

Für ein institutionelles Asset Management „Made in Germany“

„Die Fähigkeit zur Innovation entscheidet über unser Schicksal“, hat Roman Herzog in einer Rede am 26. April 1997 einmal gesagt. Innovationspotenziale auszuschöpfen, hat nicht nur eine überragende Bedeutung für die Zukunftsfähigkeit eines Landes, sondern bestimmt auch ganz entscheidend die Wettbewerbsfähigkeit von Branchen und Unternehmen. Für wissensbasierte Branchen, wie es die Investmentbranche eine ist, hängt der Erfolg in einem hohen Maße von der eigenen Innovationskraft ab. Dies gilt umso mehr, als sich die Balance zwischen Produkt-Know-how und Produktqualität auf der einen Seite und fest gefügten Vertriebsnetze auf der anderen Seite verschiebt. Die Druckverhältnisse ändern sich, weil der Druck von außen (internationale Konkurrenz) und von innen (institutionelle Investoren auf der Suche nach Alpha) immer größer wird und der Wettbewerb immer stärker über die besten Investmentstrategien und die besten Köpfe geführt wird.

Vorbild deutscher Mittelstand

In Deutschland gilt vor allem der deutsche Mittelstand als Innovationsschmiede par excellence. Und dieser Erfindergeist deutscher Mittelständler hat sich ausgezahlt in Spitzentechnologie, Wachstum und oftmals weltweiter Marktführerschaft, ungeachtet dessen, dass auch dort die „originären Innovationen“ in jüngster Zeit etwas zurückgehen. Wenn der Vorstandssprecher der KfW bei der Vorstellung einer aktuellen Studie über Innovationen im deutschen Mittelstand daher die Befürchtung äußerte, „in Deutschland wachse, überspitzt formuliert, eine Generation von Innovationsverweigerern heran“, zu welchem Urteil käme er dann bei der deutschen Asset-Management-Branche? Von Erfindergeist und Innovationsschmiede kann man dort nicht so ohne weiteres sprechen. Obwohl die

Branche beim wichtigsten Innovationsfaktor, dem Faktor Mensch, alles andere als schlecht dasteht. Denn auch hierzulande gibt es viele gut ausgebildete, motivierte Portfolio-Manager, die unterschiedlichste Investmentansätze verfolgen vom klassischen Stock Picker über quantitative bis hin zu modellbasierten Strategien oder beispielsweise Behavioural-Finance-Ansätze, um nur einige zu nennen.

In puncto Innovation ist die Position somit unklar: Einerseits existiert ein beachtliches Know-how, dass man nicht immer durch den Vergleich mit angelsächsischen Län-

dern herunterreden sollte. Andererseits mangelt es an echter Dynamik. Zwar setzt die deutsche Fondsbranche das meiste Geld mit neuen Produkten um. So flossen allein in 2005 im Retailmarkt von den rund 42 Milliarden Euro Nettozuflüssen stolze 25 Milliarden Euro und damit weit mehr als die Hälfte in neue Produkte. Aber selten handelt es sich dabei um wirklich neue, innovative Ansätze, sondern eher um „alten Wein in neuen Schläuchen“.

Impulse durch Derivate

Bislang geben London und New York die Tonart an. Hunderte von Hedgefonds, darunter der größte börsennotierte Hedgefonds der Welt, die Man Group, steuern ihr Geschäft mittlerweile von London aus. Die Hälfte des täglichen Umsatzes an der Londoner Börse geht auf die Geschäfte mit Hedgefonds zurück. In London finden heute 70 Prozent des globalen Handels in Euroanleihen statt, 31 Prozent des Umsatzes im Devisenhandel, und 20 Prozent aller internationalen Bankkredite werden über London vergeben. Bei den Aktienumsätzen ist die Nyse der unangefochtene Spitzenreiter. Diese sind, nach dem Volumen gerechnet, mehr als doppelt so hoch wie an der Londoner Stock Exchange. Kurzum, in den traditionellen Finanzzentren London und New York werden die Innovationen geboren, die dann die Märkte antreiben: Seien es neue Investmentansätze, die in Form von Hedgefonds, der liberalsten Umsetzungsform, realisiert werden, Portable-Alpha- und Overlay-Konzepte oder alternative Assetklassen. Einzige Ausnahme bildet bislang der deutsche Zertifikatemarkt, der in seiner Vielfalt international führend ist.

Seit gut zwei Jahren wird zunehmend sichtbar, dass Fonds neben der Direktanlage um einen weiteren Wettbewerber reicher sind: Zertifikate beziehungsweise strukturierte

Ralf Lochmüller, Partner, Pia C. Schneider, Pressesprecherin, Lupus alpha, Frankfurt am Main

Die Thesen der Autoren klingen ein wenig nach Nestbeschmutzung: In Deutschland gilt der deutsche Mittelstand als Innovationsschmiede par excellence. Von der deutschen Asset-Management-Branche kann man das nicht so ohne weiteres sagen. Innovationen im Asset Management waren bislang vor allem das Terrain angelsächsischer Vertreter. Die Branche hierzulande beschränkte sich eher auf die Übernahme an der Wall Street und in London entwickelter Investmentideen. Trotz solch nüchterner Bestandsaufnahme verbreiten die Autoren Hoffnung, dass der wachsende Bedarf nach hoch spezialisierten Anlagestrategien auf Seiten institutioneller Investoren in den nächsten Jahren auch mit innovativen Strategien eines Asset Management „Made in Germany“ gedeckt werden kann. Als Anregung zur Schaffung der notwendigen Innovationskultur lenken sie den Blick auf die großen amerikanischen Stiftungen, die mit ihrer ständigen Suche nach alternativen Anlagestrategien und unkonventionellen Managern überdurchschnittliche Renditen erzielt haben. (Red.)



Produkte. Innovationsfreude und Schnelligkeit der Emittenten sind die Hauptgründe für die Popularität von Zertifikaten. Die unterschiedlichen Auszahlungsprofile von Garantiprodukten oder riskanteren Hebelprodukten lassen sich aber in erster Linie durch den Einsatz von Derivaten darstellen, deren Anlagespektrum beträchtlich ist.

Kombination von Investmentbanking und Asset Management

Auch die Fondsbranche hat die Vorteile von Derivatestrategien erkannt und kann sie dank der erweiterten gesetzlichen Rahmenbedingungen nun auch in Form strukturierter Produkte einsetzen. Diese neuen Kombinationsmöglichkeiten aus Investmentbanking und Asset Management verstärken das Zusammenwachsen bislang getrennter Industrien mit allen Chancen, die dies für die Entwicklung neuer Investmentkonzepte bietet.

Doch woran liegt es, dass die Branche sich noch schwer tun, auch im Asset Management den Erfindergeist zu leben, den der deutsche Mittelstand so erfolgreich vornimmt? Liegt es vielleicht daran, dass die Branche statt Chancen zu ergreifen, vor allem über Risiken diskutiert? Liegt es an zu strengen Regularien, an einem vermeintli-

chen Mangel an Tradition und Expertenwissen, an mangelnder Aufgeschlossenheit bei institutionellen Investoren, was neue Investmentstrategien angeht? Oder liegt es am fehlenden Mut der Anbieter trotz schwieriger Anfangsphasen innovative Konzepte an den Markt zu bringen? Man denke an die Hedgefonds-Diskussion.

Innovation im Asset Management sollte nicht mit der Entdeckung neuer Anlagemöglichkeiten in aufstrebenden Wachstumsmärkten oder einem Produktfetischismus verwechselt werden, den man im Retailsektor beispielsweise bei der Auflegung des x-ten Branchenfonds antrifft. Es geht um mehr, es geht um Investitionen in hoch spezialisierte Strategien. Die gibt es aber nur, wenn man zuvor die dahinter stehenden Experten und Talente gefördert hat und ihnen die Freiräume gab, auch einmal in neue Richtungen denken zu können.

Mit der Auflegung der ersten Hedgefonds in Deutschland ist ein Schritt in die richtige Richtung erstmals seit 2004 möglich. Auch wenn bislang erst rund 21 inländische Single-Hedgefonds am Markt sind, und zwei Anbieter sich auch schon wieder vom Markt zurückgezogen haben: Hedgefonds haben das Potenzial als Prototypen für den permanenten Strom an Produktin-

novationen zu fungieren, weil mit ihnen das Portfolio Management ganz neue Freiräume gewonnen hat. Denn Hedgefonds sind eben keine homogene Assetklasse, sondern stehen im Grunde genommen für nichts anderes, als für eine Vielzahl hoch spezialisierter Ansätze, die ganz elementare entscheidende Anlagebedürfnisse auf Seiten institutioneller Investoren decken.

Ein unsicheres Zinsumfeld, volatile Aktienmärkte und knappes Risikokapital können die Renditeoptimierung der Anlagegelder zu einem entscheidenden Wettbewerbsvorteil werden lassen. Trotzdem findet in Deutschland nach wie vor immer noch eine enorme Fehlallokation von Risikokapital statt, bei der teilweise über 90 Prozent der Assets in Rentenanlagen alloziert sind. Ein Renditeanstieg wie in diesem Jahr gesehen kann sich dann schon fatal auswirken. Rentenrisiken allein durch diversifizierende Rentenanlagen zu betreiben, reicht nicht aus. Investoren nähern sich alternativen Ansätzen häufig von der Risikoseite.

Bedarf nach hoch spezialisierten Investmentstrategien wächst

Diversifizierung dient überwiegend der Begrenzung von Risiken und ist in erster Linie nicht allein von der Verbesserung des Up-

side-Potenzials getrieben. Gesucht werden diversifizierende, alternative Anlagekonzepte mit asymmetrischen Rendite-Risiko-Profilen, um wettbewerbsfähige Kapitalmarktrenditen zu erzielen. So wächst die Aufgeschlossenheit von Anlegern in Richtung einer breiteren Diversifizierung und tiefere Spezialisierung auf Gesamtportfolio-Ebene. Diversifizierung meint dabei den Einsatz spezialisierter, gering korrelierender Strategien und die Erschließung neuer Assetklassen. Vorbild sind ausländische Anleger, allen voran die großen US-Stiftungen.

Ob Yale, Harvard oder Stanford, amerikanische Universitäten erzielen Renditen, von denen hierzulande institutionelle Anleger oft nur träumen können. Bei den Spitzenergebnissen handelt es sich um keine Eintagsfliegen, wie David Swensen, der Vermögensverwalter der Yale University zeigt. Bereits seit Mitte der achtziger Jahre an Bord, hat er sich einen Namen gemacht, nur einen relativen geringen Anteil in herkömmlichen Aktien und Bonds zu halten. Stattdessen war der Löwenanteil des Portfolios in alternativen Assets wie Rohstoffen, Immobilien, Private Equity und Hedgefonds investiert, was seit 1995 gerechnet eine jährliche Durchschnittsrendite von über 17 Prozent ergab.

Rahmenbedingungen in Deutschland so gut wie nie

Die ständige Suche nach alternativen Anlagestrategien und talentierten Managern hat sich damit über Jahre hinweg in stabilen und überdurchschnittlichen Renditen ausgezahlt. Denn allein mit der Aufteilung des Vermögens auf die traditionelle Assetklassen Renten, Aktien, Immobilien ist im Gesamtportfolio kaum ein ausgewogenes Rendite-Risiko-Profil im Gesamtportfolio zu erreichen. Ob hierzulande inländische oder ausländische Assetmanager den Bedarf institutioneller Anleger decken, hängt davon ab, inwiefern die Branche willens und in der Lage ist, auf die Nachfrage nach spezialisierten Anlagestrategien zu reagieren und ihren Talenten die notwendigen Freiräume für innovative Ansätze einzuräumen.

Dabei war der äußere Rahmen für Neuerungen in Deutschland noch nie so günstig wie jetzt: Mit dem Investmentgesetz bieten sich gänzlich neue Möglichkeiten, um ähnlich wie im Ausland zum Beispiel freier und flexibler die Chancen von Derivaten auszuschöpfen. Asymmetrische Rendite-

Risiko-Profile lassen sich nunmehr einfacher, kostengünstiger und wesentlich transparenter realisieren. Und der fast totgesagten Balanced-Portfolio-Idee wird durch neue Konzepte wie Tactical Asset Allocation oder Derivatestrukturen zu einer Renaissance verholfen. Wobei sich das hinzugekommene Modell-Know-how in der Praxis noch beweisen muss. Trotzdem ist es wichtig, in diese Richtung weiter fortzuschreiten, weil ein modernes Asset Management heute weit über das von einigen Investoren favorisierte Duration Matching hinausgehen muss. Vielleicht kann man in Deutschland dabei einiges von dem rigorosen Weg der Diversifikation amerikanischer Stiftungen lernen.

Einiges scheint hierzulande bereits in Bewegung gekommen zu sein: Hedgefonds sind in Deutschland seit 2004 zugelassen, fungieren als Prototypen für innovative Ansätze. Die Fondsbranche macht sich das Derivatewissen des Investmentbankings zunutze und integriert Derivatestrategien in neue, strukturierte Fondskonzepten. Und auch die (von niedrigem Niveau) langsam steigende Zahl junger Fondsboutiquen mit klar spezialisierten Ansätzen ist ein Beleg dafür, dass innovative Strategien bei institutionellen Investoren durchaus durchsetzungsfähig sind vorausgesetzt die Qualität stimmt und die Anfangshürden der Selbstständigkeit können genommen werden.

Aber nicht jeder gute Portfolio-Manager verfügt über eine bereits marktreife Strategie oder besitzt hinreichende Vermarktungskontakte. Ob der Sprung in die Selbstständigkeit gelingt, ist daher häufig eher eine Frage der Unternehmerqualitäten, denn eine Frage der Tragfähigkeit des Investmentkonzepts. Hier wirken also andere Selektionsmechanismen.

Innovationskultur schaffen

Die eigentliche Frage lautet: Welche Voraussetzungen müssen geschaffen werden, damit systematisch neue Investmentansätze erprobt werden können, wobei einzig und allein die nachhaltige, risikoadjustierte Performance des Ansatzes der ausschlaggebende Faktor ist? Die gute Nachricht: An mangelnden Ideen scheitert es in Deutschland nicht. Die schlechte Nachricht hingegen: Trotzdem finden talentierte Investmentmanager mit ihren Ideen oftmals kein Gehör, bleiben teilweise (noch) in verkrusteten Systemen stecken.

Angesichts größerer Anlagespielräume dürften aber die Chancen nicht schlecht stehen, dass in den nächsten Jahren auch hierzulande eine Generation innovativer Fondsmanager heranwächst, die diese Möglichkeiten ausschöpfen können und wollen. Was man jetzt tun muss, ist diesen Talenten und ihren Ideen auch eine Chance zu geben. Dabei sind auch die Aufsichtsbehörden gefordert. Sie müssen den gesetzlichen Rahmen schaffen, damit aus neuen Ideen auch marktreife Fondskonzepte entstehen können, die nicht schon vor ihrer Erprobung an überfrachteten, bürokratischen Anforderungen scheitern. Dabei gilt es ein Innovationsklima zu schaffen, um Fondsmanager mit guten Ideen und Konzepten optimal zu unterstützen.

Große Asset Manager können dazu intern bewusst Freiräume schaffen, um sich so systematisch Innovationspotenzial zu erschließen. Lupus Alpha geht einen anderen Weg und wird in diesem Jahr eine eigenständige Plattform gründen, auf der quer denkende, extrem spezialisierte Portfolio-Manager Zugang zu ausreichendem Seed-Kapital finden und neue Investmentstrategien entwickeln und zur Marktreife bringen können. Dort können sie sich auf ihr eigentliches Metier konzentrieren, ohne sich um operative Anforderungen oder Vertriebsfragen kümmern zu müssen. Nach einer echten Erprobungsphase entscheidet man dann, ob eine Strategie über die notwendige Marktreife verfügt, um sie nachhaltig in die Portfolios institutioneller Kunden zu platzieren.

Laborrisiken einkalkulieren

Natürlich wird nicht jede neue Idee auch den Praxistest bestehen. Aber genau um das herauszufinden, braucht man geeignete Teststrecken. Wer jedoch diese Laborrisiken ablehnt, der wird auch auf Innovation „Made in Germany“ verzichten müssen – mit allen Konsequenzen für die eigene Wettbewerbsfähigkeit. Die entscheidende Frage dabei ist, ob man es deutschen Portfolio-Managern künftig zutraut, mit ihren Ideen in die internationale Spitzenliga im Asset Management vorzustoßen. Klare Aussage: „Ja“. Aber das gelingt nur, wenn das eingesetzte und weiterentwickelte Know-how den Kunden einen echten Mehrwert in Form der harten Währung „Performance“ liefert. Den Beweis dafür gilt es in den nächsten Jahren zu liefern.