

## Aktuelle Entwicklungen auf dem deutschen und österreichischen Spezialfondsmarkt aus Investorensicht (2008)

Stand: 31.12.2007

Mit freundlicher Unterstützung durch:



## Inhaltsverzeichnis

Sponsorenbeiträge .....	1
A Ausgangslage .....	34
A.1 Marktsituation .....	34
A.2 Institutionelle Anleger .....	40
A.3 Daten zu Spezial- und Großanlegerfonds.....	40
B Die Ergebnisse der Befragung im Einzelnen.....	42
B.1 Vorgehensweise bei der Befragung.....	42
B.2 Spezialfondsanlagen .....	44
B.2.a Anzahl der unterschiedlichen Mandate .....	44
B.2.b Aufteilung auf heimische und ausländische Anbieter .....	45
B.3 Derzeitige Anlagestrategie .....	46
B.4 Auflegung neuer Spezialfonds und Präferenzen.....	49
B.5 Auswahl eines geeigneten Asset Managers .....	51
B.6 Die zwölf Prüfungskriterien im Detail .....	53
B.6. a Performance .....	55
B.6. b Risikomanagement .....	56
B.6. c Reporting .....	57
B.6. d Service/Beratungsqualität .....	58
B.6. e Produktangebot und Produktvielfalt.....	59
B.6. f Produktqualität.....	60
B.6. g Investmentprozess.....	61
B.6. h Kosten .....	62
B.6. i Reputation .....	63
B.6. j Organisation .....	64
B.6. k Internationale Ausrichtung .....	65
B.6. l Beschwerdemanagement .....	66
B.7 Bereitschaft zum Austausch der Asset Manager .....	67
B.8 Bedeutung aktueller Themen für Investoren.....	67
B.8.a Investitionen in Publikumsfonds .....	68
B.8.b Anlagen in Hedge-Fonds .....	68
B.8.c Anlagen in Private Equity .....	69
B.8.d Anlagen in Immobilienfonds .....	69
B.8.e Passive Investments .....	69
B.8.f Strukturierte Produkte / Zertifikate.....	70
B.8.g Konkrete Einrichtung einer Master KAG.....	70
B.8.h Qualitative (Fonds-) Ratings.....	70
C Zusammenfassung und Ausblick .....	71

## Sponsorenbeiträge

- 1. Ampega Gerling, Harry Ploemacher, Sprecher der Geschäftsführung und Manfred Köberlein, Geschäftsführer Vertrieb**  
AmpegaGerling – Ihr Partner beim Outsourcing von Asset Management Dienstleistungen
- 2. cominvest, Peter Raab, Mitglied der Geschäftsleitung und Leiter Produktmanagement**  
Das Haus und Produkte
- 3. DJE Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG, Stefan – David Grün, Geschäftsführer**  
Der FMM-Fonds / Mehr 20 Jahre auf Erfolgskurs und noch lange nicht am Ziel
- 4. Deutsche Asset Management, Alexander Preininger, Portfolio Manager, Asset Allocation Strategy, DB Advisors**  
Dynamic Asset Allocation Overlay / Zentrales Risikomanagement für institutionelle Anleger
- 5. First Private, Oliver Fischer/Sales Director, Richard Zellmann/Sales Director**  
Erfolgreiches quantitatives Aktienmanagement von First Private jetzt auch marktneutral
- 6. Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH, Dr. Wolfgang Kirschner, Geschäftsführer**  
Hedgefonds – Profitieren von den derzeitigen Kreditmärkten
- 7. Threadneedle, Dr. Oliver Roll, Head of Germany, Institutional Business**  
Reflektionen zur Subprime-Krise
- 8. Vontobel Europe S.A. Niederlassung Frankfurt a. M., Claus Sendelbach, Geschäftsleitung**  
Die Vontobel-Gruppe: mehr als 80 Jahre Unabhängigkeit und Exzellenz
- 9. WestLB Mellon AM, Dr. Walter Schepers, Leiter Produktmarketing**  
WestLB Mellon Asset Management - Ihr Partner für den globalen Markt



## **AmpegaGerling – Ihr Partner beim Outsourcing von Asset Management Dienstleistungen**

### **AmpegaGerling – Das beste aus zwei Welten**

Unter der Marke AmpegaGerling betreibt die Talanx AG, Deutschlands drittgrößte Versicherungsgruppe, das Kapitalanlagegeschäft. AmpegaGerling ist mit rund 70 Mrd. Assets under Management einer der größten banken-unabhängigen Asset Manager auf dem deutschen Markt. Die neue Gesellschaft entstand im Oktober 2006 aus dem Zusammenschluss der Finanzdienstleistungsunternehmen der ehemaligen Ampega sowie den Kapitalanlage-, Asset Management- und Immobiliengesellschaften des Gerling-Konzerns. AmpegaGerling steht dabei für drei Finanzdienstleister, die das Management und die Administration der Kapital- und Immobilienanlagen für die Gesellschaften des Talanx Konzerns sowie für institutionelle und private Kunden verantworten.

AmpegaGerling bietet institutionellen Kunden die gesamte Wertschöpfung des Asset Management „aus einer Hand“. Die Dienstleistungen in diesem Bereich können einzeln als Baukastensystem genutzt werden oder ganzheitlich im Sinne eines vollständigen Outsourcings. Dabei deckt AmpegaGerling alle Kernkompetenzen ab, vom makroökonomischen Research, der strategischen und taktischen Allokation, über Service und Administrationsplattform bis hin zum Accounting, Reporting sowie der Performancemessung und dem Risikomanagement.

### **Überlegungen zum Outsourcing**

Was in der Industrie bereits seit vielen Jahren praktiziert wird, hat inzwischen auch die deutsche Versicherungs- und Investmentbranche erreicht: die Standardisierung von Prozessen und die Spezialisierung auf Kerngeschäftsfelder. Um dem hohen Kostendruck zu entgehen, stellen sich die Entscheider zunehmend die Frage, für welche Teile der Wertschöpfungskette sie selber zuständig sein sollen, welche Prozesse möglicherweise ausgelagert werden können und letztlich in welchem Teil der Wertschöpfungskette man sich positionieren möchte. Soll die Administration selber durchgeführt werden oder zu externen Anbietern wie AmpegaGerling verlagert werden, die in diesem Umfeld das entsprechende Know-how mitbringen?

Die Gründe für ein Outsourcing sind ein besseres Leistungsprofil und reduzierte Komplexität, optimale Skalierbarkeit, Kosteneffizienz und schnellere Reaktion auf Veränderungen. Insbesondere für kleine und mittelgroße Versicherungsunternehmen sowie Versorgungseinrichtungen liegen die Beweggründe für ein Outsourcing des Asset Managements in wachsenden regulatorischen Anforderungen und erhöhtem Wettbewerbsdruck. Die Outsourcing-Lösungen können dabei von unterschiedlichster Natur sein. Die Vergabe von Vermögensverwaltungsmandaten über das Vehikel Spezialfonds ist von seiner Ausgestaltung weithin bekannt und wird schon seit längerem praktiziert. Den Gegenpol bildet der nach (aufsichts-)rechtlichen Möglichkeiten maximale Rahmen des Voll-Outsourcings. Dieses beinhaltet Beratungselemente, Portfoliomanagement, operationelle Aufgaben und das Risikomanagement. Zwischen beiden Extremen liegt ein weites Feld individueller Möglichkeiten: Isoliert oder in Kombination ausgelagert werden können u.a. Beratungselemente, die Buchhaltung und das Meldewesen.

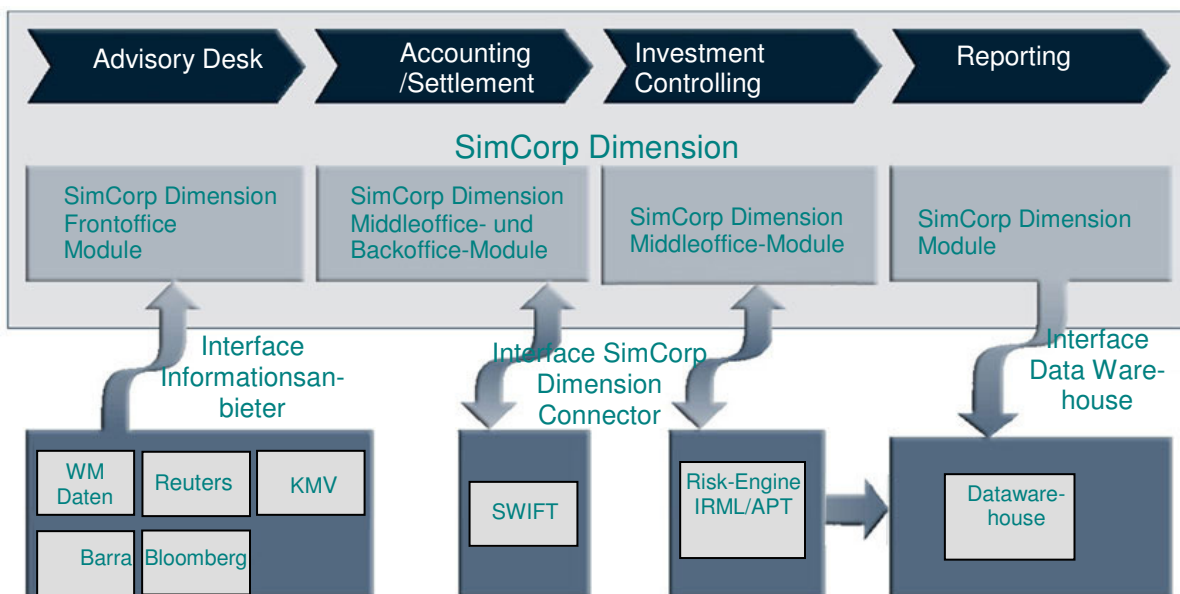
Aktuell stellen viele Versicherer einzelne Prozess-Schritte rund um das Thema „Verwaltung von Unit Linked Assets“ auf den Prüfstand. Die internationalen Anforderungen an das Accounting, die diffizilen Strukturen des Meldewesens stellen komplexe Anforderungen an die IT-Systeme der Assekuranz. Hier bieten sich Lö-

sungen mit externen Partnern an, die die Bilanzierung bzw. das Reporting der Kapitalanlagebestände übernehmen. Herausforderungen stellen überdies die Konsolidierung bei den Kapitalanlagen, der Ausbau des Controllings und die Einhaltung immer kürzerer Zeiträume für die Aufbereitung des Buchungsstoffes für Quartals- und Jahresabschlüsse dar. Die grundsätzliche Arbeitsteilung in jedem Outsourcing sollte dabei immer lauten: der Dienstleister arbeitet zu, übernimmt Teilverantwortungen und agiert in seinem Ermessensbereich selbständig. Das outsourcende Unternehmen steuert, trifft die wesentlichen Entscheidungen und führt ein übergreifendes Controlling aus.

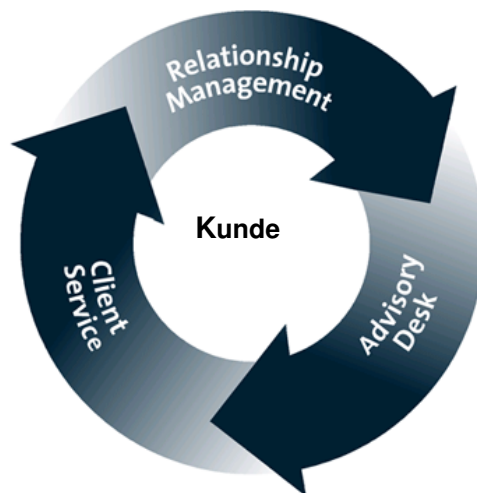
### Warum AmpegaGerling?

AmpegaGerling bietet als Master KAG eine klar strukturierte interne Organisation, ein funktionsfähiges Risikomanagementsystem und ein qualitativ hochwertiges Portfoliomanagement. Gegenüber unseren Wettbewerbern differenzieren wir uns durch unsere Produkt- und Dienstleistungspositionierung im Asset Management Markt. Dabei umfasst das Service- und Dienstleistungsprogramm die gesamte Abbildung der Wertschöpfungskette im Asset Management. Diese erstreckt sich von der strategischen/taktischen Asset Allokation über das operative Portfolio Management bis hin zum Berichtswesen und Risikomanagement. Durch die Verbindung mit Talanx konnte AmpegaGerling erhebliche Investitionen in Personal und IT tätigen und gibt damit ein klares Commitment für das Geschäftsfeld Administration von Kapitalanlagen ab. Infolge dessen verfügen wir über die technische Infrastruktur und über das entsprechende Know-how bei der Implementierung und Organisation von Geschäftsprozessen und Betriebsabläufen.

### Anwendungsarchitektur der Kernsysteme bei AmpegaGerling



Das Master-Fonds-Konzept von AmpegaGerling hebt sich von bestehenden Produktlösungen der Wettbewerber durch zusätzliche Leistungskomponenten ab. Dazu gehört zum Beispiel das vollständige Investment Accounting nach allen gängigen Rechnungslegungsvorschriften. Wir nutzen eine hochintegrierte und skalierbare Systemlandschaft. Dazu wurde das System SimCorp Dimension implementiert, welches ein echtes internes Straight Through Processing bietet. Zusätzlich wird ein vom produktiven System unabhängiges Data Warehouse eingesetzt, um flexible Reports und Auswertungen zur Verfügung zu stellen. AmpegaGerling bietet somit eine qualitativ hochwertige Produktpalette im deutschen institutionellen Markt an, die die gesamte Wertschöpfungskette im Asset Management aus einer Hand ermöglicht. Damit gehören wir zu den technologisch führenden Kapitalanlage- und Asset Management Gesellschaften in Deutschland. Die Erfahrung hat gezeigt, dass neben den technischen Faktoren (besonderes Bilanzierungs-Know-How, Controlling, leistungsfähige IT etc.) insbesondere weiche und organisatorische Faktoren eine wichtige Rolle spielen. Daher haben wir feste, direkte Ansprechpartner für die umfassende Betreuung unserer Kunden in den wichtigen Schnittstellen implementiert („One face to the Client“).



#### Ihre Ansprechpartner:

Harry Ploemacher / Sprecher der Geschäftsführung / Tel. +49 (0)221-790 799 100



**ampegaGerling**

#### **AmpegaGerling Investment GmbH**

Hohenzollernring 72, 50672 Köln

**Fon** +49 (221) 79 07 99 - 799

**Fax** +49 (221) 79 07 99 - 729

**Mail** [info@ampegagerling.de](mailto:info@ampegagerling.de)

**Web** [www.ampegagerling.de](http://www.ampegagerling.de)

## **Über cominvest**

Die cominvest Asset Management GmbH gehört mit einem verwalteten Vermögen von über 63 Mrd. Euro zu den fünf größten Fondsgesellschaften in Deutschland. Als Tochter der Commerzbank bietet die cominvest innovative Produktkonzepte für private und institutionelle Kunden an. Dabei liegt der Schwerpunkt auf den deutschen und europäischen Aktien- und Rentenmärkten. Als erste Fondsgesellschaft in Deutschland bündelte die cominvest das Privat- und Firmenkundengeschäft unter einem Dach. Dieser integrierte Asset Management Ansatz sichert den ständigen Ideenaustausch zwischen den einzelnen Einheiten und ermöglicht es den Kunden, unmittelbar von den neuesten Kapitalmarktentwicklungen und besten Produktkonzeptionen zu profitieren.

Die cominvest zeichnet sich durch Innovationskraft und Leistungsstärke aus. Der cominvest Fondak – der älteste deutsche Aktienfonds – gehört seit Jahrzehnten zu den besten Produkten in seiner Vergleichsgruppe. Dauerhafter Mehrwert für unsere Kunden: Das verstehen wir unter nachhaltigem Investment. Kundenorientiert und Performancestark: Das gilt auch für das Multi Management Team der cominvest. Regelmäßige Auszeichnungen durch unabhängige Experten belegen dessen Leistungsstärke.

Die Investmentphilosophie der cominvest basiert auf der Annahme, dass Märkte nicht vollständig effizient sind. Als aktiver Manager nutzt cominvest diese Ineffizienzen gezielt aus. Ein wesentlicher Erfolgsfaktor ist hierbei das hauseigene und mehrfach ausgezeichnete Research. Erstklassiges Research in Kombination mit einem ausgezeichneten Fondsmanagement – auf diesem starken Fundament fußt der nachhaltige Erfolg der cominvest.

Im letzten Jahr wurde die cominvest als bester deutscher Vermögensverwalter und "Aufsteiger des Jahres" ausgezeichnet. Allein im institutionellen Bereich konnte das Fondsvolumen in den letzten drei zurückliegenden Jahren um 9 Mrd. Euro auf 38,4 Milliarden Euro gesteigert werden. Mit einem Mittelaufkommen von 4,2 Mrd. Euro im Jahre 2007 wuchs die cominvest stärker als die Mitbewerber. Während die Nettomittelzunahme bezogen auf das Fondsvolumen einer Steigerung von 12,4% entspricht, wuchs der Markt um 4%. Auch das Jahr 2008 hat erfreulich begonnen. Insbesondere gibt es eine hohe Nachfrage nach institutionellen Publikumsfonds. So hat der steueroptimierte Fonds „Institutional Cash Plus“ bereits nach einem Dreivierteljahr seines Bestehens die 2 Mrd. Euro Volumengrenze überschritten.

## **cominvest Corps Corent – Eine solide Alternative**

Der cominvest Corps Corent investiert schwerpunktmäßig in Euro-denominierte Unternehmensanleihen. Die Anlage erfolgt ausschließlich im Investmentgrade-Bereich, es finden keine Investitionen in Non-Investmentgrade-Titel und ABS-Strukturen statt.

Ziel des Avantgardisten seiner Zunft ist es, durch die attraktive Kombination aus festem Zinsertrag und der Chance auf zusätzliche Wertsteigerung mittelfristig einen stabilen Zusatzertrag gegenüber Staatsanleihen zu generieren und dem Anleger ein solides Rendite Plus zu präsentieren.

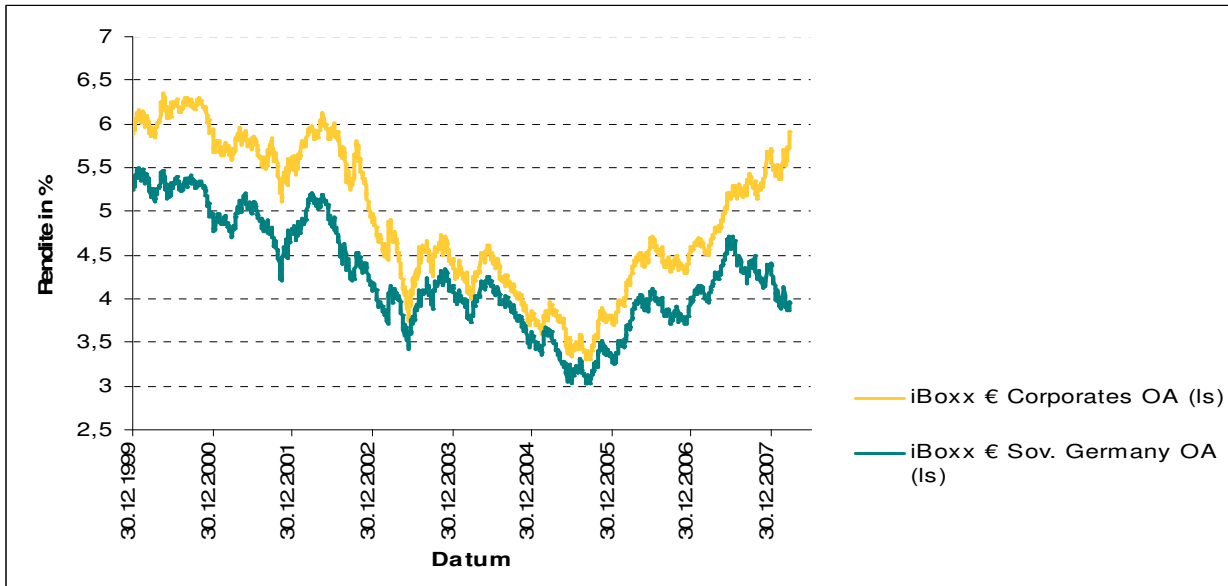
Neben der Fokussierung auf Unternehmensanleihen (Non Financials) werden je nach Marktphase Bank- und Versicherungsanleihen sowie Staatsanleihen und Pfandbriefe beigemischt. Die gezielte Verknüpfung des Top Down und Bottom Up Ansatzes gewährleistet die professionelle Auswahl von Branchen, Emittenten und Bonitäten.

Seit Auflage des cominvest Corps Corent vor fast 7 Jahren hat der Fonds mit seiner Performance von ca. 37 Prozent konstant bewiesen, dass er zu den Besten seiner Liga gehört.

Die Konstanz im Fondsmanagement - kein Fondsmanagementwechsel seit Fondsaufgabe im Juni 2001 – sowie die Kontinuität des Anlageziels und der Anlagerichtlinien tragen ihre Früchte.

So ist der cominvest Corps Corent beispielsweise seit der Erstvergabe des TELOS Ratings in 2006 im AA-Bereich und stellt damit seine persistente Qualität objektiv unter Beweis.

Bei gleichbleibendem Zinsänderungsrisiko generieren Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen einen langfristigen Zusatzertrag. Besonders im Zusammenhang mit der jüngsten Übertreibungsphase am Markt präsentieren sich derzeit adäquate Einstiegschancen, um vom Rendite Pick-Up profitieren zu können. Anleihen von Unternehmen (Non-Financials) bieten ca. 1,6 Prozentpunkte mehr Rendite als Staatsanleihen und übertreffen damit den letzten Höchstwert von vor über 5 Jahren.



#### Die Vorteile auf einen Blick

- Mittelfristig kann ein stabiler Zusatzertrag gegenüber Staatsanleihen erzielt werden
- Risikoreduktion durch breite Streuung der Emittenten
- Konzentration auf Emittenten guter Bonität (Investment-Grade)
- Langjährige Expertise wird durch Fonds-Ratings & Fonds-Rankings untermauert

#### **cominvest InflationsSchutz P – Langfristiger Schutz vor Kaufkraftverlust**

Steigende Preise für Energie und Lebensmittel haben der Inflation zu einer Renaissance in den Medien, aber auch in der Wahrnehmung der Anleger verholfen. Um diesem Kaufkraftverlust entgegen zu treten, hat cominvest Asset Management Luxemburg den cominvest InflationsSchutz P aufgelegt. Der cominvest InflationsSchutz P ist ein europäischer Rentenfonds, der vorwiegend in inflationsindexierte Anleihen investiert. Dabei legt das Fondsmanagement Wert auf Emittenten mit guter Bonität und setzt auf eine aktive Laufzeitsteuerung, die auf einem klar definierten Investmentprozess basiert. Anlageziel ist die Erwirtschaftung einer angemessenen Realverzinsung.

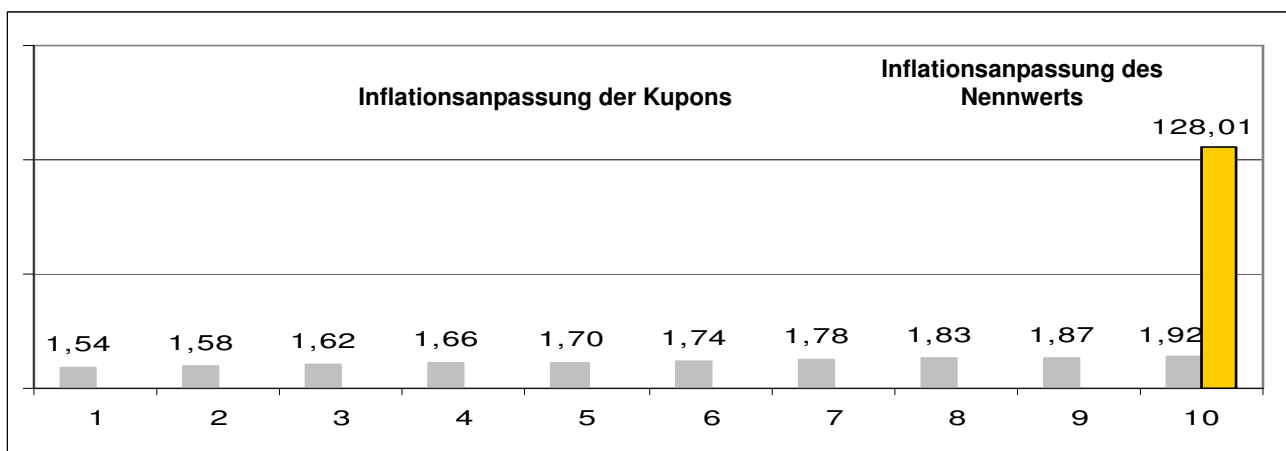
#### Wie funktioniert eine inflationsindexierte Anleihe?

Der Anleger erhält bei einer inflationsindexierten Anleihe statt eines nominalen Zinses einen Realzins. Das geschieht, indem sowohl die jährliche Zinszahlung als auch der Rückzahlungsbetrag der Anleihe mit der Inflationsrate ansteigen. So bleibt für den Anleger die Kaufkraft der regelmäßigen Zinszahlung wie auch die Kaufkraft des eingesetzten Kapitals erhalten.

Beispiel: Zahlungsströme bei einer 10-jährigen Anleihe (realer Kupon 1,50 %; Inflationsrate konstant 2,50 %)



	Anfangs-kapital	Inflations-rate	Inflations-ausgleich		Inflations-angepasstes Kapital	Realer Kupon	Inflations-angepasste Zinsen
1. Jahr	100,00	x 2,50 %	2,50	→	102,50	x 1,50%	1,54
2. Jahr	102,50	x 2,50 %	2,56	→	105,06	x 1,50%	1,58
.							
.							
.							



Gängiges Grundprinzip inflationsgesicherter Anleihen. Die Inflationsanpassung erfolgt tatsächlich auf täglicher Basis.

Inflationsindexierte Anleihen sind besonders attraktiv bei steigenden Inflationsraten und unterliegen in der Regel geringeren Kursschwankungen als nominale Anleihen (z.B. Bundesanleihen). Darüber hinaus bieten sie bis zur Fälligkeit vollkommenen Inflationsschutz.

#### Die Vorteile auf einen Blick

- Anlageschwerpunkt liegt auf inflationsindexierten Anleihen
- Aktive Laufzeitensteuerung auf Basis eines klar definierten Investmentprozesses
- Rückläufige Realrenditen führen zu zusätzlichen Kursgewinnen
- Investition in Emittenten guter Bonität (Durchschnitt mindestens A-)

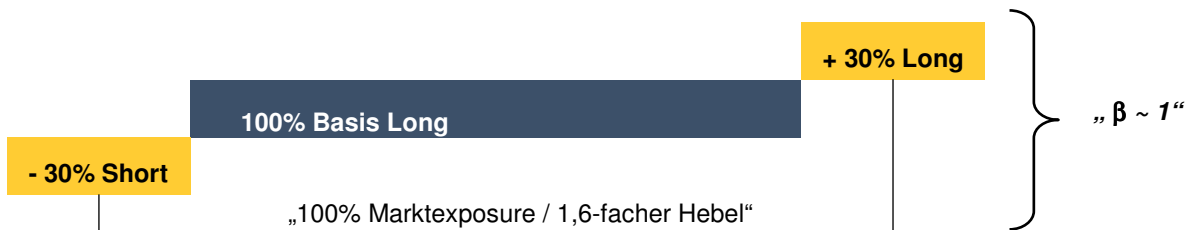
#### cominvest 130/30 Europe® - Mit gehebeltem Alpha zum Erfolg

Die bereits in den USA und Großbritannien sehr populären 130/30-Strategien erfreuen sich zunehmend auch großer Beliebtheit bei institutionellen Kunden in Deutschland. Durch das neue Investmentgesetz ist es möglich, anspruchsvolle Fondsprodukte mit derivativen Strukturen in Form eines europäisch regulierten UCITS III Fonds aufzulegen. Mit dem cominvest 130/30 Europe® kann der Investor durch Hebelung der Out- und Underperformance einzelner Aktien gegenüber dem MSCI Europe, bei marktneutralem Investitionsgrad, von den Chancen auf Outperformance profitieren.

#### Funktionsweise

Das Konzept des cominvest 130/30 Europe® zeichnet sich dadurch aus, dass neben der 100%igen Investition in ein Aktienportfolio zusätzlich ein Überinvestment von 30% in die besten Buy-Ideen erfolgt. Dieses Ü-

berinvestment wird durch 30% Short-Positionen in die besten Sell-Ideen finanziert. In Summe beträgt das Investment in den Aktienmarkt damit wieder 100%, so dass der Fonds kein überdurchschnittliches systematisches Aktienmarktrisiko aufweist und das Beta marktneutral im Bereich von 1 gehalten wird.



Durch die 30% zusätzliche Long-Position und die 30% Short-Position ist der Fondsmanager in der Lage, eindeutiger seiner Meinung Ausdruck zu verleihen. Im Gegensatz zu klassischen Aktienfonds, denen eine Untergewichtung von einzelnen Aktien gegenüber der Benchmark lediglich durch Nichterwerb möglich ist, existiert durch die 30%ige Short-Position die Möglichkeit, eine stärkere Untergewichtung negativ eingeschätzter Aktien vorzunehmen.

Die Einzeltitelselektion erfolgt hierbei anhand eines quantitativen Modells, welches die objektive Analyse sämtlicher Aktien des Anlageuniversums ermöglicht. Hierdurch können für alle Werte des MSCI Europe Attraktivitätsaussagen getroffen werden, die die Basis für die Long / Short Positionierungen bilden.

Mit dem Dynamic Value® Investing (DVI) verfügt die cominvest über ein erfolgreiches quantitatives Modell, welches den Alpha-Treiber für den cominvest 130/30 Europe® bildet. Dynamic Value® Investing kombiniert die drei Faktoren Bewertung (Value), Wachstumspotenzial (Growth) und Nachrichtenfluss (Momentum). Hierdurch erfolgen Investitionen in attraktiv bewertete Aktien mit Wachstumspotenzial und positiven Nachrichten sowie das Eingehen von Short-Positionen bei entsprechend negativen Einschätzungen. Aufgrund der rechtlichen Rahmenbedingungen erfolgt die Realisierung der Short-Investments über synthetische Short-Positionen durch den Einsatz von Total Return Swaps.

#### Die Vorteile auf einen Blick

- Chance auf Erzielung einer Überschussrendite durch „Alpha-Wetten“, die sowohl auf Out- als auch auf Underperformance einzelner Aktien abzielen
- Kein zusätzliches systematisches Aktienmarktrisiko, da das Netto-Markt exposure 100% beträgt und das Beta marktneutral bei 1 gehalten wird
- Durch das erfolgreiche quantitative Modell Dynamic Value® Investing ist eine objektive Analyse und Auswahl von Einzelwerten gewährleistet

#### **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 01-3574  
peter.raab@cominvest.de  
[www.cominvest.de](http://www.cominvest.de)

## **Der FMM-Fonds**

### **Mehr 20 Jahre auf Erfolgskurs und noch lange nicht am Ziel**

Der FMM-Fonds ist das Flaggschiff für wertorientierte Anleger schlechthin. Als die Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG den Fonds 1987 auflegte und damit den ersten bankenunabhängigen Vermögensverwalter-Aktienfonds vom Stapel ließ, sah die Welt noch anders aus. Deutschland war geteilt, Rekordkanzler Helmut Kohl hatte erst rund ein Viertel seiner 16 Jahre dauernden Regierungszeit absolviert und gezahlt wurde in D-Mark.

Aus der Jungfernfahrt von 1987 ist in mehr als zwei Jahrzehnten eine beeindruckende Weltreise geworden, die sich insbesondere durch eines auszeichnet – anhaltenden Erfolg. Nicht nur, dass es kaum international anlegende Aktienfonds auf dem Markt gibt, die auf eine so lange Geschichte zurückblicken können, auch die Wertentwicklung des FMM-Fonds überzeugt: Seit seiner Auflegung hat er insgesamt mehr als 640 Prozent zugelegt, das sind im Schnitt 11,3% pro Jahr – und das bei nur mittlerem Risiko.

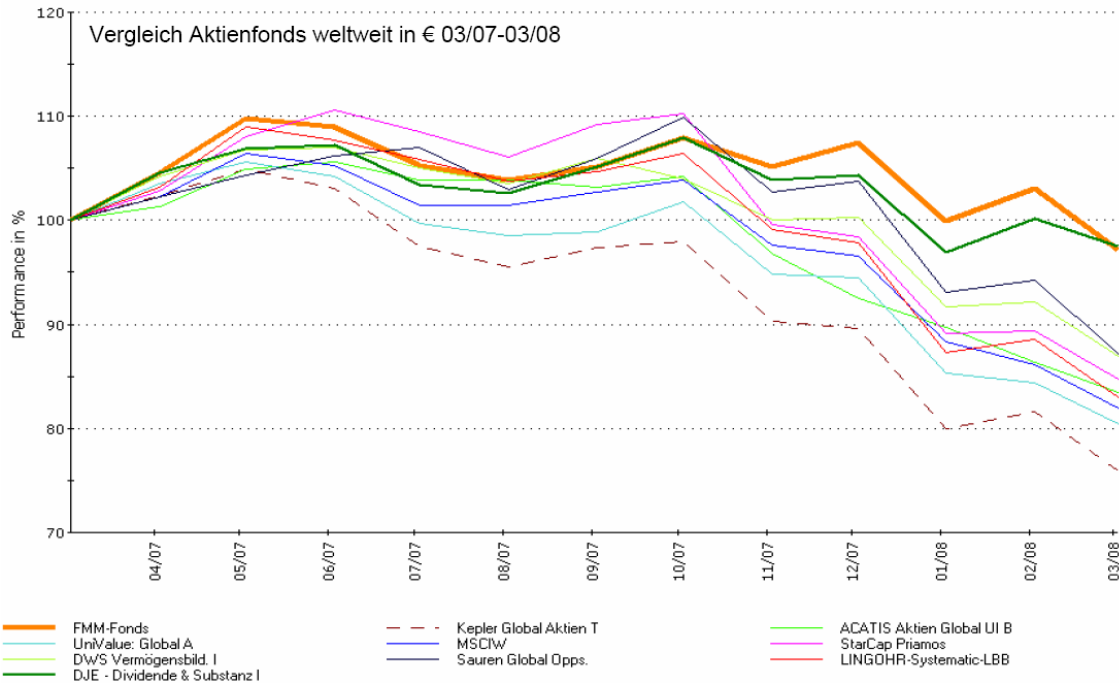
Folge dem Trend und tue das Gegenteil dessen, was andere tun. Dieser vermeintliche Widerspruch beschreibt die Erfolgsformel der FMM-Methode, die dem Fonds seinen Namen gegeben hat. Die Abkürzung FMM steht für die drei Blickrichtungen, aus denen die Dr. Jens Ehrhardt Gruppe das Geschehen an den Finanzmärkten beobachtet und auf denen die Anlageentscheidungen des Unternehmens beruhen - Fundamental, Monetär, Markttechnisch.

Das fundamentale Research, das bei der strategischen Asset Allokation eine zentrale Rolle spielt, untersucht das einzelne Unternehmen. Dabei richten die Analysten der Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG ihr Augenmerk sowohl auf Ertrags- als auch auf Substanzkennzahlen und wählen so besonders bilanzstarke Unternehmen aus. Auch die Qualifikation des Managements und die volkswirtschaftliche Perspektive des Unternehmens werden genau geprüft.

Die monetäre Sichtweise konzentriert sich auf Aspekte wie Kreditvergabe, Zinsen, Geldmenge oder Überschussliquidität und fragt, wie viel Geld in die Finanzmärkte fließen wird. Die Expertise der Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG reicht hier mehr als 30 Jahre zurück – bis zur Promotion des Unternehmensgründers und wurde seither kontinuierlich weiter entwickelt.

Für die taktische Asset Allokation des FMM-Fonds sind die markttechnischen Faktoren von größter Bedeutung. Da viele Anleger nicht immer rational, sondern oft emotional reagieren, messen die Analysten der Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG die Stimmungen an den Börsen anhand von Indikatoren wie den Barquoten der Aktienfonds oder der Handelsumsätze und beziehen die Ergebnisse in die Anlageentscheidung ein.

Der FMM-Fonds ist ein aktiv gemanagter Aktienfonds, der seine Struktur den Kapitalmarktverhältnissen anpasst, wobei diese Anpassungen innerhalb des Fonds steuerfrei erfolgen können. Entscheidend für den Mehrwert ist aber nicht nur diese steuerliche Komponente, sondern insbesondere die Allokation – verbunden mit der Maxime, dass es wichtiger ist, Verluste zu begrenzen als Gewinne zu erzielen. Dass dies auf Grund der geometrischen Verknüpfung der Renditen nicht nur sinnvoll ist, sondern dass dies gerade in schwierigen Börsenphasen notwendig ist, hat der FMM-Fonds wiederholt unter Beweis gestellt – zuletzt im durchaus schwierigen Börsenjahr 2007, wie die Vergleichsgrafik zeigt.



Die Maxime der Verlustbegrenzung hat der FMM-Fonds aber nicht nur kurzfristig, sondern Zeit seines Bestehens berücksichtigt. Von den mehr als 20 Jahren, die der Fonds jetzt auf dem Markt ist, hat er in 18 Jahren positive Ergebnisse erwirtschaftet und ist daher für die langfristige Anlage hervorragend geeignet.

**Ansprechpartner:**

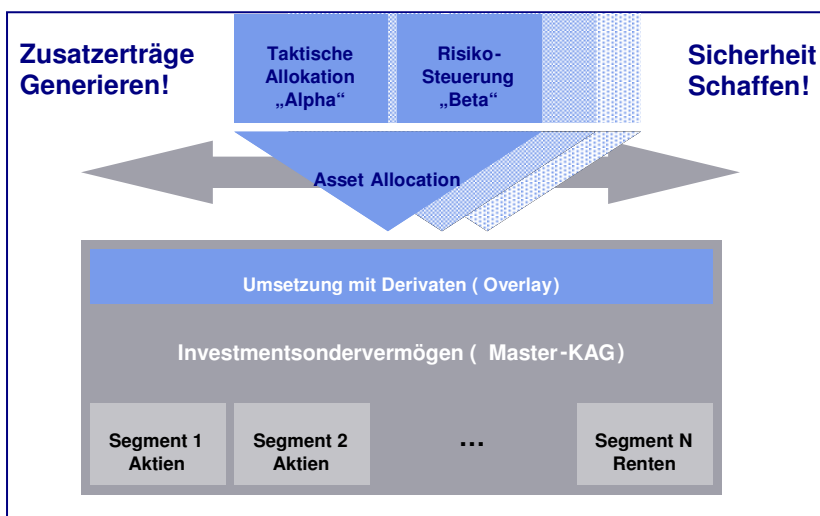
Herr Stefan – David Grün  
 Geschäftsführer  
 Büro:  
 60, avenue Gastron Diderich  
 L-1420 Luxembourg  
 Mobil: 0163 875 25 36  
 E-Mail: sgd@dje.lu



## **Dynamic Asset Allocation Overlay** *Zentrales Risikomanagement für institutionelle Anleger*

Von Alexander Preininger, Portfolio Manager, Asset Allocation Strategy, DB Advisors

Das Konzept des Dynamic Asset Allocation (DAA) bedeutet zentralisiertes, fondsübergreifendes Rendite- und Risikomanagement auf der Gesamtmandatsebene. Generell ist das DAA-Konzept einer Form des Overlay Managements zuzuordnen. Dies bezeichnet die Verwaltung von Derivaten in einem eigenen Fondssegment, wobei die Bestände bzw. auch das Management der Kassainstrumente im Gesamtfonds unabhängig und unberührt bleiben. Die beiden Ziele der DAA sind die Erzielung von risikoadjustiertem Mehrertrag, also „Alpha“, und eine globale zentralisierte Risikosteuerung für das gesamte Vermögen des Kunden oder des Fonds. Die Lösungskomponente zur Erzielung von Mehrertrag wird auch als taktisches Asset Allocation Overlay bezeichnet, da die Leistung des Asset Managers hauptsächlich in der taktischen Allokation besteht. Die Risikosteuerung in einem Overlay ist hingegen als strategisches Risikomanagement oder Beta-Overlay bekannt.



**Abbildung 1: Ziele und Umsetzung von Overlay Management**

Je nach Kundenbedürfnis können taktische Asset Allocation und strategische Risikosteuerung separat oder gemeinsam implementiert werden. In jedem Fall bestimmt die Positionierung des Overlay-Managements innerhalb des eigenen Segments der Dynamic Asset Allocation die Position des Fondsvermögens hinsichtlich der Aufteilung auf die globalen Anlageklassen wie beispielsweise Aktien, Renten oder Währungen. Je nach Vorhandensein und Liquidität von entsprechenden Derivaten ist eine feinere Steuerung bezüglich Ländern, Industriesektoren, Zinsstrukturkurvenpositionierung, Währungen, Inflationserwartungen und Kreditrisiken möglich. Ein weiterer möglicher Bestandteil in der Umsetzung eines Overlays ist das Ausnutzen von Marktungleichgewichten bei Volatilitäten durch den taktischen Einsatz von Optionen.

## **Zunehmende Spezialisierung macht ein zentralisiertes Risikomanagement notwendig**

Die Entwicklung von Overlay Konzepten, wie des Dynamic Asset Allocation Overlay als eigenem Ansatz, ist ausgelöst worden durch den zunehmenden Spezialisierungsgrad in der Anlageverwaltung. Viele Investoren setzen heute verschiedene Spezialisten für hoch differenzierte Anlageklassen mit spezifischen Benchmarks ein. Auf der strategischen Ebene führt das Benchmarkdenken der Spezialisten, die portfoliotheoretisch isoliert arbeiten, oftmals zu einer Entkopplung vom Renditeanspruch des Kunden. Deshalb ist eine separate Steuerung des Gesamtmandates aus taktischen und strategischen Erwägungen sinnvoll und erhöht die Effizienz des Kundenportfolios bezüglich des Rendite-Risikoprofils. Dabei ist die Umsetzung der unterschiedlichen Investitionsentscheidungen im Rahmen des Overlay-Managements über Derivate durch drei erhebliche Vorteile gegenüber Kassatransaktionen gekennzeichnet. Erstens sind Transaktionen in liquiden Standardderivaten im Allgemeinen wesentlich kosteneffizienter, d.h. die direkten Transaktionskosten wie Courtage und Geld-Brief-Spanne, als auch ein durch die Transaktion entstehender Preisdruck sind in liquiden Derivatmärkten geringer. Zweitens sind Portfolios durch Derivate sehr schnell restrukturierbar. Drittens minimiert die derivative Umsetzung innerhalb eines separaten Subfonds (dem Segment zur operativen Umsetzung des Overlays) die Beeinträchtigung der Anlageklassenspezialisten in den verschiedenen Einzelsegmenten, was Voraussetzung für deren klare Erfolgsrechnung und –verantwortung ist.

## **Investmentgesetz schafft die nötigen Voraussetzungen für den Einsatz von Derivaten**

Die gesetzliche Grundlage für einen breiten und flexiblen Einsatz von Overlay-Konzepten hat der Gesetzgeber mit dem Investmentgesetz und der Derivateverordnung geschaffen. Insbesondere unter dem qualifizierten Ansatz zur Risikomessung herrscht nun Rechtssicherheit für einen optimalen Einsatz von Derivaten. Der maximale Investitionsgrad von 200 Prozent schafft einen großen Handlungsspielraum bezüglich der Ausgestaltung der taktischen Asset Allocation zur Erzielung von Mehrerträgen. Denn damit ist der jeweilige Asset Manager in der Lage, temporäre Marktungleichgewichte durch entsprechende Positionierung gewinnbringend auszunutzen. Im Bereich des strategischen Risiko-Overlays ist die Zulässigkeit von Makrohedges, die eine nicht perfekte Korrelation zwischen Kassainstrumenten und Derivaten ausnutzen, ein weiterer großer Fortschritt.

## **Potentieller Mehrertrag durch Taktische Asset Allocation**

In Zeiten historisch niedriger Renditen und unsicherer Marktbedingungen auf globaler Ebene hat für viele Investoren mit relativ starren bzw. vordefinierten Ertragszielen die Erzielung von Überrenditen eine hohe Priorität. Aus diesem Grund besteht eine hohe Nachfrage nach Quellen stabiler Mehrerträge. Eine solche mögliche zusätzliche Alpha-Quelle bieten die taktischen Allokationsentscheidungen, die optional im Rahmen des DAA Overlays den Kunden zusätzlich zum reinen Risikooverlay angeboten werden. In der heutigen und von extremer Komplexität geprägten Welt- und Finanzwirtschaft ist eine erfolgreiche taktische Allokation allerdings von vielen, globalen Faktoren abhängig. Entsprechend wichtig ist die Generierung von weltweiten Informationen, die zu Kursreaktionen führen. Zudem unabdingbar ist eine hervorragende Expertise von Mitarbeitern in der Interpretation der Daten, um relative Fehlbewertungen zwischen den einzelnen Märkten zu erkennen.

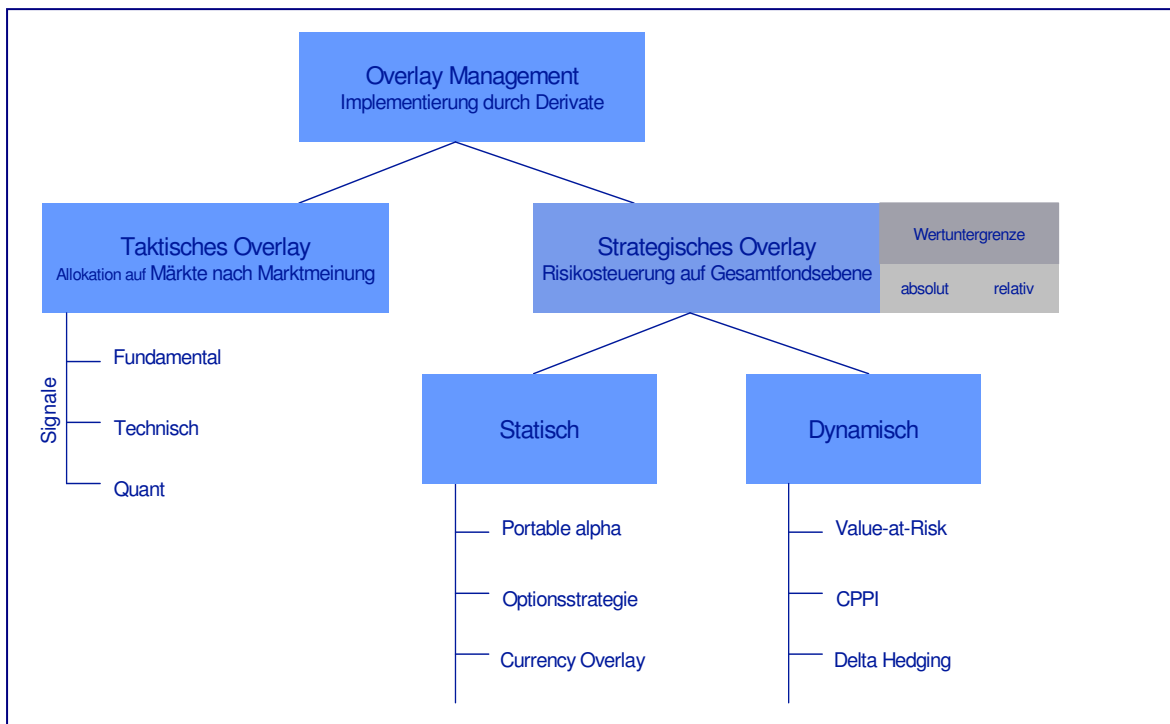
Die zugrunde liegenden Investmentssignale können, wie bei anderen Anlageklassen auch, grundsätzlich fundamentaler und technischer Art sein und von Investmentsspezialisten (sog. diskretionärer Ansatz) oder rein von mathematisch- bzw. statistischen Modellen (sog. quantitativer Ansatz) generiert werden. Die Kombination und Gewichtung der Signale ergeben sich ebenfalls durch den jeweiligen Ansatz. Die Deutsche Asset Management nutzt für die taktische Komponente des dargestellten Overlay-Konzepts ein diskretionäres Konzept, welches sich auf einen disziplinierten und stringenten Investmentprozess stützt der sowohl technische als auch fundamentale Investmentssignale berücksichtigt und sich seit Jahren in der Praxis bewährt hat. Die eingegangene Gesamtposition ist folglich abhängig von den Investmentssignalen und dem individuellen Risikobudget des jeweiligen Mandats. Die Risikosteuerung rein taktischer Investitionsentscheidungen erfolgt häufig über die Vorgabe eines maximalen Tracking Errors, d.h. einer impliziten markt- und situationsabhängigen Abweichung von einer dem Gesamtfonds zugrunde liegenden Benchmark. Dies kann sowohl eine spezifische Indexkombination (z.B. 30% EuroStoxx 50 + 70% Iboxx Government) oder eine absolute Renditegröße sein (z.B. LIBOR + 150 Basispunkte).

Traditionelle taktische Allokation beschränkt sich auf Märkte, die durch das Anlageuniversum der Kassainstrumente definiert sind. Im Gegensatz dazu ist es in einem Overlay-Konzept von DB Advisors möglich, in weiteren Märkten zu handeln, z.B. durch Derivate eine gewünschte Position mit asiatischen Aktien aufzubauen. Somit ermöglicht dieser zusätzliche Freiheitsgrad weitere Ertragsquellen zu nutzen, obwohl als genereller Ausgangspunkt der Anlagestrategie weiterhin die kundenspezifische Aufteilung der verschiedenen Anlageklassen innerhalb der Kassainstrumente bzw. das individuelle Risikobudget dient. Außerdem erhöht sich durch Investments in andere Märkte der Diversifikationsgrad des gesamten Portfolios. Das Ergebnis ist ein potenziell höherer Mehrertrag pro Risikoeinheit.

Ein weiterer Vorteil des hier beschriebenen taktischen Konzeptes gegenüber traditioneller taktischer Allokation ist die schnelle Umsetzbarkeit der Handlungsempfehlungen. In den stark vernetzten Kapitalmärkten sind Ungleichgewichte, die eine Chance für erfolgreiche taktische Allokation eröffnen, meist nur von sehr kurzer Dauer und eine schnelle Entscheidung sowie prompte Umsetzung sind kritische Faktoren beim Erzielen von Überrenditen. Folglich ist insbesondere der Handel in liquiden Derivaten erfolversprechend.

## Risikosteuerung auf Gesamtmandatsebene

Strategisches Risikomanagement, welches zur Risikosteuerung eines Gesamtfonds dient, existiert in einer Vielzahl von Ansätzen. Zunächst lässt sich zwischen statischen und dynamischen Ansätzen unterscheiden.

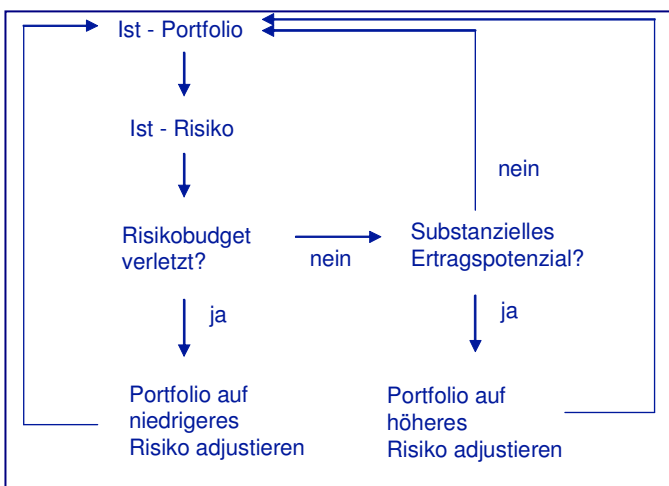


**Abbildung 2: Arten von Overlay**

Der statische Ansatz nimmt periodische (jährliche, monatliche, etc.) Anpassungen des Risikos an ein vorgegebenes Level, ausgedrückt in Anlagegrenzen, Zielvolatilität oder einem VaR-Risikobudget, vor. Ein Währungs-Overlay, in dem Fremdwährungsrisiken auf Gesamtfondsebene gesteuert werden, ist das klassische Beispiel für einen statischen Ansatz. Ein weiteres Beispiel ist die Reduzierung oder Eliminierung von Marktrisiken in einem aktiv verwalteten Portfolio durch Futures oder Optionen. So kann eine 30%ige Aktienquote (Kassa) eines gemischten Fonds in eine 10%ige Aktienquote gewandelt oder Wertuntergrenzen implementiert werden, indem der Portfoliomanager im Risiko-Overlay eine Short-Position auf den jeweiligen Aktienindex eingeht. Bei einer Eliminierung des Marktrisikos, z.B. bei einem Fonds aus internationalen Aktiensegmenten, implementiert die Absicherung ein transportables Alpha-Konzept. Ebenso ist es möglich, spezifische Risikoelemente in das Portfolio aufzunehmen, wenn z.B. Indexfutures auf einen Aktienmarkt, der nicht im Portfolio enthalten ist, die Diversifikation bzw. die Rendite des Portfolios erhöht.

Komplexere Varianten des statischen Ansatzes finden Anwendung in der Aktiv-Passiv-Steuerung, z.B. bei der Verwaltung von betrieblichen Pensionsvermögen oder Versicherungsanlagen. Hier steuert das strategische Risikomanagement üblicherweise Risiken, welche durch starke Abweichungen der Marktwerte vom Anlagevermögen (Aktiva) und den Verbindlichkeiten (Passiva) entstehen. Adäquate Analysetechniken identifizieren und quantifizieren die Haupttreiber dieser unterschiedlichen Wertentwicklung von Aktiva und Passiva, wie z.B. Reinvestitions- und Inflationsrisiko. Durch den Einsatz von Zins- und Inflationsderivaten reduziert man so folglich das Risiko einer Unterdeckung und damit verbundener Liquiditätseffekte auf das Unternehmen. Besonderes Augenmerk ist hier auf die bilanzielle Auswirkung sowie die Veränderung von regulatorischen Kennzahlen des Eigentümers durch den Einsatz von Derivaten im Overlay zu richten.

Während bei statischen Ansätzen Änderungen in längeren Zeitabständen erfolgen, sind bei dynamischen Ansätzen periodische Anpassungen, z.B. täglich, wöchentlich oder situationsabhängige Eingriffe die Regel. Wie bei statischen Konzepten können Risikozielgrößen absolut definiert sein („Mindestanteilspreis nicht unterschreiten“) oder aus der Aktiv-Passiv-Steuerung stammen („Mindestdeckungsgrad der Verpflichtungen sicherstellen“). Der Vorteil des dynamischen gegenüber dem statischen Ansatz liegt in der Berücksichtigung von aktuellen Marktgegebenheiten. Während ein statisches Konzept den Investitionsgrad weitgehend konstant hält, passt ein dynamisches Konzept die Portfoliostruktur an aktuelle Risikobudgets und -niveaus an.



**Abbildung 3: Regelkreislauf für dynamisches Overlay**

Ausgehend von einem anfänglichen bzw. kundenspezifischen Risikobudget bestimmen die Marktentwicklung und der Erfolg der Segmentspezialisten die Höhe des aktuellen Risikobudgets; fallende Märkte oder negative Überrenditen verringern das vorhandene Risikobudget, steigende Märkte oder positive Überrenditen erweitern das Risikobudget. Eine möglichst zeit- und marktnahe Berechnung des Risikobudgets ist in der Praxis einerseits mit mehreren Schwierigkeiten verbunden, andererseits jedoch für dynamische Konzepte ein bedeutendes Erfolgskriterium. Die Schwierigkeiten ergeben sich aus dem Zusammenhang, dass Overlays häufig im Rahmen einer Master-KAG mit mehreren Vermögensverwaltern eingesetzt werden und die administrativen Anforderungen zur Erhebung und Bewertung der Bestände beträchtlich sind. In der Praxis bedeutet dies die Wahl zwischen zwei Übeln: Entweder werden erhebliche zeitliche Abstände zwischen Bewertung des Gesamtbestandes (z.B.  $t_2$ ) und Berücksichtigung im Rahmen der dynamischen Risikosteuerung akzeptiert oder der Wert der Bestände muss durch die Echtzeit-Indexentwicklung der verschiedenen Benchmarkkomponenten approximiert werden. Bei dieser kontinuierlichen Weiterberechnung des Fondspreises vom Zeitpunkt  $t_2$  bis zum aktuellen Zeitpunkt können Ungenauigkeiten durch die taktische Abweichung des Portfoliomanagers auftreten. Die Wahl der effizienteren Methode ist abhängig von den täglichen Schwankungen, die durch den Markt oder die taktische Abweichung zu erwarten sind. Die Marktentwicklung ist von erheblichen Schwankungen innerhalb eines Handelstages (bei Aktien sind 2% – 3% nicht ungewöhnlich, in Extremfälle sind Marktschwankungen im zweistelligen Prozentbereich, wie z.B. am 19. Oktober 1987, zu beobachten) gekennzeichnet. Im Gegensatz dazu ist die taktische Abweichung von der Benchmark typischerweise sehr gering (selten mehr als 5% Tracking Error p.a., oder 0,3% über den Tag) und aus diesem Grund ist die



zweite Variante vorzuziehen, welche auch in der Overlay-Lösung durch die Deutschen Asset Management zum Einsatz kommt. Für die Abschätzung der Wertentwicklung können die üblichen statistischen Verfahren im Zusammenspiel mit Echtzeitdaten von Indexständen herangezogen werden.

Ebenso wichtig ist die Messung des aktuellen Risikoniveaus des Portfolios. Hierzu notwendig sind aktuelle Bestände und eine Schätzung der Volatilität und Korrelationen der Anlagen. Es ist hinlänglich dokumentiert, dass Volatilitäten in extremen Marktsituationen dramatisch und schnell ansteigen. Marktübliche Risikomodelle arbeiten mit einer simplen Kovarianzmatrix, beruhend auf rollierenden Zeitreihen. Allenfalls bildet eine höhere Gewichtung der jüngeren Vergangenheit die Dynamik in den Volatilitäten ab. Das Risikomodell zeigt deshalb die erhöhte Marktvolatilität mit erheblichem Zeitverzug an. Entsprechend sichern Steuerungsansätze auf Basis solcher Risikomodelle in kritischen Marktphasen tendenziell zu wenig ab. Die bessere Alternative sind Risikoschätzungen, die auf impliziten Volatilitäten oder autoregressiven Modellen (z.B. multivariaten GARCH Prozessen) in Verbindung mit Echtzeitdaten beruhen. Im Regelfall sind implizite Volatilitäten höher als die tatsächlichen Volatilitäten, jedoch ist diese konservative Implementierung der Volatilität aus Risikogesichtspunkten erstrebenswert. Da auch hier Marktnähe wichtiger ist als die präzise Erfassung jeder einzelnen Position, empfiehlt sich für die Risikomessung eine Abschätzung auf Indexbasis.

### Steuerung über Value-at-Risk

Als Steuerungsgröße für das dynamische Risikomanagement bietet sich der Value-at-Risk (VaR) in Verbindung mit einer Wertuntergrenze an. Die Portfoliostruktur wird hierbei durch den Einsatz von Derivaten so adjustiert, dass der VaR das Risikobudget (= Differenz zwischen aktuellem Fondswert und Wertuntergrenze) nicht überschreitet. Der Zeithorizont des VaR ist dabei so zu wählen, dass eventuelle Marktschließungen berücksichtigt werden. In dem vorgestellten dynamischen Konzept verwendet die Deutsche Asset Management den VaR (5 Tage, 99,9%), was sich auf Grund von verschiedensten durchgeführten Simulationen als optimale Größen bestimmen ließ. Bestandteile des VaR in diesem Ansatz sind die Wertentwicklung des gesamten Fonds und die Fondsvolatilität. Beide Bestandteile nutzen aktuelle Marktdaten, d.h. für die Bestimmung der einzelnen Fondssegmente werden Echtzeitkurse der Indizes genutzt oder es werden die Werte von Indizes geschätzt, die über keine Echtzeitkurse verfügen. Dies erfolgt anhand eines vorher definierten Regressionsmodells. Die Volatilität des Gesamtfonds bestimmt sich aus der impliziten Volatilität des Marktes und der Korrelationsstruktur des gesamten Portfolios. Auch bei der Berechnung der Volatilität definiert sich die Abhängigkeit der jeweiligen Segmente durch eine vorher durchgeführte Regression. Der VaR kann dabei permanent überprüft und das Portfolio entsprechend angepasst werden.

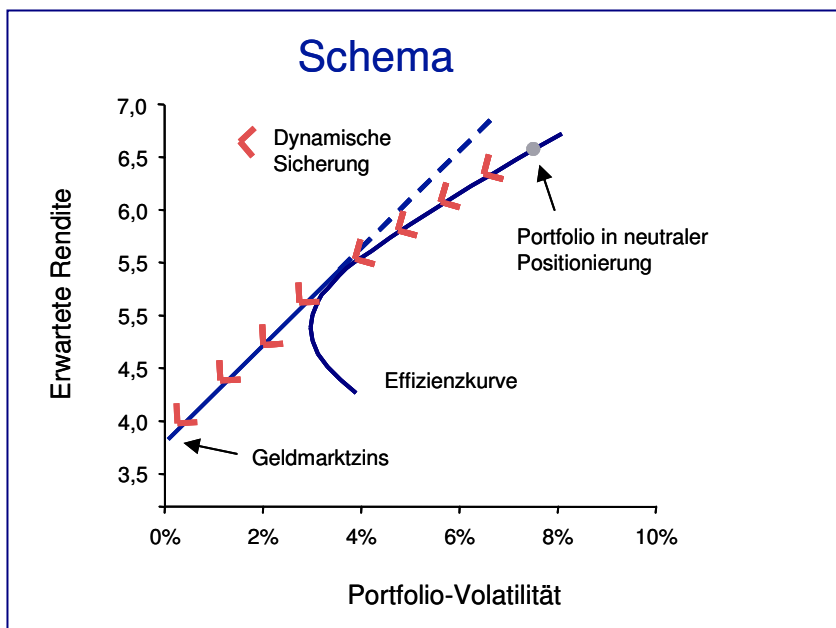


Abbildung 4: Regel für Portfolio-Steuerung – VaR (99,9%, 5 Tage) < Risikobudget

Von einer kontinuierlichen Anpassung ist allerdings abzuraten, da erhebliche Transaktionskosten die Folge wären. Die bessere Lösung ist es, insbesondere bei Öffnung der Absicherung, in diskreten Schritten nach einem Korridorprinzip vorzugehen.

Die Steuerung über einen VaR-Ansatz hat den Vorteil, dass die Elemente Diversifikation, Basisrisiken und aktives Management in natürlicher Weise einfließen. Da das Risiko auf der Gesamtfondsebene gemessen wird, berücksichtigt das zentrale Risikomanagementkonzept automatisch die Diversifikationsvorteile zwischen den unterschiedlichen Kassainstrumenten. So würde diese praktizierte Systematik etwa zwei hoch negativ korrelierte Anlageklassen vernünftigerweise kaum sichern. Basisrisiken bezeichnen die Differenz zwischen Kassainstrument und Derivat, z.B. zwischen einem Aktiensegment mit der Benchmark MSCI EMU und dem Sicherungsinstrument Indexfuture auf den EuroStoxx 50. Diese Basisrisiken erfasst der VaR-Ansatz automatisch in der Risikokennzahl und bindet entsprechend das Risikobudget. Tendenziell wird das Marktrisiko früher reduziert, um ausreichenden Puffer für das Basisrisiko auf Gesamtfondsebene zu schaffen. Aktives Management, also aktive Abweichungen der einzelnen Vermögensverwalter von deren jeweiliger Benchmark, schafft zusätzlich aktives Risiko, welches ähnlich dem Basisrisiko wirkt und dementsprechend in der Risikosteuerung berücksichtigt wird. Hohe aktive Risiken erfordern einen höheren Risikopuffer, den der VaR-Ansatz automatisch schafft.

## **Intelligente Konzepte für Kassenhaltung**

Alle Arten von separaten Overlaystrategien benötigen die Bereitstellung von Kasse, um Initial margin und variation margin stellen zu können. Da Kassenhaltung in vielen Konzepten mit Opportunitätskosten verbunden ist, sollte die Kasse einerseits möglichst gering gehalten werden, andererseits aber groß genug, um nur in Ausnahmefällen Liquidation in anderen Segmenten auszulösen. Entsprechende Steuerung der Kassenhaltung und Nutzen von Möglichkeiten, Sicherheiten zu stellen, sind Teil eines intelligenten Kassenhaltungskonzeptes.

### *Fazit*

Das Dynamic Asset Allocation-Konzept kann sowohl eine interessante Alphaquelle darstellen als auch hervorragend für die Risikosteuerung geeignet sein, insbesondere aufgrund der dynamischen Variante. Allerdings ist zu beachten, dass beide Varianten hohe Anforderungen an den Asset Manager stellen. Taktisches Asset Allocation kann nur erfolgreich sein, wenn Informationsquellen und -verarbeitung richtige Investment-signale liefern. Eine funktionierende dynamische Risikosteuerung setzt voraus, dass Risikobudgets und -niveaus markt- und zeitnah bestimmt werden können. In jedem Fall verlangt Dynamic Asset Allocation einen stringenten Investmentprozess, adäquate Informationstechnologien und eine hohe operative Sicherheit.

### **DB Advisors**

Deutsche Asset Management  
Investmentgesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 178-190  
60327 Frankfurt am Main

[dbadvisors.service@db.com](mailto:dbadvisors.service@db.com)  
[www.dbadvisors.com](http://www.dbadvisors.com)

## **Erfolgreiches quantitatives Aktienmanagement von First Private jetzt auch marktneutral**

### **Aussicht auf positive Renditen in fallenden wie steigenden Märkten**

Auf der Basis einer bewährten globalen Aktienstrategie bietet First Private einen „marktneutralen“ Publikumsfonds an, der durch den Einsatz geeigneter Absicherungsstrategien von den Schwankungen der internationalen Aktienindizes weitgehend befreit ist. Dieses vergleichsweise konservative Anlagekonzept erfreut sich nach mehrjähriger Aktienhausse zunehmender Beliebtheit. Ziel des Fonds ist es, auch in negativen Marktphasen überzeugende Renditen zu erzielen. Für den Investor verbleibt neben dem sicheren Geldmarktertrag die attraktive Rendite aus der aktiven Aktienauswahl, also die Überrendite des Stock-Pickings („Portable Alpha“). Als entscheidende Grundlage dient die Aktienselektion des 2006 aufgelegten Publikumsfonds „First Private Aktien Global“. Seit Auflegung entwickelte sich der Aktienfonds deutlich besser als seine Benchmark (MSCI World Total Return) und konnte sich unter den besten in Deutschland zugelassenen Fonds seiner Kategorie etablieren.

### **Ausnutzung globaler Ineffizienzen**

Die praktische Erfahrung im Asset-Management lehrt, dass die erzielbare aktive Überrendite umso höher ist, je reichhaltiger und heterogener das Anlagespektrum ist. Unser Aktienselektionsverfahren erkennt die Zusammenhänge und Unterschiede der Bewertungen in den Regionen und Industriesektoren der Welt und hebt die „verborgenen Schätze“ unabhängig davon, ob eine Aktie unter Substanz- oder Wachstumsaspekten zu billig ist. Beim Aufspüren von Ineffizienzen in einem derart großen Anlageuniversum entfalten sich quantitative Investmentprozesse aufgrund ihrer Stringenz und Skalierbarkeit besonders gut. Mehr noch: Ohne derart effiziente Verfahren ließe sich ein solches Universum kaum durchdringen. Im Ergebnis erlaubt das systematisch aktive Management eines globalen Aktienuniversums nochmals höhere Renditen je Risikoeinheit (Informations-Ratio) als eine regionale Auswahl.

### **Aktiver, systematisch-quantitativer Investmentstil**

In einem reinrassigen Alpha-Portfolio wächst die Bedeutung des Investmentprozesses, da die systematischen (positiven und negativen) Markttrenditen entfallen. Für den Anleger ist daher entscheidend, dass das Konzept objektiv überprüfbar ist und rigorosen Simulationen bzw. „Backtests“ standhält. Dieses Ziel lässt sich nur mit einem systematisch-quantitativen, regelbasierten Investmentansatz erreichen. First Private hat sich auf diese Vorgehensweise spezialisiert und wurde dafür mehrfach ausgezeichnet.

Das Fondskonzept von First Private sieht zunächst eine präzise Analyse der Liquidität der Einzeltitel vor. Im Anschluss entscheidet eine quantitative Systematik über die Kaufkandidaten. Der mehrstufige Prozess kombiniert eine Vielzahl von Faktoren aus den Kategorien Bewertungs-, Wachstums- und Bilanzkennzahlen. Die Auswahlkriterien berücksichtigen dabei regionale und sektorale Besonderheiten. Im Ergebnis werden ca. 600 Aktien (aus mehr als 8.000) ausgewählt, die dann diversen Qualitätsfiltern standhalten müssen, wobei hier die Bilanzsolidität im Vordergrund steht. Im nächsten Schritt werden extensive Pre-Trade-Analysen durchgeführt, bevor ca. 150–200 Aktien für den Fonds selektiert werden.

### **Disziplinierter Portfolio-Aufbau**

Einmal im Quartal wird das Aktienportfolio unter strenger Verkaufsdisziplin neu aufgebaut. Dabei verbleiben nur die Titel im Portfolio, die auch zu diesem Zeitpunkt erneut die strengen Kaufkriterien erfüllen – kein Titel wird nur „gehalten“. Kurs- und Ertragsentwicklungen werden laufend überwacht, so dass relevante Veränderungen auch zum „vorzeitigen“ Verkauf einer Aktie führen können. Größere Gewichtungverschiebungen gegenüber dem Modellportfolio werden korrigiert.

## Konsequentes Risikomanagement

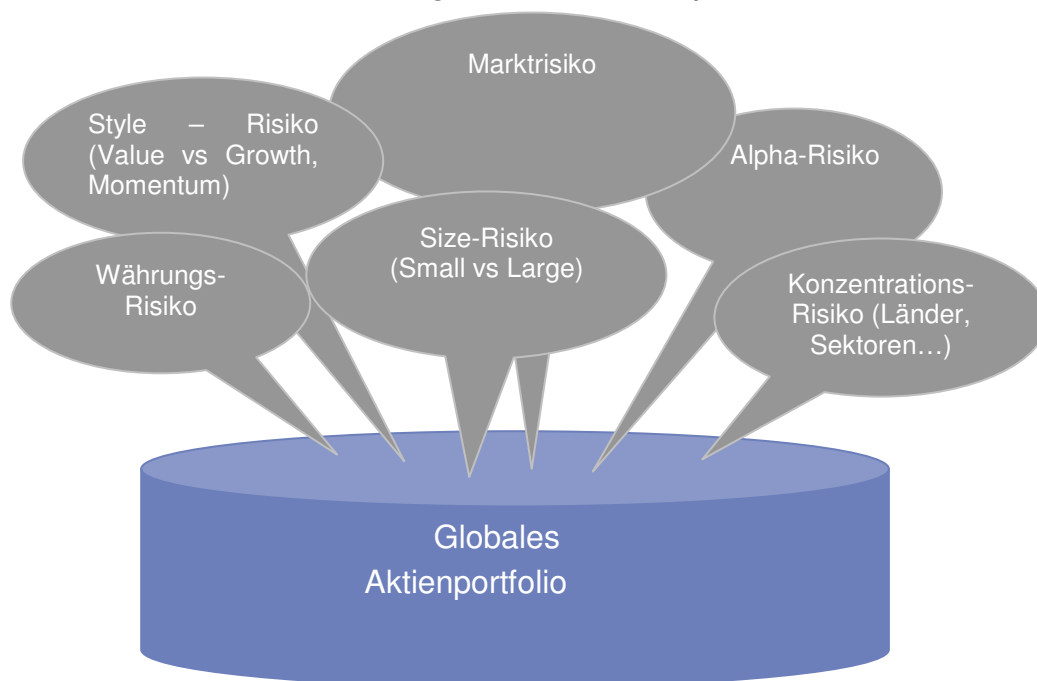
Abgesehen vom Liquiditätsmanagement ist der Fonds i. d. R. nahezu voll in Aktien investiert. Beim Management der Barquote werden die Marginanforderungen des Portfolios dynamisch über genaue Risikoanalysen (Cross Hedges, Risikonetting) so gering wie möglich gehalten, um einen großen Teil der liquiden Mittel bestmöglich zinsbringend anlegen zu können.

## Effiziente Absicherungsstrategie

Das i. d. R. voll investierte Aktienportfolio wird effizient und innovativ gegen das Gesamtmarktrisiko (Weltaktienmarkt) abgesichert. Dabei werden auch Währungs- und andere Faktorrisiken weitgehend reduziert. Ein Beispiel: Sind im Portfolio substantiell mehr Mid- als Large-Caps vertreten, würde dieses isolierte Marktkapitalisierungs-Risiko durch geeignete Short-Positionen – etwa auf einen passenden Mid-Cap-Index – auf ein Minimum reduziert.

Auf der „Short-Seite“ kann dabei auf sämtliche am Markt zur Verfügung stehenden Instrumente zurückgegriffen werden. Dazu gehören Länder- und Sektorfutures, Small Cap Futures, Währungsforwards oder Swaps, mit deren Hilfe auch Aktien außerhalb der gängigen Indizes gehedgt bzw. Shortpositionen auf die im Prozess als besonders unattraktiv identifizierten Aktien aufgebaut werden können. Die Selektion der Futures und der abzusichernden Einzelaktien erfolgt über einen proprietären Optimierer, der eine sehr genaue Erfassung aller im Long-Portfolio enthaltenen Risiken ermöglicht. Im zweiten Schritt wird unter Berücksichtigung von Liquidität und Transaktionskosten, sowie einer Vielzahl von Risikoparametern (Länder, Sektor, Marktkapitalisierung) das optimale Portfolio ermittelt. „Optimal“ bedeuten in diesem Zusammenhang eine Reduktion aller unerwünschten Risiken und eine effiziente Isolierung des Alphas der Longseite.

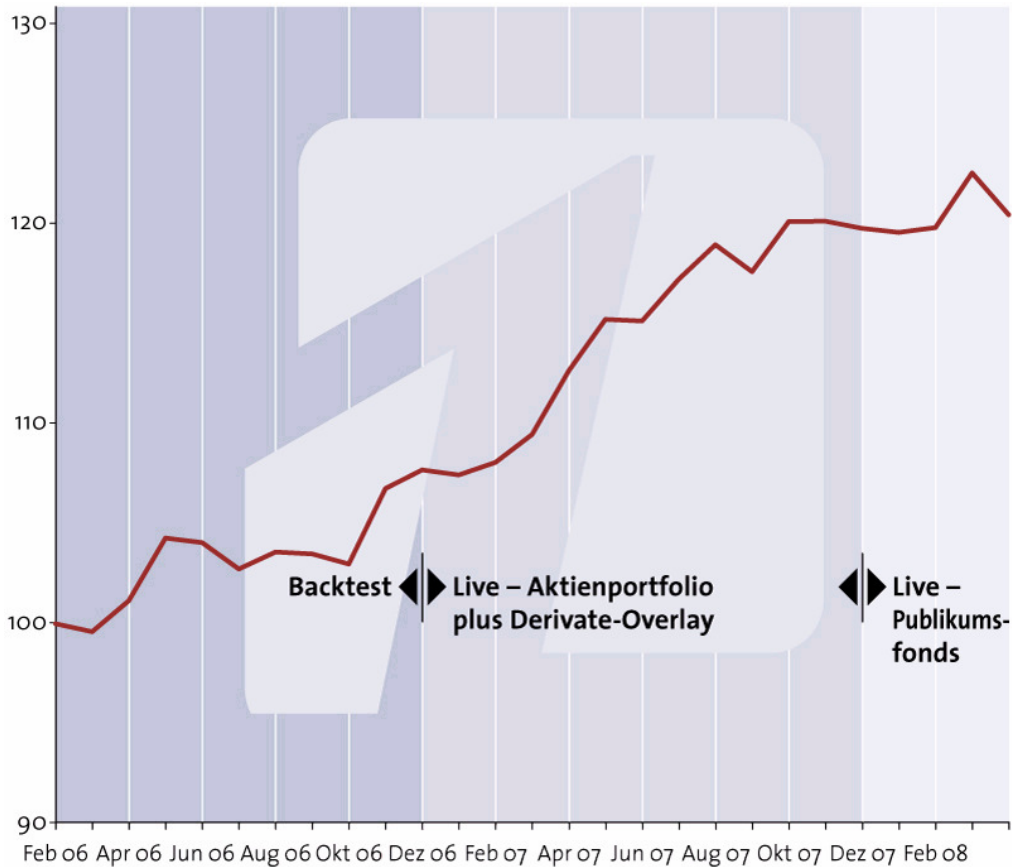
## Potenzielle Risiken eines globalen Aktienportfolios



## Überlegene Investment-Ergebnisse

Das Konzept besteht durch eine gegenüber den Aktienmärkten deutlich verringerte Volatilität, die im langfristigen Durchschnitt bei rund 5 % liegen dürfte. Das Renditeziel setzt das Fondsmanagement nach Kosten mit 5 % p.a. zuzüglich laufender Geldmarktverzinsung an.

Besonders bemerkenswert ist die asymmetrische Renditeverteilung: Während sich die weit überwiegenden Outperformance-Phasen auf positive wie negative Marktphasen verteilt haben, entfielen die vorübergehenden negativen Ausreißer in der Regel auf langfristige Aufwärtsbewegungen (Hausse-Phasen), in denen die individuelle Risikotragfähigkeit des Investors meist robuster ausfällt.



## Risiken

Das Fondsinvestment kann grundsätzlich trotz der Absicherungsgeschäfte Wertschwankungen unterworfen sein, die vornehmlich unternehmensspezifische Entwicklungen nachvollziehen. Das Risiko liegt demnach vor allem in der Einzeltitelauswahl, während Markt-, Währungs- und Faktorrisiken weitgehend reduziert werden.

## 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:

Oliver Fischer/Sales Director, Richard Zellmann/Sales Director

Telefon: +49 (0)69 50 50 82 – 471

Telefon: +49 (0)69 50 50 82 – 480

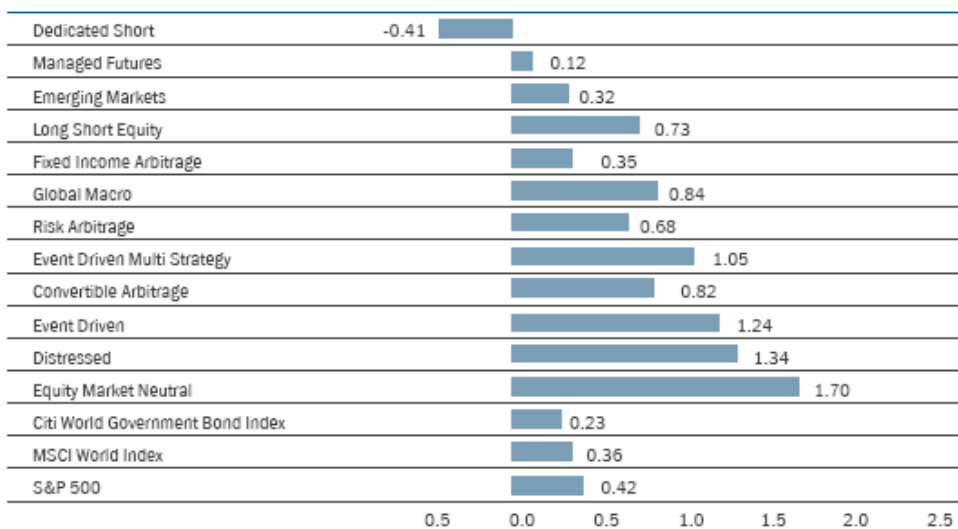
## Hedgefonds – Profitieren von den derzeitigen Kreditmärkten

von Herrn Dr. Wolfgang Kirschner, Geschäftsführer bei der Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH

Die Kreditmärkte unterliegen derzeit starken Turbulenzen. Hauptursache hierfür ist eine enorme Liquiditäts- und Vertrauenskrise. In der Folge werden die Märkte von einem massiven Abbau des Verschuldungsgrades und enormen Verkäufen von strukturierten Kreditportfolios hin und her getrieben. Wie bei jeder Marktverwerfung, treten auch derzeit starke Abweichungen und Überreaktionen auf. Dies hat dazu geführt, dass die Preise für kreditbehaftete Assets auf bisher nicht gekannte Tiefststände gefallen sind. Hiervon besonders hart betroffen sind Investoren, die mit einer hohen Fremdkapitalquote arbeiten. Die Auswirkungen sind erheblich: Sie können ihren Nachschuss-Verpflichtungen nicht mehr nachkommen oder ihre Schulden gar nicht mehr zurückzahlen. Diese Entwicklung schlägt sich auch in erheblichem Umfang in den Bilanzen der Banken nieder: Abschreibungen und Kreditausfälle von mehr als 180 Mrd. €. Zudem müssen die Finanzinstitute außerbilanzielle Geschäfte wieder aufnehmen. Daher verwundert es nicht, dass an den Kapitalmärkten derzeit eine fundamentale Neubewertung von Risiken – insbesondere Kreditrisiken – erfolgt.

Trotz einzelner Ausreißer haben Hedgefonds die Turbulenzen noch glimpflich überstanden. Insbesondere diejenigen, wie etwa die Funds of Hedgefonds (FoHF) von Pioneer Alternative Investments, die sich nicht über die Maße verschuldet haben. Sie meiden hoch gehebelte Strategien, mit denen minimale Arbitragegewinne zum Beispiel aus Carry Trades ausgenutzt werden sollen. Wie die aktuelle Situation zeigt, sind mit solchen Strategien keine risikolosen Gewinne möglich. Vielmehr bekommen Investoren die erheblichen, kaum zu überschauenden Risiken zu spüren.

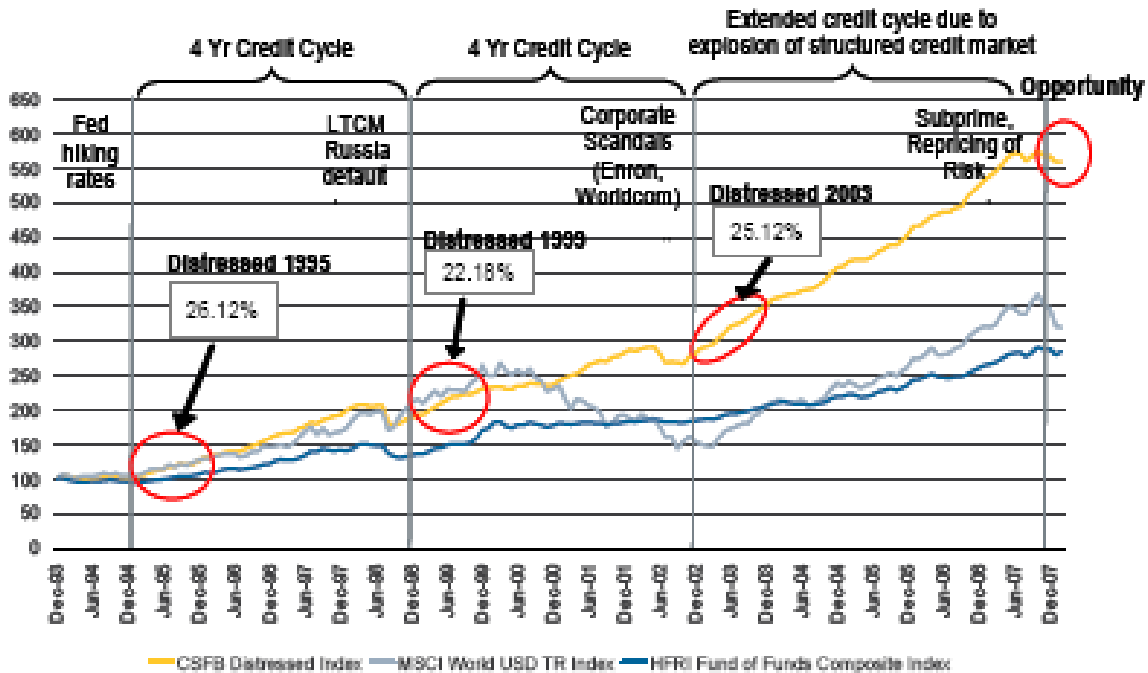
Dagegen hat sich Pioneer Alternative Investments schon sehr früh auf Strategien fokussiert, die stark von „Distressed“-Situations profitieren.



Quelle: Pioneer Alternative Investments/ Bloomberg – Dezember 1993 bis Dezember 2007.

Grafik 1: Sharpe Ratios von Hedgefonds-Strategien: „Distressed“-Strategien bringen hohe Erträge

Es ist davon auszugehen, dass die Neubewertung der Risiken an den Kreditmärkten in Verbindung mit erheblichen Fehlbewertungen an den Aktienmärkten (sowohl in den Long- als auch Short-Positionen) enorme Anlagechancen bietet. Eine Situation, die die Märkte in diesem Ausmaß bisher kaum gesehen haben. Es ist davon auszugehen, dass die nächste Phase des Kreditzyklus ein sehr attraktives Umfeld für alle Distressed- und Restructuring-Manager bietet. Insbesondere, da die Ausfallraten in naher Zukunft deutlich steigen dürften.

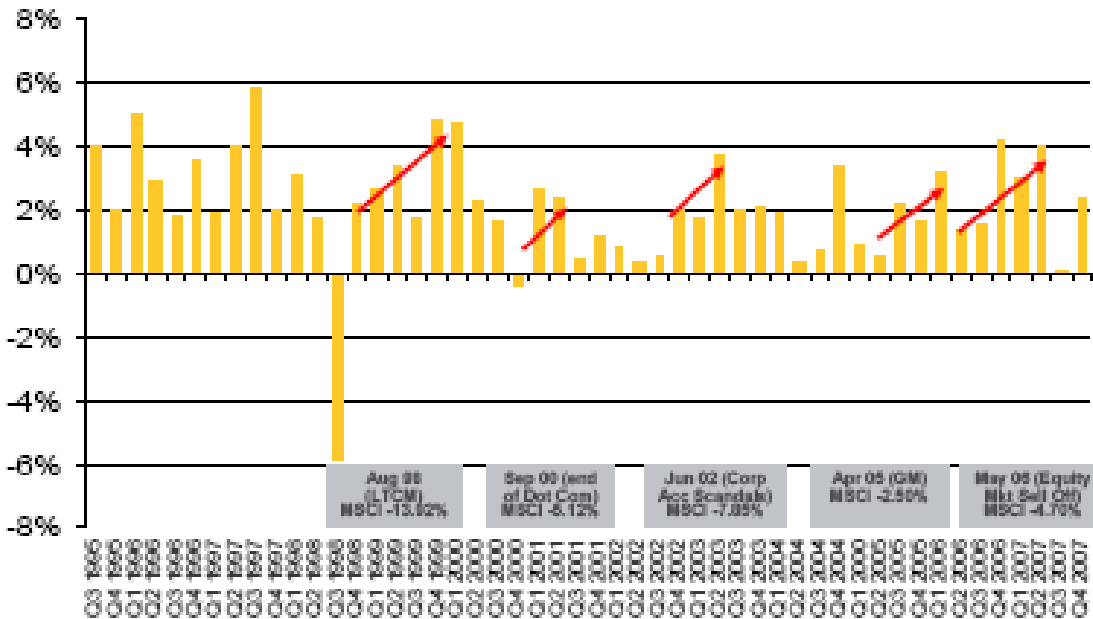


Quelle: Pioneer Alternative Investments/ Bloomberg – CS/Tremont Distressed Index, MSCI World Total Return Index in USD, HFRI Fund of Funds Composite Index, Ultimo Februar 2008

#### Grafik 2: Sehr guter Ausblick für Distressed Hedgefonds-Strategien

Das Pioneer Alternative Investments Flaggschiff – der Momentum AllWeather Fund – hat seit seiner Auflage im Mai 1995 schon viele Stürme an den Märkten erlebt. Er hat in der Vergangenheit dabei stets seine besondere Fähigkeit bewiesen, außergewöhnlich gute Renditen nach Phasen extremer Volatilitäten, eklatanter Fehlbewertungen und Wendepunkten im Kreditzyklus zu erzielen.

Der Momentum AllWeather Fund erreichte mit 13,2 Prozent eine seiner höchsten Jahres-Performance nach den dramatischen Ereignissen im Jahre 1998. Und auch in Jahren wie etwa 2003 und 2006, in denen Distressed Investments besonders erfolgreich waren, erzielte der Fonds ebenso hervorragende Erträge.



Quelle: Pioneer Alternative Investments/ Bloomberg – vierteljährliche Renditen des Momentum AllWeather Funds nach Kosten, seit Auflage (Mai 1995) bis Ultimo 2007.

*Grafik 3: Der Momentum AllWeather Fund – Herausragende Erholung nach dem August 1998 und anderen Phasen mit signifikanter Marktverwerfung*

Doch der Erfolg der Pioneer Alternative Fonds beruht nicht allein auf der Marktentwicklung. Er ist vielmehr das Ergebnis des richtigen Einsatzes verschiedener Techniken. Hierin liegt eines der Erfolgsgeheimnisse, das sehr gute Hedgefonds Manager von ihren Kollegen unterscheidet. Neben den im herkömmlichen Portfoliomanagement üblichen Techniken der quantitativen Risikoanalyse (z.B. aus den historischen Performance-daten oder zukunftsgerichteten Simulationen) spielt die Analyse der operationalen Risiken eine mindestens genauso große Rolle. Hierbei gilt es insbesondere zu verhindern, dass die ausgewählten Single-Hedgefonds-Manager positive Geschäftsentwicklungen vorgeben, die sich kaum realisieren lassen. Langjährige Erfahrung bei der Zusammenstellung der geeigneten Hedgefonds-Strategien - insbesondere zu deren Wirkungsweise im Portfolio über die verschiedenen Marktzyklen hinweg - ist daher unerlässlich.

#### **Ansprechpartner:**

**Dr. Wolfgang Kirschner**

Geschäftsführer

**Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH**

Apianstraße 16-20

85774 Unterföhring

Phone +49 (0)89-99 226-3600



## Reflektionen zur Subprime-Krise

*Von Dr. Oliver Roll, Head of Germany, Institutional Business bei Threadneedle in Frankfurt*

Es ist gar nicht leicht, sich zur sogenannten Subprime-Krise zu äußern. Im Herbst 2007 war ich noch der Überzeugung, dass wir bereits im zweiten Quartal dieses Jahres wieder in ruhigeres Fahrwasser kommen. Bis dahin, so dachte ich, seien die Banken und Versicherungen durch ihre Bücher gegangen, hätten ihre Bilanzen erstellt und entsprechend aufgeräumt. Während die Halbwertszeit aktueller Stellungnahmen in den vergangenen Monaten immer kürzer wurde, wird die Kette betroffener Adressen von Woche zu Woche länger und macht auch vor den vermeintlich großen und guten Namen nicht halt. Bestätigt war meine Einschätzung auch durch den damaligen Stand des iTraxx Crossover-Index. Wirft man einen Blick auf die Monate September/Okttober 2007, zeigt sich eine Beruhigung des zwischenzeitlich empor geschossenen Niveaus. Mittlerweile liegen wir jedoch wieder bei ca. 500bps (siehe Grafik 1) - nach einem langjährigen Niveau von unter 200bps. Dementsprechend gehe ich heute davon aus – und mit dieser Meinung liege ich durchaus im „Mainstream“ – dass wir noch im gesamten Kalenderjahr 2008 mit den Auswirkungen der Krise zu tun haben werden, aber nicht unbedingt länger.

### Eine Krise weit über das Subprime-Segment hinaus

Eigentlich ist der Begriff Subprime-Krise ungenügend. Der Ursprung ist zwar auf das Subprime-Segment des amerikanischen Hausfinanzierungsmarktes zurück zu führen. Mittlerweile hat sie sich jedoch schon von einer globalen Interbanken-Liquiditäts- und Reputationskrise zu einer Vertrauenskrise entwickelt. Derzeit sehen wir eine veritable Bankenkrise und die Gefahr, dass neben den USA auch andere Märkte von einem drohenden Teufelskreis von Kreditzurückhaltung und daraus folgenden weiteren rezessiven Entwicklungen betroffen sein könnten. Die Herausforderung ist aktuell, ob und in welchem Ausmaß sich eine andeutende Rezession in Amerika die globalen Märkte beeinflussen wird oder ob das neue Schlagwort „Decoupling“ seine Berechtigung hat. Beschwichtigende Äußerungen, das Ganze sei nicht so schlimm, sind sicherlich kontraproduktiv, was auch die Betroffenen in Häusern wie SachsenLB, WestLB, IKB oder auch bei Northern Rock oder Bear Stearns so sehen dürften. Auf der anderen Seite ist Panikmache jedoch nicht das Gebot der Stunde. Kritisch sehe ich die Rufe nach staatlichen Eingriffen wie etwa durch mehr Finanzmarkt- und Bankenregulierung. Ein solches Korsett, für das es aktuell eine Menge nachvollziehbaren Rückenwind gibt, wäre die Saat für eine nächste Krise. Falsch wäre es auch, den vielfach kritisierten Hedgefonds die Schuld zuzuweisen. Richtig ist, dass sie sich im Subprime-Segment engagiert haben, aber sie haben dieses „Teufelszeug“ nicht entwickelt. Vielmehr geht es um die These, dass eine der Ursachen der Subprime-Krise in der verordneten Regulierung von institutionellen Investoren zu suchen ist. Ich wage an dieser Stelle die Aussage, dass selbst eine ordentlich geführte, der Finanzaufsicht unterliegende Bank nichts anderes ist als ein regulierter Hedgefonds – und eine Reihe von Hedgefonds machen genau dasselbe wie eine "nicht regulierte" Bank. Die Sicherheit, die für institutionelle Investoren durch aufsichtsrechtliche Regelungen mehr suggeriert als sichergestellt wird, muss also anders erzielt werden. Was die Subprime-Krise zudem von vorangegangenen Krisen unterscheidet: Sie ist eine Krise der Profis. Daher hat auch das Platzen der Blase am amerikanischen „Häusle-Bauer-Markt“ so viel nachhaltigere Auswirkungen und die Folgen werden in vielen anderen Märkten deutlich länger zu spüren sein. Um meine These ein wenig zu erläutern, will ich auf einer Mikro- und einer Makroebene Ursachen und Konsequenzen der Subprime-Krise analysieren. In Bezug auf die Mikroebene ist natürlich hinlänglich bekannt, wie die Blase zustande kam; es ist dennoch hilfreich, die ursprüngliche "Finanzalchemie", die am Anfang der Krise stand, noch einmal aus Sicht eines Risikomanagers zu betrachten.

### Verbriefung: Fluch oder Segen?

Am Anfang war die Fed: Ein Niedrigzins-Umfeld und der Wunsch, den amerikanischen Häusermarkt zu einer tragenden Stütze im binnenwirtschaftlichen Geschehen Amerikas zu machen, ließ innovative Finanzalchemie erst florieren. Damit soll nicht gesagt sein, dass Derivate oder Verbriefungen generell etwas Schlechtes

seien. Im Gegenteil: Verbriefung ist eine hervorragende Methode zur horizontalen Risikotransformation. So kann eine breite Verteilung von Risiken auf eine große Anzahl von Kapitalmarktteilnehmern erfolgen. Im Un-

terschied dazu werden bei vertikaler Risikotransformation wie etwa großen Versicherungsschäden oder Naturkatastrophen große Risikobeträge auf eine Vielzahl kleiner Risikoprämien verteilt. Beide Mechanismen sind zentrale Dienstleistungen von Finanzintermediären. Die horizontale Risikotransformation leisten sie durch (1.) Risikoselektion, (2.) Risikodiversifikation und (3.) durch Bonitätshaftung (collateral). Auch wenn dies ein wenig abstrakt klingen mag, bildet es doch den Schlüssel, um zu verstehen, was „schief gegangen“ ist. Eine Risikoselektion, die diesen Namen auch verdient, hat im Subprime-Segment nicht stattgefunden. Durch Vermittlungsprämien getrieben, kamen auch nicht kreditwürdige oder –fähige US-Haushalte in den Genuss eines Eigenheims. In Kombination mit den Entwicklungen des Zinsumfelds konnte hier keine Risikodiversifikation mehr stattfinden. Zudem waren sämtliche „Subprime Borrower“ langsam steigender Werte der Immobilien bei gleichzeitig teurer werdenden Refinanzierungen respektive Prolongation der Kredite ausgesetzt. So blieb auch die risikomindernde Wirkung durch Zeichnen vieler Risiken aus. Am interessantesten ist jedoch sicherlich der dritte Aspekt – die Bonitätshaftung. Dieser Teil ist dafür verantwortlich, dass aus dem lokalen US- ein globales Krisen-Thema geworden ist. Durch Tranchieren der Kreditportfolios wird die Bonitätshaftung – je nach Ratingklasse – auf verschiedene Schultern von unterschiedlich risikoaversen Investoren verteilt. Wenn beispielsweise ein 500-Millionen Kreditportfolio filetiert und in eine 400-Millionen AAA-geratete "Super Senior"-Tranche, in ca. 80 Millionen Senior- und Mezzanine-Tranchen (A und BB Rating) wird und nur etwa 20 Millionen die Equity-Tranche bilden, so stellen diese Zahlenverhältnisse eine durchaus typische CDO-Tranchen- und Bonitätsverteilung dar. Diese "innovative" Finanzalchemie kann selbst natürlich nur auf dem Boden einer validen Risikoselektion funktionieren. Eine kleine Veränderung der unterstellten Ausfallwahrscheinlichkeiten führt dazu, dass die durch Rating-Noten wiedergegebenen Bonitätseinstufungen Makulatur werden. Die binnenwirtschaftliche Entwicklung und Blasenbildung am amerikanischen Häusermarkt brachte nun nicht nur eine kleine, sondern eine heftige Veränderung dieser Parameter mit sich (vgl. Grafik 2). Macht man sich klar, dass dies nicht das Ende der Strukturierung war, sondern dass Verbriefungen selbst die Asset-Pools weiterer Tranchierungen waren ("CDO im Quadrat"), erkennt man unschwer, wie wenig diese Art von Risikotransfer an den Kapitalmärkten auf Dauer funktionieren kann. Diese Formen sind intransparent und lassen dem Käufer keine Möglichkeit, die Validität der Konstruktion jeweils zu prüfen. Ausschließlich die Rating-Etikettierung stellte eine Art Freibrief für die Investition in diese Strukturen dar. Hier liegt auch die Ursache für die Ausdehnung der sogenannten Monoline Insurers auf CDOs, ABSs und andere strukturierte Finanzierungen. Ursprünglich war ihr Geschäftsmodell darauf ausgerichtet, das Kreditausfallrisiko abzusichern. Wer hatte hierzulande vor einem Jahr schon einmal etwas von Ambac oder MBIA gehört? Zusammenfassend lässt sich sagen, dass auf der Mikroebene alle elementaren Mechanismen, die eine funktionierende horizontale Risikotransformation ausmachen, ausgehebelt worden sind. Das bringt uns zur Betrachtung der Markoebene und damit zur Frage, warum dies alles dennoch so lange funktioniert hat, wenn doch die Risiken so intransparent verpackt waren?

## Regularien umgehen

Warum waren diese Finanzarchitekturen so erfolgreich? Warum konnten Monoline-Insurers ihr Geschäftsmodell so erheblich ausweiten, Rating-Agenturen an Tausenden von Emissionen verdienen und der Verbriefungsmarkt so enorm wachsen? Ganz einfach: Die Nachfrage war da. In einem Niedrigzins-Umfeld ist jede Investitionsmöglichkeit willkommen, die ein wenig Spread bietet. Wenn dies – vermeintlich durch ein sicheres AAA-Rating oder sogar als "super senior", also "besser" als AAA – zudem noch als risikolos suggeriert wird, besteht schon fast ein Dilemma für möglicherweise risikoaverse Investoren, dies nicht zu tun und gegenüber dem Wettbewerb Opportunitätsverluste zu realisieren. Andererseits: Warum gibt es so viele SIVs, Conduits und ähnliche Konstrukte? Warum besteht oder zumindest bestand eine so große Neigung, eine Reihe dieser Geschäfte "off-balance sheet" zu halten? Weil Eigenkapital kostet. Investitionsquoten, Solvenzvorgaben, Eigenkapital-Unterlegungsvorschriften, etc. – das alles führt dazu, dass nicht gewollte Risiken aufgrund der Spreads gezeichnet und Transaktionen außerhalb des regulierten Rahmens vorgenommen werden. Was ist daraus für künftige Kapitalanlagen institutioneller Investoren zu schließen? Solange aufsichtsrechtliche Regulierungsrahmen die Kapitalkosten erhöhen und der Wettbewerb die Suche nach Zusatzrendite fördert, wird es eine gesunde Suche nach Alternativen geben. Eine weitere Verschärfung der Regulierung unter aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen würde wahrscheinlich nur scheinbar ein Sicherheitsgewinn bedeuten. Eventuelle Versuche, diese Regularien zu umgehen, wird es wohl nicht verhindern können.

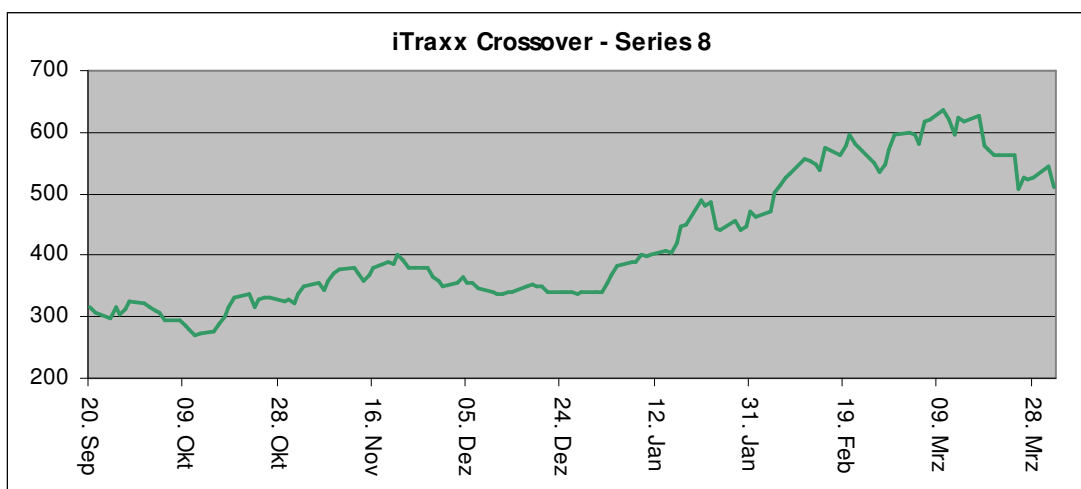
## Mehr Aufsicht für Hedgefonds und Co.?

Im Grunde laufen alle Versuche, Hedgefonds zu definieren, darauf hinaus, dass es sich hierbei um Investmentvehikel handelt, die nicht reguliert sind. Meine These heute ist: Würden Hedgefonds künftig reguliert, würde eine neue Kategorie entstehen, die sich genau dieser einengenden Rahmenbedingungen entzieht. Selbst in Bezug auf die Rating-Agenturen glaube ich nicht, dass eine aufsichtsrechtlich verordnete Regulierung deutlich helfen würde. Es würde aus dem Oligopol international verfügbarer Rating-Agenturen auch keine größere Anzahl von Anbietern machen und es würde die heute bereits schmerzlich zu vermissende Aktualität, d.h. Schnelligkeit in der Reaktion auf Marktveränderungen, noch mehr verlangsamen. Der Druck zu mehr Transparenz muss von den Investoren selbst kommen. Ein gewisses Umdenken ist erforderlich: Regulierte Märkte, Ratingsiegel und dergleichen sind kein Synonym für Sicherheit. Es enthebt letztlich die für die Kapitalanlage Verantwortlichen immer mehr von der soliden und vernünftigen Prüfung, in was da eigentlich investiert wird, welche Risikofaktoren zu welchem Preis angeboten werden. Die starke Präferenz in der regulierten Kapitalanlagewelt für Fixed Income-Produkte aller Art hat diese Nachfrage verstärkt; sicher vereinnahmte Spreads scheinen willkommener zu sein als offenere Investments wie beispielsweise alternative Anlagen. Denn dies erfordert eine gründliche Prüfung der Anbieter, der Fondsmanager, ihrer Expertise und Investmentprozesse. Gleichwohl ist es genau das, was die Aufgabe eines Treasurers oder Kapitalanlegers ausmacht. Diese Verantwortung sollte nicht in der Form delegiert werden, dass bestimmte Anlagen erlaubt sind, "bloß" weil sie ein gewisses Rating-Siegel mitbringen.

## Ein Blick in die Zukunft

Wie ist also künftig mit diesen Themen umzugehen? Sicher wird der Markt eher „back-to-basic“ fordern und intransparente Strukturen abstrafen. Andererseits wird die Jagd nach Rendite nicht leichter. Wichtig ist, dass Investoren die Prozesse und Produkte verstehen und die Entlohnung des übernommenen Risikos einschätzen können. Als Letztes bleibt zu fragen, ob die bisherige "Evolution" der Subprime-Krise der These vom Decoupling widerspricht oder sie eher bestätigt? Interessant an der These ist ja vor allem, dass sie in einem scheinbaren Gegensatz zur Globalisierung steht. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt kann man festhalten, dass die Subprime-Krise beides zeigt: Zum einen hat das Platzen einer Blase auf dem US-Binnenmarkt massive globale Auswirkungen. Andererseits haben die internationalen Finanzmärkte durchaus Chancen, sich von dieser Entwicklung abzukoppeln, sofern es gelingt, das Wachstums- und Wertschöpfungspotential der aufstrebenden Märkte – insbesondere Asiens – zu nutzen. Dies kann insbesondere durch Vertrauen der Investoren in die Potenziale dieser Märkte gelingen, indem sie Anlagen nicht in Liquidität horten, sondern investieren. Dringend benötigte Liquidität und Kreditlinien können zudem mittlerweile von Kapitalsammelstellen dieser Märkte beispielsweise in Form von Staatsfonds bereitgestellt werden. Insgesamt ist zu hoffen, dass aus der Subprime-Krise einiges gelernt wurde und dieselben Fehler nicht wiederholt werden. Wünschenswert wäre auch, wenn der Ruf nach weiterer Regulierung gleich wieder verhallen würde. Investoren bleiben schlussendlich nur drei Worte mit auf den Weg zu geben: Know your stuff!

## Grafik 1:



Grafik 2: Case-Shiller Home Price Index



**Wichtige Information:**

Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Ltd (TPSL), eingetragen in England and Wales, Registriernummer 285988, eingetragener Sitz der Gesellschaft: 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ. Threadneedle Asset Management Limited (TAML) ist verantwortlich für die Vermögensverwaltung von TPSL. TPSL und TAML sind im Vereinigten Königreich autorisiert und reguliert nach den Bestimmungen der Financial Services Authority. Threadneedle ist ein Handelsname. Sowohl der Threadneedle-Name als auch das Logo sind Schutzmarken oder eingetragene Schutzmarken der Threadneedle-Unternehmensgruppe. Das hier zugrundeliegende Research und die Analysen sind von Threadneedle für die eigenen Investmentaktivitäten erstellt worden. Aufgrund dieser sind möglicherweise bereits Entscheidungen noch vor dieser Publikation getroffen worden. Die Veröffentlichung zum jetzigen Zeitpunkt geschieht zufällig. Alle enthaltenen Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Ankündigung geändert werden.

**Ansprechpartner:**

Herrn Dr. Oliver Roll  
 Threadneedle Portfolio Services Ltd.  
 Friedrich-Ebert-Anlage 2-14  
 D-60325 Frankfurt

Tel.: +49 (0) 69 297 299 70



Private Banking  
Investment Banking  
Asset Management &  
Investment Funds

## Die Vontobel-Gruppe: mehr als 80 Jahre Unabhängigkeit und Exzellenz

Leistung schafft Vertrauen

Die Vontobel-Gruppe ist eine unabhängige, international ausgerichtete Schweizer Privatbank, deren Ursprung auf das Jahr 1924 zurückgeht. Das Unternehmen ist seit 1986 börsennotiert, wobei die Mehrheit der Anteile und Stimmrechte weiterhin von der Familie Vontobel und der Vontobel-Stiftung gehalten werden. Die Aktionärsstruktur bietet in Verbindung mit der Finanzkraft der Gruppe die Basis für die unternehmerische Unabhängigkeit. Die gesamte Vontobel-Gruppe beschäftigt rund 1'250 Mitarbeiter und hat ihren Hauptsitz in Zürich (Schweiz). Per 31. Dezember 2007 belief sich das verwaltete Vermögen auf CHF 80 Mrd.

### Vontobel Asset Management die Multi-Boutique Anbieter

Vontobel Asset Management ist neben Privatbanking und Investmentbanking eines der drei Geschäftsfelder der Vontobel-Gruppe und als spezialisierter Multi-Boutique-Anbieter aufgestellt. Orientiert an den Kundenbedürfnissen konzentriert sich Vontobel Asset Management auf innovative Anlagelösungen für Kunden in den Bereichen Mandatsgeschäft, Investmentfonds und Private Label-Lösungen. Vontobel Asset Management beschäftigt 300 Mitarbeiter und verfügt über Niederlassungen in Zürich, Genf, Mailand, Frankfurt, Wien, Luxemburg, Madrid, Stockholm, New York und Hongkong. Vontobel Asset Management ist klein genug für individuelle Lösungen und groß genug für professionelle Konzepte.

### Anlagephilosophie: Verfechter einer aktiven Vermögensverwaltung

Die Investment-Kompetenzen von Vontobel Asset Management basieren auf der Passion für aktives Investment Management mit dem Ziel, überdurchschnittliche Renditen für Anleger zu erwirtschaften. Unsere Portfolio Managementteams streben Mehrrenditen an, indem sie bewusst bei der Bewertung von Veränderungen und langfristigen Bewertungstreibern vom Markt-Konsens abweichen. Hilfreich sind dabei die Flexibilität aufgrund der Größe und das Fehlen jeglicher Interessenskonflikte. Darüber hinaus bieten wir mit unseren Produkten Zugang zu innovativen oder neuen Assetklassen.

Auf Basis dieser Anlagephilosophie ist es unser Bestreben, Talente mit hervorragenden und klaren Anlageeinschätzungen zu gewinnen, zu unterstützen und zu binden. Dies erfordert einerseits eine moderne Infrastruktur in den Bereichen Research, Risikomanagement und Handel sowie andererseits eine Kultur, die offenen Dialog, Ideenaustausch und Transparenz innerhalb unserer Investmentteams fördert. Wir untermauern diese Ziele durch Incentive-Programme, die in hohem Maß auf langfristige, risikoadjustierte Performance basieren. Besonderen Wert legen wir auf die Verbindung von solider Generierung aktiver Investmentideen mit Disziplin und Reproduzierbarkeit unserer Investmentprozesse, als deren Ergebnis eine hohe Performanqualität steht.

### Hohe Performancequalität durch die drei "Alpha-Motoren"

Vontobel Asset Management konzentriert sich auf drei "Alpha-Motoren": Asset Allocation, Titelselektion und Multi-Manager-Auswahl.

### Asset Allocation & Research

Im Bereich Asset Allocation & Research nutzen wir unsere ausgewiesene Expertise in der Identifikation von Assetklassen, Märkten und spezifischen Faktoren mit über- bzw. unterdurchschnittlichen Performance-Erwartungen. Dies erfolgt auf Basis einer fundamentalen Beurteilung der wichtigsten Volkswirtschaften der Welt, einer Analyse der Währungs- und Zinsentwicklungen sowie einer Einschätzung der internationalen Aktienmärkte. Das Ergebnis ist eine globale taktische Asset Allocation, die durch Über- oder Untergewichtung

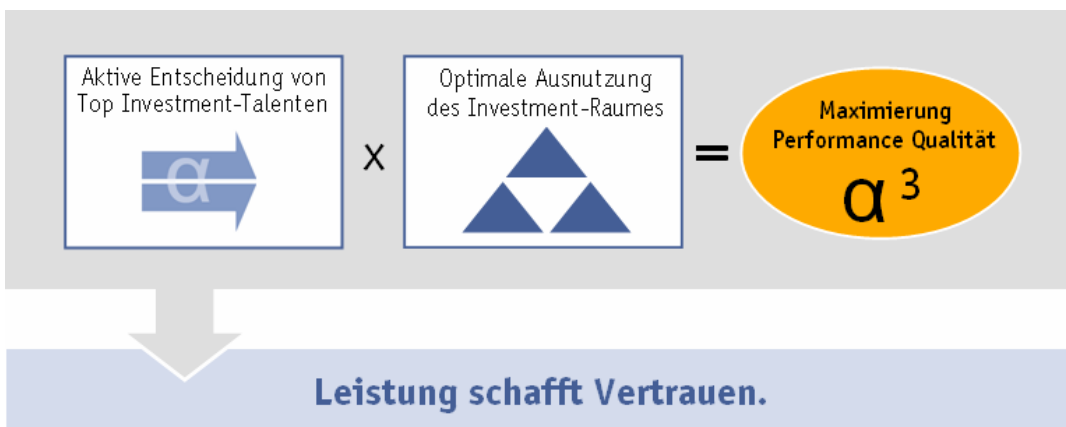
einzelner Engagements viel versprechende Investment-Opportunitäten nutzt. Die Investmentkompetenz unseres Asset Allocation-Teams ermöglicht uns, Portfoliostrukturen zu optimieren und damit das Rendite-Risiko-Profil zum Vorteil unserer Kunden zu verbessern.

### Titelselektion

Unser Titelselektions-Ansatz beruht auf einem Bottom-up Investmentansatz, mit dem Unternehmen oder Themen identifiziert werden, die für Anleger langfristig überdurchschnittliche Renditen versprechen. Vontobel Asset Management verfügt über mehrfach ausgezeichnete Portfoliomanagement-Teams in New York, Zürich und Wien. Ihre Kompetenzfelder teilen sich folgendermaßen auf: Value Equities (New York) sowie International Equities & Thematic Investing (International Equities und Themenbezogene Anlagen), Swiss Equities (Schweizer Aktien) und Fixed Income (Zürich) und darüber hinaus quantitative Konzepte sowie osteuropäische Aktien (Wien). Während alle Vontobel Teams die aktive Anlagephilosophie teilen, unterstützen wir bewusst unterschiedliche Ansätze der Teams, um diese umzusetzen. Jedes Portfoliomanagement-Team wählt hierbei die für sie am besten geeignete Struktur, um eine optimale Performance in ihrem Bereich zu erzielen. Mit diesen Rahmenbedingungen wollen wir unseren Portfoliomanagern die individuelle Kultur einer Investment-Boutique kombiniert mit der Infrastruktur eines großen Investment-Hauses bieten.

### Multi-Manager und Multi-Asset Class-Produkte

Vor allem in der Schweiz vertrauen Kunden zunehmend auf Multi-Manager oder Multi-Asset-Class-Produkte, um Zugang zu gut diversifizierten Portfolios zu erhalten, die langfristig eine überdurchschnittliche Performance erzielen. Einzelne Assetklassen oder Fonds können nicht jedes Jahr zu den Top-Performern gehören. Dabei helfen wir unseren Kunden, aus einem großen Spektrum an Produkten die optimale Auswahl zu treffen. Bei Vontobel haben wir erhebliche Ressourcen darauf verwendet, um eine überdurchschnittliche Kompetenz in den Bereichen Multi-Manager und Multi Asset-Class aufzubauen. Erfahrene Investmentmanager betreiben umfassende Analysen, um aktiv die "Best-in-Class"-Fonds des jeweiligen Segments zu identifizieren. Ferner enthalten Vontobel Multi-Asset Class Portfolios Aktien, Anleihen sowie alternative Assetklassen und bieten auch Zugang zu unserer Expertise in der taktischen Asset Allocation. Ziel ist es, die Volatilität zu begrenzen und das Risiko durch eine geschickte Kombination verschiedener Assetklassen zu reduzieren. Der gesamte Vontobel-Multi-Manager Ansatz wurde 2007 durch TELOS analysiert und mit einer "ausgezeichneten" Note beurteilt.



Über die Harcourt Investment Consulting AG, Vontobels spezialisierter Boutique für alternative Investments, bieten wir innovative alternative Anlagen an. Sie verschaffen Anlegern Zugang zu einem breiten Spektrum an Expertise und Anlagestilen in diesem Bereich.

### Erstklassiger Vertrieb und Kundenservice

Als überzeugte, aktive Investoren ist es unser Ziel, unsere Dienstleistungen an die Bedürfnisse der Kunden anzupassen und zu gewährleisten, dass diese vollständig und regelmäßig über die für sie getroffenen Investmententscheidungen informiert werden. In einem Umfeld, in dem Produktangebote zunehmend komplexer geworden sind, konzentrieren wir uns auf verständliche Investmentangebote, die nachvollziehbare Ren-

ditionen erwirtschaften. Unser ausgeprägtes Qualitätsbewusstsein in Vertrieb und Kundenservice zeigt sich in einer präzisen und zeitnahen Performance- und Risikoberichterstattung. Unsere Produkte und Prozesse sowie deren Aufbereitung und Gebührenstrukturen sind so ausgerichtet, dass sie einfach zu verstehen und zu verfolgen sind. Darüber hinaus bieten unsere Mitarbeiter einen kompetenten lokalen Kundenservice, der auf fundiertem Investment Know-how basiert.

Eine erfolgreiche Leistung ist für uns gleichbedeutend mit Kunden, die uns vertrauen. Deswegen unser Wahlspruch:

**Leistung schafft Vertrauen!**

## **Vontobel Europe S.A.**

### **Niederlassung Frankfurt am Main**

Kaiserstrasse 6, D-60311 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 297 208 0 und

Telefax: +49 (0)69 297 208 33

[www.vontobel.com](http://www.vontobel.com)

#### **Ansprechpartner:**

Claus Sendelbach, Geschäftsleitung

Email: [Claus.sendelbach@vontobel.de](mailto:Claus.sendelbach@vontobel.de)

## WestLB Mellon Asset Management - Ihr Partner für den globalen Markt

Als Investmentgesellschaft ist das Unternehmen bereits seit 1969 vor allem bei institutionellen Kunden präsent, seit 1998 unter dem Namen WestAM. Das Jahr 2006 brachte für die Gesellschaft eine Fülle von Veränderungen: Mit dem Joint Venture zwischen WestLB AG und Mellon Financial Corporation wurde aus WestAM die WestLB Mellon Asset Management (WMAM).

Mit dem neuen Teilhaber Mellon Financial Corporation, inzwischen The Bank of New York Mellon Corporation und seinen inzwischen 15 weiteren verbundenen Asset Management Unternehmen wurde das Produktangebot der WMAM erheblich erweitert.

In dem Joint Venture arbeiten derzeit rund 300 Mitarbeiter an sieben Standorten weltweit. Über die deutsche Kapitalanlagegesellschaft in Düsseldorf werden derzeit rund 30 Mrd. € an Assets verwaltet. Weltweit kommt das Unternehmen auf einen Gesamtbestand von mehr als 35 Mrd. € Assets under Management.

Ein einzigartiges Vermögensverwaltungsmodell.

BNY Mellon Asset Management, der Asset Management-Arm von The Bank of New York Mellon Corporation, zählt mit einem verwalteten Vermögen von mehr als 1 Billion US-Dollar zu den weltweit größten Vermögensverwaltern.

Mit einem Multi-Boutique-Ansatz vereint die Gesellschaft die Expertise von 16 spezialisierten Vermögensverwaltern unter einem Dach und garantiert gleichzeitig die Individualität und Anlageunabhängigkeit der einzelnen Häuser. Der Investor kann auf Kompetenz hinsichtlich praktisch aller Anlagestile, -strategien und -klassen zurückgreifen.

Graphik 1: Partnerunternehmen von BNY Mellon Asset Management

 <p>Experte im Management europäischer und US-Anlagen im Sub-Investment-Grade-Segment</p>	 <p>Experte für brasilianische Aktien, Hedge-Fonds und Anleihen-strategien</p>	 <p>ASSET MANAGEMENT, LLC Aktiver Aktienmanager mit fundamentalem Ansatz; Core-, Growth- &amp; Value-Anlagestile</p>	 <p>Einer der weltweit führenden Geldmarktspezialisten</p>
 <p>Auf Hedge-Fonds und traditionelle Long Only-Produkte spezialisierte Dachfondsmanager</p>	 <p>Spezialist für benchmark-orientierte, strukturierte Portfolio-produkte; quantitativer Ansatz</p>	 <p>Manager von Wachstumsanlagen im Bereich asiatischer Aktien</p>	 <p>Global tätiger Manager mit Fokussierung auf Dach-Hedgefonds</p>
 <p>Spezialist für taktische Asset Allocation in den USA und global, Indexierung und quantitative Methoden</p>	 <p>Dach-Hedge-Fondsmanager mit Spezialisierung auf Event Driven- und Relative Value-Strategien</p>	 <p>Aktive Aktien- und Anleiheauswahl in einem globalen Rahmen</p>	 <p>Experten für Währungs- und Risikomanagement</p>
 <p>Einer der größten Manager von Rentenanlagen und Strategien mit absolutem Ertragsziel</p>	 <p>Investor und Manager im Bereich öffentlicher und privater Immobilienanlagen in den USA und global</p>	 <p>Klassisches Management globaler Aktien auf fundamentaler Basis mit langfristigem Horizont</p>	 <p>Aktiver Manager mit strukturierten Investmentprozessen und Fokus auf europäische und Schwellenländermärkte</p>

(Carmen Wientzek, Leiterin Kommunikation der WestLB Mellon Asset Management KAG mbH, E-Mail: carmen.wientzek@wmam.com)



## Overlay-Management mit Derivaten

Im Rahmen eines Overlay-Managements mit Derivaten<sup>1</sup> wird die Basisstruktur einer Gesamtanlage oder eines Portfolios mit einer Derivatestruktur „überlagert“. Dabei ist nicht beabsichtigt, über die Derivate-Positionen (Future-Kontrakte, Devisentermingeschäfte) eine dauerhafte, strategische Abweichung vom Profil des Basisinvestments zu erreichen; vielmehr geht es um die Nutzung eher kurzfristiger Möglichkeiten, Zusatzerträge durch „taktische“ Abweichungen von der Basisstruktur zu generieren oder die Wertentwicklung des Portfolios nach unten abzusichern.

Im Folgenden konzentrieren wir uns auf Konzepte, die Zusatzerträge erwirtschaften sollen. Für ein darauf ausgerichtetes taktisches Overlay mit Derivaten gibt es verschiedene Einsatzfelder. Innerhalb der Produktpalette der BNY Mellon Gruppe stehen im Vordergrund

- Taktische Asset Allocation
- Durationsmanagement
- Währungsmanagement

### Taktische Asset Allocation

Mit taktischen Asset Allocation-Entscheidungen versucht man, durch temporäre Abweichungen von einer mittelfristig orientierten Strategischen Asset Allocation Zusatzerträge zu erzielen. Zwar lassen sich Über- und Untergewichtungen gegenüber der strategischen Struktur auch durch entsprechende Umschichtungen in Wertpapieren darstellen. Dies generiert aber nicht nur Transaktionskosten, sondern stört möglicherweise auch das Management innerhalb der einzelnen Quoten, für die sich die Allokationsentscheidung wie ein Mittelabfluss oder -zufluss darstellt. Die Möglichkeit, ein „Alpha“ innerhalb einer Anlagequote zu generieren, wird zumindest etwas eingeschränkt. Besonders schwierig gestaltet sich die Umsetzung einer taktischen Allokationsentscheidung über Wertpapierumschichtungen, wenn der Investor das Management - z.B. im Rahmen einer Master KAG - an verschiedene Managementgesellschaften delegiert hat und taktische Entscheidungen Aufstockungen oder Mittelabzüge in Segmentfonds implizieren.

Die Umsetzung über Derivate ist hier viel eleganter: Ein relativ kleiner Teil der Gesamtanlage wird in einen „TAA“-Segmentfonds eingebracht, dessen Mittel der Deckung von Margenanforderungen dienen. Innerhalb des Fonds agiert ein auf taktische Asset Allocation spezialisierter Manager mit Long- und Short-Positionen in Future-Kontrakten und gegebenenfalls Devisentermingeschäften. Long-Positionen resultieren im Gesamtfonds in Übergewichtungen, Short-Positionen in Untergewichtungen der entsprechenden Assetklasse. Die Basis für die Dimensionierung seiner Positionen bildet der Gesamtfonds bzw. das vom Investor für die taktische Allokationsentscheidung vorgesehene Risikobudget.

Mellon Capital Management Corporation (MCM), San Francisco, ist in diesem Geschäftsfeld seit vielen Jahren erfolgreich tätig. Das Global Tactical Asset Allocation-Produkt (GTAA) der Gesellschaft stützt sich auf ein selbst entwickeltes quantitatives Modell, über dessen Signale Long- und Short Positionen in den Aktien-, Renten- und Währungsmärkten der entwickelten Länder gesteuert werden. Das Konzept ist skalierbar, d.h. es kann an das vom Investor für taktische Allokationsentscheidungen vorgesehene Risikobudget problemlos angepasst werden.

---

<sup>1</sup> Overlay-Management ist in gewissem Umfang auch ohne Derivate möglich, z.B. kann ein Teil der Mittel in ein Overlay-Portfolio eingebracht werden, innerhalb dessen ein Overlay-Manager mit sehr großen Allokationsveränderungen die Gesamtallokation der Anlagen moderat verändert. Die Implementierung mit Derivaten ist aber eleganter und kostengünstiger. Es stehen allerdings nicht immer Derivate zur Verfügung.

## Durationsmanagement

Hinsichtlich des Durationsmanagements greifen ähnliche Überlegungen wie bei der taktischen Asset Allokation. Die Struktur des Basisinvestments, z.B. ein Unternehmensanleihenportfolio, soll nicht aufgrund von Durationsentscheidungen verändert werden, sondern orientiert sich an anderen Überlegungen, z.B. hinsichtlich der Kreditqualität. Über die Einrichtung eines kleinen Segmentfonds und mit Hilfe von Long-/ und Short-Positionen im Bund Future lässt sich trotzdem eine Durationssteuerung des Gesamtfonds darstellen. Die WestLB Mellon Asset Management KAG ist hier mit ihrem quantitativen Trendfolgemodell Quandus (ein Akronym für „**Quantitative Durationssteuerung**“) seit mehreren Jahren erfolgreich aktiv. Zunächst wurde Quandus nur in von der Gesellschaft selbst gesteuerten Rentenfonds verwendet. Seit 2006 wird es auch in Masterfonds, in denen andere Manager agieren, eingesetzt.

Graphik 2: Durationoverlay in einem Masterfonds

### Durationoverlay in einem Masterfonds

#### Future Overlay via Segmentsfonds\*



\* Darstellung beim Start. Die absolute Größe des Segmentfonds „atmet“ in Abhängigkeit davon, ob die Future-Positionen positive oder negative Ergebnisse generieren.  
Quelle: WMAM

WestLB Mellon Asset Management  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Friedrichstraße 62 - 80  
40217 Düsseldorf

Januar 2008  
Seite 1



**WestLB Mellon**  
Asset Management

## Währungsmanagement

Seit einiger Zeit findet Währungsmanagement als Ertragsquelle zunehmend Aufmerksamkeit. Auch dies lässt sich als Overlay-Management gestalten, bei dem Währungstermingeschäfte nicht nur zur Sicherung bestehender Positionen genutzt werden, sondern auch zum Aufbau bzw. Ausbau von Long-Positionen. Innerhalb der BNY Mellon-Gruppe bieten zwei Gesellschaften entsprechende Produkte an.

Pareto Investment Management, London, widmet sich vor allem dem (quantitativen) Management von Währungsrisiken. Durch aktives Management dieser Risiken sollen begrenzte Zusatzerträge gegenüber einem passivem Umgang mit dem Währungsexposure erwirtschaftet werden. Mit dem Investor wird dazu ein Risikobudget für jeweils ein Jahr vereinbart. Dieses Budget bestimmt den maximalen Verlust, der durch Abweichungen von der zu definierenden „normalen“ Währungsstruktur entstehen darf. „Normal“ kann dabei „vollständige Sicherung“, „keine Sicherung“ oder z.B. „50% Sicherung“ bedeuten.

Mellon Capital Management, San Francisco, legt hingegen den Schwerpunkt nicht auf Währungsrisikomanagement, sondern strebt Zusatzerträge durch Long- und Short-Positionen in Währungstermingeschäften an. Die Positionen werden dabei, wie innerhalb des oben skizzierten GTAA-Ansatzes, durch ein quantitatives Modell determiniert.

### **Ansprechpartner:**

Dr. Walter Schepers, Leiter Produktmarketing der WestLB Mellon Asset Management KAG mbH,  
E-Mail: [walter.schepers@wmam.com](mailto:walter.schepers@wmam.com)

## A Ausgangslage

### A.1 Marktsituation

In unserer Studie vor einem Jahr hatten wir bereits festgestellt, dass die seit Frühjahr 2003 eingeschlagene Einbahnstraße steigender Kapitalmärkte wohl vorerst vorbei sei. Zu diesem Zeitpunkt konnten wir aber noch nicht ahnen, welche Turbulenzen der Märkte uns seit etwa einem halben Jahr intensivst beschäftigen werden. Wir wurden dadurch im wahrsten Sinne des Wortes von der Realität eingeholt. Und dies hat einen Namen, nämlich „**Subprime-Krise**“. Vor einem Jahr hatten wir uns noch mit den Auswirkungen des Einsatzes von Carry Trades beschäftigt und die Frage gestellt, was wohl passiert, wenn die US-Wirtschaft schwächelt und der Dollar dazu. Wir waren uns vor einem Jahr bereits bewusst, dass derlei Themen geeignet waren, uns aus einer vierjährigen Euphoriephase herauszureißen. Genau an dem Punkt sind wir angekommen, allerdings unterfüttert mit einer massiven Marktverwerfung, die sich um die Verpackung amerikanischer Immobilienkredite dreht. Interessant ist der Rückblick auf die Berichterstattungen in der Presse. Diese reichten von besagten Carry Trades bzw., dass die Folgen eines Rückzuges der Anleger aus denselben in die Katastrophe führen müsste bis zu am kommenden Tag veröffentlichten Meinungen, wonach die Auswirkungen solcher Rückzugsgefechte sich kaum auf die Wirtschaft in den USA und somit auf den US Dollar auswirken würden. Was den US-Dollar angeht, so steht dieser im Vergleich zum Juli 2007 um ca. 70% (!) schwächer da und notiert aktuell um die 1,60 US-\$ / €. Die amerikanische Wirtschaft befindet sich mitten in einer Rezession. Dies alles wäre nicht so dramatisch, wenn die aktuelle Situation nicht von einer massiven Bankenkrise begleitet würde. Kein Tag, an dem nicht eine Hiobsbotschaft über das Schließen eines Kredithauses vermeldet wird oder wir zumindest die Luft anhalten müssten wie die letzte Quartalsbilanz einer Bank ausfällt. Selbst „nicht so schlecht wie befürchtete Ergebnisse“ werden da als Balsam für die Börsen empfunden. In dieser Lage davon zu sprechen, ein auch nur halbwegs klares Bild über die künftigen Markttendenzen zu erhalten, klingt fast sarkastisch. Wir haben es hier und heute mit einer echten Vertrauenskrise zu tun, wenn Banken – wie in Deutschland die IKB oder die Sachsen LB – vor dem Bankrott stehen und nur durch staatliche Eingriffe – notfalls über die KfW – und die monetäre Hilfe der Privatbanken das Schlimmste verhindert werden kann.

Stoßen wir bei den Kapitalmärkten und deren Verwerfungen auch an unsere natürlichen Grenzen, so können wir auf der anderen Seite doch eine Reihe von Rahmendaten innerhalb dieses Kapitalmarktumfeldes erfassen und analysieren. Dazu gehört das Anlageverhalten auf Seiten der institutionellen Anleger.

Nunmehr zum achten Mal führen wir von TELOS aus wie jedes Jahr eine Marktuntersuchung bei institutionellen Anlegern durch. Selten lag unserer Befragung eine so spannende Marktphase zugrunde wie aktuell. Im Rahmen der Studie sprechen wir die aus unserer Sicht wichtigen Themen an, die sicher auch vor diesem Hintergrund gesehen werden sollten.

Einen Bestandteil der Studie bildet der Abgleich des Gesamtgerüsts wie etwa die derzeitige Anlagepolitik. Wie also hat sich die Asset Allocation im Vergleich zu den Vorjahren verändert? Thematisiert wird die mögliche Öffnung institutioneller Anleger gegenüber Managern aus dem Ausland oder geht es „Back to the roots“, also in Richtung deutscher Asset Manager? Wie beurteilen Investoren überhaupt die Zusammenarbeit mit ihren Asset Managern? In dem zweiten Themenkomplex versuchen wir, die Einstellung der Investoren zu bestimmten Produkten und künftigen Trends herauszufiltern. Gibt es endlich den ersehnten Durchbruch bei „Alternative Investments“? Zeichnet sich eine zunehmende Bereitschaft ab, Immobilienfonds oder gar G-Reit's in das Portfolio zu übernehmen? Sind Immobilienfonds die Profiteure der Krise? Und wie steht es ganz allgemein um die Unterstützung durch Consultants? Der Consultant-Markt stellt sich nach diversen Übernahmen im Jahre 2007 völlig verändert dar. Auf österreichischer Seite werden wir wieder – jetzt zum schon sechsten 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 einige Highlights der Studie berichtet. Dies ermöglicht es uns, auch die Meinungen österreichischer institutioneller Anleger einzubeziehen. Hierfür bedanken wir uns bei den Kollegen von „Institutional Money“. Unzweifelhaft ergibt sich durch diese lokale Erweiterung der Untersuchung ein Zusatznutzen. Bezugszeitraum der vorliegenden Spezialfondsmarkt-Studie (2008) ist das Jahr 2007. Wie in den Vorjahren auch werden wir zunächst die Untersuchungsergebnisse über Österreich und Deutschland hinweg 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**

Acht Jahre Track Record unserer Spezialfondsmarkt-Studie tragen nicht nur zu einer Stabilisierung zum Identifizieren von Trends bei, sondern gestatten auch stabilere Aussagen über sich abzeichnende Trends. Mit dem Untersuchungszeitraum 2000 hatten wir einen Startpunkt in einer ähnlich schwierigen Marktphase wie aktuell. Damit dürfen wir von einem ganz besonders realitätsbezogenen Antwortverhalten vonseiten der Anleger ausgehen. An der Markterhebung beteiligten sich 60 institutionelle Anleger aus Deutschland und Österreich. Die Teilnehmer bieten in ihrer Zusammensetzung einen repräsentativen Querschnitt der Investorenschaft von Spezialfonds / Großanlegerfonds für den deutschen und den österreichischen Markt. Die Teilnahmequote lag bei knapp 10%. Hinter unseren Teilnehmern stehen etwa 120 Mrd. € was leicht unter dem Vorjahresniveau liegt. 64% dieser Mittel sind unmittelbar in Spezialfonds-/ Großanlegerfonds investiert; 36% werden durch die Investoren selbst verwaltet. Das Spezialfondsvolumen in Deutschland lag Ende 2007 bei 692 Mrd. € (31.12.2006: 669 Mrd. €; Quelle: BVI) und das in Österreich bei 82 Mrd. € (31.12.2006: 80 Mrd. €; Quelle: VÖIG). So sind im Rahmen dieser Studie fast 16% 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**

Im letzten Jahr stellten wir in unserer Studie heraus, dass das Anlageverhalten der institutionellen Anleger unter anderem stark von den gesetzlichen Rahmenbedingungen geprägt ist, denen jeder Investor in verschiedener Ausprägung unterliegt. Dabei darf natürlich nicht die allmächtige BaFin als oberste Aufsichtsbehörde unerwähnt bleiben, die Investoren wie Versicherungen und Banken ein enges Korsett für ihren Risikopuffer auferlegt. So gehört heute die Durchführung von „Stress Tests“ zum Standardrepertoire aller Anleger. Auch Custodians und Master KAGen bemühen sich immer mehr darum, ihren Kunden, den Institutionellen, Hilfestellung bei der Bewältigung der ständig steigenden Anforderungen zu leisten.

Dazu kommt, dass zwei Drittel des deutschen Spezialfondsmarktes eine Gegenposition auf der Passivseite hat, also zur Anfinanzierung der „Passiv (Liability-) Seite“ dient. Hinter diesen Adressen stehen mithin Mitglieder von z.B. Versorgungswerken wie Apotheker, Ärzte, Notare, Anwälte oder Techniker. Die über den Lebenszyklus eingezahlten Beiträge sollen nach Beendigung der aktiven Arbeitszeit eine vernünftig ausfinanzierte Pension sicherstellen helfen. Daher sollten institutionelle Anleger eigentlich ein klares Verständnis über ihre Anlagepolitik haben. Was wir derzeit erleben, ist aber alles andere als „normale Welt“. Nicht nur die Privatanleger, sondern auch die institutionellen Investoren, sind zum großen Teil von der gegenwärtigen Marktkrise verunsichert worden. Dies wirkt sich auch auf das Antwortverhalten der Teilnehmer unserer Studie aus. So gaben immerhin 62% unserer Teilnehmer an, dass sie „Absolute Return“-Produkte den „Relative Return“-Varianten derzeit vorziehen würden. Des Weiteren war nur gut jeder zweite Anleger bereit, in

den nächsten zwei Jahren neue Spezialfonds aufzulegen. Immerhin, könnte man meinen, ist dabei zu berücksichtigen, dass die Erhebung zum Ende 2007 durchgeführt wurde und der Grad an Verunsicherung eher zugenommen haben sollte.

Interessant ist auch die sehr volatile Einstellung gegenüber „Alternative Investments“. So hatten unsere Investoren zur aktuellen Anlage angegeben, dass immerhin knapp 10% (!) der Mandate in Private Equity oder Hedge Fonds investiert sind. Gefragt nach ihrer künftigen Anlagepolitik, konnten dies aber nur noch 15% der Teilnehmer bestätigen. Ein tendenziell ähnliches Bild ergibt sich bei der Bereitschaft zu Aktien-Anlagen. Zwei von drei Anlegern können sich künftig Investments in Equities vorstellen. Vor einem Jahr waren es noch knapp 80%. Auf die aktuelle Situation bei der Asset Allokation und die künftigen Anlagestrategien werden wir im Laufe der Studie noch exakt eingehen. Ein erhöhter Grad an Professionalität zeigt sich im Umgang institutioneller Investoren mit „ihrem“ Asset Manager. Institutionelle Anleger fordern ein klareres Bild ihres Managers als noch vor fünf Jahren. Das Anforderungsprofil gegenüber ihren Asset Managern konzentriert sich auf Kriterien, die unmittelbar wahrnehmbar sind wie „Performance“, „Beratungsqualität/Service“, „Produktqualität“ sowie „Reporting“. Nicht direkt wahrnehmbare Kriterien wie „Risiko Management“ sowie der „Investmentprozess“ genießen ebenfalls eine sehr hohe Bedeutung. Der Trend Institutioneller hin zu Publikumsfondsanlagen hat sich auch in 2008 bestätigt. Inzwischen bieten fast alle Manager auch Publikumsfonds-Tranchen für Institutionelle in Form von I-Share-Klassen an. Der Vorteil liegt darin, dass nicht jede einzelne Wertpapierposition wie beim Spezialfonds einzeln ausgewiesen werden muss. So verwundert es nicht, dass immerhin 40% unserer Teilnehmer ihren Fokus auch verstärkt auf die Investitionsmöglichkeiten in Publikumsfonds lenken. Wegen der gesetzlichen Auflagen insbesondere in Bezug auf das Reporting der Geldanlagen (IFRS) wird die Branche und hier vornehmlich die institutionelle Anlegerschaft dazu genötigt, Alternativen mit erleichterten Reportinganforderungen wie eben die Publikumsfonds zu suchen. Publikumsfonds sind im Übrigen ein ideales Einfallstor auch für ausländische Asset Manager, die sich teilweise auf der Spezialfondsseite etwas schwerer tun. Gerade in schwierigen Kapitalmarktphasen wie derzeit benötigen Anleger auch das nötige Vertrauen in die Organisation, den Namen und die dahinterstehenden Personen, bevor sie ein Mandat vergeben. Vertrauen „prägt“ in gewisser Weise das Anlageverhalten der Institutionellen. Besteht dieses nicht aus der direkten Beziehung zwischen Anleger und Asset Manager, so kommt normalerweise der Consultant als Brückenbilder ins Spiel. Aber auch hier ist das Verhalten der Institutionellen eher auf Attentismus gepolt. Nur jeder dritte Investor schaltet einen Consultant für den einen oder anderen Search ein. Und nur gut jeder zehnte Anleger, der keinen Consultant hat, denkt künftig über ein Engagement eines Beraters nach. An der Stelle ist das Verhalten bzw. die Einstellung der Anleger absolut konstant im Vergleich zu den Vorjahren. Vorstellbar ist, dass zumindest kurzfristig die Lage für die Consultants noch prekärer wird, nachdem sich in den letzten eineinhalb Jahren durch diverse Beteiligungen erhebliche gesellschaftsrechtliche Verschiebungen bei den Consultants in Deutschland ergeben haben, die von den Betroffenen auch erst einmal verdaut werden müssen. Inwieweit die Master KAGen einen Teil des verlorengegangenen Vertrauens einzufangen vermögen, ist noch nicht abschließend zu beantworten. Fest steht, dass die Master-KAG als Gesamtkoordinator der Administration sich seit drei bis vier Jahren eine nicht verrückbare Position im deutschen Markt geschaffen hat und zunehmend auch in die Rolle des „Advisers“ schlüpft. Vielleicht sind die Master KAGen der eigentliche Gewinner all der aufgeführten Verschiebungen. In diesen bewegten Zeiten machen es die Asset Manager den Institutionellen aber auch manches Mal nicht ganz einfach. Stichwort: Personalkarussell. Auch bei den Personalien verzeichnen wir eine extreme Volatilität unter den handelnden Akteuren aufseiten der Manager. Manchmal schwer nachvollziehbar, woher der Wind weht, wechseln Geschäftsführer aus angestammten Positionen zu neuen Arbeitgebern. Das gute alte Treueverhältnis zu einem Arbeitgeber gehört der Vergangenheit an und dies ist in der Asset Management-Branche zweifelsohne sehr ausgeprägt. Bei allem Verständnis für Neuerungen wirken solche Symptome nicht gerade vertrauensbildend.

## **Ausländische Asset Manager**

Nicht nur von ausländischen Consultants ist Deutschland wiederentdeckt worden. Schon seit mehreren Jahren steht Deutschland bei ausländischen Asset Managern im Fokus des Interesses. Kein Zweifel, der deutsche, institutionelle Anleger gehört zur begehrtesten potentiellen Klientel ausländischer Investmenthäuser. Hierfür sprechen vor allem zwei Gründe. Zum einen ist der deutschsprachige Markt per se sehr groß. Neben den ca. 700 Mrd. € reinem Spezialfondsvolumen öffnet sich zunehmend der retailbezogene Publikumsfondsmarkt nichtdeutschen Adressen. Und in dieses Segment, nämlich Publikumsfonds, investieren – wie wir wissen – zunehmend auch Institutionelle (I-Shares). Die Publikumsfonds bilden damit gewissermaßen den door opener für viele Manager aus dem Ausland. Zum anderen werden große Hoffnungen in einen weiteren Anstieg der Gelder institutioneller Gelder gesteckt. Insbesondere der Pensions-Markt wirkt hier als Katalysator. Seitdem die „Pensionsfonds“ als fünfter Durchführungsweg in Deutschland legalisiert wurden, sehen sich viele Manager aus den angrenzenden Ländern wie der Schweiz, Frankreich und insbesondere England als die klassischen Pensions-Länder aufgerufen, auch deutsche Pensions-Einrichtungen mit Ihrer Expertise aufzusuchen und zu beraten. Traditionell tun sich dabei die Manager leichter, die schon seit längerem in Deutschland beheimatet sind und nicht erst vorgestern ihre Pforten in einer deutschen Stadt geöffnet haben. Vor zwei Jahren trafen wir in unserer damaligen Spezialfondsmarkt-Studie die Feststellung, dass die ausländischen Anbieter im Jahr 2005 den Durchbruch geschafft haben, sich im deutschsprachigen Sektor einen festen Stammplatz zu erarbeiten. Zwei von drei Anlegern übertrugen zu diesem Zeitraum ausländischen Gesellschaften ein oder mehrere Spezialfondsmandate. Dieser Trend hielt auch 2006 an. Unsere aktuelle 2008-er Studie, die den Zeitraum 2007 untersucht, zeigt allerdings einen nicht unerheblichen Rückgang dieser Entwicklung. Nachdem in 2006 noch 70% der Institutionellen in Deutschland und Österreich mindestens ein Mandat einer ausländischen Adresse anvertrauten, ging dieser Prozentsatz jetzt auf 56% zurück. Sicher kein Beinbruch, aber immerhin bemerkenswert. Dies insbesondere deshalb, da auch bei der Frage nach der künftigen Beauftragung von Managern jetzt nur noch 30% (nach 40% im vorigen Jahr) der institutionellen Anleger signalisierten, sie wollten mit einem ausländischen Manager zusammenarbeiten. Schon letztes Jahr stellten wir im Rahmen unserer Studie die Frage, ob jeder ausländische Anbieter gleichermaßen von dieser positiven Tendenz hin zu ausländischen Anbietern zu profitieren vermag. Fazit war, dass schon eine Menge Durchhaltevermögen und eine gewisse Substanz dazu gehört, bis sich Manager aus dem Ausland im deutschsprachigen Bereich einen „Namen“ gemacht haben. Und auch dabei nehmen wir einen Paradigmenwechsel wahr. Es sind nämlich gar nicht mehr alleine die großen Namen von Managern aus der Schweiz, den USA, Holland oder auch UK, die zum Erfolg in Deutschland verdammt sind. Es sind eine ganze Reihe guter, in Deutschland noch kleinerer oder mittelgroßer ausländischer Häuser dabei, hier Fuss und insbesondere Vertrauen bei den institutionellen Anlegern zu fassen. Stimmen muss das Zutrauen in die Expertise des Managers, eine bestimmte Assetklasse in der Vergangenheit auch durch vorzeigbaren Track Record professionell gemanagt zu haben und die Voraussetzungen auch für die Zukunft zu gewährleisten sowie die „Chemie“ zu den Vertretern vor Ort in Deutschland. Diese müssen die Belange der Anlagepolitik des Institutionellen „verstehen“ und insbesondere in schwierigen Marktphasen auch für ihren Kunden da sein – und nicht abtauchen -. Nicht vergessen werden darf bei all diesen Überlegungen in Bezug auf ausländische Asset Manager, dass deutsche Adressen wieder deutlich an Terrain zurückgewonnen haben. Dies hängt sicher einerseits mit dem ganz allgemeinen Phänomen zusammen, dass man einem heimischen Anbieter immer einen gewissen Vertrauensvorschuss einräumt; zum anderen aber haben die deutschen Manager die Zeichen der Zeit erkannt und sich internationaler aufgestellt, teils durch Beteiligungen und Zukäufe oder über Kooperationen.

## **Unterstützung durch Consultants**

Auch bei dem Thema „Consultants“ lohnt ein Blick auf unsere Erkenntnisse aus den Vorjahren. Die zunehmende Globalisierung der Märkte die immer weitergehende Produktvielfalt und nicht zuletzt die größere Anzahl an Asset Managern hatten uns letztes Jahr dazu bewogen, gute Vorausset-

zungen für die Consultants zu zertifizieren, um der zunehmenden Forderung nach mehr Transparenz gerecht zu werden. Immerhin lag die Prozentzahl derjenigen Institutionellen, die einen Consultant als Berater in Anspruch nehmen, jetzt mit erfreulichen 36% über den im letzten Jahr gemessenen 28%. Beim Vergleich mit den Zahlen aus 2005 mit 30% und 2004 mit 33% wird klar, dass von einem Durchbruch nicht gesprochen werden kann. Fragt man Marktteilnehmer nach den Ursachen, so findet sich keine eindeutige Erklärung für die Stagnation. Solange der deutsche Gesetzgeber Consultants nicht durch legislative Flankierung unterstützt (siehe Schweiz und UK), werden wir aus dieser Lage nicht herauskommen. Andererseits kann man den Consultants wirklich nicht vorwerfen, dass sie „untätig“ wären. Ganz im Gegenteil. Das Jahr 2007 steht stellvertretend für einen gesellschaftsrechtlichen Umbruch in der Consultant-Landschaft. Alleine drei Beispiele belegen dies: Feri (MLP), Watson Wyatt / Heissmann und Georg Seil Consulting. Auf die eine oder andere Art versuchen die teilnehmenden Consultants, sich für die Zukunft zu wappnen. Damit ist offen gesprochen eine neue Ära im Beratergeschäft angebrochen. Das bisherige „Kleinklein“ gehört der Vergangenheit an. Ausländische Berater wollen sich mit Druck in den deutschen Markt puschen und tun dies teilweise auch erfolgreich dank ihrer internationalen Reichweite und Expertise. Kleinere Consultants tun sich schwerer, sind aber zugegebenermaßen für sehr viele kleinere bis mittelgroße Institutionelle der Berater mit mehr Charme und lokalem Selbstverständnis. Ob wir durch diese gesellschaftsrechtlichen Verwerfungen nun die schon lange herbeigesehnte Consultant-Kultur bekommen, ist nicht eindeutig vorherzusagen. Fest steht, die Karten werden neu gemischt und zwar mit neuen Namen oder besser gesagt mit bekannten Namen in neuen Gewändern. Vor diesem Hintergrund 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 gut 10% liegt.

### **Alternative Investments**

Die Alternative Investments tun sich nach wie vor schwer in Deutschland. Wie bei vielen Produkten hängt viel an der Startphase. Und diese war im Jahr 2004 nicht ideal. Von der Presse lautstark als Heilsbringer propagiert, waren die Aktienmärkte ebenfalls auf Erfolgskurs eingeschwenkt. Da lag es doch nahe, in die bekannten, klassischen Equities und eben nicht in Alternatives, zu investieren. Aktuell scheint es aber zumindest im Vergleich zum Vorjahr einen kleinen Lichtblick für diese interessante Assetklasse zu geben. Neben den Hedge Fonds und dem Sektor Private Equity haben wir wieder die Immobilienfondsanlagen als gesonderte Assetklasse abgefragt. Immobilienfondsanlagen sind als konservative, sich eher durch eine niedrige Volatilität auszeichnende, eigene Asset-Kategorie einzustufen. Für ein Investment in diese Assetklasse hat sich denn auch jeder dritte institutionelle Anleger entschieden, wenn sich auch die durchschnittliche Investitionsquote im Vergleich zu den anderen Assetklassen mit gut 2% noch bescheiden ausnimmt. Besser zeigen sich auch die Zahlen bei den Hedge Fonds. Immerhin jeder fünfte Anleger wagte hier ein Investment; das Durchschnittsinvestment mit 1,5% sieht auch hier nicht berauschend aus. Für Private Equity-Anlagen konnten sich nur 8% der Institutionellen erwärmen bei niedrigen 0,4% Durchschnittsvolumen. Was die Zukunftsinvestments angeht, so sieht die Lage etwas erfreulicher aus. Immerhin 36% der institutionellen Anleger meldeten konkretes Interesse an einem künftigen Investment in „Alternativen Anlagestrategien“ an. Mit diesem etwas versöhnlicheren Ausblick wollen wir einen kurzen Rückblick auf das Kapitalmarktjahr 2007 werfen.

### **Markante Entwicklungen innerhalb des Kapitalmarktumfelds**

2007 war ein Jahr, das den Kapitalmarktteilnehmern lange in Erinnerung bleiben wird. Zunächst die gute Nachricht. Immerhin vermochte sich der DAX mit einem Jahresendstand von 8.067,32 Punkten und damit nur 84 Punkten unter seinem Allzeithoch, erfolgreich aus dem Jahr 2007 zu verabschieden. Dies entsprach wiederum einem Anstieg um 22% gegenüber dem 31.12.2006. Wie 2006 war 2007 damit oberflächlich betrachtet ein „Aktienjahr“. Man hatte sich so schön an ähnlich große Steigerungsraten gewöhnt. Auch von 2005 auf 2006 wurde eine Steigerung von 22% ver-



meldet, auf dann 6.596,92 Punkte zu Ende 2006. Das Plus in 2005 lag im Übrigen bei satten 35%. Schauen wir uns zum Jahresende 2007 die Entwicklungen der wesentlichen Assetklassen über die ganze Welt an, so rangieren deutsche Aktien mit den genannten 22% Performance immerhin an Platz 5. Rang 1 nehmen im übrigen Slowenische Aktien ein, den letzten Rang japanische Aktienwerte, wie im Jahr zuvor im übrigen. Heile Welt im Aktienparadies Deutschland? Die Frage stellen wir auch schon in unserer Studie 2007. Da waren es noch die heftigen Kurskorrekturen im Mai/Juni 2006, die vielen Anlegern in den Knochen steckten, als es auf 5.244 Punkte im DAX bergab ging. Das war das nach dem Frühjahr 2003 (dem Ende der Baisse seit 2000) der erste Schlag, der das mühsam wieder aufgebaute Vertrauen in die Aktie in Frage stellte. Ähnlich wie private Investoren konnten wir auch bei den institutionellen Anlegern ein verstärktes Handeln nach dem Vorsichtsprinzip beobachten. Bei Letzteren kommt natürlich die teilweise auch aufsichtsrechtlich bedingte Reglementierung ihres Risiko-Exposures dazu. So ist wohl auch die in unserer Studie wieder stärkere Hinwendung zu Renteninvestments zu erklären sowie – zumindest gilt das für den deutschen Institutionellen – die höhere Quote von Balanced Portfolios. Das wahre Ausmaß der aktuellen Krise, der Subprime-Krise, ist schon daran zu messen, dass der DAX heute genauso hoch steht wie Ende 2006, nämlich bei ungefähr 6.600 Punkten. Was in der Zeit seit Anfang 2007, genauer gesagt Juli 2007, über die Märkte hereinbrach, hatte keiner recht geahnt. Aus Amerika kommend wurde alles in strukturierte Produkte verpackt, was eine höhere Rendite im Vergleich zu klassischen – und sicheren – Festverzinslichen versprach. Dazu gehörten auch die Verbriefungen von Krediten amerikanischer Häuserbesitzer, die ihr Kontingent an Möglichkeiten, Geld auszugeben, deutlich überstrapazierten. Solange die Immobilienpreise im Steigen begriffen waren, ging die Rechnung noch auf. Doch als die Bubble platzte, wurden die zu gering abgesicherten Hypothekenkredite plötzlich wackelig. Und dies zog eine Finanzkrise ungeahnten Ausmaßes nach sich mit Reaktionen, die panikartige Ausmaße annahm. So auch die ständigen Interventionen der Fed, den Markt mit Liquidität zu versorgen. Wie gesagt, die ersten Anzeichen waren Mitte 2007 zu spüren. Allen Hoffnungen zum Trotz hat sich die Krise immer weiter zugespitzt; ein Ende ist noch nicht wirklich absehbar. Immer neue Hiobsbotschaften, insbesondere aus dem Bankensektor, „über-raschten“ die Marktteilnehmer und wirken nicht gerade vertrauenerweckend. So verwundert es nicht, dass das Spezialfonds-Volumen, das von Ende 2006 auf 2007 noch von 670 Mrd. € auf 692 Mrd. € anstieg, lt. Statistik von Ende Februar 2008 wieder bei 676 Mrd. € angekommen ist. Mittelabflüsse und die Marktentwicklung wirken hier zusammen.

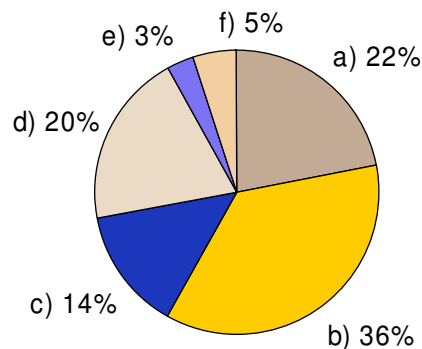
Alles in allem konnte die Branche bei zum Jahresende 2007 erfassten 1,42 Bio. € in Spezial- und publikumsfonds einen Zuwachs von gut 5% einbuchen. Aktuell sind wir wieder bei ca. 1,39 Bio. € angekommen was aber größtenteils nicht aus neuen Mittelzuflüssen, sondern aus den positiven Entwicklungen an den Aktienmärkten resultierte. Ein Indikator, wo das Geld hingeflossen ist, bilden sicher die Geldmarkt (Publikums-) Fonds, die Ende 2007 bei 101 Mrd. € lagen und damit um ca. 30% gegenüber dem Vorjahr zunahm. Auch Offene Immobilienfonds erlebten eine Renaissance bei einer Steigerung um über 10% über das Jahr 2007 auf nunmehr ca. 83 Mrd. €. Unbeachtet aller Trends hin oder weg zu bestimmten Assetklassen entwickelt sich die Zertifikate-Branche geradezu prächtig. Einer unendlichen Zahl von geschätzten bald 300.000 verschiedenen Zertifikaten fließen Gelder zu, die in nichts anderes investieren als u.a. Aktien; die so verpönte Assetklasse derzeit im Fondsbereich. Da soll man noch von Transparenz sprechen.

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 kreieren 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. Erfreulich ist die seit 28. Dezember 2007 in Kraft befindliche Novelle zum Investmentgesetz, die es den Managern

im Zuge der für Deutschland geforderten Liberalisierung und Deregulierung gestattet, auch und gerade im Spezialfondssektor flexibler zu agieren. Auch an dieser Stelle soll wieder der Initiativgeist des BVI als dem Branchenverband hervorgehoben werden, der in Berlin dicke Bretter bohren muss, um die Branche gerade auch im Wettbewerb mit Ländern wie Luxemburg zu unterstützen.

## 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. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)
- e) Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten
- f) Private Organisationen ohne Erwerbszweck (z.B. Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)

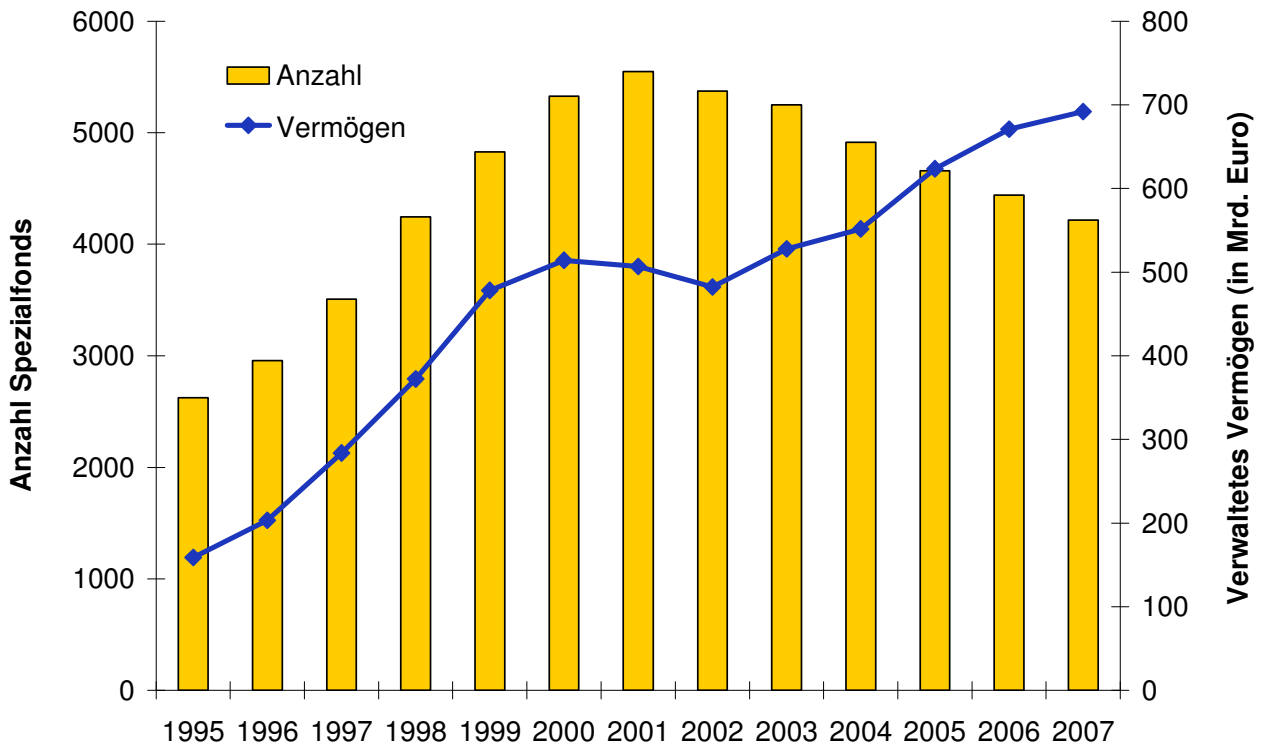
Grafik Nr. 1: Institutionelle Anleger

Im Vergleich zu den Vorjahren kam es nur zu leichten Veränderungen. Die Versicherer dominieren nach wie vor den Spezialfondsmarkt. Der Rückgang von 42% des Volumens Ende 2006 auf 36% im Dezember 2007 ist wohl eher auf Überschneidungen zum Sektor „Altersvorsorgeeinrichtungen“ zurückzuführen. Die Banken wiederum sind die Anlegergruppe, die nach der Anzahl der aufgelegten Spezialfonds (mit 1.436 gegenüber 809 auf Seiten der Versicherer) am aktivsten sind. Der Anteil am Gesamtkuchen bei den Banken blieb mit 22% stabil. Das Gesamt-Fondsvolumen in Deutschland lag Ende 2007 bei € 1.422,7 Mrd. nach € 1.352,9 in 2006, was einem Plus von 5,1% entspricht. Der Zuwachs liegt damit niedriger als der von 2005 auf 2006 (+12,7%), ist aber angesichts des ausgesprochen schwierigen Umfeldes in der zweiten Jahreshälfte 2007 erklärbar. Auch die mit der im Juli 2007 aufkommenden Subprime-Krise verbundenen Unsicherheiten im Hinblick auf die Zinsentwicklungen verunsicherten die Anleger.

## A.3 Daten zu Spezial- und Großanlegerfonds

Konzentrieren wir unseren Blick alleine auf den 31.12.2007, so könnten wir von einer nachhaltig guten Entwicklung des Spezialfondsmarktes in Deutschland sprechen. Um 22 Mrd. € auf die zuvor schon genannten knapp 692 Mrd. € nahmen die Assets insgesamt im Vergleich zu Ende 2006 zu. Dabei ist zudem zu berücksichtigen, dass das Mittelaufkommen über das Jahr 2007 summa sum-

marum negativ war. Dazu kommt, dass die aktuelle Situation bedingt durch den dramatischen Jahresauftakt 2008 das Volumen in Spezialfonds zu Ende Februar auf nur noch 671 Mrd. € dahinschmelzen ließ. Gestützt haben in 2007 die in der ersten Jahreshälfte erzielten Gewinne auf der Aktienseite, um zum Ende des Jahres – soweit wir rein auf die Zahlen schauen – noch „mit einem blauen Auge davongekommen“ zu sein.



Grafik Nr. 2: Daten zu Spezial- und Großanlegerfonds

An der Stelle sei nochmal wie im Vorjahr der Hinweis gestattet, dass die Messung der Anzahl der Spezialfonds seit der Einführung und letztlich der Durchsetzung der Master KAG kein sinnvolles Indiz mehr für die Erfolgsstory einer KAG bzw. des gesamten Marktes darstellt. Denn hinter einem Master-Fonds verbergen sich oft viele Segmentfonds, die noch vor etwa vier Jahren gesondert gezählt wurden. 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 bei ca. 4.200 Mandanten eingependelt und stabilisiert.

## Österreich

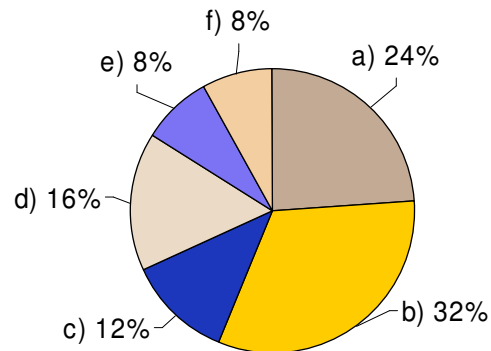
In Österreich betragen die Assets under Management in Publikumsfonds sowie Spezialfonds- und Großanlegerfonds insgesamt 163,8 Mrd. € (2006: 167,3 Mrd. €). Hiervon waren inklusive Großanlegerfonds 81,5 Mrd. € (Vorjahr 80,7 Mrd. €) in Spezialfonds angelegt. Dieser Markt hat also praktisch stagniert. Die Gesamtassets verteilten sich auf knapp 2.321 Fonds nach 2.171 Ende 2006. Diese Zahlen für das institutionelle Geschäft machen deutlich, dass das bislang zu verzeichnende stetige Wachstum erst einmal eine Pause eingelegt hat, vergleicht man die Zahlen mit den Zuwachsraten aus den Jahren zuvor (2005: 75 Mrd. €, 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 machen aber immerhin jeweils fast genau die Hälfte der Assets under Management im

gesamten Fondsgeschäft ein. In 2006 lag der Anteil der Spezialfonds am Gesamtkuchen noch bei 48%. 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**

Der erste Erhebungszeitraum unserer Spezialfondsmarktanalyse lag in 2000, also das Jahr, das den Beginn einer dreijährigen Baisse einläutete. Die erste Erhebung liegt somit bereits acht Jahre zurück. Nachdem die Aktienkrise im Frühjahr 2003 beendet war, startete ein Aufschwung an den Aktienmärkten, der abgesehen von kurzzeitigen Rückschlägen wie im Mai/Juni 2006 scheinbar nicht aufzuhalten war. Seit Juli 2007 hat uns die Subprime-Krise allerdings fest im Griff. Schlimm ist nicht der Umstand, dass wir eine Krise haben, sondern dass niemand so recht weiß, wie man damit umgehen soll. Unsicherheit prägt die Märkte und bei aller teilweise natürlich auch erzwungenen Offenheit der Teilnehmer wie jetzt der ins Visier geratenen Banken ist dies der schlechteste Ratgeber in diesem Umfeld. Volatilitäten ungeahnten Ausmaßes und auch nie gekannte Spreads bei gestellten Kauf- und Verkaufskursen sind greif- und messbare Folgen der Krise. Dessen ungeachtet haben wir es heute etwa im Vergleich zu Anfang dieser Dekade mit einem deutlich professionelleren Umgang mit Themen wie Risiko Management, Transparenz oder Wohlverhalten zu tun. Seit einigen Jahren schon beobachten wir verschiedene Trends oder Phänomene, die jede für sich betrachtet eine Einzeluntersuchung wert sind. Dazu gehört der unverkennbare Erfolg ausländischer Asset Manager im deutschsprachigen Raum genauso wie die Flut neuer Produkte wie die Erfolgsstory des Zertifikate-Marktes bis hin zu den als Assetklasse wiederentdeckten- und erstarkten Immobilienfonds. Dies alles bildet den richtigen Nährboden für eine Bestandsaufnahme des institutionellen Sektors nunmehr im achten Jahr. Wie in den letzten fünf Jahren hat uns – wie bereits zuvor ausgeführt – Institutional Money als institutioneller Ableger von Fonds Professionell, Wien, bei der Datenerhebung in Österreich unterstützt. So konnten wir auch wieder eine erfreulich hohe Zahl an österreichischen Teilnehmern registrieren und auswerten, nämlich jetzt ein Drittel unserer Gesamtteilnehmer. Wir haben sechzig Rückläufe verzeichnet, was bei einer selektierten Auswahl von institutionellen Anlegern einer Rücklaufquote von 10 % entspricht. Der Kreis der teilnehmenden Investoren spiegelt einen repräsentativen Schnitt wider. Die Prozentsätze geben an, wie viele Assets unter Management in Spezialfonds die jeweilige Gruppe bei unserer Studie ausmacht. Die Zusammensetzung der Studienteilnehmer ist in Abbildung 3 dargestellt.



- a) Kreditinstitute
- b) Versicherungsunternehmen
- c) Altersvorsorgeeinrichtungen
- d) Sonstige Unternehmen (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)
- e) Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten
- f) Private Organisationen ohne Erwerbszweck (z.B. Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)

Grafik Nr. 3: Zusammensetzung der Studienteilnehmer

Damit deckt sich unsere Teilnehmergruppe ziemlich genau mit der BVI-Statistik aus Kapitel A.2 (vergleiche Kuchendiagramm dort).

Die Kapitel unserer Spezialfondsmarktstudie lassen sich in vier große inhaltliche Segmente aufteilen:

- 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

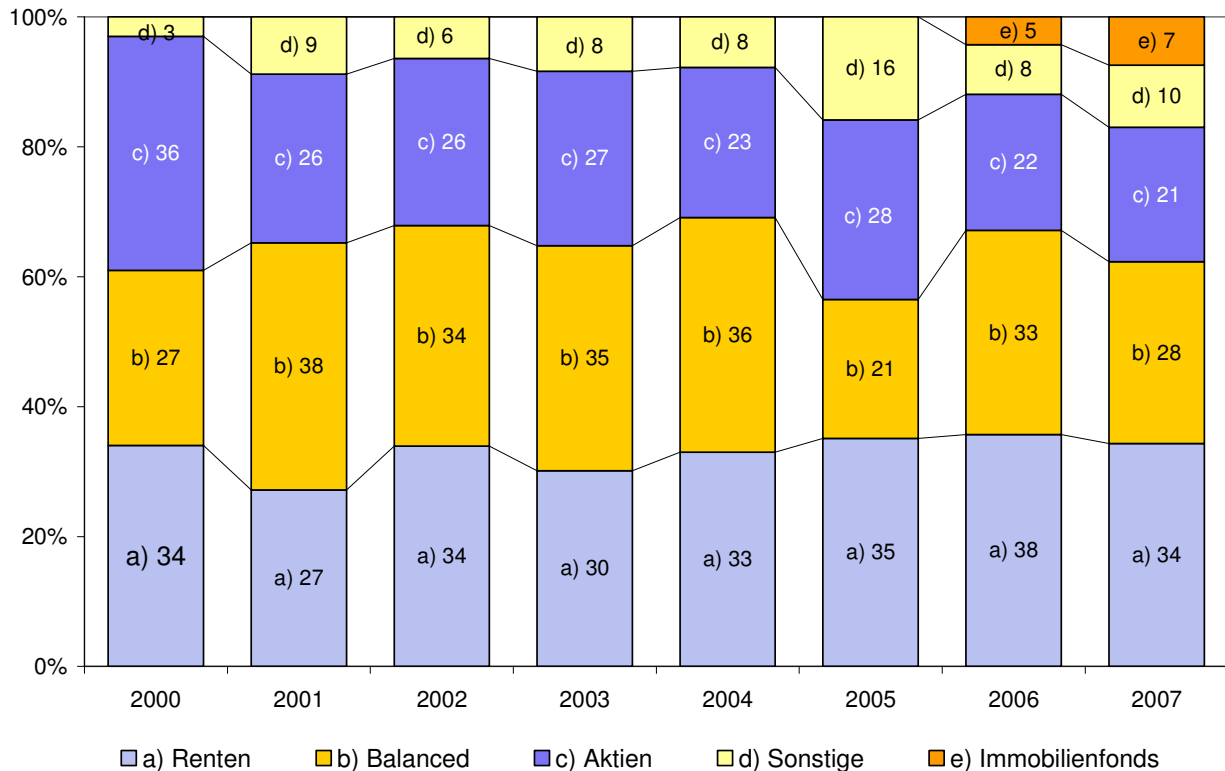
Mit unsere Marktuntersuchung verfolgen wir auch das Ziel, institutionellen Anlegern eine Idee zu vermitteln, wie andere institutionelle Anleger ihre Allokation betreiben, wie diese zu spezifischen Themen stehen oder wie „aufnahmebereit“ diese beispielsweise für ein Thema wie „Investments in Alternatives“ sind. Für Asset Manager, an die diese Studie gleichermaßen adressiert ist, soll die Studie wieder eine Momentaufnahme über das Anlageverhalten der institutionellen Investoren und deren Stimmungsbild sein. Die Studienergebnisse können somit als Bestätigung oder vielleicht auch als Widerspruch zu den eigenen Einschätzungen und somit zumindest als Benchmark verwendet werden. Wir haben bereits von mehreren Managern gehört, dass unsere Erkenntnisse z.B. auch bei der Erstellung eigener Strategiepläne mit herangezogen und zitiert werden. Vergleichsmaßstab für unsere Aussagen sind die Ergebnisse der sieben 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 550 Spezialfonds ein. Davon waren

- 34,3% (Vorjahr: 37,5 %) reine Rentenmandate,
- 28% (Vorjahr: 33%) gemischte Mandate,
- 20,7% (Vorjahr: 22%) reine Aktienmandate und
- 9,6% Private Equity und Hedge Fonds (Vorjahr: 3%)
- 7,4% Immobilienfonds (Vorjahr: 4,5%).



Grafik Nr. 4: Anzahl der unterschiedlichen Mandate

In der Vorjahresstudie kamen wir zu der erstaunlichen Erkenntnis, dass die Nutzung „Gemischter Mandate (Balanced Portfolios)“ sich wieder auf dem Vormarsch befindet. In diesem Jahr können wir allerdings wieder den für uns schon seit längerem erkennbaren Trend hin zur Spezialisierung, also der Mandatierung von Managern für bestimmte Assetklassen, bestätigen. Die Mandatierung für „Balanced Portfolios“ ging absolut um 5% von 33% auf 28% zurück. „The winner is“ - und dies erstaunt doch ein wenig - die „Alternativen Anlagen“. Zu erklären ist diese Entwicklung sicher auch durch eine gewisse Verunsicherung auf Seiten der institutionellen Anleger über die Geschehnisse an den Kapitalmärkten. Fatal für viele Institutionelle war, dass sie die erfolgreichen Phasen an den Aktienmärkten mangels Vertrauen zu investieren verpasst haben. Jetzt werden Alternativen gesucht. So erklärt sich auch, dass sich bei den reinen Renten- und Aktienmandaten praktisch keine Veränderung ergeben hat. Zur Verdeutlichung sei an dieser Stelle nochmal gesagt, dass wir in diesem Themenkomplex erfragt haben, wie hoch die „Anzahl der Mandate“ bezogen auf die einzelnen Assetklasse ist. Auf die dahinter stehenden Assets kommen wir später zu sprechen.

Schauen wir uns an, welche Anlegergruppen de facto Mandate in „Alternatives“ (Hedge Fonds, Private Equity und Immobilienfonds) investieren, so fängt dies bei Versicherern an, geht über Sparkassen und Volksbanken und endet bei Institutionen aus der Altersversorgung (Versorgungswerke,

Zusatzversorgungskassen). Unter dem Strich können wir bei Hedge Fonds und Private Equity immerhin von einer Verdreifachung der Fonds sprechen und bei den Immobilienfonds ebenfalls von einer erklecklichen Zunahme von 4,5% auf 7,4%. Letzteres kann als echte Renaissance der Immobilienfonds gewertet werden, die noch vor zwei bis drei Jahren eine teils auch hausgemachte Krisenzeit zu überstehen hatten.

## **Vergleich Deutschland – Österreich**

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

- 36,2% (2006: 27%) in reine Rentenmandate,
- 28,3% (2006: 44,5%) in gemischte Mandate,
- 22,5% (2006: 23,5%) in reine Aktienmandate
- 9,4% (2006: 5%) in Hedge Fonds und Private Equity und
- 3,6% in Immobilienfonds

investiert.

*In Deutschland war die Verteilung wie folgt:*

- 31,9% (2006: 46,8 %) reine Rentenmandate,
- 27,4 (2006: 22,4%) gemischte Mandate,
- 18,5 (2006: 23,5%) reine Aktienmandate und
- 9,6% Private Equity und Hedge Fonds (2006: 7,3%)
- 12,6% Immobilienfonds.

Das Bild für die österreichischen und die deutschen Anleger war mit leichten Abweichungen nahezu gleichlaufend und hat sich auch im Vergleich zu der Vorjahresstudie doch sehr angeglichen. Die deutschen Institutionellen sind auf der Aktienseite etwas risikoaverser als ihre österreichischen Kollegen. Im Gegenzug hat man in Deutschland eher auf Immobilienfonds als „sicheren Hafen“ gesetzt.

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

Eine nicht geringe Volatilität lässt sich beim Umgang mit ausländischen Asset Managern feststellen. Hintergrund unserer Fragestellung ist es, festzustellen, 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, hat sich die Lage seit drei bis vier Jahren zugunsten ausländischer Fondsanbieter verbessert. Dieses Ergebnis konnten wir jedenfalls in unserer Vorjahresstudie guten Gewissens vertreten. Nach 61% in 2004 und 63% im Jahr 2005 gaben für 2006 71% der befragten Investoren an, Mandate an ausländische Anbieter zu vergeben. Dieser Prozentsatz ist in der aktuellen Studie auf 56% zurückgegangen. Das soll aber noch nicht heißen, dass die Anleger sich einer Zusammenarbeit mit ausländischen Asset Managern gegenüber grundsätzlich weniger offen zeigen als in den Vorjahren. Festzuhalten bleibt erst einmal, dass gut die Hälfte - unsere 56% - der Institutionellen ein oder mehrere Fonds an ausländische Manager outgesourct haben. Noch keine Aussage ist damit darüber getroffen, wie viele Mandate der Zahl nach verschiedene ausländische Manager erhalten haben. Bricht man also obige Prozentzahl von 56% im nächsten Zug auf die Anzahl der tatsächlich beauftragten ausländischen Manager herunter (z.B. zwei von fünf Mandaten werden von ausländischen Gesellschaften gemanagt), so ergibt sich mit 43% (nach 52% im Vorjahr) allerdings wieder ein niedrigerer Wert, der besagt, dass bezogen auf die tatsächlich vergebenen Mandate die Ausländer offensichtlich nicht mehr die Erfolge vorweisen können wie in den Jahren zuvor. Im Jahr 2004 kamen wir auf einen vergleichbaren Prozentsatz von damals 41%. Konzentrieren wir uns auf den deutschen institutionellen Markt, so wird diese Rückwärtsentwicklung noch deutlicher. Nur ein

Drittel der Mandate gehen an ausländische Manager. Jetzt kann man auf der anderen Seite sagen, dass dies für sich genommen weiß Gott keinen schlechten Wert darstellt. Andererseits darf man die Entwicklung der letzten Jahre nicht ganz aus dem Blickfeld verlieren. Immerhin haben sich zum Teil schon seit vielen Jahren ausländische Fondsanbieter in Deutschland und Österreich mit eigener KAG oder eigenem Vertriebsteam vor Ort etabliert und entsprechende Investitionen getätigt, die sich am Ende des Tages auch auszahlen sollen. Einigen Gesellschaften gelingt dies auch im anspruchsvollen institutionellen Geschäft wie beispielsweise Aberdeen oder F&C. Andere haben den Zug verpasst und haben es bislang nicht geschafft, sich auf die deutsche/österreichische Anlegerschaft einzustellen bzw. den jedem Land innewohnenden „Stallgeruch“ zu inhalieren. Auf der anderen Seite müssen wir auch eine Lanze für die deutschen Anbieter brechen. Sicher hat der eine oder andere Manager die seit Jahren auf Deutschland zurollende Welle ausländischer Anbieter schlicht unterschätzt. Inzwischen haben sich die lokalen Anbieter darauf eingestellt und durch strategische Schritte wie Kooperationen mit ausländischen Häusern ihre internationale Expertise ausgebaut. Und dies haben auch die Institutionellen wohlwollend registriert. Wir werden das auch später noch sehen, wenn es um die Frage geht, inwieweit die Anleger ihre künftigen Mandate tendenziell eher einheimischen und/oder ausländischen Anbietern andienen wollen.

Auch für dieses Jahr gilt die grundsätzliche Aussage der Vorjahre, dass nämlich je mehr Mandate von einem einzelnen Investor vergeben werden, desto höher auch die Quote der ausländischen Asset Manager ausfällt. Adressen, bei denen inländische Kapitalanlagegesellschaften noch „dominieren“ (z.B. von acht Mandaten ist eines bei einem ausländischen Institut angesiedelt), finden sich unverändert bei Banken wie Sparkassen und Volksbanken. Ausländische Manager scheinen die besten Erfolgsaussichten bei Versicherern und allen Institutionen aus der Altersvorsorge wie Versorgungswerken und Zusatzversorgungskassen zu haben. Auch bestätigt sich, dass ausländische Manager zunehmend bei Investoren punkten können, die von einem Consultant betreut werden. Zwei von drei Investoren, die einen Consultant zur Seite haben, sind eher affin für ausländische Manager.

### ***Vergleich Österreich – Deutschland***

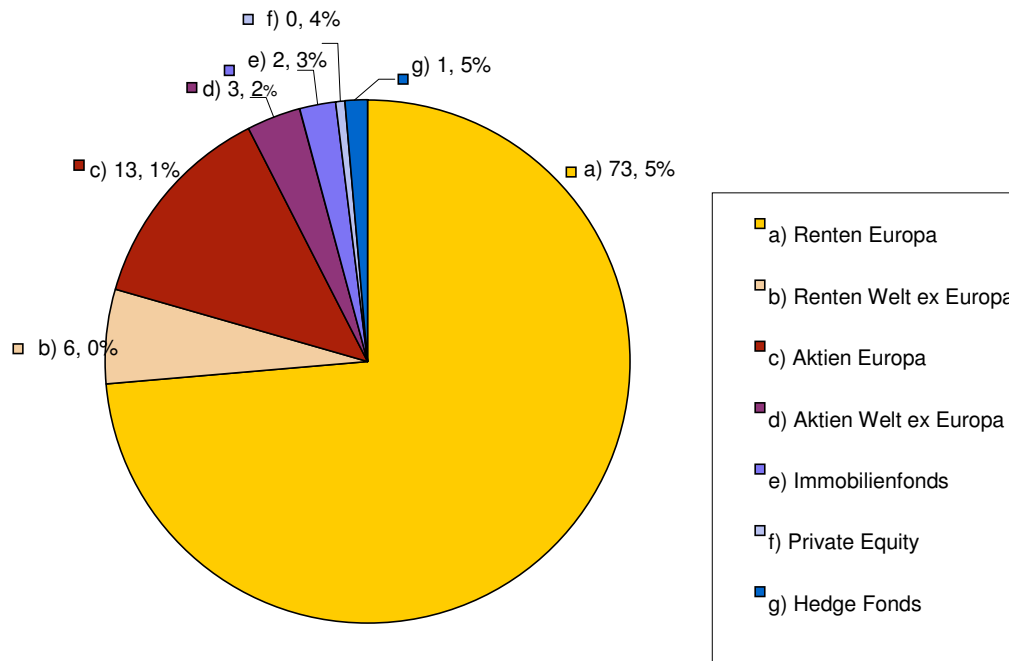
47% (Vorjahr: 35%) der deutschen Institutionellen arbeiten bis heute nicht mit ausländischen Gesellschaften zusammen. In Österreich liegt der Prozentsatz bei immerhin jetzt 37% nach nur 14% im Vorjahr. Die österreichischen Investoren sind somit nach wie vor offener in der Zusammenarbeit mit ausländischen Managern, dies aber mit nachlassender Euphorie. Schauen wir auf die Anzahl der ausländischen Asset Manager (also z.B. zwei von fünf Managern), so machen diese in Österreich genau wie im Vorjahr 62% aus. In Deutschland hat sich der Prozentsatz dagegen klar reduziert und zwar von 48% im Vorjahr auf jetzt 25%. Die Zahlen untermauern damit den Trend, dass es für ausländische Anbieter schwieriger wird. Die Konkurrenzsituation zwischen einheimischen Asset Managern und ausländischen Anbietern wird damit eher schärfer werden.

### **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





Grafik Nr. 5: Derzeitige Anlagestrategien

War der Rentenanteil im letzten Jahr noch leicht rückläufig und pendelte sich bei ziemlich genau zwei Drittel der gesamten angelegten Gelder ein, so haben wir es hier und heute mit einer Zunahme auf fast 80% zu tun. Das heißt, vier von fünf Euro liegen in Zinspapieren. Offenbar wurden die bestehenden Renten-Spezialfonds entsprechend aufgestockt. Neue Mandate in dieser Assetklasse sind wohl weniger vergeben worden, was auch unsere Zahlen aus Abschnitt B.2.a) gezeigt haben. Danach war die Zahl der reinen Rentenmandate ja leicht rückläufig (von 37,5% im Vorjahr auf aktuellen 34,3 %). Die Dominanz von europäischen Fixed Income-Fonds ist natürlich Ausfluss der Unsicherheit an den Märkten. Frappierend ist dies vor dem Hintergrund des zunehmenden Performancedrucks, dem institutionelle Anleger ausgesetzt sind. Sie haben in vielen Fällen die Interessen ihrer Mitglieder im Auge zu behalten als da sind Ärzte, Apotheker, oder Anwälte, die regelmäßig ihre Beiträge in Versorgungswerke einbezahlen. Dreh- und Angelpunkte aller Überlegungen in Richtung Asset Allocation ist die Subprime-Krise und die rational nicht fass- oder messbaren Risiken im Hinblick auf Neuengagements bei den künftigen Investments. Wir befinden uns derzeit in einer kurzfristig kaum auflösbaren Klemme zwischen dem Im-Banne-halten von Inflationsrisiken, was eher für anziehende Zinsen spräche, und der Notwendigkeit, die Wirtschaft weltweit am Laufen zu halten, was eher ein niedriges Zinsniveau provoziert. Auch der enorme Anstieg des Euro gegenüber dem US-Dollar birgt erhebliche Gefahren für die europäische Exportindustrie. Die Zins-situation ist daher ganz schwer einzuschätzen. Auf der Rentenseite wollten wir auch wissen, inwieweit bei den teilnehmenden Investoren Unternehmensanleihen (Corporates) eine Rolle spielen. Nach 52% im Vorjahr waren es jetzt wieder genauso viele Investoren (gut jeder zweite), die in Corporates investiert sind. Diese Assetklasse macht jetzt noch im Durchschnitt pro Teilnehmer 10% (nach 6% im Vorjahr) der Rentenanlagen aus. Banken wie Sparkassen und Volksbanken, Versicherer sowie die eine oder andere Adresse aus der Altersvorsorge entschieden sich für ein Investment in Unternehmensanleihen. Der Trend hin zur Aktie ist nach gut vier Jahren relativ unge-trübt steigender Indices in 2007 massiv unterbrochen worden. In Abschnitt B.2.a) konnten wir ja schon sehen, dass die Zahl rein aktienorientierter Fonds rückläufig war. Offenbar wurden jetzt aber auch konsequent die Aktienquoten im Rahmen der reinen Aktienmandate stärker zurückgenom-

men. Der Anteil der „Aktien Europa“ fiel von 18,7% auf 13,1% (ähnlich wie noch in 2004 mit 13,4%). Der Aktienanteil „Welt ex Europa“ schrumpfte ähnlich von 8,6% auf jetzt 3,2%.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Renten							
• Europa	62,7	70,7	73,5	69,9	66,18	62,8	73,5
• Welt ex Europa	3,3	3,7	3,6	7,4	5,15	4,5	6,0
Aktien							
• Europa	23,8	18,5	16,3	13,3	18,95	18,7	13,1
• Welt ex Europa	3,8	4,2	4,2	6,3	5,45	8,5	3,2
Immobilienfonds	3,8	2,1	1,9	2,1	2,77	3,8	2,3
Private Equity		0,1	0,2	0,2	0,34	0,5	0,4
Hedge Funds		0,7	0,3	0,8	1,16	1,1	1,5
Sonstige	2,6						

Tabelle Nr. 1: Alternative Anlagen

Mit gemischten Gefühlen haben wir über die letzten Jahre die Entwicklungen bei den „Alternativen Anlagen“ betrachtet. Diese sind nach wie vor als zäh anzusehen; aber so oder so scheint Licht am Ende des Tunnels erkennbar. Immerhin 40% unserer Teilnehmer haben sich bereits für die eine oder andere Assetklasse im Bereich „Alternatives“ entschieden. Zugegebenermaßen liegen die Immobilienfonds hier klar vorne. Nicht nur, dass 36% unserer Anleger faktisch in Immobilienfonds investiert sind, sondern auch die durchschnittliche Quote der Anlage der in diese Assetklasse investierten Anleger liegt mit 5,3% der Gesamtassets recht gut im Rennen. Im letzten Jahr lag diese Zahl noch bei 3,8%, noch ein Jahr davor (2005) bei knapp 2,8%. Die krisengeschüttelte Zeit von Herbst 2004 bis Anfang 2006 hat die Branche offenbar gut weggesteckt.

Wie im Jahr zuvor steigt der Mut zu einem Engagement auch in Hedge Fonds. Offen gesprochen, unterhalten wir uns aber wie seit langem über marginale Steigerungsquoten. Aber immerhin stieg das Investment in Hedge Fonds von 1,1% (der Gesamtassets) im Vorjahr auf nunmehr 1,5%. Dabei zeigen sich die österreichischen Anleger mit einer Quote von 2,0% dieser Assetklasse gegenüber ein wenig offener als die deutschen Anleger mit immerhin auch 1,4%. Jeder fünfte Teilnehmer unserer Befragung gab an, sich in Hedge Fonds zu engagieren, in der Spitze bis zu 15% der Assets. Pensionskassen und Versorgungswerke zeigen sich hier als die engagierteren Anleger. Auf der Private Equity-Seite liegen die Investments klar niedriger als bei den Hedge Fonds. Insgesamt lediglich 8% der Teilnehmer sind überhaupt in Private Equity engagiert. Im Vorjahr waren dies noch doppelt so viele, nämlich 17%. Zu den Anlegern in diese Assetklasse gehören vorwiegend Corporates und wiederum Versorgungseinrichtungen. Das durchschnittliche Investment beträgt zwar bei diesen – wenigen - Teilnehmern bei 3,5%; über die Gesamtassets allerdings machen Private Equities nur 0,4% aus. Die Assetklasse Private Equity hat in besonderer Weise unter der „Heuschreckendiskussion“ gelitten. Dazu kam ein marktbedingter Vertrauensverlust, der die Möglichkeiten der Börsenplatzierung massiv beeinträchtigte. Damit schrumpften die Chancen, aussichtsreiche Investitionen in Firmen zeitnah durch einen Börsengang zu realisieren. Als Zwischenergebnis können wir positiv festhalten, dass „Alternatives“ immer stärker Berücksichtigung finden bei institutionellen Investoren. Zunächst einmal fließt der Großteil dieser Gelder in Immobilienfonds. Aber auch gegenüber Hedge Fonds öffnet sich die Anlegerschaft zunehmend.

## Aktive versus passive Mandate

Bei der Frage „Aktiv oder Passiv“ ging der aus den Vorjahren noch zu verzeichnende Bias hin zur vermehrten Nutzung „passiver Strategien“ klar zurück. Nur jeder vierte Anleger auf der Rentenseite und nur jeder sechste auf der Aktienseite gab an, ein oder mehrere Passivmandate vergeben zu haben. Im Vorjahr bekannte sich noch jeder dritte Anleger zu einem Passivmandat bei Renten wie bei Aktien. Dieser Rückgang gilt gleichermaßen bei österreichischen wie bei deutschen Investoren.

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 9,0% (Vorjahr: 11,5%)
- Renten 13,7% (Vorjahr: 11,1%)
- Gemischte Mandate 2,7% (Vorjahr: 6,3%)

passiv gemanagt.

Entgegen dem Ergebnis aus dem letzten Jahr, in dem wir differenziert feststellten, dass die deutschen Anleger bei Aktien eher zu passiven Mandaten tendieren als ihre österreichischen Kollegen und sich dies auf der Rentenseite genau umgekehrt darstellte, scheint sich durch die aktuelle Untersuchung die Vorliebe deutscher Investoren „pro passiv“ wieder eher zu bestätigen.

Dies zeigt die folgende Aufstellung.

Deutsche Institutionelle waren

- im Bereich Renten mit 21,6% ihrer Mandate (Österreich: 6,9%)
- im Bereich Aktien mit 23% ihrer Mandate (Österreich: 0%)

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	2007
Renten aktiv	91,0	93,4	94,9	80,1	84,3	88,9	86,3
Renten passiv	9,0	6,6	5,1	19,9	15,7	11,1	13,7
Aktien aktiv	82,0	89,3	86,1	78,4	79,6	88,5	91,0
Aktien passiv	18,0	10,7	13,9	21,6	20,4	11,5	9,0
Balanced aktiv	92,0	86,4	87,4	89,3	83,2	93,7	97,3
Balanced passiv	8,0	13,6	12,6	10,7	16,8	6,3	2,7

Tabelle Nr. 2: Aktive und passive Mandate (in %)

## B.4 Auflegung neuer Spezialfonds und Präferenzen

Als wir die Befragung Ende letzten Jahres bzw. zu Beginn dieses Jahres abschlossen, bewegten wir uns bereits in einem sehr volatilen, wenn auch vielleicht zu diesem Zeitpunkt noch etwas unterschätzten, schwierigen Kapitalmarktumfeld. Vor diesem Hintergrund gestaltete sich die Frage nach der Bereitschaft der institutionellen Anleger, neue Mandate aufzulegen, als besonders spannend. Konkret lautete unsere Frage an die Teilnehmer, ob sie in den kommenden zwei Jahren neue Spezialfonds vergeben wollen. Der Zeitraum von zwei Jahren erscheint uns sinnvoll, da die institutio-

nelle Anlegerschaft diesen Zeitraum taktisch gut überschauen kann im Hinblick auf z.B. zu erwartende, kalkulierbare Beitragseingänge von Mitgliedern in Versorgungswerken oder vergleichbaren Konstellationen. Insgesamt sieht das Ergebnis gut aus. 56,5% der Anleger bejahten diese Frage (nach 48% im Vorjahr). Auf den zweiten Blick tritt jedoch ein wenig Ernüchterung ein. Ist auf Seiten der österreichischen Anleger mit über 85% doch der ganz überwiegende Teil der Investoren bereit, kurzfristig neue Engagements einzugehen, sind es bei den deutschen Anlegern lediglich 40%. Im Gegensatz zum Vorjahr sind es auch gar nicht nur die großen Anleger, sondern eine Reihe mittlerer Anleger wie Corporates, Versicherer oder auch die eine oder andere öffentlich geprägte Adresse, die neue Fonds auflegen werden.

Vor vier Jahren fragten wir erstmals nach der Präferenz für „Absolute Return“ oder „Relative Return“-Anlagen. Diese Fragestellung soll auch als Gradmesser für eine eventuell bestehende Verunsicherung über die weiteren Marktentwicklungen dienen. Nach 70% in 2003, 60% in 2004, 63% in 2005 und 61% im Vorjahr waren es nun 62% der Teilnehmer, die Absolute Return-Produkte gegenüber Relative-Return-Ansätzen präferieren. Ein klarer Hinweis auf das vorrangige Ziel der meisten – weil liability-getriebenen – Investoren, „auf der sicheren Seite“ zu sein. Viele entscheiden so in der Erkenntnis, dass Absolute Return-Produkte Rendite kosten. Aber in der aktuellen Situation fühlen sich viele institutionelle Anleger an die bitteren Pillen erinnert, die sie Anfang der 2000-er Jahre schlucken mussten. In Österreich lag die Quote der Anleger mit einem Hang zu Absolute Return-Produkten bei 75%, in Deutschland bei 54,3%.

## **Künftige Investments:**

Wie wollen sich die Anleger aus dieser schwierigen Marktphase heraus für künftige Investments aufstellen? Diese Frage beschäftigt nicht nur institutionelle Investoren und deren Consultants, sondern auch die Asset Manager, die naturgemäß in einer schwierigen Lage wie derzeit besonders gefordert sind, sich auch produktseitig flexibel zu verhalten. Wir haben bei der Frage „aktiv oder passiv“ wieder zwischen den großen Assetklassen differenziert.

76% unserer Teilnehmer wollen dabei auf der Aktienseite aktiv werden. Davon entschieden sich ähnlich wie im Vorjahr (2006: 77%) 72% unserer Teilnehmer künftig für einen „aktiven“ Investmentansatz. Von diesem Kreis bevorzugten 84% (Vorjahr 86%) ausschließlich einen aktiven Managementansatz, 5% (Vorjahr 8%) rein einen passiven Ansatz und knapp 11% (Vorjahr 6%) waren für beide Ansätze offen.

80% unserer Teilnehmer (nach 81% im Vorjahr) wollen künftig in Renten investieren, wobei dies natürlich ein Engagement auch in der Aktie keineswegs ausschließt. Von diesem Kreis präferierten über 80% (Vorjahr 90%) ausschließlich einen aktiven Managementansatz, 15% tendierten ausschließlich zu einem passiven Ansatz und 5% waren für beide Alternativen offen (Vorjahr: jeweils 10%).

Damit lässt sich nach wie vor ein Bias hin zum aktiven Management im Vergleich zum Vorjahr ersehen. Bestätigt wird diese Aussage wieder durch unsere zuvor im Kapitel „Aktive versus passive Mandate“ getroffene Feststellung, wonach noch jeder siebte Anleger bei den Renten und jeder neunte Anleger bei den Aktien derzeit passive Fonds unterhält. Unterstellen wir, dass aktiv gemanagte Mandate eher zu einem absoluten Return führen können, so unterstreicht dies eher eine Tendenz zum Absoluten Return-Gedanken bei institutionellen Anlegern.

Nachdem wir uns bereits mit Alternativen Anlagen beschäftigt haben und zu dem Ergebnis kamen, dass Licht am Ende des Tunnels zu erblicken sei, interessiert uns natürlich die künftige Investitionsbereitschaft in Alternatives. Im letzten Jahr gaben 38% der Teilnehmer an, verstärkt in Alternative Produkte investieren zu wollen. Jetzt verzeichneten wir eine vergleichbare Quote von 36%. Es zeichnet sich somit eine gewisse Stetigkeit ab, wenn auch das Volumen noch längst nicht die

erhoffte Größenordnung erreicht hat. Aber der Umstand, dass de facto mehr institutionelle Investoren bereits in Alternatives engagiert sind und sich auch bei der künftigen Anlageplanung positive Tendenzen abzeichnen, gibt doch Hoffnung. Gerade in dem aktuellen Umfeld können Alternative Anlagen zu einer Verstetigung und Stabilisierung der Performance beitragen. Inzwischen verfügen alle größeren Anleger auch über einen bestimmten Prozentsatz an Alternativen Anlagen. Vor kurzem gab eine große Stiftung ihren Hedge Fonds-Anteil an den Gesamtassets mit 7% an. Diese Vorgehensweise motiviert auch kleinere oder Institutionelle im mittleren Volumenssegment, es diesen Referenzadressen gleich zu tun. Heute ist das Angebot gerade von ausländischen Häusern im Bereich Alternatives gewaltig. Wohlwissend, dass Deutschland bezogen auf diese Assetklasse noch immer deutlich im Vergleich mit den Nachbarländern hinterherhinkt, hat die Branche Deutschland zum Zielgebiet erklärt.

Dies leitet über zu der Frage, inwieweit unsere Teilnehmer bei einer anstehenden Neuvergabe eines Mandates einen heimischen Anbieter oder einen ausländischen Asset Manager bevorzugen würden. Im Vorjahr gaben nur noch 13% an, dass sie sowohl inländische wie ausländische Anbieter in Betracht ziehen. Der Prozentsatz ging jetzt auf 10% zurück. 70% (nach 61% im Vorjahr) der Anleger gaben dem rein inländischen Manager den Vorzug. Damit wird die zuvor schon angedeutete Tendenz, verstärkt heimische Manager zu beauftragen, nochmal eindrucksvoll unterstützt, dass nach wie vor bei der Mehrheit der Institutionellen ein Hang zum inländischen Anbieter besteht. In Kapitel B.2.b) hatten wir ja bereits festgestellt, dass nur noch 56% nach 71% der Teilnehmer im Vorjahr ein – oder mehrere – Spezialfonds von ausländischen Anbietern verwalten lassen. Auf etwas niedrigerem Niveau im Vergleich zu 2006 liegt konsequenterweise der Anteil der Anleger, der ausschließlich eine ausländische Adresse als künftigen Partner beauftragen würde. Der Prozentsatz liegt bei 20% nach 26% (in 2006). Die sich insgesamt ergebenden knapp 30% pro Zusammenarbeit mit einem ausländischen Anbieter nach 40% im Vorjahr können als Bestätigung dieses neuen Trends gewertet werden. So betrachtet liegt vor den ausländischen Asset Managern noch ein gutes Stück Arbeit, um verloren gegangenes Terrain zurückzugewinnen. Wie schon im vorderen Teil zum Ausdruck gebracht, trifft diese pauschale, allerdings durch mehrere unserer Fragenkomplexe untermauerte, Aussage, nicht auf alle ausländischen Anbieter zu. Aber wie heißt es so schön: Ausnahmen bestätigen die Regel.

Ergänzend sei noch erwähnt, dass der Prozentsatz derjenigen Investoren, die sich in den kommenden zwei Jahren die Beauftragung eines ausländischen Asset Managers vorstellen können (ausschließlich oder gemeinsam mit inländischen Adressen), bei österreichischen Investoren wie bei deutschen Investoren mit etwa 26% auf gleicher Augenhöhe liegt.

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

In diesem Kapitel geht es um die immer wieder aufgeworfene Frage, inwieweit sich institutionelle Anleger bei der Auswahl ihres Managers unterstützen lassen möchten. Mehrere Wege führen nach Rom. Natürlich kann der Anleger im eigenen Hause die Expertise vorhalten, um die richtige Entscheidung zur Managerauswahl zu treffen. Ein solches internes Team ist kostenintensiv und wird vornehmlich von größeren Corporates genutzt. Mittlere und kleinere Investoren greifen da schon eher auf einen Fragebogen zurück, der den ins Auge gefassten möglichen Anbietern zugesendet wird. Die Inanspruchnahme von Consultants ist der intensivste Zugang zum Manager, da Consultants den Markt und die für eine bestimmte Assetklasse in Frage kommenden Manager in aller Regel kennen. Andererseits ist dies für die Investoren zumindest prima facie auch der teuerste Weg. Von daher scheuen viele Anleger auch noch davor zurück, sich einen Consultant „ins Haus zu holen“. Oder man greift punktuell – d.h. für bestimmte, z.B. exotischere Assetklassen – auf den Consultant zurück, überwacht die klassischen Investments aber selbst. Schließlich hat dies auch etwas damit zu tun, dass der Leiter Finanzen einer institutionellen Adresse auch nicht unbedingt die gesamte Steuerung an einen Berater outsourcen möchte; schon um der eigenen Position willen nicht. Bei dieser Frage geht es uns wieder darum aus der Vergangenheit kommend

zu schauen, wie sich der Consultant-Markt in Zukunft weiterentwickeln könnte. Immerhin gaben 36% unserer Teilnehmer an, einen Consultant bei der Spezialfondsvergabe regelmäßig zu beauftragen. Nach 28% im Vorjahr ist das ein guter Zuwachs. Dennoch, die schon seit Anfang der Neunziger Jahre geführte Diskussion um die Sinnhaftigkeit der Einschaltung eines Consultants dreht sich im Kreise. Von einem Durchbruch pro Consultant-Engagement kann sicher nicht gesprochen werden. Offensichtlich wird dies, wenn wir uns die Entwicklungen gerade über die letzten zwölf bis achtzehn Monate betrachten. Unterhielten wir uns in den Jahren zuvor darüber, ob die Consultants bei steigender Produktvielfalt und rasant zunehmender Zahl an Managern auf dem deutschsprachigen Markt den Anforderungen einer professionellen Beratung gerecht werden können, so haben wir es aktuell mit einem echten Paradigmenwechsel zu tun. Alleine bei drei Anbietern im Consultantsektor kam es zu gesellschaftsrechtlichen Veränderungen. Dies beantwortet im Übrigen die gerade zuvor gestellte Frage. So wie sich der deutsche Markt im Moment präsentiert, ernährt er keineswegs die noch vor gut einem Jahr am Markt tätigen Berater. WatsonWyatt hat Mitte 2007 HEISSMANN übernommen und damit auch den Consultantbereich integriert. GSC ist unter das Dach von FERI geschlüpft und FERI selbst hat nach der Beteiligungsübernahme durch MLP auch noch seinen Standort zu finden. Wir durchleben also eine Konsolidierung mit allen Konsequenzen, die da zum Beispiel heißen, dass sich die Teilnehmer teilweise erst einmal finden müssen bzw. ihre strategischen Ziele überdenken werden. Aber eines ist auch klar: solange sich der Gesetzgeber nicht dafür entscheidet, die institutionelle Anlegerschaft und deren Geschäftsleiter im Interesse der hinter diesen Körperschaften stehenden Mitglieder (z.B. Versorgungsberechtigte von Ärzte-, Apotheker- oder Anwalts-Versorgungswerken) haftungsrechtliche für ihr Handeln in die Verantwortung zu nehmen, solange werden wir in Sachen Consultant-Markt hierzulande auf der Stelle treten. Und sicher werden neue Ideen weiterentwickelt werden, z.B. in Form von Datenbanken, um den institutionellen Anlegern ein Handwerkszeug an die Hand zu geben, um ihre Entscheidungen für oder gegen einen Manager professionell untermauern zu können. Denn diese Entscheidungsträger wie etwa der Finanzvorstand einer Pensionskasse, der Vorstand einer Stiftung oder der Geschäftsführer eines Versorgungswerkes sind wiederum ihrem Aufsichtsrat oder Verwaltungsrat gegenüber in der Pflicht, ihre Entscheidung zur Auswahl eines Managers zu begründen – insbesondere dann, wenn es zu Problemen kommt.

Zurück zur Realität. Wie wir wissen, greifen 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 32% der Befragten nach 30% im Jahr 2005. Im jetzigen Untersuchungsjahr ermittelten wir einen Wert von 28%. Das heißt, dass jeder dritte bis vierte Anleger keinen Wert auf persönlichen Rat von außen, sprich „seines“ Beraters, legt, zugleich aber auch keine eigene Recherche mit Hilfe eines Fragebogens nutzt. Diese Gruppe ist breit gestreut von Banken bis zu Versorgungswerken und Anleger, die nach SGB IV investieren. Zwischen deutschen mit österreichischen Institutionellen lässt sich kein großer Unterschied in der Behandlung dieser Frage erkennen.

Die fehlende Regulierung und die verständliche Verunsicherung institutioneller Anleger über den Consultantmarkt führen auch dazu, dass wie im Vorjahr die Quote der Anleger, die künftig einen Consultant beauftragen wollen, wiederum bei nur 10% der Befragten liegt. Eine Quote von 18% der deutschen Investoren, die 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 54% nach 60% im Vorjahr. In Deutschland setzen 50% der Investoren einen eigenen Questionnaire ein, in Österreich sind es mit 62% etwas mehr. Werfen wir nochmal einen Blick in die künftigen Chancen der Consultants, so können wir unter Umständen eine – positive – Anleihe in der Zeit nach dem dreijährigen Crash von 2000 bis 2003 nehmen. Denn nach dieser Kapitalmarktkrise ist der Zulauf von institutionellen Investoren zu Beratern von ca. 20% auf gut 30% gestiegen. Hier hat also die Angst vor den Märkten ihr Übriges getan und kam den Beratern zugute. Vielleicht erleben wir ja nach der Subprime-Krise ein ähnli-

ches Szenario. Auch wird interessant zu beobachten sein, inwieweit sich die ausländischen Consultants im deutschsprachigen Bereich werden etablieren können. Seit gut zwei Jahren sind namhafte internationale Player wie Mercer oder der bereits genannte Berater WatsonWyatt am Werke.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nutzung Consultants (aktuell)	16,3%	26,3%	21,2%	31,3%	33,3%	29,4%	28,8%	36,0%
Nutzung Consultants (geplant)	-	-	12,1%	4,6%	5,9%	7,5%	10,0%	10,0%
Verwendung eines eigenen Fragebogens	41,9%	42,1%	47,0%	59,7%	48,0%	58,8%	60,0%	54,0%

Tabelle Nr. 3: Unterstützung im Search-Prozess (%)

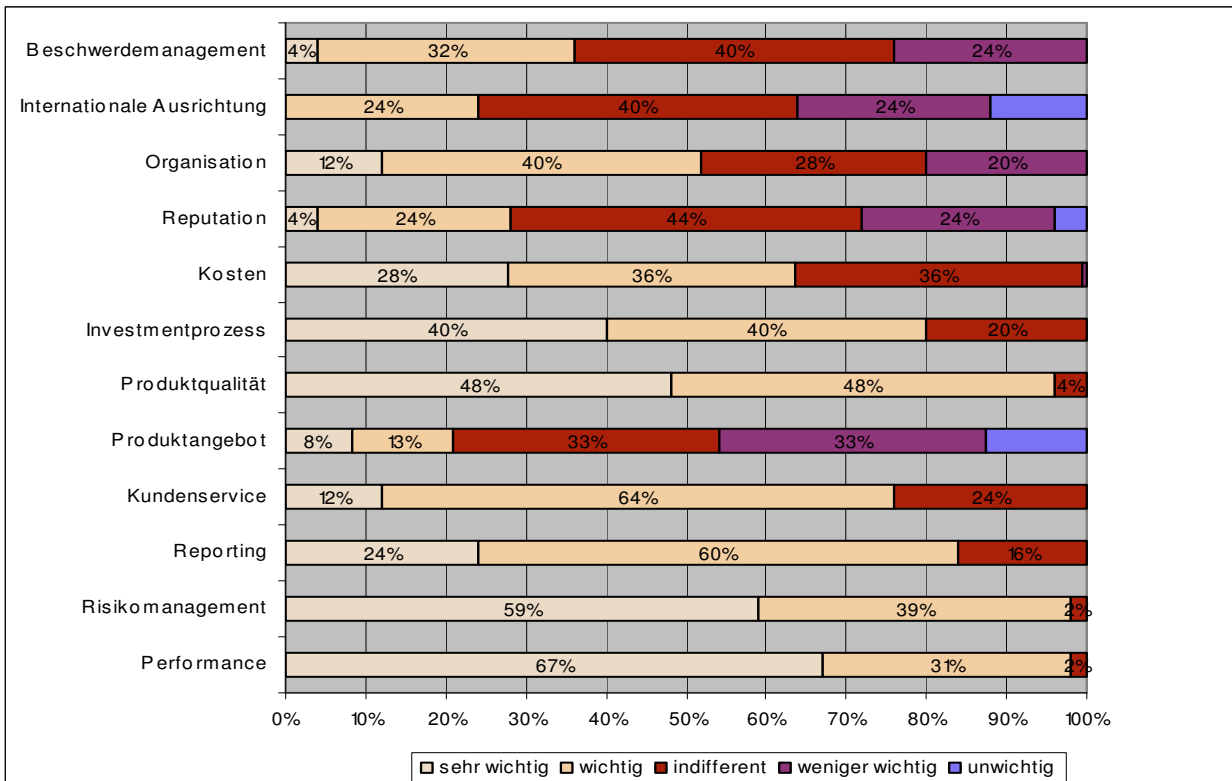
## B.6 Die zwölf Prüfungskriterien im Detail

Wir befragten die institutionellen Anleger wieder nach ihrer Einschätzung zu zwölf Kriterien, die die Zusammenarbeit mit ihren Asset Managern betreffen. Wir haben dabei unterschieden zwischen der

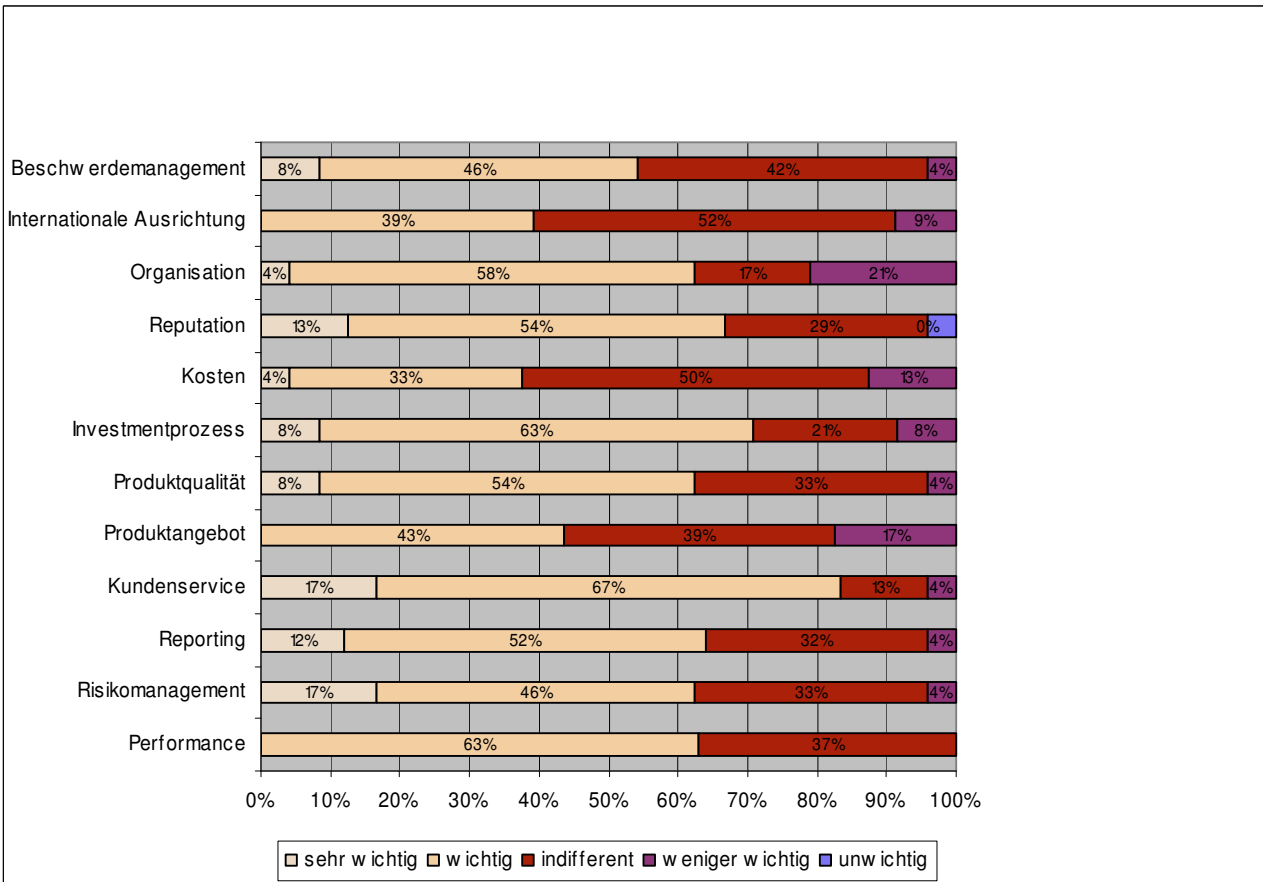
- „Wertschätzung“ der Anleger auf der einen Seite und
- der tatsächlichen „Zufriedenheit“ bei bestehenden Mandaten auf der anderen Seite.

Die „Wertschätzung“ drückt dabei aus, welche Anforderung der einzelne Investor abstrakt betrachtet im Vorfeld eines neu aufzulegenden Mandates hat. 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 ebenfalls 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:



Grafik Nr. 6: Wertschätzung ausgewählter Kriterien durch die befragten Investoren



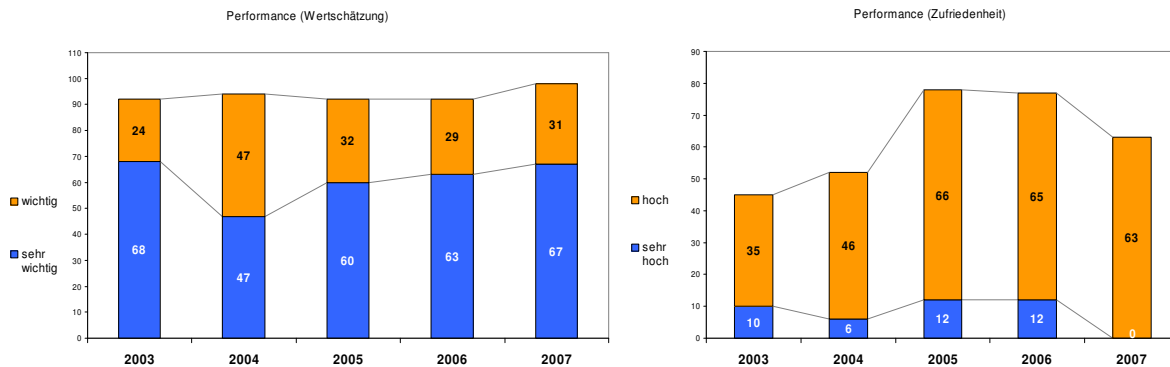
Grafik Nr. 7: Zufriedenheit der befragten Investoren mit ihren Asset Managern hinsichtlich dieser Kriterien



Jedes der zwölf Kriterien wird nach folgenden Inhalten beleuchtet:

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

## B.6. a Performance



Grafiken Nr. 8 und Nr. 9: Performance

### Wertschätzung

Die Entwicklungen aus dem 2. Halbjahr 2007 haben ihre Wirkung nicht verfehlt. Umso deutlicher weisen die Investoren auch in dieser Befragung auf die Bedeutung der Performance hin. Noch in den Jahren zuvor, also bis Mitte 2007, waren die Aktienmärkte zwar von positiven Vorzeichen geprägt. Aber nur wenige Institutionelle partizipierten auch an diesen Entwicklungen. Teilweise verpassten die meisten Anleger den Einstieg in den im Jahre 2003 beginnenden Höhenflug, teilweise machte die Aufsicht den Anlegern einen Strich durch die Rechnung, nachdem diese ihre Risikopuffer verbraucht hatten. Jetzt stehen wir wieder an einem Scheideweg. Könnte ein Einstieg in dem Aktienmarkt im Moment noch zu früh sein und man muss das teils kritisch prognostizierte Jahr 2008 noch abwarten? Die Aktienquoten werden derzeit von allen Institutionellen, angefangen von den Versicherern bis zu Versorgungseinrichtungen und Corporates, relativ niedrig gehalten, um auch die der Anlagepolitik geschuldeten notwendigen Reserven nicht zu gefährden. In der Bedeutung bewerteten jetzt noch deutlicher als im Vorjahr (92%) ganze 98% der Anleger die Performance mit den beiden höchsten Stufen.

### Zufriedenheit

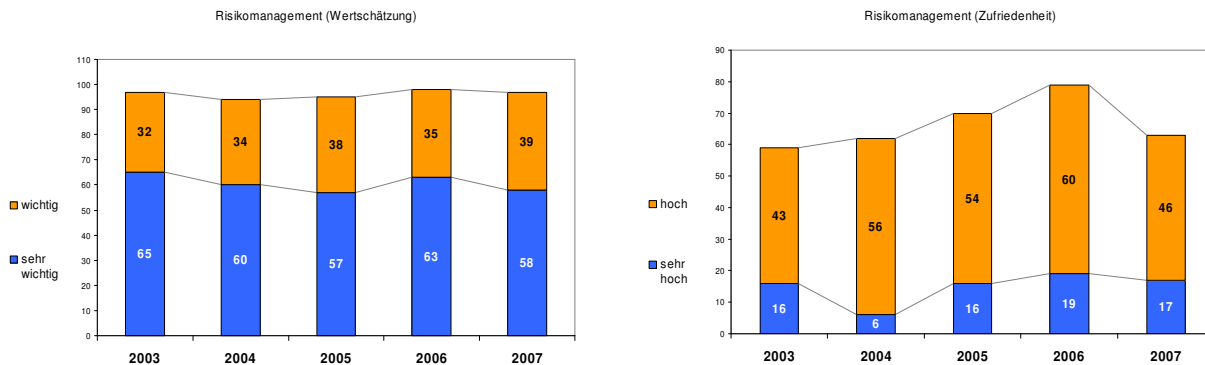
Von Zufriedenheit in der höchsten Stufe (sehr hoch) kann nach noch 12% im letzten Jahr jetzt gar keine Rede mehr sein. Die zweite Stufe „hoch“ wurde dagegen ähnlich wie im letzten Jahr (65%) von 63% der Teilnehmer angegeben.

### Trends

Performance ist nach wie vor der Treiber allen Asset Managements. Die institutionellen Anleger, die zu zwei Dritteln abhängig sind von der Liability-Seite (Versicherungen, Versorgungswerke etc.), brauchen jeden Basispunkt Performance und sind heute eher bereit, ihre Bücher schon vorzeitig über das Jahr zu schließen, wenn sie zuvor die angestrebte Zielrendite erreicht haben. Dies erklärt auch die teils an den Tag gelegte Gier nach Mehrrendite aus Subprime-Papieren. Relativ hohe Rendite bei geringem Risiko. Das war die Wunschvorstellung. Es hilft alles nichts. Institutionelle Anleger müssen auch wieder bereit sein, Risiko in beschränktem Maße einzugehen; anders lassen sich die Renditekorridore nicht erreichen. Absolute Return-Produkte rücken so wieder stärker in

den Fokus genauso wie aktive Ansätze, also abgekoppelt vom reinen – passiven – Benchmarkdenken.

## B.6.b Risikomanagement



Grafiken Nr. 10 und Nr. 11: Risikomanagement

### Wertschätzung

Krisenhafte Zeiten spülen das Thema „Risikomanagement“ immer verstärkt an die Wasseroberfläche. Bevor man danach fragt, wie Risiken gemanagt werden, muss Klarheit darüber herrschen, welche Risiken zu unterscheiden sind. Im Grunde genommen hat sich da aktuell nicht viel geändert. Die zwei großen Risikoblöcke sind

- das Kapitalmarktrisiko und
- das operationale Risiko,

wobei bei Letzterem die drei Unterkategorien

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

differenziert werden können.

Risikomanagement ist heute in den Köpfen aller Marktteilnehmer, angefangen von der BaFin bis den Managern und nicht zuletzt bei den institutionellen Anlegern – wie wir gleich sehen werden –, mindestens so bedeutungsvoll wie Performance. Risiken zu erkennen, sie richtig einzuschätzen und letztendlich zu steuern, das ist das „A und O“ des Risk Managements. Risiko weist insoweit ein zweidimensionales Muster auf. Von der Kapitalmarktseite hat das „Risikobewusstsein“ der Investoren seinen Ursprung mit den Börsenjahren 2000 bis 2003 genommen und hat in der aktuell schwierigen Lage eine neue Dimension erhalten, nämlich in Form einer Liquiditätskrise. Die neue Dimension besteht natürlich auch darin, dass das Phänomen des „Verpackens“ von Immobilienkrediten in den USA durch diese Verpackungskünste sich krakenartig über die ganze Welt ausgebreitet hat und sich so ein „Risiko“ in einem Portfolio wieder findet, ohne dass der Käufer sich darüber im Klaren ist. Jetzt dürfen sich Prüfungsgesellschaften mit der Bewertung dieser Risiken beschäftigen. 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 An-

lage 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. Nach 98% im Vorjahr waren jetzt wieder 97% der Meinung, dass der Aspekt Risikomanagement „sehr wichtig“ oder „wichtig“ ist.

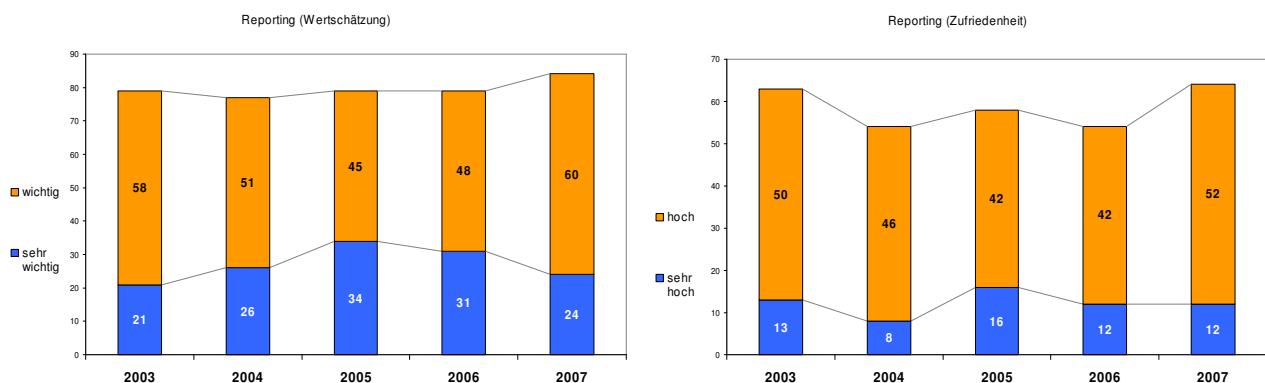
## Zufriedenheit

Ist die Wertschätzung zu diesem Thema wie gerade gesehen stabil, so sieht es um die „Zufriedenheit“ keineswegs so rosig aus. Nur noch 63% nach 79% der Teilnehmer im Vorjahr sehen ein gut funktionierendes Risikomanagement bei ihren Asset Managern als erfüllt an. Die in diesem Bereich über die letzten drei Jahre festzustellende ansteigende Zufriedenheitskurve hat damit zumindest einen erheblichen Dämpfer abbekommen.

## Trends

Wenn wir auch feststellen können, dass „Risk Management“ sich wegen seiner Dimension hin zur „Überlebensfrage“ der Branche professionell weiterentwickelt hat, so gibt die aktuelle Krise doch Anlass genug, die bestehenden Modelle auf den Prüfstand zu stellen. Auch der Ruf nach externen Beratern ist sicher kein Allheilmittel. Diese haben die vorhandenen Risiken unterschätzt und müssen jetzt nachkartieren. Damit wird aber das Vorsichtsprinzip immer mehr Oberhand gewinnen und die ohnehin schon ausgeprägte Risikoscheu auf Seiten der Anleger eher noch verstärken. Entscheidend wird sein, auf der operationalen Seite die Risikosysteme weiterzuentwickeln und den laufenden Anforderungen anzupassen.

## B.6.c Reporting



Grafiken Nr. 12 und Nr. 13: Reporting

## Wertschätzung

Nach 79% im Vorjahr räumten aktuell sogar 84% der Befragten diesem Punkt einen hohen Stellenwert ein. Nur noch für 4% (Vorjahr: 2%) der Teilnehmer spielen Reporting-Services eine unbedeutende Rolle. Gutes Reporting ist heute für Anleger unabdingbar und bringt die notwendige Transparenz über die aufgelegten Fonds sowie die Eigenanlagen des institutionellen Anlegers. Gerade bei den immer mehr beanspruchten Dienstleistungen der im Zuge eines Outsourcings eingeschalteten Master-KAGen stellen immer facettenreichere Reporting-Tools ein wesentliches Asset dar. Zeitnahes Reporting bedeutet nicht nur der real-time-Überblick über die aktuelle Performance, sondern zeigt auch die existenten Risiken der Assets auf. Damit bildet das Reporting die conditio sine qua non für eine effiziente Gesamtsteuerung.

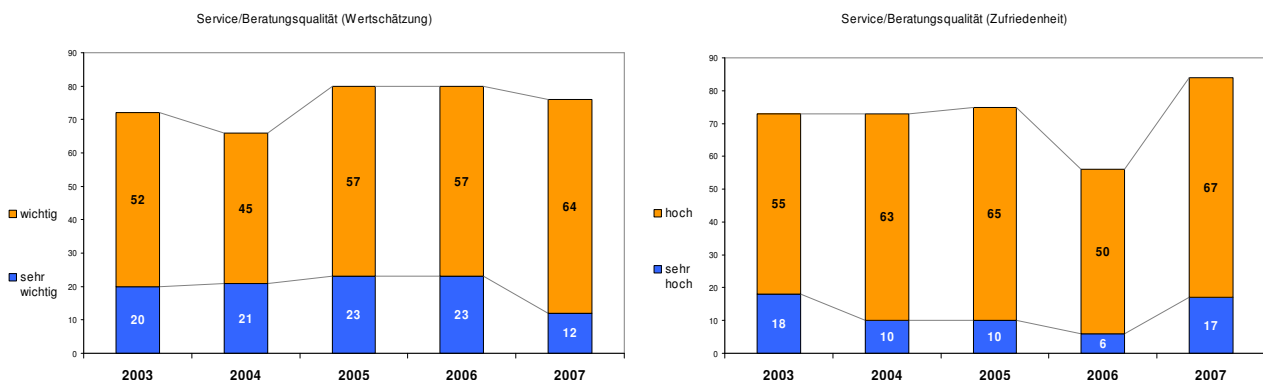
## Zufriedenheit

Der Prozentsatz der in den beiden höchsten Stufen zufriedenen Anleger hat etwas zugenommen. Die höchste Stufe „sehr zufrieden“ gaben wieder 12% wie im Vorjahr an. Die Stufe „hohe“ Zufriedenheit, also die zweitbeste Note, wurde mit 52% nach nur 42% im Vorjahr angekreuzt. Damit verbleiben immerhin noch 32%, die neutral (46%) oder sogar unzufrieden (4%) mit dem Reporting sind.

## Trends

Gleichermaßen bemühen sich Master KAGen wie Custodians um die Gunst der Anleger. Reporting ist der sichtbare Beweis dafür, inwieweit eine Gesellschaft zu einem Anleger passt. Nicht alleine die Größe des Providers oder seine Internationalität bestimmt die Entscheidung eines Investors für oder gegen eine Master KAG oder einen Custodian. Das Anforderungsprofil der Anleger ist aufgrund ihrer jeweils bestehenden Besonderheiten häufig sehr unterschiedlich. Die zunehmende Akzeptanz und Inanspruchnahme von Master-KAGen / Depotbanken sollte auch die Reportingqualität nachhaltig verbessern. Der Konzentrationsprozess hat bei den Master KAGen erwartungsgemäß weiter 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 einem klaren Wettbewerbsverhältnis zu den Master KAGen. Immer mehr dienen bei den Anbietern durchgeführte qualitative Ratings als echte Entscheidungshilfe für institutionelle Anleger.

## B.6.d Service/Beratungsqualität



Grafiken Nr. 14 und Nr. 15: Service/Beratungsqualität

## Wertschätzung

Kundenservice sowie Beratungsqualität sind heute echte Werttreiber in einer funktionierenden Kundenbeziehung zwischen Asset Managern und dem institutionellen Kunden. Zugegebenermaßen wird durch Master KAGen ein Teil der Services und auch der Beratung outgesourct von dem klassischen Manager. Denn Berechnungen wie Attributionsanalysen werden heute teilweise auf Performancemessungsgesellschaften verlagert; genauso werden Reportings oder Stress Test-Berechnungen heute oftmals von Master KAGen oder Custodians übernommen. Beim Manager selbst findet die echte Beratung im Bereich Asset Allocation – u. U. gemeinsam mit einem Consultant – und im Rahmen der gewählten Assetklasse statt. Alleine an dem Umstand, dass Asset Manager in Deutschland auch in der aktuell nicht ganz einfachen Lage an den Kapitalmärkten vorwiegend Vertriebsleute suchen, spiegelt sich der zunehmende Beratungsbedarf im anspruchsvollen institutionellen Geschäft wider. Dabei ist immer mehr von Bedeutung, dass von Seiten der Mana-

ger das erforderliche Verständnis für die spezielle Situation des Institutionellen vorhanden ist. Dazu gehören neben den entsprechenden Anlagemöglichkeiten- bzw. restriktionen auch die zu beachtenden Risikoparameter. Mit 76% lag der aktuelle Wert leicht unter dem Vorjahresniveau (80%).

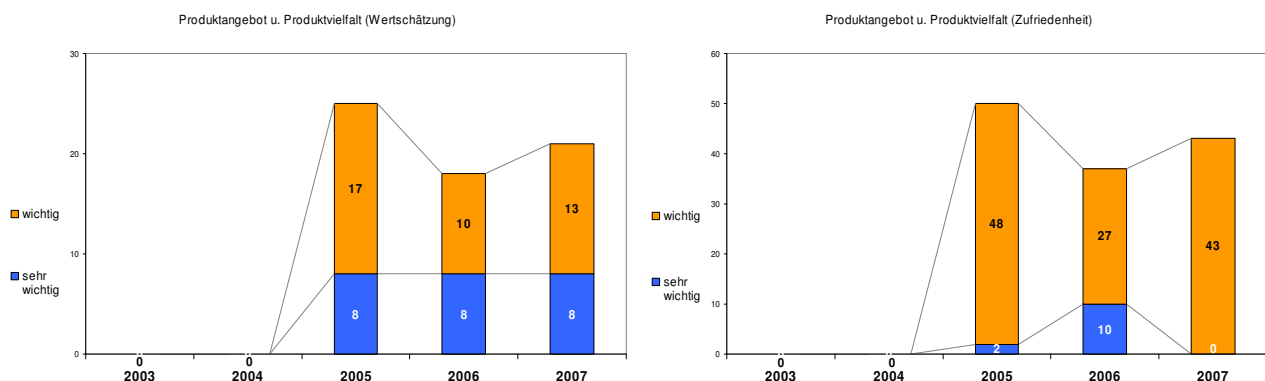
## Zufriedenheit

Im Beratungsbereich haben die Manager offenbar einen guten Job gemacht über die letzte Zeit. Kreuzten in 2006 noch 6% die Bewertung „sehr hoch“ und 50% „hoch“ an, so waren es jetzt 17% und 67%. Die Kunden fühlen sich offenbar zunehmend besser aufgehoben oder beraten von ihrem Asset Manager. 13% der Teilnehmer entschieden sich für die mittlere Stufe „indifferent“ und 4% gaben ihre Zufriedenheit mit „eher niedrig“ an.

## Trends

Die Anforderungen an das Beratungsangebot werden immer größer. „Aufbrechen der Wertschöpfungskette“ heißt das große Stichwort. Dies beinhaltet inzwischen 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 werden wie oben angesprochen bestimmte Aufgaben auf externe Anbieter ausgelagert. 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“. In ihren „Pension Solutions“ – Einheiten verfügen Manager über eine ausgezeichnete Expertise, die sich mit der von ausschließlich auf das bAV-Beratungsgeschäft spezialisierten Häusern absolut messen lassen kann. So haben sich die Deutsche Asset Management sowie Fidelity bereits mit ihrer Pension Solution-Expertise einem Rating bei TELOS unterzogen. Dabei sind auch die internationalen Implikationen gerade bei konzern eigenen Mitarbeiterprogrammen inzwischen ein großes Thema. Beratung aus einer Hand oder unter Einschaltung von Spezialisten ist damit immer mehr ein Differenzierungsmerkmal auch für Asset Manager.

## B.6.e Produktangebot und Produktvielfalt



Grafiken Nr. 16 und Nr. 17: Produktangebot und Produktvielfalt

## Wertschätzung

Im Grunde sind die Produkte ja das eigentliche Asset der Manager, also gewissermaßen das Mittel zum Zweck, nämlich eine gute Performance – bei möglichst überschaubarem Risiko – zu erzielen. Wir leben auch in schwierigen Marktlagen wie derzeit in einer Zeit zunehmender Produktangebote im Asset Management. Dies betrifft inzwischen auch die Publikumsfonds, die beispielsweise in Form von I-Share-Klassen immer mehr in die Portfolios der institutionellen Anleger fließen. Das macht es natürlich für alle 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. Das bedeutet, dass institutionelle Anleger sich eigentlich auch mehr für die Produktvielfalt ihrer Manager interessieren sollten. Umso ernüchternder ist wieder das Ergebnis, wonach immer noch geringe 21% nach 18% im Vorjahr in den beiden höchsten Stufen diesen Aspekt wertschätzen. 33% der Befragten kreuzten die mittlere sowie die zweitniedrigste Stufe, 13% gar die niedrigste Stufe an. Sicher findet dieser Aspekt damit immer noch zu wenig Beachtung.

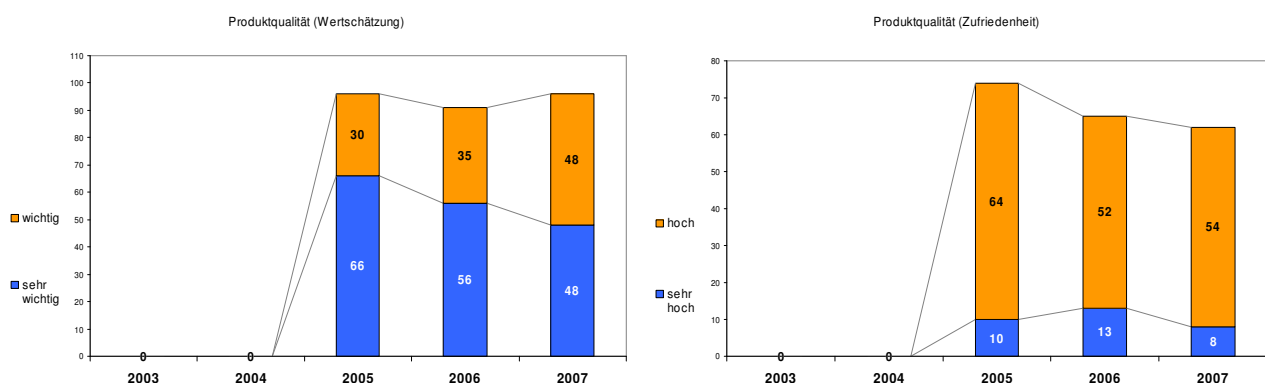
## Zufriedenheit

Konsequenterweise liegt die Zufriedenheit auch auf einem relativ schwachen Niveau. Nur noch 43% nach 37% der Anleger im Vorjahr gaben an, dass ihre Manager eine offenbar gute Produktpalette vorzuweisen haben.

## Trends

Höhere Anforderungen an die Performance sowie insbesondere das Risikomanagement der Assets sowie die generelle Globalisierung der Anlagepolitik zwingen die Investoren, auch das Produktangebot der Manager mehr zu fokussieren. 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



Grafiken Nr. 18 und Nr. 19: Produktqualität

## Wertschätzung

Mit dem Aspekt „Produktqualität“ hinterfragen wir, inwieweit die Investoren wirklich von der Professionalität des Fondsmanagements überzeugt sind. Im Gegensatz zu dem vorigen Kriterium, der Produktvielfalt – und das mag ein Grund für die relativ schwache Resonanz auf diesen vorigen Punkt gewesen sein -, handelt es sich hier mehr um ein produktbezogenes Thema. 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 96% (Vorjahr 91%), die die beiden höchsten Stufen angegeben haben.

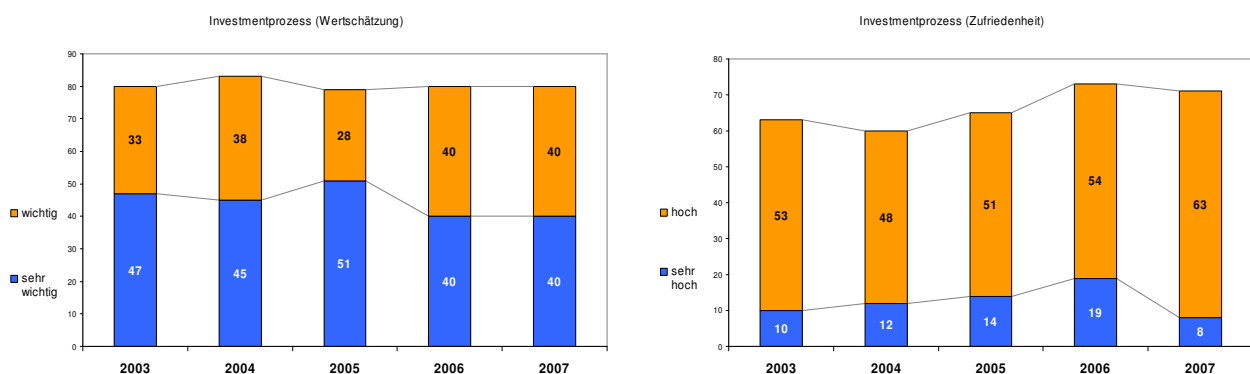
## Zufriedenheit

62% der Befragten (65% 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

In der Produktqualität spiegeln sich alle Punkte, die vermehrt für die Anleger eine Rolle spielen. Zur Produktqualität gehören unabdingbar die Klarheit und Professionalität des gesamten Investmentansatzes. Auch die Einbindung des Researchs, das Qualitätsmanagement (z.B. Performancemessung, Attributionsanalysen), die konsequente Kontrolle der Einhaltung der Investmentstrategie (Produktklarheit- und wahrheit) und die hinter dem Investmentansatz steckenden Köpfe machen das Gesamtbild des Produktes aus. So wollen die Anleger – man sieht das vermehrt bei großen Anlegeradressen – wissen, wie professionell und in welchem Umfeld die Fondsmanager agieren. Der Manager soll 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



Grafiken Nr. 20 und Nr. 21: Investmentprozess

## Wertschätzung

Der „Investmentprozess“ und seine Stabilität und Schlüssigkeit sind das Core zur Erzielung stabiler Returns. Leckt der Prozess selbst, so birgt das enorme Gefahren für den Investor in sich. Entsprechend hoch wird der Stellenwert dieses Kriteriums aus Sicht der Anleger mit, wie im Vorjahr, 80% Zustimmung in den beiden höchsten Stufen angesehen.

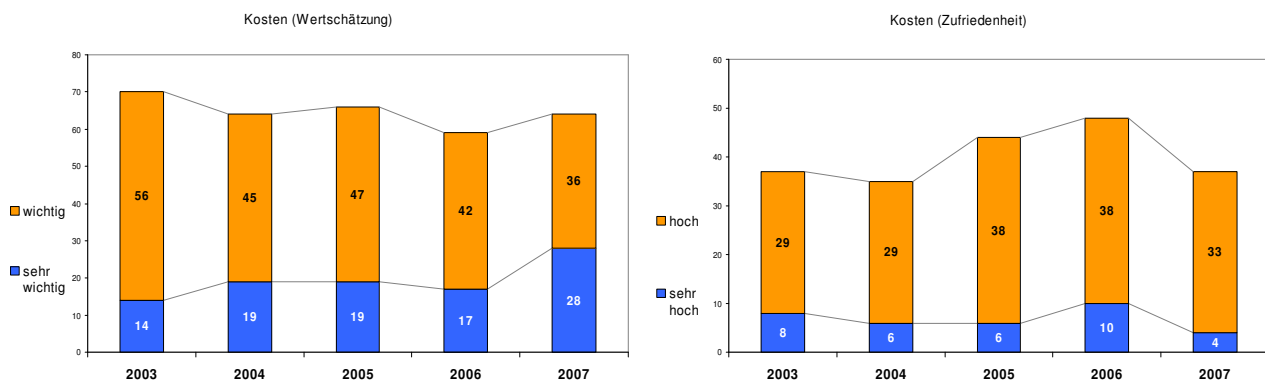
## Zufriedenheit

Die Zufriedenheitsquote hat sich in den beiden oberen Stufen gegenüber dem Vorjahr (73%) auf jetzt 71% leicht verschlechtert, was vielleicht auch ein wenig den volatilen Märkten als Sentiment geschuldet ist.

## Trends

Als Werttreiber oder in unglücklichen Lagen auch Wertvernichter rückt der „Investmentprozess“ immer mehr in den Fokus des Anlegerinteresses. Dem ersten Schritt, nämlich der Entscheidung für eine bestimmte Assetklasse, folgt automatisch die Entscheidung darüber, welchem Manager und damit welchem Investmentprozess der Anleger das größte Vertrauen entgegenbringt. Gut durchstrukturierte Investmentprozesse sind dabei ein Garant für eine stabile Performance. Gerade in Zeiten zunehmender Produktvielfalt hat die Bereitschaft der Asset Manager zugenommen, ihre Vorgehensweise bei den Investmentprozessen transparenter 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. Das heißt, der Anleger muss das Produkt und seine Funktionsweisen auch „verstanden“ haben. Angesprochen sind hier Punkte wie Produktklarheit- und wahrheit, klare Strukturierung des Investmentprozesses sowie nachhaltiges Entstehen für die Fondscharakteristik. Hierin liegt nicht nur bei klassischen Produkten der Schlüssel zum Erfolg, sondern insbesondere bei Alternative Investments wie Hedge Funds. Denn das Hedge Fonds immer noch nicht zur Standard-Assetklasse gehören, haben wir ja zu Beginn der Studie gesehen.

## B.6.h Kosten



Grafiken Nr. 22 und Nr. 23: Kosten

## Wertschätzung

Gegenüber dem Vorjahr mit 60% in den beiden höchsten Bedeutungsstufen ist der Wert in diesem Jahr in der Wertschätzung leicht angestiegen und zwar auf 64%. Dies sollte am Ende nicht erstaunen, da Kosten nota bene die Performance beeinflussen und zwar negativ. So kreuzten auch weitere 36% unserer Teilnehmer die mittlere Bedeutungsstufe und keiner die Stufen 4 und 5 an.



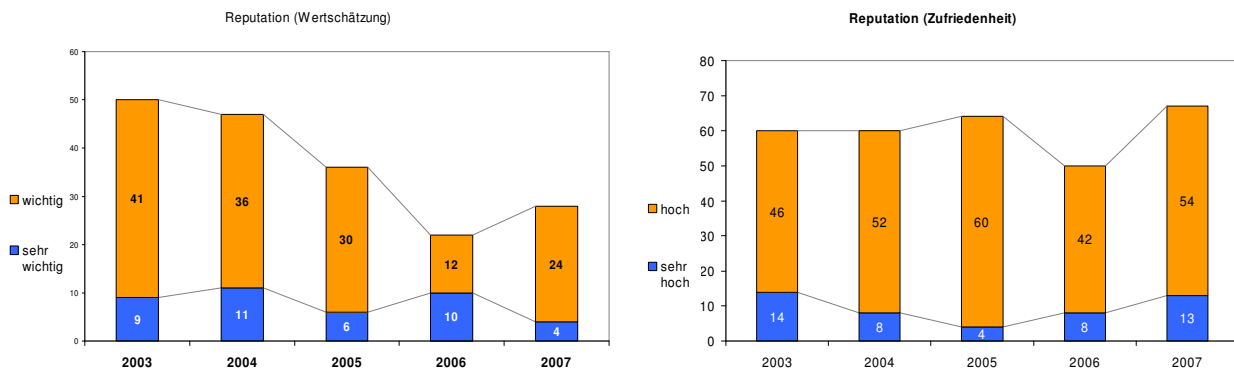
## Zufriedenheit

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 4% auf der ersten Stufe und 33% auf der zweiten Zufriedenheitsskalierung und damit mit zusammen 37% deutlich unter dem Vorjahreswert von 48%. Dies hat sicher mit teilweise in der zweiten Jahreshälfte 2007 erlittenen Verlusten in den Portfolios zu tun. In solchen Phasen steigt die Sensibilität für Kosten an.

## Trends

Im Zuge zunehmender Transparenz – siehe Mifid - haben auch die Kosten mehr Beachtung bei den Investoren gefunden. Die eigentliche Management Fee wird auch wieder mehr zum Objekt der Begierde. Unsäglich sind die Auswahlprozesse, in denen sich zum Beispiel bei laufenden Pitches zwei oder drei Manager in der engen Endauswahl wieder finden und dann erst die Frage der Kosten – ernsthaft - auf den Tisch kommt und eventuell zum entscheidenden Kriterium für die finale Entscheidung wird. Der professionelle Umgang mit der Kostenfrage hat sich seit einigen Jahren sicher verbessert. Gute Produkte mit aufwändigem Research haben ihren Preis, was von Anlegerseite heute aber auch nicht mehr so einfach akzeptiert wird wie noch vor ein bis zwei Jahren, als ausländische Manager zum Teil traumhafte Fees etwa für globale Aktienmärkte durchdrücken konnten.

## B.6.i Reputation



Grafiken Nr. 24 und Nr. 25: Reputation

## Wertschätzung

Mittels des Kriteriums „Reputation“ wollen wir erfassen, wie der Asset Manager im Markt, also in seinem äußeren Erscheinungsbild, wahrgenommen wird. Dieser Bewertungspunkt ist eher den „soft factors“ zuzurechnen. Dieser Gesichtspunkt spielt bei der Manager-Auswahl der institutionellen Anleger offenbar eine untergeordnete Rolle. Nur 28% (nach 22% im Jahr zuvor) messen dem eine höhere Bedeutung zu. 44% der Befragten bewerteten diesen Aspekt „indifferent“, 28% schätzten die „Reputation“ sogar „eher unwichtig“ bis „unwichtig“ ein. Damit ist dies eines der wenigen Kriterien, bei denen unsere Skala von „1“ bis „5“ voll ausgenutzt wurde.

## Zufriedenheit

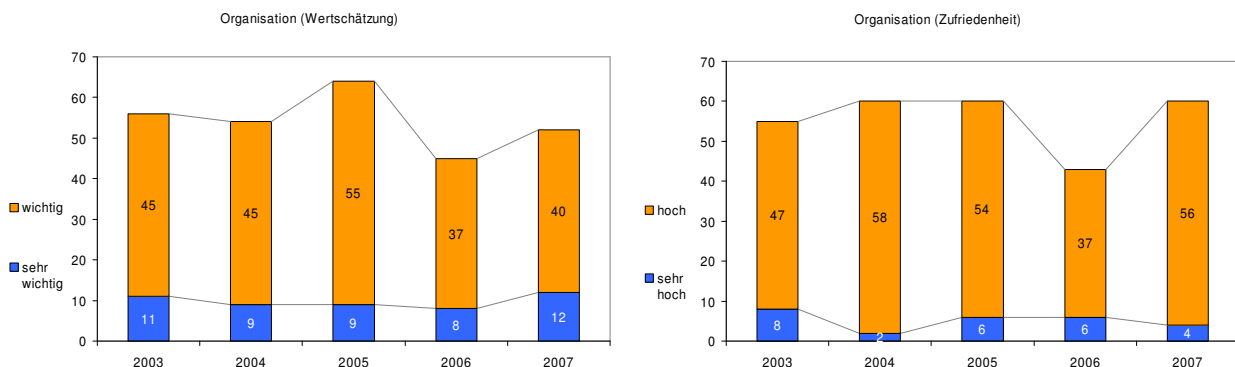
Der Grad der Zufriedenheit in den beiden ersten Stufen lag mit 67% immerhin gut über dem schwachen Vorjahreswert von 50%. Knapp jeder dritte Anleger (29%) kreuzte das neutrale Feld „indifferent“ an.

## Trends

Der Begriff „Reputation“ hat eine zweifache Dimension. Zum einen kann die Reputation positiv wahrgenommen sein oder auch neutral, sprich, die Gesellschaft ist eher unauffällig. Soweit befin-

det man sich im grünen Bereich. Die andere Seite der Medaille besteht aber darin, dass ein Manager durch welchen Umstand oder welches Ereignis auch immer gewissermaßen in die Schlagzeilen gerät und sein Ruf angeschlagen ist. Kein Investor kann es sich heute „leisten“, mit solch einem Manager zusammenzuarbeiten, selbst wenn dieser performancebezogen einen guten Job macht. Hier geht es um Vertrauensfragen. Geht dieses verloren und beruht dies auf im Markt bekannten Tatsachen, so läuft der Entscheidungsträger auf Seiten des institutionellen Investors selbst Gefahr, als „Fehlentscheider“ an den Pranger gestellt zu werden. Einem guten bzw. vernünftigen Renommee des Managers sollte aus diesem Grunde eine größere Beachtung geschenkt werden. In dem Zusammenhang müssen wir uns daran erinnern, wie schwer sich teils hervorragende ausländische Manager im deutschsprachigen Bereich tun, Referenzadressen zu überzeugen, mit Ihnen zusammenzuarbeiten. Und woran liegt das? An dem fehlenden Bekanntheitsgrad sprich Renommee und Reputation des Managers. Vielleicht steckt in unserem Ergebnis aber auch gerade für unbekanntere Anbieter eine echte Chance, sich hierzulande zu positionieren?

## B.6.j Organisation



Grafiken Nr. 26 und Nr. 27: Organisation

### Wertschätzung

Der Begriff „Organisation“ bezieht sich auf die Gesellschaft des Managers und 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“. 52% nach 45% im Jahr zuvor halten diesen Punkt für wichtig.

### Zufriedenheit

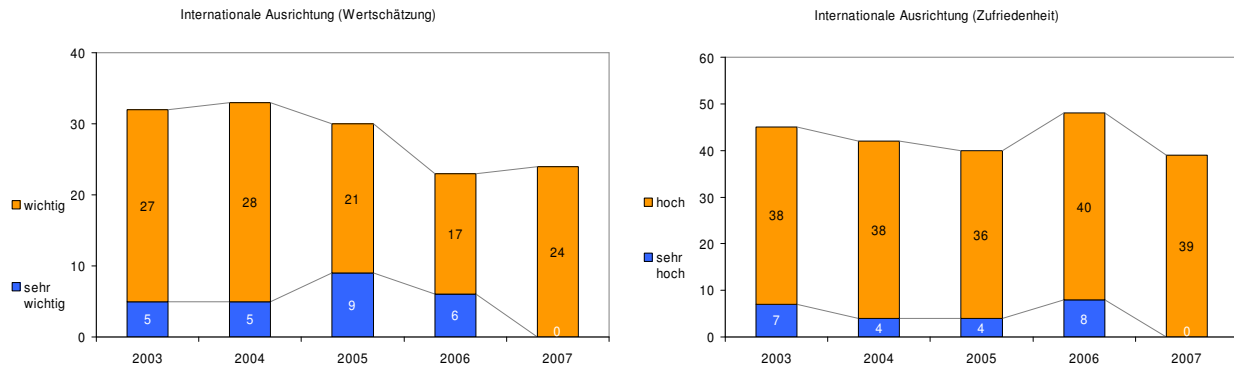
Jetzt doch 60% nach lediglich 43% im Vorjahr zeigten sich in den beiden höchsten Zufriedenheitsstufen offensichtlich bei ihren Managern sehr gut oder gut aufgehoben. 12% der Teilnehmer und damit doppelt so viele wie im Vorjahr kreuzten die höchste Zufriedenheitsstufe an.

### Trends

Diese wieder etwas erfreulichere Wertschätzung des Kriteriums „Organisation“ ist zu begrüßen. Sie ist Spiegelbild dessen, was im Markt auch an Bedeutung gewinnt. Die Investoren wollen mehr über ihren Manager erfahren und neben dem Performancelieferanten „Investmentprozess“ gehört dazu nun mal eine stabile Organisation, in die der Fondsmanagementbereich integriert ist. Ein bisschen Zeitgeist spielt bei diesem Bewertungskriterium ebenfalls eine Rolle. Je unsicherer die Märkte, desto mehr schauen Anleger auch auf den Background des Managers. Dies vermittelt – soweit das Ergebnis positiv ist – eine gewisse Sicherheit. Jedenfalls hat man an der Kante keinen Fehler gemacht. In ruhigeren Kapitalmarktzeiten – wie wir es im Grunde seit 2003 erlebt haben – werden die Prioritäten anders gewichtet als in turbulenten Zeiten wie derzeit. Auf der anderen Sei-

te sollten die institutionellen Investoren ganz prinzipiell mehr auch auf die Organisation ihres Managers schauen. Letztendlich haben Defizite gerade im organisatorischen Sektor meist zu den erwähnten großen Skandalen und Marktverwerfungen geführt.

## B.6.k Internationale Ausrichtung



Grafiken Nr. 28 und Nr. 29: Internationale Ausrichtung

### Wertschätzung

Die Wertschätzung für die Internationalität des Asset Managers liegt mit 24% auf Vorjahreshöhe, aber deutlich niedriger als im Jahr 2005 noch mit 30%. Diese Stabilisierung auf tatsächlich niedrigem Niveau (2004: 33%, 2003: 32%, 2002: 45%) bedeutet fast eine Negierung der Wertschätzung, ob es sich um eine internationale Adresse handelt. Die höchste Stufe „sehr wichtig“ wurde gar nicht berücksichtigt.

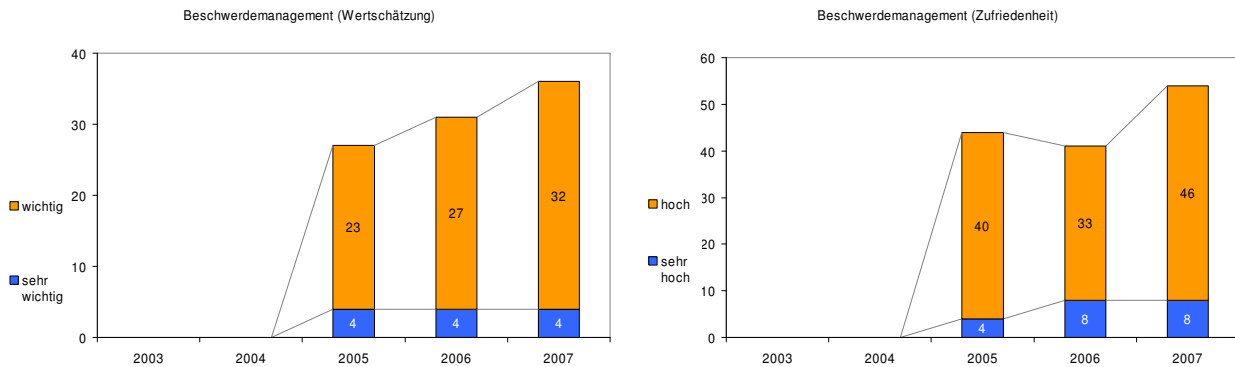
### Zufriedenheit

Die Zufriedenheitsquote rangiert mit 39% nach 48% in 2005 nochmal klar unter dem Vorjahresniveau. Die Höchststufe „sehr hoch“ kreuzte kein Teilnehmer an. Auffallend auch der hohe Anteil derer, die „indifferent“ angaben (52%).

### Trends

In unseren Ausführungen zuvor hatten wir schon auf den neuen Trend hingewiesen, wonach sich ausländische Manager hierzulande schwerer tun als in den Jahren zuvor. Der ausgesprochen niedrige Wert ist teilweise mit der bereits beschriebenen „Aufholjagd“ der nationalen Asset Manager zu erklären. Vielleicht hat „Internationalität“ auch eine neue Ausprägung durch die Europäisierung des Marktes. Es gibt immer mehr Anbieter, die auch in Wien, Paris oder London eine Dependence unterhalten. Europa wird heute ganz anders betrachtet als vor Einführung des Euro. Man rückt näher zusammen. Und wenn Internationalität dann USA oder Asien bedeutet, so werden diese Märkte heute auch über die heimischen Anbieter – zumindest diejenigen ab mittlerer Größe – auf die eine oder andere Art abgedeckt. Damit wird zugleich mit dem eine Zeitlang kolportierten Gerücht aufgeräumt, dass Internationalität zugleich Mehrperformance bringt. Das Jahr 2005 brachte den großen, internationalen Playern zwar den Durchbruch in den deutschsprachigen Bereichen. Diese Position müssen sie heute aber mehr denn je versuchen zu halten, wenn sich das Rad der Geschichte nicht wieder zurückdrehen soll.

## B.6.1 Beschwerdemanagement



Grafiken Nr. 30 und Nr. 31: Beschwerdemanagement

### Wertschätzung

Der Punkt „Beschwerdemanagements“ greift die Frage der Kundenbetreuung auf. Inwieweit ist der Asset Manager in der Lage, auf Kundenwünsche bzw. dessen Beschwerden zeitnah zu reagieren? Mit 35% nach 31% im Vorjahr in den beiden höchsten Wertschätzungsstufen maß damit gut 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 Fondsadministration oder im Zuge des Spezialfondsmandates kam. So erklärt sich auch die hohe Zahl derer, die „indifferent“ angegeben haben (40%).

### 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 jetzt mehr als jeder zweite Teilnehmer, nämlich 54% (nach 41% 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

„Beschwerdemanagement“ ist heute ein integraler Bestandteil der Gesamtbetreuung eines institutionellen Kunden. Für die Manager selbst bedeutet ein gutes Managen dieses Punktes aber auch eine Sicherung des Mandates im Sinne der Bestandserhaltung bestehender Mandate. Auch hier gilt wieder die alte Regel, dass der Investor sicher bereit ist, ein Defizit auf Seiten seines Managers zu verzeihen. Kommen aber zwei oder mehr Punkte zusammen, so wächst die Bereitschaft, das Mandat einem anderen Manager anzuvertrauen. Nicht umsonst hat sich die Asset Management Branche inzwischen auf diesem Feld professionalisiert. Einem institutionellen Investor stehen heute bestimmte Ansprechpartner oder Teams zur Verfügung, die seine Wünsche so schnell und umfänglich wie möglich zu beantworten versuchen. Heute fasst man dies unter dem Begriff Relationship Management zusammen. Viele Manager verfügen insoweit auch über institutionalisierte CRM-Systeme (Client Relationship Management Systeme), die den Kunden mit seinen wesentlichen Anforderungen und Daten erfassen und eine entsprechende Wiedervorlage garantieren.

## B.7 Bereitschaft zum Austausch der Asset Manager

Das Auswechseln eines Asset Managers war und ist nach wie vor ein heikles Thema. Natürlich möchte ein Manager ungerne vor die Tür gesetzt werden. Zum anderen wollen – müssen aber nicht – die institutionellen Anleger selbst ihre Entscheidung für eine Auswechslung begründen. Sicher vereinfacht dieses Verfahren die inzwischen etablierte Master KAG-Landschaft ganz erheblich. Ein Teil des früher noch gekannten persönlichen Kontaktes geht naturgemäß durch die Einschaltung einer Master KAG genauso wie durch den Einfluss eines Consultants verloren. In der Regel sind es aber genau die im vorigen Kapitel angesprochenen Kriterien zur Einschätzung eines Managers, die über Wohl und Wehe eines Mandates entscheiden. Haben die Veränderungen in der Einschätzung der oben aufgeführten 12 Kriterien nun auch einen Einfluss darauf, wie Investoren mit ihren Managern künftig umgehen? Von Interesse waren für uns hier nur die bestehenden Mandate. Unsere Frage lautete präzise, ob die Anleger für das nächste Jahr geplant haben, ihren Manager konkret auszuwechseln. Als wir noch vor zwei Jahren und davor die Wechselbereitschaft abprüften, war unsere Frage allgemeiner gestellt. Da wollten wir noch wissen, ob der Investor bereits einmal einen Managerwechsel vorgenommen hat bzw. dies in naher Zukunft plant. So konnten wir bei dieser Fragestellung immer Quoten von 83% und mehr registrieren. Inzwischen wird es kaum noch Investoren geben, die von einem Wechsel noch keinen Gebrauch gemacht haben. Aber wie sieht es nun konkret mit einem angekündigten Wechsel in den kommenden 12 Monaten aus? Wie stellt sich der Vergleich auch zum letzten Jahr dar, in dem ja im Grunde die Welt noch in Ordnung war und die Frage genau wie in dieser aktuellen Studie abgefasst war? Die Prozentzahl pro Wechselbereitschaft liegt in diesem Jahr bei 45%. Im Vergleich dazu der Vorjahreswert: 56%. Erklären ließe sich der Rückgang der Wechselbereitschaft vielleicht mit der zurzeit unsicheren Lage und einer insoweit abwartenden Haltung, die die Anleger eingenommen haben. Interessant ist der Unterschied zwischen österreichischen und deutschen Investoren. Im letzten Jahr waren es in Österreich immerhin zwei von drei Investoren (67%), die wechseln wollten, in Deutschland „nur“ jeder Zweite (52%). Das Verhältnis hat sich umgekehrt, heute sind über 53% der Anleger deutscher Provenienz und nur noch 29% aufseiten der Österreicher zu einem kurzfristigen Austausch einer ihrer Manager bereit. Auf den ersten Blick sieht das nach einer Eindämmung des Gefahrenpotentials aus, Bestandskunden zu verlieren. Andererseits wird durch diese Zahlen doch eindringlich auch bestätigt, dass eine ganz grundsätzliche Bereitschaft bei den Investoren vorhanden ist, aufgrund von Unzulänglichkeiten relativ zeitnah einem Austausch zu reagieren. Wie in den Jahren zuvor lässt sich erkennen, dass der Performancedruck und die größere Auswahl an professionellen Managern, dazu die gute Beratung von Consultants und nicht zuletzt die vielfältigeren Produkteinsatz-Alternativen die institutionellen Anleger mehr und mehr sensibilisierten, auch unbequeme Entscheidungen zu treffen. Letztlich entscheidend sind, wie schon gesagt in der Hauptsache die Performance und der Service!

Bei einer näheren Betrachtung des Anlegerkreises, der eher wechselbereit ist, ist folgendes festzustellen, Überwiegend sind es größere Adressen, die nicht zuletzt aufgrund der Vielfalt ihrer Fondsanlagen, Segmente und Manager eher einmal in die „Verlegenheit“ kommen, ein Mandat umzuschichten. Im Übrigen verteilt sich der Kuchen der Wechselbereitern auf Versicherer, Pensionskassen und vorwiegend Banken.

## 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 (in Klammern stehen die Vorjahreszahlen):

	"ja" insgesamt	"ja" Deutschland	"ja" Österreich
Stärkere Anlagen in Publikumsfonds	40% (65%)	35% (69%)	50% (47%)
Investitionen in Hedge Fonds	28% (48%)	29% (42%)	25% (53%)
Private Equity-Anlagen	24% (40%)	24% (44%)	25% (26%)
Immobilienfonds-Anlagen	40% (52%)	41% (47%)	75% (53%)
Passive Investments (z.B. Index-Fonds)	20%	29%	0%
Struktur Produkte/Zertifikate	20% (37%)	18% (36%)	25% (32%)
Master KAG einrichten, soweit noch nicht vorhanden	20% (23%)	12% (25%)	50% (16%)
Qualitative (Fonds-) Ratings	52% (60%)	58% (56%)	50% (45%)

Tabelle Nr. 4: Bedeutung aktueller Themen für Investoren (%)

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

Seit dem Jahr 2005 investieren Institutionelle verstärkt in Publikumsfonds. Heute schätzen 40% (Vorjahr 65%) unserer Teilnehmer dieses Thema noch als „wichtig“ ein. In Deutschland liegt der Prozentsatz dieses Mal etwas niedriger als bei den österreichischen Anlegern. 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. Dadurch sind Publikumsfonds mit größeren Anteilen seitens Institutioneller auch besonders anfällig bei größeren Umschichtungen. Die Abhängigkeit der Manager von einzelnen Institutionellen steigt damit stark an, was den Fonds bei größeren Abflüssen in Bedrängnis bringen kann. Die Gründe pro Investments in Publikumsfonds 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 an Assetklassen abdecken zu können. Hier sind Mitteleinsätze in Publikumsfonds das geeignete Mittel. So lassen sich beispielsweise auch strukturierte Produkte in einstelligen Millionenbeträgen sehr gut im Portfolio beismischen. 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. Nicht zuletzt haben unsere statistischen Ausführungen zu Beginn verdeutlicht, dass das Gesamtvolumen an Publikumsfonds bereits in Deutschland an den Spezialfonds vorbeigezogen ist.

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

Zu Beginn der Studie haben wir uns bereits intensiv mit diesem Thema beschäftigt und festgestellt, dass diese Assetklasse aus Diversifikationsgründen im Gesamtvolumen – wenn auch nur

leicht – zugenommen hat. Auch sind immer mehr Investoren bereit, konkret zu investieren. Bei der Frage nach der „Wichtigkeit“ hat sich hier knapp jeder dritte Anleger in dieser Form geäußert. Hedge Fonds Manager tun sich nach wie vor nicht leicht, bei Institutionellen zu punkten. 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 dieser Assetklasse tun.

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

Den „Alternative Investments“ zugehörig, muss dieser Markt als derzeit sehr problematisch eingeschätzt werden. Das bestätigen auch die jetzt nur noch 24% (Vorjahr 40%) der befragten Investoren, die diese Assetklasse bzw. ein Engagement als wichtig identifizierten. Diese Assetklasse ist dank der noch immer in den Köpfen steckenden Heuschreckendiskussion und die Vorsicht von Unternehmen, an die Börse zu gehen, in den Portfolios unterrepräsentiert. Schauen wir uns heute die Märkte im Vergleich zum Vorjahr an, so müssen wir allerdings erkennen, dass jegliche Finanzierungsmöglichkeit oder Leverage zum Aufbau von Private Equity – Produkten mehr oder weniger ausgeblutet ist. Im letzten Jahr wiesen wir noch auf die positive Resonanz der institutionellen Kunden im Hinblick auf diese Assetklasse hin. Die Situation hat sich aufgrund der Kreditklemme aktuell erheblich zugespitzt. Zunächst einmal muss wieder Vertrauen in den Märkten generell, gerade aber auch im Private Equity Sektor, zurückgewonnen werden, bevor hier wieder Investitionswillen erkennbar sein wird.

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

Immer noch 40% der Anleger (Vorjahr: 50%) sehen Immobilienfonds-Produkt als eine „wichtige“ Anlagealternative an. Dies bestätigt unser zu Beginn der Studie gemaltes Bild, wonach sich die Immobilienfonds innerhalb der Gruppe der „Alternatives“, aber auch im Verhältnis zu den Gesamtassets (also Aktien und Renten) in einem schwierigen Umfeld hervorragend geschlagen haben. Die dramatischen Immobilienfonds-Jahre 2005 / Anfang 2006 liegen weit genug hinter uns. Die Immobilienfondsbranche hat schnell reagiert und auch den Zug zur Internationalität bestiegen. Und durch gute Performanceergebnisse hat die Branche unter Beweis gestellt, dass die Immobilien (-fonds) gerade in volatilen Kapitalmärkten eine solide Alternative mit positiven Returns darstellen. Das in 2005 / 2006 verloren gegangene Vertrauen ist offenbar durch vertrauensbildende Maßnahmen wie die von BVI gemeinsam mit Branchenvertretern initiierten Wohlverhaltensregeln wieder zurückerobert worden.

### **B.8.e Passive Investments**

Passives Investment oder „Index-Tracking“ ist inzwischen als eine sehr bekannte und gängige Investitionsmöglichkeit auch von institutionellen Anlegern erkannt. Dies trifft zumindest auf den deutschen Markt zu, auf dem knapp jeder dritte Anleger dieses Thema für bedeutend einstuft. Wir können uns des Eindrucks nicht erwehren, dass inzwischen aber die aktiven Ansätze wieder stärker in den Fokus rücken. Dies haben ja auch unsere Ergebnisse zuvor gezeigt, wonach passives Management derzeit nicht en vogue ist. Wenn insbesondere die Aktienmärkte einen positiven Verlauf nehmen, wird passives Management eher bevorzugt, um etwa durch einfache und kostengünstige Nachbildung von Indizes das Risiko zu streuen und das Risk Exposure in Form von Einzelwetten herunterzufahren bzw. zu vermeiden. In der aktuellen Marktlage ist die Gefahr eines Abwärtsrutsches mit den Indizes noch zu groß.

## **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. Auch hier wird der Ruf nach Ratings immer lauter. Die Intransparenz dieses Marktes wird deutlich, wenn wir uns die Zahl von derzeit an die 300.000 (!) Zertifikaten in Deutschland vor Augen halten. Über Zertifikate-Strukturen erwerben Anleger Assetklassen (z.B. Aktien), die sie über einen Direkterwerb wie der Teufel das Weihwasser scheuen würden. Immerhin immer noch 20% nach über 37% der institutionellen Anleger im Vorjahr sind davon überzeugt, dass strukturierte Produkte für sie in Zukunft von Bedeutung sind.

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

Immer mehr Anleger nutzen diese Möglichkeit der „outgesourceten Administration“. Bei der Master KAG handelt es sich um eine deutschlandspezifische Institution in Form einer Kapitalanlagegesellschaft mit dem Fokus auf Administration praktisch ohne Fondsmanagement. Nicht zuletzt aufgrund eines immer mehr verfeinerten Serviceangebots etwa in Form eines eReportings sind Master KAGen heute ein nicht mehr wegzudenkender Support für viele institutionelle Anleger. In Anbetracht des Umstandes, dass viele Anleger bereits eine Master KAG beauftragt haben, ist der Prozentsatz von 20 recht hoch und zeigt in die Richtung, dass der Markt immer mehr in die endgültige Verteilungsphase einmündet. Das Master KAG-Geschäft hat sich bei Erreichen bestimmter Größenordnungen und durch damit verbundene Nutzung von Skaleneffekten zu einer echten Erfolgsstory entwickelt. Auch kleinere Anlegeradressen kommen aufgrund der anziehenden Anforderungen an ihr Risikomanagement nicht mehr darum herum, sich diese Expertise von außen in ihr Haus zu holen; und hier steht die Master KAG bereit. Das Gesamtpotential sollte sich auch durch diese Betrachtungen noch mehr erweitert haben im Vergleich zum Vorjahr.

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

Qualitative Ratings sind seit etwa drei Jahren eine feste Größe im Asset Management geworden. Die Palette an Ratings hat sich von der Bewertung ganzer Einheiten (sog. Manager Rating), Master KAGen, Depotbanken, Vermögensverwalter, Pension Solution-Einheiten, Immobilienfonds bis hin zu klassischen Fonds-Ratings ständig erweitert. Die alleinige Heranziehung und Auswertung von Performance- und Risiko-Kennzahlen auf Fonds- oder Produktebene reicht heute alleine nicht mehr aus, um eine aussagekräftige Analyse anfertigen zu können. Die Auswertung von Zahlen ist dennoch ein Muss, alleine schon, um einen Gesamtüberblick über alle verfügbaren Produkte zu einer bestimmten Assetklasse zu erhalten. 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 stellen qualitative Ratings zum Nutzen des Anlegers sicher, dass er sich für das Produkt und das Fondsmanagement entscheidet, das zu seinem persönlichen Anlegerprofil passt. Für institutionelle Investoren werden qualitative Ratings immer mehr an Bedeutung gewinnen, was die überzeugenden 52% in unserer Umfrage unterstreichen. Der Investor will einerseits wissen, mit welchem Asset Manager er es zu tun hat – Thema Organisation und Prozesse – und auf Fondsebene, wer ein für ein Investment ins Auge gefasstes Produkt unter welchen Voraussetzungen managt. Hier geht es um Produktklarheit- und wahrheit, Schlüssigkeit des Prozesses und funktionierendes Qualitätsmanagement und Controlling des Prozesses.



## **C Zusammenfassung und Ausblick**

Das Jahr 2007 wird vielen Teilnehmern mehr als andere Jahre in Erinnerung bleiben. Verließ die erste Jahreshälfte noch ungestört, so wurden wir in der zweiten Hälfte des Jahres durch die Subprime-Krise schmerzlich daran erinnert, dass die Kapitalmärkte keine Einbahnstraße sind. Genau so wurde in uns aber auch wachgerufen, dass die „Innovationskraft“ der Branche unendlich groß ist und dass selbst Teilnehmer aus dem Markt wie viele Bankhäuser die eingegangenen Risiko Exposures gar nicht mehr selbst einzuschätzen wußten. Mit dieser Vertrauenskrise haben wir nach wie vor zu kämpfen. Auch das Thema Inflation kann uns in nächster Zeit wieder Kopfzerbrechen bereiten. In solchen Zeiteinfach nur Ruhe zu bewahren, reicht sicher nicht aus. Die Anforderungen gegenüber institutionellen Anlegern werden höher und dies erfordert professionelle Reaktionen von deren Seite. Unsere diesjährige Studie hat gezeigt, dass es bei fast allen Themen, die wir angesprochen haben, mehr oder weniger deutliche Bewegungen gegeben hat. Was die Asset Allokation betrifft, so hat die Risikobereitschaft deutlich nachgelassen. Die Rentenpapiere werden zurzeit bevorzugt; nicht zu vergessen ist allerdings hierbei der negative Hebel auf die Kurse gerade bei Langläufern. Die Immobilienfonds haben sich als echte Alternative herauskristallisiert; die anderen Alternativen Assetklassen müssen sich jedoch noch in Bescheidenheit üben. Aber auch hier wird die Zeit Änderungen bringen und Hedge Fonds sowie Private Equity werden ihren Anteil am Gesamtkuchen erhalten. Ob dies am Ende auch ausländischen Fondsanbietern hilft, sich stärker im deutschsprachigen Bereich zu etablieren, sei dahingestellt. Fest steht, dass die deutschen Fondsgesellschaften wieder Terrain zurückgewonnen haben.

Starke Veränderungen haben wir – zumindest für deutsche Verhältnisse – im Consultant-Markt erlebt. Professionelle Beratung ist zwar unbestritten in Zeiten wie heute dringend geboten. Aber die im deutschen Markt präsenten Beratungshäuser machen es den institutionellen Anlegern auch nicht gerade leicht, Vertrauen zu fassen. Die über die letzten eineinhalb Jahre zu beobachtenden Veränderungen auf gesellschaftsrechtlicher Ebene müssen nun auch erst einmal verdaut werden.

Der deutsche Markt gilt bei allen Asset Managern nach wie vor als attraktiv und ausbaufähig. Wenn sich auch nicht alle Manager leicht tun, hierzulande Mandate zu gewinnen, bestimmte Beispiele inländischer wie ausländischer Asset Manager zeigen, dass dies funktionieren kann, vorausgesetzt, die Produkte sind gut und – was mindestens genauso wichtig ist – der Manager verfügt über die nötige personelle Ausstattung, versuchen Ratings, diesen Transparenzanforderungen Rechnung zu tragen. Sobald sich wie im Bereich der Master KAGen die wichtigen Anbieter haben raten lassen, wird ein solcher Stempel immer mehr zum Differenzierungsmerkmal für institutionelle Investoren. Damit wird auch das Sicherheitsbedürfnis der Anleger befriedigt. Wir müssen uns nochmal vor Augen halten, dass etwa zwei Drittel der in Spezialfonds geparkten Gelder in der einen oder anderen Art zur Ausfinanzierung von Versorgungsverpflichtungen dienen.

Unsere diesjährige Studie und die gewonnenen Erkenntnisse haben eindrücklich gezeigt, dass „Stillstand Rückschritt“ bedeutet. Die Asset Management-Branche ist immer in Bewegung und immer wieder für – auch negative – Überraschungen gut. Doch die ständigen Herausforderungen führen natürlich auch zu einem alles in allem deutlich professionelleren Umgang mit bestimmten Themen, wenn wir alleine an die rasanten Entwicklungen im Bereich Risikomanagement denken. Das nächste Topic ist ja auch schon gesetzt und könnte zum Unwort des Jahres 2008 werden: die „Abgeltungssteuer“. So gesehen dürfen wir wie im Vorjahr sicher davon ausgehen, dass auch im Börsenjahr 2008 keineswegs Langeweile aufkommen wird.

## **TELOS GmbH**

Abraham-Lincoln-Straße 7

D-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)