investoren mit knapp 23% (nach nur 18% im Vorjahr). Ausschließlich für inländische Asset Manager entschieden sich bei den österreichischen Anlegern nur 25%. Die zunehmende internationale Anlagepolitik und nicht zuletzt der Performancedruck sind sicher ein Argument für die Öffnung gegenüber ausländischen Häusern.

## **B.5 Auswahl eines geeigneten Asset Managers**

Insbesondere im deutschsprachigen Sektor wird immer wieder die Frage aufgeworfen, mit Hilfe welcher Tools sich insbesondere Institutionelle einen Überblick über den Markt verschaffen, um darauf aufbauend eine Entscheidung „pro oder contra“ eines Managers zu treffen. Diese Diskussion wird etwa seit Anfang der Neunziger Jahre geführt, als die ersten „Consultants“ auf den Markt kamen. In der Zwischenzeit hat sich Einiges getan. Aber es lässt sich nicht verschweigen, dass ein Durchbruch pro Consultant-Engagement de facto nicht erkennbar ist. Innerhalb dieses Fragenkomplexes gehen wir darauf ein, mit welchen Hilfsmitteln institutionelle Anleger ihre Asset Manager aussuchen. Beim Consultant-Markt wollen wir wissen, wie sich der Status Quo darstellt und wohin der Weg möglicherweise führen kann. Wie wir wissen, greifen ja auch eine Reihe institutioneller Adressen auf eigene Fragebögen zurück. Zunächst ist von Interesse, wie viele institutionelle Anleger gar keines der aufgeführten Hilfsmittel, also weder Consultants noch Fragebogen einsetzen. Im letzten Jahr lag die Quote bei 30% der Befragten nach extrem hohen 37% im Jahr 2004. Im jetzigen Untersuchungsjahr ermittelten wir einen Wert von immerhin wieder 32%. Das heißt, dass jeder dritte Anleger keinen Wert auf persönlichen Rat von außen, sprich „seines“ Beraters, legt, zugleich aber auch keine eigene Recherche mit Hilfe eines Fragebogens vornimmt. Während sich im letzten Jahr bei der Frage, welche Institutionellen sich eher diesen Hilfsmitteln verweigerten, kein wirklicher Schwerpunkt zu der einen oder anderen Kategorie von Anlegern ausmachen ließ, kristallisiert sich in der aktuellen Studie eine gewisse Zuordnung ab. In Österreich wie in Deutschland scheinen „Banken“ dieser Unterstützung eher nicht zu bedürfen. In Österreich zeigten sich auch größere Pensionskassen einer Unterstützung dieser Art eher

verschlossen, in Deutschland eher auch Adressen, die nach SGB IV anlegen. Was den Vergleich deutscher mit österreichischen Institutionellen in diesem Bereich angeht, so lässt sich kein großer Unterschied in der Behandlung dieser Frage erkennen. Auf deutscher Seite waren knapp 70% nicht bereit, Consultants resp. Fragebögen zu nutzen, auf österreichischer Seite waren es mit 75% etwas mehr. Unter dem Strich der Bilanz nimmt sich dies also nicht viel.

Leider recht niedrig liegt wieder die Quote der Anleger, die künftig einen Consultant beauftragen wollen. Nach 7,5% im Vorjahr waren es auch nur 10% der Befragten, die für 2007 die Einschaltung eines Beraters in Angriff nehmen wollen. Die Quote von 12% für Deutschland und nur 8% der Anleger für Österreich, die zwar noch keinen Berater beauftragt haben, dies aber jetzt vorhaben, weckt zumindest für den deutschen Consultant-Markt gewisse Hoffnungen. Betrachten wir noch einmal die Investoren, die einen eigenen Fragebogen beim Searchprozess zum Einsatz bringen, so sind dies über Deutschland und Österreich hinweg immerhin 60%, was sich auf Vorjahresniveau bewegt. In Deutschland setzen über 62,8% der Investoren einen eigenen Questionnaire ein, in Österreich sind es 53,3%. Warum aber, so lautet ja die immer wieder gestellte Frage, sind die Wachstumschancen in diesem Markt bereits ausgeschöpft? Es gibt für diese unbefriedigende Entwicklung sicher kein allein erklärendes Argument, mit dem sich diese Frage beantworten ließe. Für Deutschland gesprochen liegt ein Argument für diese Lage in der „Heterogenität“ des Consultant-Bereichs. Die Consultants haben sich größtenteils auf bestimmte Teilbereiche in der Beratung spezialisiert wie etwa die betriebliche Altersversorgung mit Asset-Liability-Modelling, andere auf Master KAG-Expertise und weitere Anbieter versuchen mit ihrer internationalen Aufstellung zu punkten, konzentrieren sich dabei aber konsequenterweise auf Institutionelle mit einem gewissen globalen Auftritt mit entsprechenden Assets dahinter. Ein einheitliches Bild über die fünfzehn Anbieter im deutschsprachigen Sektor ist mithin schwer zu gewinnen. Um noch ein zweites Argument heranzuziehen, sei auf die Kostenseite verwiesen. Beratung kostet nun einmal Geld. Kann der Anleger annähernd sicher sein, dass er mit Hilfe der professionellen Unterstützung auch eine bessere Performance am Ende des Tages erzielt, kann er die zusätzlichen Aufwendungen gut vertreten. Tritt dies aber nicht ein, so muss sich der Entscheidungsträger beispielsweise eines Versorgungswerkes, einer Pensionskasse oder anderen Einrichtung die Frage seines Aufsichts- oder Verwaltungsrates gefallen lassen, ob er die Anlagepolitik nicht besser selbst kraft seiner eigenen Expertise bewerkstelligen sollte. Es gibt sicher noch eine Reihe anderer Gründe, die hier anzuführen wären. Unter dem Strich bleibt aber festzuhalten, dass der Beratungsbedarf gerade über die letzten Jahre eindeutig zugenommen hat. Neue Asset Management-Anbieter zeigen sich im Markt. Dazu kommt eine immer größere Breite der Produktpalette, an der die Consultants auch nicht vorbeigehen können. Greifen aber nicht mehr Anleger zu professioneller Hilfestellung, können die Consultants logischerweise auch nicht mit den gestiegenen Ansprüchen mithalten, sich dies also schlicht nicht „leisten“.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nutzung Consultants (aktuell)	16.3%	26.3%	21.2%	31.3%	33.3%	29.4%	28.8%
Nutzung Consultants (geplant)	-	-	12.1%	4.6%	5.9%	7.5%	10.0%
Verwendung eines eigenen Fragebogens	41.9%	42.1%	47.0%	59.7%	48.0%	58.8%	60.0%

Tab. 3: Unterstützung im Search-Prozess

## B.6 Die zwölf Prüfungskriterien im Detail

Die institutionellen Teilnehmer unserer Studie wurden nach ihrer Einschätzung zu zwölf Kriterien befragt, die ihr Verhältnis oder die Zusammenarbeit mit ihren Asset Managern betreffen. Wir haben dabei unterschieden zwischen der „Wertschätzung“ der Anleger auf der einen Seite und der tatsächlichen „Zufriedenheit“ bei bestehendem Mandate auf der anderen Seite. Die „Wertschätzung“ drückt dabei aus, welche Anforderung ein Investor im Vorfeld eines neu aufzulegenden Mandates hat, also eher eine abstrakte Betrachtung. Dabei konnten fünf Stufen, gestaffelt nach der Bedeutung für den Anleger, angekreuzt werden. Die fünf Stufen reichen von „sehr wichtig“ über „wichtig“, „neutral“ und „weniger wichtig“ bis zu „unwichtig“. Bei der Frage nach dem tatsächlichen Grad der „Zufriedenheit“ konnte auch zwischen fünf Stufen, nämlich von „sehr hoch“, „hoch“, „indifferent“, „eher niedrig“ bis zu „niedrig“ ausgewählt werden. Die beiden folgenden Grafiken zeigen die Ergebnisse im Überblick:

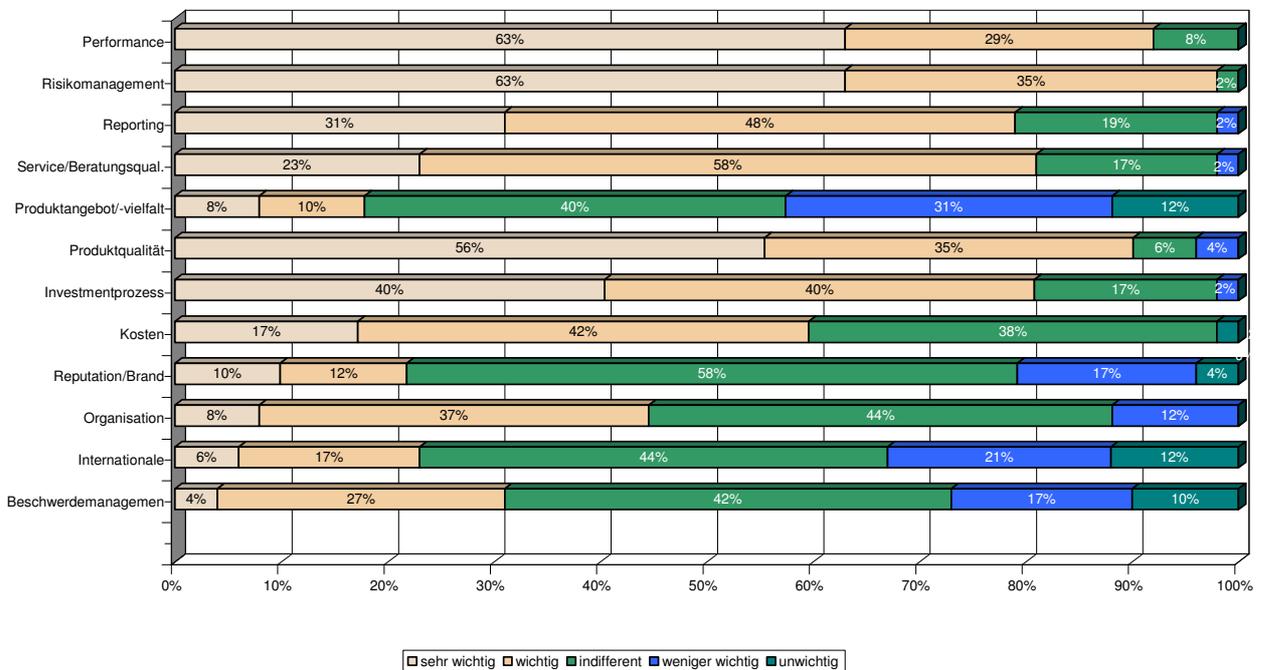


Abb.: Wertschätzung ausgewählter Kriterien durch die befragten Investoren

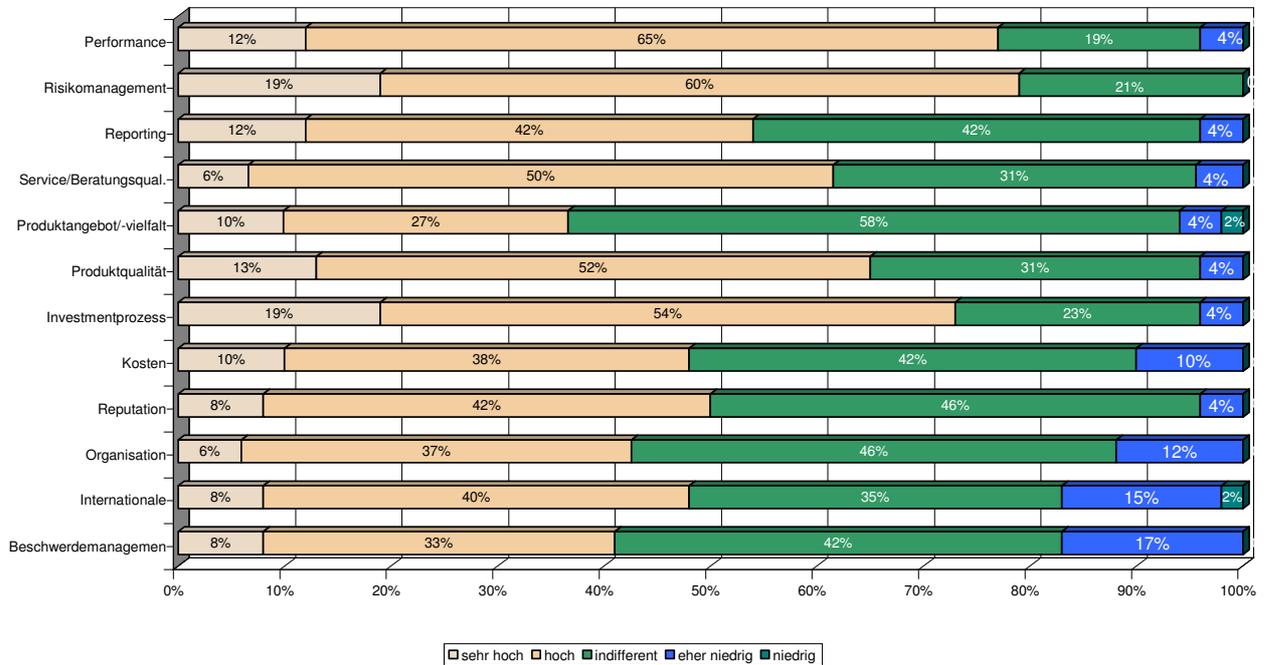
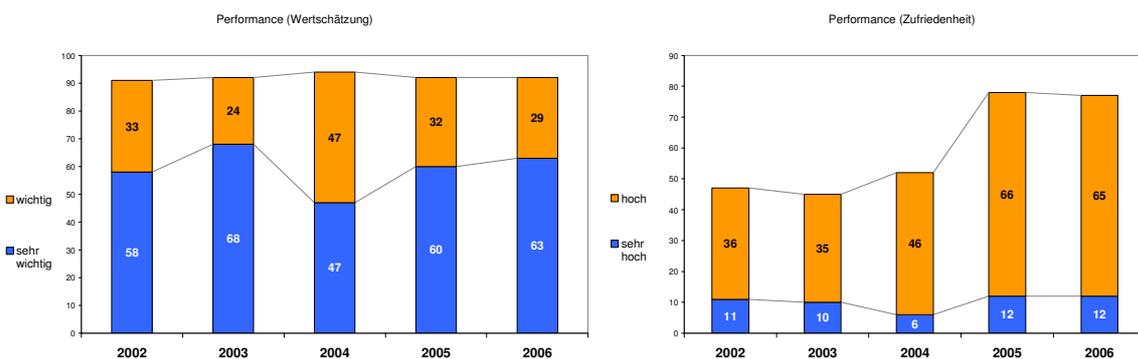


Abb.: Zufriedenheit der befragten Investoren mit ihren Asset Managern hinsichtlich dieser Kriterien

Jedes der zwölf Kriterien wird nach folgenden Inhalten beleuchtet:

- Darstellung der Wertschätzung,
- Darstellung des Zufriedenheitsgrades,
- Erkenntnisse (Einschätzung, Trends).

## B.6. a Performance



### Wertschätzung

Die Aktienmärkte laufen. Nach wie vor – das hatten wir in unserer Studie zuvor bereits festgestellt – partizipieren aber nur wenige Institutionelle an diesen positiven Entwicklungen. Teilweise noch bedingt durch das dreijährige Tief an den Kapitalmärkten verpassten die meisten Anleger den im Jahre 2003 angesetzten Höhenflug, der sich von Ausrutschern wie im Mai/Juni letzten Jahres abgesehen relativ kontinuierlich weiter fortsetzt. Leider konnte diese Phase von vielen Anlegern teils aus aufsichtsrecht-

lichen, teils aus intern gesetzten Grenzen nicht genutzt werden. Und aktuell sind wir bei aller Euphorie wieder an einem Punkt angelangt, an dem man sich fragt, ob sich ein Engagement in dem Aktiensektor zurzeit noch rentiert. Die Aktienquoten werden derzeit auch bei den Versicherern relativ niedrig gehalten, um die Reserven für die Versicherten nicht zu gefährden. Neben der Performance steht eben gerade bei den großteils von der Passivseite (Liabilities) beherrschten institutionellen Anlegern auch das Risiko immer im Fokus des Interesses. Neben den Versicherungsunternehmen sind das Versorgungswerke, Einheiten auf dem Gebiet der betrieblichen Altersversorgung wie auch Pensionsfonds, aber auch Stiftungen, mithin Institutionellen die allesamt über zwei Drittel des institutionellen Marktes ausmachen. In der Bedeutung bewerteten jetzt wie im Vorjahr 92% der Anleger die Performance mit den beiden höchsten Stufen.

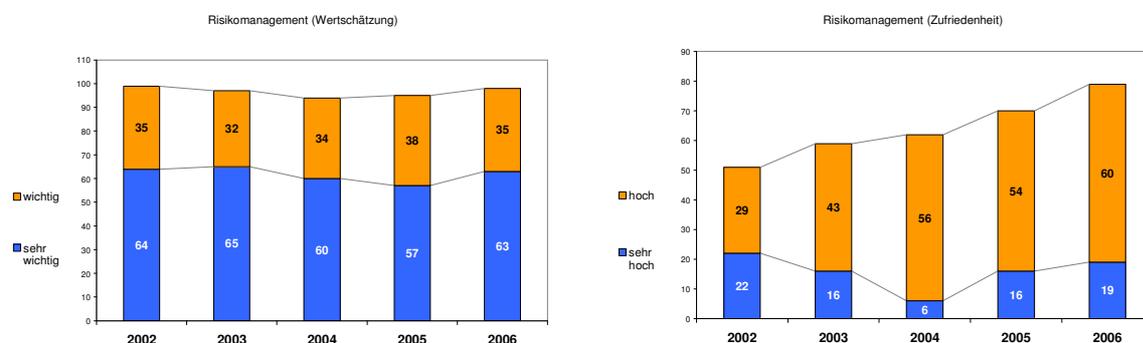
## Zufriedenheit

Im letzten Jahr kreuzten nur noch 12% (nach 46% in 2004) unserer Teilnehmer die höchste Stufe der Zufriedenheit (sehr hoch) an. Im Untersuchungsjahr 2006 waren es wiederum lediglich 12%. Die zweite Stufe „hoch“ wurde dagegen ähnlich wie im letzten Jahr von hohen 65% angegeben

## Trends

Alles in allem zeigen sich die Institutionellen als realistische Betrachter des Marktes, was nicht immer so war. Die extremen Ausschläge in den letzten Jahren sowohl nach unten (2000 bis 2003) wie aber auch nach oben (ab Mitte 2003 an den Aktienmärkten) zeigt klar auf, dass Chancen und Risiken nahe beieinander liegen und das richtige Timing immer schwieriger einzuschätzen ist. Aus diesem Grunde setzen einige Manager auch auf klare Signalvorgaben im Zuge von Trendfolge-Modellen. Alpha-Generierung wird jedenfalls immer ein bestimmendes Thema sein. Der Zwang, Performance möglichst bei überschaubarem Risiko einzufahren, ist ungeheuer groß

## B.6.b Risikomanagement



Risikomanagement hat sich in den letzten Jahren zu einem überragenden Punkt entwickelt. Risiko weist ein zweidimensionales Muster auf. Von der Kapitalmarktseite hat das „Risikobewusstsein“ der Investoren seinen Ursprung mit den Börsenjahren 2000 bis 2003 genommen. Dass diese Phase noch in den Köpfen steckt, zeigen die von teilweise hektischen Presseartikel begleiteten Abwärtsbewegungen der Kapitalmärkte im Mai und Juni 2006 sowie die jüngsten Störmanöver Ende Februar 2007. Die zweite Komponente ist das Risk Management von der operationalen Seite her betrachtet. Dies betrifft Fragen des Controllings der Assets, aber auch im Vorfeld einer konkreten Anlage schon die Auseinandersetzung damit, was ich mir als Investor überhaupt als Risiko „leisten“ kann. Der Weg hin zur Performance führt immer auch über das – operationale -Risikomanagement.

Die drei großen Risikoblöcke sind

- operationale Risiken (Abwicklungsfehler, Reporting, IT-Kapazitätsengpässe),
- Finanzrisiken (Liquiditätssteuerung, Beherrschen von Marktrisiken, Währungs-/Zins-Risiken),
- sonstige Risiken (Förderung der Mitarbeiter, schlechte Vertriebsstruktur, Reputationsverlust).

Die zunehmende Inanspruchnahme von Master-KAGen und eine ständig weiterwachsende Flut neuer Produkte wie Zertifikate oder Hedge Funds stellen höchste Ansprüche an die Provider.

Nach 95% im Vorjahr waren jetzt sogar 98% der Meinung, dass der Aspekt Risikomanagement „sehr wichtig“ oder „wichtig“ ist.

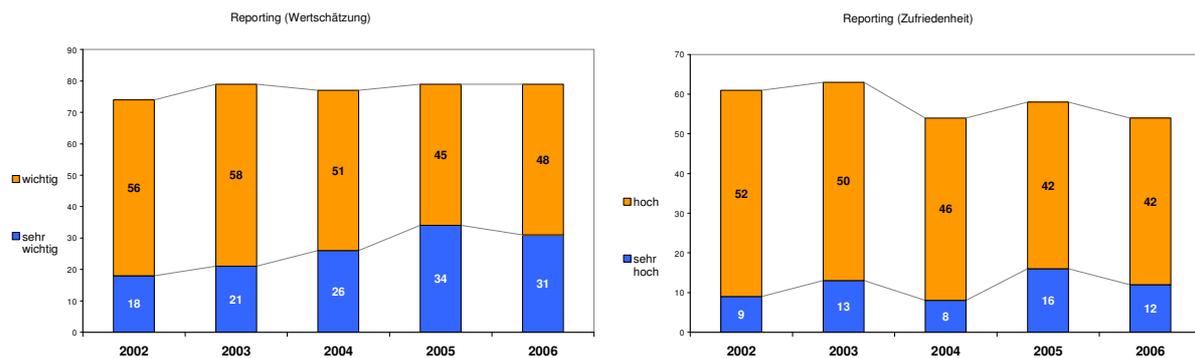
### Zufriedenheit

79% der Teilnehmer und damit absolut nochmal 10% mehr als im Vorjahr sehen ein gut funktionierendes Risikomanagement bei ihren Asset Managern als erfüllt an. Die Zufriedenheit in diesem Bereich ist über die letzten drei Jahre damit rasant gewachsen.

### Trends

Betrachteten wir letztes Jahr das Thema „Risk Management“ noch als „Überlebensfrage“ der Branche, so lässt sich heute sagen, dass der gesamte Markt und damit auch alle betroffenen Teilnehmer dies erkannt haben und sich mit allem Ernst dieser Problematik professionell widmen. Großteils werden externe Berater in das Haus geholt, um entsprechend individuell auf den jeweiligen Manager gestrickte Risiko Management-Modelle zu installieren. Institutionelle Investoren erwarten hier ohnehin State of the Art – Lösungen von ihren Managern. Performance und entsprechende Abwicklung sind damit aneinander- bzw. zusammengerückt. Das eine ohne das andere ist gar nicht mehr vorstellbar, zumal die Anforderungen von gesetzlicher Seite immer härter werden. Im Zuge des Aufbrechens der Wertschöpfungskette wird dabei naturgemäß auch immer mehr auf das Outsourcing von Dienstleistungen wie dem Risikomanagement zurückgegriffen.

## B.6.c Reporting



### Wertschätzung

Nach 79% im Vorjahr räumten wiederum genauso viele Befragte diesem Punkt einen hohen Stellenwert bei. Nur noch für 2% (Vorjahr: 8%) der Teilnehmer spielen Reporting-Services eine unbedeutende Rolle. Ein gutes Reporting sorgt heute nicht nur für die unabdingbare Transparenz über die hauseigenen Assets, des institutionellen Anlegers, sondern ist auch ein unverzichtbares Muss im Sinne eines Allokierungsinstrumentes geworden. Vielfach wird wie schon gesagt auf Outsourcing-Möglichkeiten z.B. an Master-KAG-en zurückgegriffen. Diese bietet über die eigentliche Spezialfonds-Administration hinaus auch die Integration der Eigenmittel der Investoren an. Damit wird eine ideale Voraussetzung zur Gesamtsteuerung geschaffen. Immer mehr Institutionelle nutzen diese Dienstleistungen, zumal damit auch eine Optimierung der Kontrolle der Assets einhergeht.

### Zufriedenheit

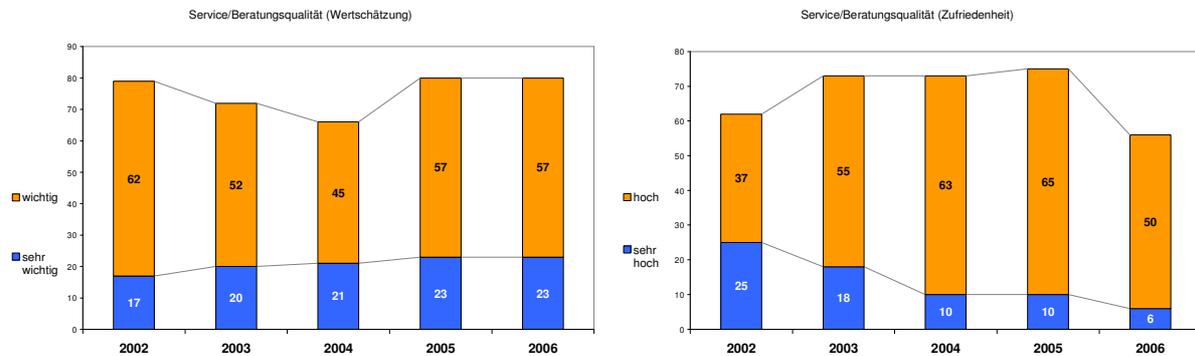
Der Prozentsatz der in den beiden höchsten Stufen zufriedenen Anleger ging insgesamt etwas zurück. Die höchste Stufe „sehr zufrieden“ gaben noch 12% nach 16% im Vorjahr an. Die Stufe „hohe“ Zufriedenheit, also die zweitbeste Note, wurde wieder von 42% der Anleger angekreuzt. Damit verbleiben immerhin noch 46%, die neutral (42%) oder sogar unzufrieden (4%) mit dem Reporting sind.

### Trends

Die zunehmende Inanspruchnahme von Master-KAGen sollte auch die Reportingqualität nachhaltig verbessern. Der Konzentrationsprozess hat bei den Master KAG-en eindeutig zugenommen. Gut eine Handvoll Anbieter haben sich dieses Geschäftszweiges praktisch ausschließlich angenommen. Auch die Custodians bemühen sich um diesen Markt und befinden sich auch beim Thema Reporting in ei-

nem klaren Wettbewerbsverhältnis zu den Master KAG-en. Dieser Geschäftszweig wird sich in den nächsten zwei Jahren fast vollständig auf die besten Provider verteilt haben. Daraus entstehen für die Winner im Markt natürlich Skalierungseffekte, die dieses an sich sehr margenenge Business auch lukrativ gestalten lassen.

## B.6.d Service/Beratungsqualität



### Wertschätzung

Vor zwei Jahren haben wir den Bereich „Kundenservice“ um die Komponente „Beratungsqualität“ erweitert. Alleine an dem Umstand, dass Asset Manager in Deutschland händleringend gute Vertriebsleute suchen – was eine ganze Zeitlang gar kein Thema mehr war –, spiegelt sich der zunehmende Beratungsbedarf im anspruchsvollen institutionellen Geschäft wider.

Dabei ist immer mehr von Bedeutung, dass von Seiten der Manager das erforderliche Verständnis für spezielle Situation des Institutionellen vorhanden ist. Dazu gehören neben den entsprechenden Anlagemöglichkeiten- bzw. Restriktionen auch die zu beachtenden Risikoparameter. Mit 80% lag der aktuelle Wert wieder auf Vorjahresniveau.

### Zufriedenheit

Im Beratungsbereich treten offenbar doch mehr Defizite zutage als das noch vor einem Jahr abzusehen war. Lag in 2005 noch die Quote der beiden höchsten Zufriedenheitsstufen bei insgesamt 75% (10% sehr hoch, 65% hoch), so wurden in 2006 noch 6% im Bereich „sehr hoch“ und 50% mit „hoch“ registriert. Dieser Rückgang ist doch markant, zumal immerhin fast jeder dritte Anleger „indifferent“ ankreuzte und 4% ihre Zufriedenheit mit „eher niedrig“ angaben.

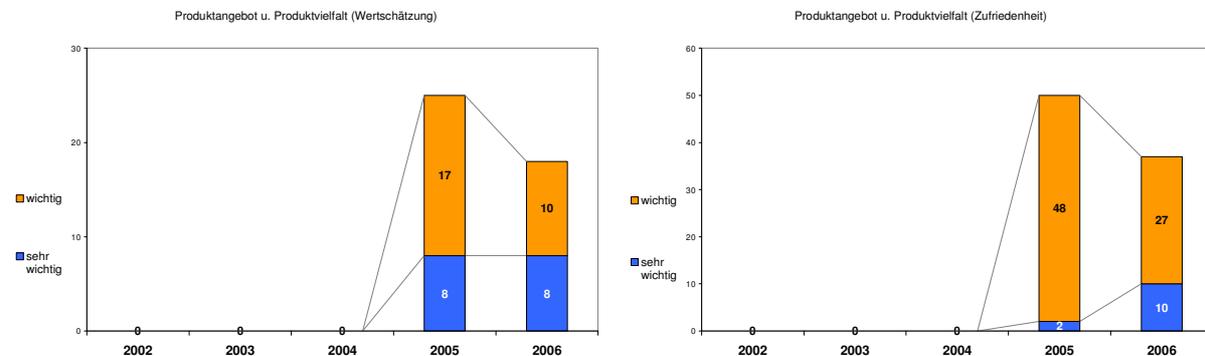
### Trends

Wo zeigt der Trend im Beratungssektor hin?

Die Beratungsspannbreite wird immer größer. Das sog. „Aufbrechen der Wertschöpfungskette“ beinhaltet inzwischen auch übergreifende Themen wie etwa die Strukturierung der Spezialfondsmandate, die Einrichtung eines Overlay-Managements, das Controlling der Risikoparameter bis hin zur Einbeziehung von Eigenanlagen und macht auch vor der neuen Produktwelt von strukturierten Produkten bis hin zu Hedge Fonds keinen Halt. Natürlich lassen sich bestimmte Aufgaben auch auf externe Anbieter oder Berater outsourcen. Hier stehen wir sicher noch mitten in einer sich entwickelnden Branche. Letztlich kommen die Manager selbst aber nicht umhin, bis zu einem gewissen Punkt eigene Expertise vorzuhalten, um die Ideenwelt des Investors mit- und nachvollziehen zu können. In bestimmten Bereichen haben sich einige Manager schon sehr weit vorgewagt, beispielsweise beim Aufbau eigener Expertise im Bereich der „Betrieblichen Altersversorgung“. Hier wird der eigentlichen bAV-Beratungsbranche inzwischen ein Großteil des Kuchens weggeschnitten durch Manager, die über eigene Gesellschaften oder Einheiten im Bereich „Pension Solutions“ über eine ausgezeichnete Expertise verfügen. Und nicht nur das, sondern es werden parallel dazu Schnittstellen etwa zu Service Providern zur Verwaltung von Mitarbeiterkonten angeboten und es werden zu guter letzt – und hierin besteht natürlich ein echtes Prä – auch die Lösung über das Funding mittels Fondsanlagen mitgeliefert.

Es bleibt damit festzuhalten, dass sich das vor einigen Jahren noch langsam entwickelnde Pflänzchen einer Erweiterung der Beratungsmodule von Seiten der Asset Manager inzwischen als echter Konkurrenzfaktor gegenüber klassischen Beratungshäusern herausgebildet hat!

## B.6.e Produktangebot und Produktvielfalt



### Wertschätzung

Wir leben in einer Zeit zunehmender Produktangebote im Asset Management. Dies macht es allen Beteiligten schwerer, einen vollständigen Überblick über die Produktpalette zu behalten. Dies betrifft Consultants genauso wie institutionelle Anleger. Institutionelle beschäftigen sich unzweifelhaft verstärkt mit der Frage des konkreten Einsatzes bestimmter Produkte, um ihre Performance sowie das Risiko zu optimieren. Dabei wird auch vermehrt auf Publikumsfonds zurückgegriffen. Das bedeutet, dass institutionelle Anleger sich eigentlich auch mehr für die Produktvielfalt ihrer Manager interessieren sollten. Umso ernüchternder ist wieder das Ergebnis, wonach jetzt noch 18% nach 25% im Vorjahr in den beiden höchsten Stufen diesen Aspekt wertschätzen. Über 40% der Befragten kreuzten die zweitniedrigste oder niedrigste Studie an. Sicher findet dieser Aspekt damit immer noch zu wenig Beachtung.

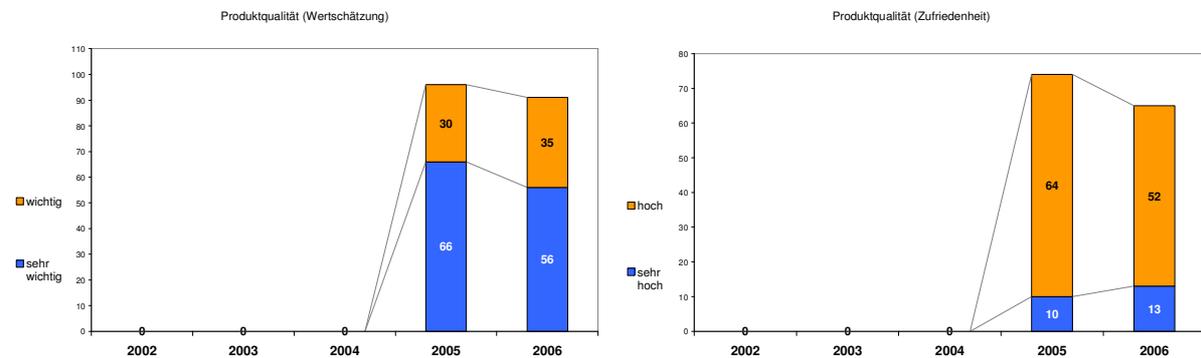
### Zufriedenheit

Auch die Werte im Vergleich zum Vorjahr sehen nicht viel besser aus. Nur noch 37% der Anleger (Vorjahr 50%) gaben an, dass ihre Manager eine offenbar gute Produktpalette vorzuweisen haben.

### Trends

Die höheren Anforderungen an das Risiko Management der Assets sowie die Globalisierung der Anlagepolitik zwingt die Investoren, diese breitere Produktreihe auch kritisch vor dem Hintergrund der für das eigene Haus machbaren Anlagepolitik zu betrachten und die sich daraus ergebenden Vorteile auch aktiv zu nutzen. Gute Manager mit einer breiteren Aufstellung im Asset Management können dieses strategische Add-on gut einsetzen. Ein gutes Beispiel für diesen Trend zu einer breiteren Produktrange sind diverse Boutiquen, die vor einigen Jahren mit ein oder zwei speziellen Investmentansätzen starteten. Inzwischen haben diese Häuser aus o.g. Gründen die Produktpalette erweitert, um mit verschiedenen Ansätzen beim Anleger u punkten.

## B.6.f Produktqualität



### Wertschätzung

Mit dem Aspekt „Produktqualität“ wollten wir wieder ein mehr produktbezogenes Thema einfangen. Dazu zählen der gesamte Investmentprozess, die Teammitglieder und ihre Expertise sowie die Aufbereitung des Materials (z.B. in Form eines Reports) für den institutionellen Anleger. Dass diese Faktoren für die Anleger von Bedeutung sind, zeigen eindrucksvolle 91% (Vorjahr sogar 96%), die die beiden höchsten Stufen angegeben haben.

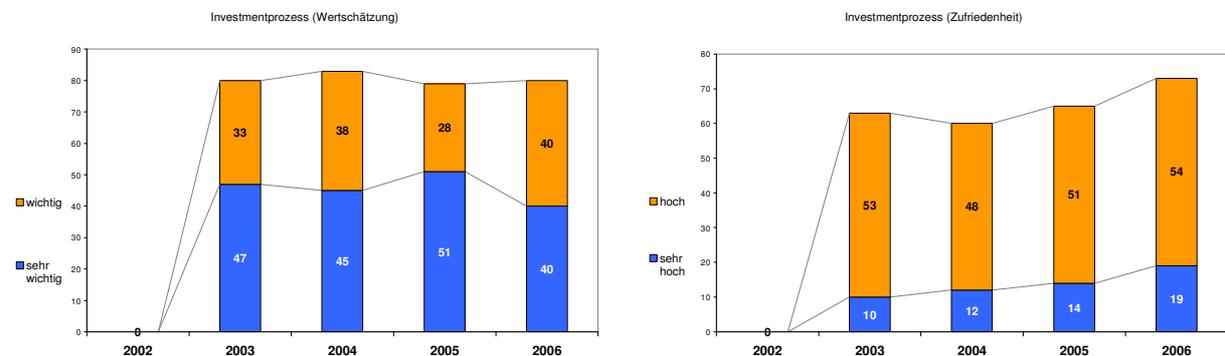
### Zufriedenheit

65% der Befragten (74% im Vorjahr) bescheinigten den Asset Managern, dass sie mit der gebotenen Produktqualität zufrieden sind. 23% waren indifferent. Für 4% der Teilnehmer war dieser Aspekt nicht zur Zufriedenheit erfüllt.

### Trends

Zur Produktqualität gehören unabdingbar die Klarheit und Professionalität des gesamten Investmentansatzes. Auch die Einbindung des Research, das Qualitätsmanagement (z.B. Performancemessung, Attributionsanalysen) und die hinter dem Investmentansatz steckenden Köpfe machen das Gesamtbild des Produktes aus. Dies alles sind Kriterien, die vermehrt für die Anleger eine Rolle spielen. So wollen die Anleger – man sieht das vermehrt bei großen Anlegeradressen – wissen, mit welchem Manager sie es im Fondsmanagement zu tun haben. Dazu finden Gespräche beim Kunden oder vor Ort mit dem Fondsmanager statt. Im Rahmen von Spezialfonds muss der Manager auch Farbe bekennen, wenn er seine Strategie im Rahmen der Kundenvorgaben geändert hat. Auch dies gehört zur Produktqualität. Dies wird auch immer mehr ein Thema für Consultants.

## B.6.g Investmentprozess



## Wertschätzung

Der „Investmentprozess“ selbst hat für die Anleger mit 80% nach 79% im Vorjahr wiederum einen hohen Stellenwert. Hier wird der Großteil der Performance erzielt. Insoweit verlangen und „wertschätzen“ Investoren Transparenz über den eigentlichen Performance-Lieferanten.

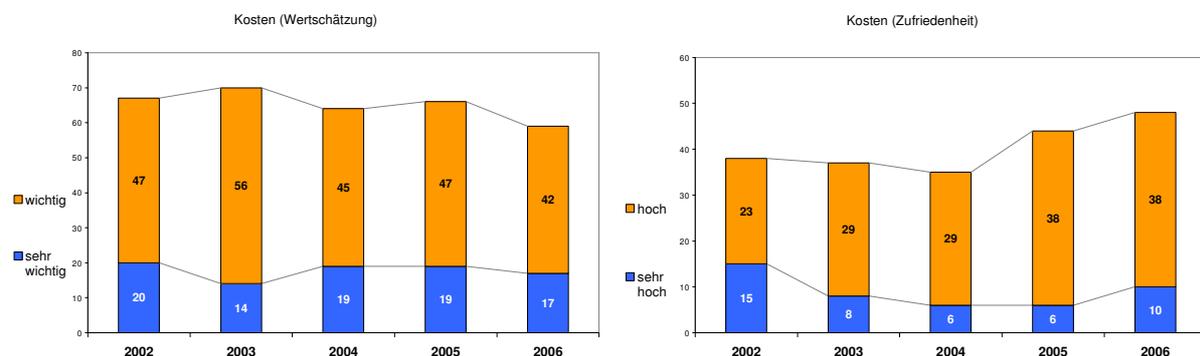
## Zufriedenheit

Die Zufriedenheitsquote hat sich in den beiden oberen Stufen gegenüber dem Vorjahr (65%) auf jetzt stolze 73% erhöht. Jeder fünfte Anleger zeigte sich diesbezüglich sogar „sehr zufrieden“.

## Trends

Der Investmentprozess rückt immer mehr in das Interesse von Investoren. Ein sauber durchstrukturierter Investmentprozess ist ein gewisser Garant für eine stabile Performance. Gerade in Zeiten zunehmender Produktvielfalt gehen die Manager zunehmend dazu über, ihre Vorgehensweise bei den Investmentprozessen transparent zu machen. Dies tun sie entweder im one to one mit dem Kunden oder sie stellen sich einem sog. „Qualitativen Rating“. Im Rahmen dieser Fonds-Ratings wird die Funktionsweise und das Ineinandergreifen der Prozesse und der Mitglieder im Fondsmanagement-Team deutlich. Für den Investor ist von entscheidender Bedeutung, dass er das Produkt erhält, für das er sich aus seiner individuellen Anlagepolitik heraus z.B. im Hinblick auf das Risikoprofil bewusst entschieden hat. Angesprochen sind hier Punkte wie Produktklarheit- und wahrheit sowie Fondscharakteristik. Gerade bei den Hedge Funds dürften die Darlegung der Investmentprozesse und das Verständnis für das Produkt entscheidend für ein Investment eines institutionellen Anlegers sein. Denn dass Hedge Fonds noch nicht zur Standard-Assetklasse gehören, haben wir ja zu Beginn der Studie gesehen.

## B.6.h Kosten



## Wertschätzung

Gegenüber dem Vorjahr mit 66% in den beiden höchsten Bedeutungsstufen ist der Wert in diesem Jahr nochmals ein wenig in der Wertschätzung auf knapp 60% gesunken. Dies erstaunt prima facie, da Kosten als Faktor, der unmittelbar die Performance beeinflusst, keinesfalls unterschätzt werden sollten. Diese leichte Reduzierung sollte aber auch nicht überbewertet werden.

## Zufriedenheit

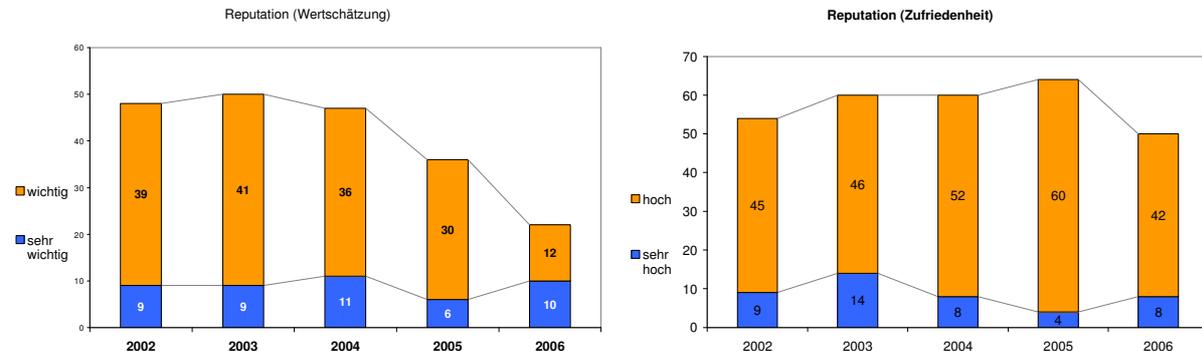
Die Zufriedenheit mit der Kostenstruktur ihrer Asset Manager – soweit man bei diesem Punkt von Zufriedenheit sprechen kann im Sinne eines „fairen Pricings“- lag mit insgesamt 48% etwas höher als im Jahr zuvor (44%).

## Trends

Der professionelle Umgang mit der Kostenfrage hat sich seit einigen Jahren verbessert. Gute Produkte mit aufwändigem Research haben ihren Preis, was von Anlegerseite heute auch eher akzeptiert wird. Institutionelle zahlen auch einmal eine höhere Management Fee, wenn sie von dem Manager und dem Investmentprozess überzeugt sind. Genauso ist auf Seiten der Manager festzustellen, dass

sie sich immer weniger – wie dies noch vor einigen Jahren an der Tagesordnung war – im Preis drücken lassen.

## B.6.i Reputation



### Wertschätzung

Die „Reputation“ eines Asset Managers spiegelt wider, wie die Gesellschaft im Markt, also in ihrem äußeren Erscheinungsbild, wahrgenommen wird. Dieses Kriterium ist den weichen Faktoren zuzurechnen. Dieser Gesichtspunkt spielt bei der Manager-Auswahl der institutionellen Anleger offenbar fast keine Rolle. Nur noch 22% nach 36% im Jahr zuvor messen dem irgendeine höhere Bedeutung zu. 58% der Befragten bewerteten diesen Aspekt „indifferent“ und damit neutral.

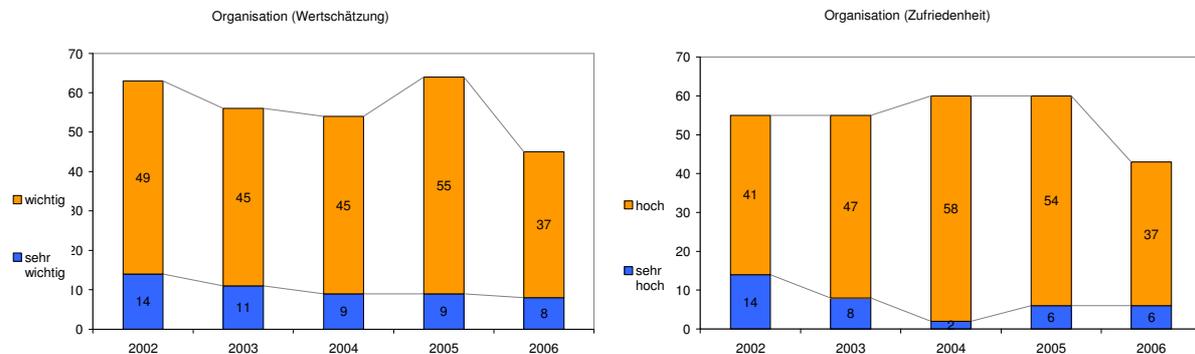
### Zufriedenheit

Der Grad der Zufriedenheit lag mit 50% konsequenterweise unter dem Vorjahresergebnis von noch immerhin 64%. Knapp jeder zweite Anleger (46%) kreuzte das neutrale Feld „indifferent“ an.

### Trends

Das erschreckend niedrige Interesse an der Reputation des Managers, mit dem der Investor ein Mandat einget, mag überraschen; dies, zumal der Grad des Desinteresses niedriger als in allen Jahren zuvor liegt. Auf der Retailseite wäre solch ein Ergebnis kaum vorstellbar. Steht ein Asset Manager nämlich in der öffentlichen Kritik, so werden postwendend Gelder aus den Fonds dieses Managers abgezogen. Das haben wir in den letzten beiden Jahren in der Wertpapier- und der Immobilienfonds-Branche erlebt. Betroffen waren deutsche wie ausländische Häuser. Warum soll dies bei institutionellen Anlegern anders sein? Ein Erklärungsversuch kann darin liegen, dass zum einen Consultants eine Art Filter bilden, so dass der Anleger selbst sich keine Gedanken mehr machen muss, mit wem er zusammenarbeitet. Erfolgt also ein Screening durch einen Consultant, so spielt der Bekanntheitsgrad vor diesem Hintergrund eher eine untergeordnete Rolle. Auch Ratings verhelfen als vertrauensbildende Maßnahmen, um das Haus eines Managers und seiner Produkte transparent zu machen. Offenbar achten institutionelle Investoren mehr auf Kriterien, die sich auf die Generierung des Returns konzentrieren, wie z.B. Produktqualität und Investmentprozess. Alles in allem bedeutet dieses Ergebnis eine echte Chance für unbekanntere Anbieter, die mit den zuvor genannten Pfunden wuchern können.

## B.6.j Organisation



### Wertschätzung

Der Begriff „Organisation“ umfasst die Funktionsfähigkeit von Prozessabläufen, Controlling sowie Führung der Mitarbeiter bis hin zu Fragen des Services und Reportings, ist also allgemeiner zu verstehen als der Aspekt „Risikomanagement“. Nur noch 45% nach 66% im Jahr zuvor halten diesen Punkt für wichtig.

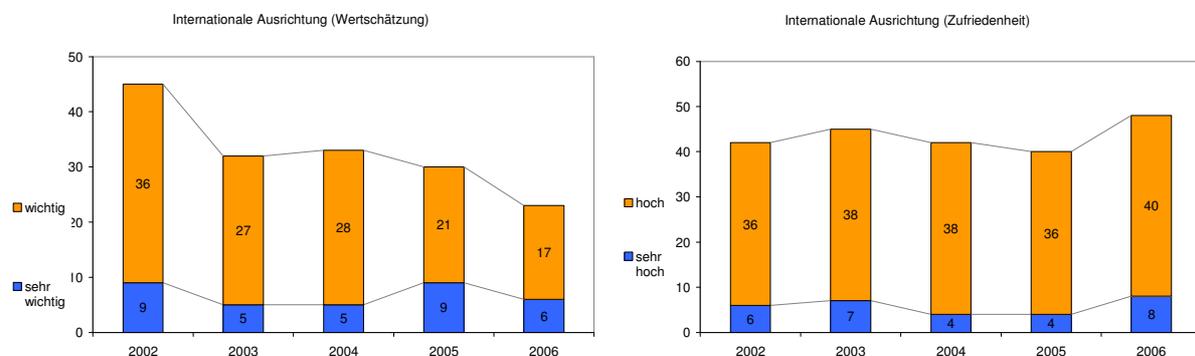
### Zufriedenheit

Auch nur noch 43% nach 60% im Vorjahr zeigten sich in den beiden höchsten Zufriedenheitsstufen offensichtlich bei ihren Managern sehr gut oder gut aufgehoben. Wie im Jahr davor kreuzten nur noch 6% die höchste Zufriedenheitsstufe an.

### Trends

Dieses eher schwache Abschneiden des Kriteriums „Organisation“ bei der Wertschätzung sowie der Zufriedenheit fügt sich an das Ergebnis bei dem zuvor untersuchten Punkt „Reputation“ an. Dies mag damit zusammenhängen, dass wir seit einigen Jahren - zumindest ab 2003 - in einer relativ ruhigen Zeit an den Kapitalmärkten leben. Zudem sind wir von Ausnahmen abgesehen von den ganz großen Skandalen wie noch zu Anfang der 2000-er Jahre verschont geblieben. In einem solchen Umfeld werden die Prioritäten anders gewichtet als in turbulenten Zeiten. Auf der anderen Seite sollten die institutionellen Investoren diese Kriterien wie Organisation oder Reputation nicht aus dem Auge verlieren. Schließlich haben Defizite gerade im organisatorischen Sektor meist zu den erwähnten großen Skandalen und Marktverwerfungen geführt.

## B.6.k Internationale Ausrichtung



### Wertschätzung

Die Wertschätzung für die Internationalität des Asset Managers liegt mit 23% deutlich niedriger als im Jahr zuvor mit 30%. Dieser nochmalige Rückgang gegenüber den Jahren davor (2004: 33%, 2003: 32%, 2002: 45%) bedeutet damit ein kontinuierliches Absinken in der Wertschätzung der Institutionellen.

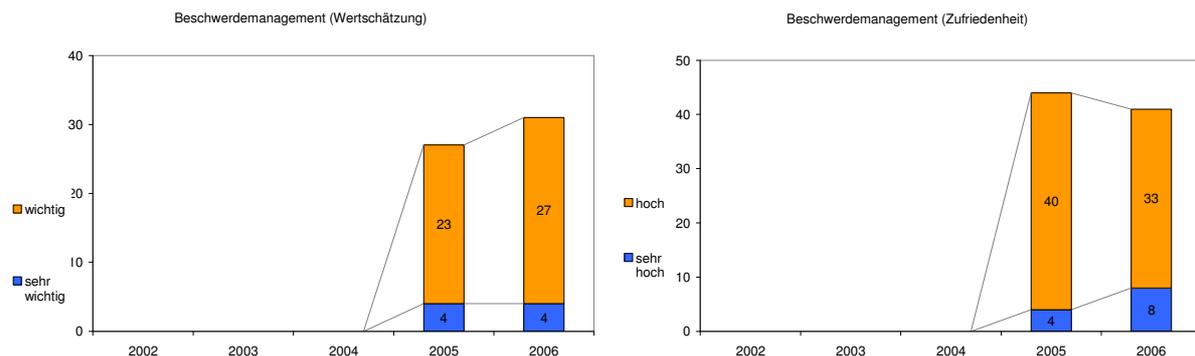
### Zufriedenheit

Die Zufriedenheitsquote rangiert mit 48% nach 40% in 2005 klar über dem Vorjahresniveau. Auffallend ist der hohe Anteil derer, die „indifferent“ angaben (44%).

### Trends

Wahrscheinlich haben sich die Anleger an die internationale Prägung auch des hiesigen Marktes schon gewöhnt. Anders ist der niedrige Wert in der Wertschätzung kaum zu erklären. Demgegenüber liegt der Zufriedenheitswert ja über dem Vorjahr und ist richtungsweisend. Das Ergebnis auf der Seite der Wertschätzung erklärt sich zum großen Teil auch aus der Sondersituation der einzelnen Anleger. Während die größeren Anleger das Kriterium „Internationalität“ eher als bedeutend eingestuft haben, sind es die Investoren mit Sozialversicherungshintergrund oder etwas geringeren zu verwaltenden Assets, die hier auch mal zu den Negativbewertungen gegriffen haben. Das Jahr 2005 brachte den ausländischen Anbietern eindeutig den Durchbruch. Die zunehmenden Mandate im Master-KAG-Sektor spielen wie schon im Vorjahr festgestellt eindeutig auch ausländischen Adressen zu.

## B.6.1 Beschwerdemanagement



### Wertschätzung

Der erstmals im letzten Jahr anlässlich unserer Studie abgefragte Punkt des „Beschwerdemanagements“ greift die Frage der Kundenbetreuung auf. Mit 31% in den beiden höchsten Wertschätzungsstufen maß damit fast jeder dritte Teilnehmer dem eine hohe Bedeutung bei. Sicher hat nicht jeder hier Befragte bereits Erfahrungen machen müssen, wenn es einmal zu Problemen bei der Fondsdadministration oder im Zuge des Spezialfondsmandates kam. So erklärt sich auch die hohe Zahl derer, die „indifferent“ angegeben haben (42%).

### Zufriedenheit

So erklärt sich wie auch im Jahr zuvor die wiederum hohe Zahl der Befragten, die bei der Zufriedenheit über das Beschwerdemanagement mit „indifferent“ geantwortet haben (42%). Aber wiederum 41% (nach 44% im Vorjahr) vergaben die beiden Bestnoten für ihre Manager. Hier darf man davon ausgehen, dass dies Anleger waren, die auch entsprechende Erfahrungen – offenbar gute – mit ihrem Managern gemacht haben.

### Trends

Der Umgang mit dem „Beschwerdemanagement“ ist sicher ein ganz wichtiger Baustein im Rahmen der Gesamtbetreuung eines Kunden. Solche Services zu beurteilen, obliegt natürlich nur dem Investor, der einen konkreten Beschwerdepunkt vorzubringen hat. Für die Manager selbst bedeutet ein gutes Managen dieses Punktes aber auch Bestandserhaltung bestehender Mandate. Auch hier gilt wieder die alte Regel, dass der Investor sicher bereit ist, ein Defizit auf Seiten seines Managers zu ver-

zeihen. Kommen aber zwei oder mehr Punkte zusammen, so wächst die Bereitschaft, das Mandat einem anderen Manager anzuvertrauen. Dies werden wir im folgenden Abschnitt sehen.

## B.7 Bereitschaft zum Austausch der Asset Manager

Haben die Veränderungen in der Einschätzung der oben aufgeführten 12 Kriterien nun auch einen Einfluss darauf, wie Investoren mit ihren Managern künftig umgehen? Interessieren tun uns hier nur die bestehenden Mandate. Wir wollten erfahren, wie konsequent unsere Teilnehmer agierten oder reagieren werden, wenn bei den zuvor genannten zwölf Punkten Defizite auftreten. Die Frage lautete präzise, ob die Anleger für das nächste Jahr geplant haben, ihren Manager konkret auszuwechseln. Insoweit unterscheidet sich die Fragestellung von der Frage, die wir in den letzten Jahren gestellt haben, nämlich ob der Investor bereits einmal einen Managerwechsel vorgenommen hat bzw. dies in naher Zukunft plant. Dies ist natürlich ein wesentlicher Unterschied, da viele Anleger in der Vergangenheit schon einmal den Manager ausgewechselt haben. So haben wir in den vorigen Studien die grundsätzliche Wechselbereitschaft abgegriffen. Die Quoten von 83% im vorigen Jahr und 87% im vorletzten Jahr verwundern daher kaum. Aber wie sieht es nun konkret mit einem angekündigten Wechsel in den kommenden 12 Monaten aus, also einer sehr viel klareren Zahl unter anderem für Manager, die über einen großen Bestand verfügen, aber auch die Asset Manager, die ihren bescheidenen Bestand ausbauen wollen. Die Prozentzahl liegt in diesem Jahr bei 56%. Dabei unterscheiden sich die Anleger in Deutschland und Österreich in ihrem Antwortverhalten ein wenig. Sind es in Österreich immerhin zwei von drei Investoren (67%), die wechseln wollen, so ist es in Deutschland „nur“ jeder zweite (52%). Das bedeutet ganz generell gesprochen ein erhebliches Gefahrenpotential für alle Bestände und verspricht ein kompetitives, vor uns liegendes Jahr. Wie in den Jahren zuvor lässt sich erkennen, dass der Performancedruck und die größere Auswahl an professionellen Manager, dazu die gute Beratung von Consultants und nicht zuletzt die vielfältigeren Produkteinsatz-Alternativen die institutionellen Anleger mehr und mehr resistenter werden lässt gegenüber übertriebenen „flankierenden Maßnahmen“ der Manager, um ihre Investoren wohlgesonnen zu halten. Letztlich entscheiden die Performance und der Service!

Werfen wir noch einen Blick auf die Anleger, die sich bei Wechseln zurückhalten. Summarisch gesprochen befinden sich auf der Seite der „treuen“ Anlegerschaft eher dem konservativen Flügel zuzurechnende Investoren, die nicht zu den ganz großen Playern gehören. Es gibt natürlich auch die eine oder andere Ausnahme von großen Adressen. Die nicht wechselbereiten Anleger rekrutieren sich größtenteils aus Adressen aus dem Sparkassen- und Bankenlager und auch dem Sozialversicherungsrecht zugehörigen Kunden.

## B.8 Bedeutung aktueller Themen für Investoren

Wie im Vorjahr befragten wir die Teilnehmer danach, welche der folgenden Themen für den einzelnen Investor als „wichtig“ eingestuft werden. Was beschäftigt Investoren also heute? In diesem Jahr wählten wir bewusst mehr produktbezogene Komplexe aus. Dabei haben wir den Katalog von sechs Punkten im letzten Jahr auf nunmehr acht erweitert. Die Ergebnisse zu den acht Themen im Einzelnen:

	"ja" insgesamt	"ja" Deutschland	"ja" Österreich
Stärkere Anlagen in Publikumsfonds	65%	69%	47%
Investitionen in Hedge Fonds	48%	42%	53%
Private Equity-Anlagen	40%	44%	26%
Immobilien-Anlagen	52%	47%	53%
Anlagen in G-Reits	31%	33%	21%
Struktur Produkte/Zertifikate	37%	36%	32%
Master KAG einrichten, soweit noch nicht vorhanden	23%	25%	16%

Qualitative (Fonds-) Ratings	60%	56%	58%
------------------------------	-----	-----	-----

## **B.8.a Investitionen in Publikumsfonds**

Im letzten Jahr konnten wir erkennen, dass das Jahr 2005 den Durchbruch im Bereich Investitionen in Publikumsfonds durch institutionelle Anleger bedeutete. So schätzen wiederum über 65% (nach auch 68% in 2005) unserer Teilnehmer dieses Thema als „wichtig“ ein. In Deutschland liegt der Prozentsatz mit annähernd 70% wieder höher als in Österreich mit 48%. Fast alle großen Asset Manager rekrutieren inzwischen einen erheblichen Teil ihres Mittelaufkommens aus Publikumsfondserwerben institutioneller Anleger. Dabei greifen die Anleger natürlich insbesondere bei den inzwischen etablierten I-Shares, also Publikumsfonds mit entsprechenden Kostenstrukturen für Institutionelle, zu. Die Gründe sind bekannt: zum einen ergeben sich aus den globaleren Märkten erhöhte Chancen für Anleger, Performance bei kalkulierbarem Risiko zu erzielen. Doch Risikodiversifikation lässt sich nur durch eine Öffnung in weltweite Investments generieren. Die meisten institutionellen Anleger verfügen aber nicht über die notwendigen Milliardenbeträge, um mittels Spezialfonds die komplette Klaviatur beherrschen zu können. Hier sind Mitteleinsätze in Publikumsfonds das probate Mittel. So lassen sich beispielsweise auch die neu entdeckten strukturierten Produkte in einstelligen Millionenbeträgen hervorragend beimischen. Hinzu kommt, dass die Kostenstrukturen für Investments bei institutionellen Kunden deutlich aufgebrochen wurden, so dass sich die Gebühren mit Spezialfondsmandaten nicht mehr allzu viel nehmen. Spezialfonds und Publikumsfonds rücken so betrachtet immer näher aneinander. Das Gleiche gilt natürlich für den Vertrieb beider Zweige. Eine Entwicklung, die noch vor Jahren kaum vorstellbar war: Retail- und Insti-Geschäft Seit an Seit!

## **B.8.b Anlagen in Hedge-Fonds**

Wie wir zu Beginn unserer Studie gesehen haben, tun sich Hedge Fonds nach wie vor sehr schwer, bei Institutionellen zu punkten und konkret in das Geschäft zu kommen. Der Bundesverband Alternative Investments (BAI) sowie das Research- und Beratungshaus Absolute Research, Hamburg, - stellvertretend genannt für andere - übernehmen eine sehr engagierte Arbeit, um die Kultur in dieser Assetklasse voranzutreiben. Es wird immer wieder betont und vorgetragen, dass sich institutionelle Anleger im Ausland und um uns herum sehr viel leichter mit Engagements in diese Assetklasse tun. Wenn nunmehr 42% nach 32% der deutschen Investoren dieses Produkt als für sich „wichtig“ empfinden, während es in Österreich schon 53% sind, so bestätigt dies die geäußerte These. Über beide Länder hinweg sind es zusammen 48%, die das Thema Hedge Fonds für wichtig einstufen.

## **B.8.c Anlagen in Private Equity**

40% (nach 38% im Vorjahr) der befragten Investoren identifizierten Anlagen in Private Equity als „wichtiges“ Thema. In Deutschland liegt der Prozentsatz mit 45% wieder deutlich höher als in Österreich mit nur mehr 26% (und damit auf Vorjahresniveau). Diese Assetklasse ist dank der noch immer in den Köpfen steckenden Heuschreckendiskussion in den Portfolios unterrepräsentiert, wie wir zu Anfang der Studie im Rahmen der Untersuchung der Asset Allokation gesehen haben. Schauen wir uns heute die Märkte im Vergleich zum Vorjahr an, so müssen wir allerdings erkennen, dass Private Equity – und nicht zuletzt auch Hedge Fonds – eine immer wichtigere Rolle in dem weltweiten Gesellschafts- und Übernahmepoker spielen. Dass dies nicht nur positive Auswirkungen hat, muss uns auch klar sein. Zuviel des Guten ist immer auch kontraproduktiv, zumal Überhitzungen dann schnell auf die Tagesordnungen kommen. Am Ende des Tages können wir uns in Deutschland international üblichen Entwicklungen kaum entziehen, sondern wir müssen diese – in einem vertretbaren Rahmen – mit vollziehen.

## **B.8.d Anlagen in Immobilienfonds**

Immerhin über 50% der Anleger (Vorjahr: 42%) sehen Immobilienfonds-Produkt als eine „wichtige“ Anlagealternative an. Dies bestätigen ja auch unsere zu Anfang der Studie erhobenen Zahlen, wonach gerade auch im Vergleich zu Hedge Fonds und Private Equity die Investoren sich ganz stark wieder der Immobilien (fonds-) Anlage zuwenden. Nach dem skandalträchtigen Jahr 2005 bis zu Be-

ginn des Jahres 2006 hinein kann sich die Immobilienfondsbranche über die schnelle Gesundung freuen. Das verloren gegangene Vertrauen ist offenbar durch vertrauensbildende Maßnahmen wie die von BVI gemeinsam mit Branchenvertretern initiierten Wohlverhaltensregeln wieder zurückerobert worden. Dies geschah gerade noch zur rechten Zeit, bevor die sog. REIT's (Real Estate Investment Trust) endlich auch in Deutschland gegründet werden dürfen. Es handelt sich hierbei um börsengängige Investments in sog. Immobilienaktiengesellschaften.

### **B.8.e Anlagen in G-REIT's**

REIT's (Real Estate Investment Trust) dürfen jetzt in Deutschland eingeführt werden. Wie gesagt, handelt es sich bei REIT's um auf die Verwaltung von Immobilien spezialisierte Aktiengesellschaften. Die parlamentarisch aufgebauten Hürden sind zwar beseitigt worden. Deutschland-like wurden noch einige im Ausland nicht übliche Restriktionen eingebaut, die teils von heftiger Kritik begleitet waren und sind. Besonders bemängelt wird, dass Wohnimmobilien im Prinzip ausgeschlossen sind bzw. viel zu stark eingeschränkt wurden, des weiteren die Begrenzung auf Immobilien mit einem Mindestalter. Von Vorteil gegenüber den klassischen „Offenen Immobilienfonds“ ist die unzweifelhaft in der Börsengängigkeit des Investments und damit die erheblich höhere Flexibilität in der Liquiditätssteuerung. Schauen wir uns mal nur die deutschen Anleger an (es handelt sich schließlich um „G“ (Germany) – REIT's, so kann sich immerhin schon genau jeder dritte Investor an den Gedanken eines Engagements gewöhnen und betrachtet das Thema als „wichtig“. Alles Weitere, insbesondere, wie sich die Relation in der Anlage im Vergleich zu den Offenen Immobilienfonds entwickelt oder ob das eine auf Kosten des anderen wächst, lässt sich sehr schwer vorhersagen.

### **B.8.f Strukturierte Produkte / Zertifikate**

Strukturierte Produkte zeichnen sich dadurch aus, dass sie keine Investments in klassische Wertpapiere wie Aktien oder Renten darstellen. Es handelt sich vielmehr um synthetische Produkte. So können beispielsweise Aktien einer bestimmten Branche oder spezieller Indizes zu einem Produkt verpackt und gegebenenfalls auch mit Sicherungen nach unten (z.B. Floors) versehen werden. So lassen sich speziell auf die Bedürfnisse des Kunden gezielt Risikoprofile nachbauen. Das alles, insbesondere die Absicherung, ist mit Kosten verbunden. Diesem Vorwurf muss sich die Zertifikatebranche denn auch immer wieder stellen. Zu dem Thema „Intransparenz“ sei eine Zahl genannt. Derzeit sind über 10.000 Zertifikate in Deutschland erwerbbar. Interessanterweise erwerben viele Anleger, gerade auf der privaten Seite, Zertifikate, in denen ein hohes Aktien-Exposure eingebaut ist, während sie den Direkterwerb einer Aktie wie der Teufel das Weihwasser fürchten. Immerhin über 37% der institutionellen Anleger sind davon überzeugt, dass strukturierte Produkte für sie in Zukunft von Bedeutung sind, eine erstaunliche Zahl für eine neue Produktwelt. Das Interesse deutscher Institutioneller und das österreichische liegen dabei nahe beieinander.

### **B.8.g Konkrete Einrichtung einer Master KAG**

Bei der Master KAG handelt es sich doch eher um ein deutschlandspezifisches Phänomen. Seit 2004 offiziell zugelassen, davor aber bereits seit Jahren in abgewandelter Form praktiziert, hat sich die Master KAG zu einer echten Erfolgsstory entwickelt. Immer mehr Anleger nutzen diese Möglichkeit der „outgesourcten Administration“. Mit Hilfe einer ständig weiter ausgebauten und komfortablen Service-Line gelingt es den erfolgreichen Master KAGen, immer mehr Assets unter Verwaltung zu nehmen. Etwa zwei Drittel des realistisch in Betracht kommenden Marktes sind wohl bereits vergeben. D.h. wir sprechen noch über ein Potential von ca. 20% der Gesamtassets, ein lohnender Faktor, sich zu engagieren. 25% der deutschen institutionellen Anleger sehen das Thema nicht nur für wichtig an, sondern machten die klare Aussage, dass sie eine Master KAG einrichten wollen. Vorher wurde natürlich gefiltert und sichergestellt, dass diese Adressen noch nicht über eine Master KAG verfügen. Der ganz überwiegende Teil dieser interessierten Investoren stammt aus dem Bankensektor, vornehmlich dem Sparkassenlager.

### **B.8.h Qualitative (Fonds-) Ratings**

Qualitative Ratings können heute als fester Bestandteil der Assetmanagement-Kultur betrachtet werden. Dies trifft auf die Bewertung ganzer Einheiten (sog. Manager Rating) zu wie für die Analyse und Bewertung einzelner Fonds-Produkte. Publikumsfonds heute alleine nach Performance- oder Risiko-

kennziffern zu bewerten, reicht nicht aus, wobei die Auswertung von Zahlen ganz deutlich gesprochen ebenfalls ein Muss ist. Aber die vergangenheitsbezogene Aussagekraft ist nur ein Teil der hinter dem Fonds stehenden Geschichte. Ein qualitatives Rating trifft Aussagen darüber, warum der Fonds erfolgreich war: Dazu gehören die Teammitglieder (Fondsmanager, Research ...) hinter dem Fonds sowie der Investmentprozess, insbesondere, in welcher Weise sichergestellt ist, dass der Fonds nach den gleichen Vorgaben gemanagt wird. Letztlich geht es bei den qualitativ geprägten Ratings darum, für den Anleger sicherzustellen, dass er nicht die Katze im Sack kauft, sondern den Fonds, der seinem Profil entspricht und weshalb er sich für dieses und nicht ein anderes Produkt entschieden hat. Für institutionelle Investoren werden qualitative Ratings und somit auch Fondsratings immer bedeutender werden, wenn sie sich immer mehr den Publikumsfondsanlagen widmen. So halten auch bereits 60% (Vorjahr: 56%) der Investoren qualitative Ratings für „wichtig“ in Deutschland sind es mit 59% etwas weniger als in Österreich mit 68%.

## C Zusammenfassung und Ausblick

2006 war wieder einmal ein Jahr der Aktie. Dieser Trend hält nunmehr seit Frühjahr 2003 an. Andererseits zeichnete sich in 2006 auch ein steigendes Zinsniveau ab. Dies bereitet vielen Investoren aktuell Kopfzerbrechen. Die ansteigenden Renditen führen zu Kursverlusten. Jetzt noch auf den – von vielen Investoren – verpassten Akteinzug aufzuspringen, birgt natürlich Risiken in sich. Da ist guter Rat teuer. Vielleicht zu teuer? Professionelle Beratung ist in Zeiten wie den heutigen dringend geboten. Nach wie vor wird die außenstehende Expertise aber noch in zu geringem Umfang in Anspruch genommen. Consultants tun sich nach wie vor bei der Durchsetzung ihres Know-hows schwer. Scheinbar besteht eine Lösung für die Anlagepolitik darin, dass institutionelle Anleger sich wieder mehr den Balanced Portfolios zuwenden und weniger das gezielte Mandat suchen. Ob das in die Zukunft betrachtet erfolgreich sein wird, ist zu bezweifeln. Es existieren inzwischen ausreichend interessante Ansätze über Overlay und Core Satellite-Modelle, wie man gezielt auf eine bestimmte Rendite abzielen kann. Dies nutzen zudem ausländische Asset Manager, die sich im deutschsprachigen Bereich endgültig einen festen Stammplatz erobert haben. Dazu beigetragen hat auch das gestiegene Engagement institutioneller Anleger im Publikumsfondsbereich. Für ausländische Manager ist es natürlich ungleich leichter, ihre Publikumsfonds im institutionellen Sektor abzusetzen als die sehr viel aufwendiger zu akquirierenden Spezialfondsmandate. Immer mehr Manager, denen sich Institutionelle gegenübersehen, zudem eine immer breitere Vielfalt an Produkten: all dies macht es dem Anleger nicht leichter, die richtige Entscheidung sowohl im Hinblick auf den Manager selbst wie auch das Produkt hin zu treffen. Ratings versuchen hier auch, diesen Transparenzanforderungen gerecht zu werden. Das Sicherheitsbedürfnis der Anlegerschaft wächst. Wir müssen uns nur vor Augen halten, dass immerhin zwei Drittel der in Spezialfonds geparkten Gelder in der einen oder anderen Art zur Ausfinanzierung von Verpflichtungen z.B. aus der Altersvorsorge dienen. Damit gewinnt das Asset Management einen immer höheren Stellenwert gerade auch in diesem sehr wichtigen sozialen Sektor.

Eine der guten Botschaften aus unserer Studie ist jedenfalls, dass institutionelle Anleger – immerhin jeder zweite! - in der nächsten Zeit neues Geld anzulegen hat und die Assets under Management sich ständig vermehren. Das heißt, der Kuchen wird größer. Die große Frage ist, wer sich welche Scheibe daraus herauschneiden kann.

Der 2007-er Auftakt war abgesehen von dem kurzen Kursschock Ende Februar recht verheißungsvoll. Aber wir leben nun einmal in Zyklen. Insoweit sprechen schon einige Marktteilnehmer davon, dass die Märkte „heißgelaufen“ sind. Wir dürfen daher sicher davon ausgehen, dass auch im Börsenjahr 2007 keineswegs Langeweile aufkommen wird.

TELOS GmbH  
Abraham-Lincoln-Straße 7  
65189 Wiesbaden  
Tel.: +49-611-9742-100  
Fax: +49-611-9742-200  
[info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)  
[www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)