



Franz Feldmann / Markus Lehleiter

Asset Management im Umbruch

Die Kundenbedürfnisse des deutschen Anlegers haben sich bedingt durch Kapitalmarktentwicklungen deutlich verändert. Lange Zeit herrschte eine recht eindimensionale Sicht sowohl auf Kunden- als auch auf Anbieterseite vor: Viele – und dabei nicht ausschließlich die kapitalmarktaffinen – Privatanleger wollten eine möglichst hohe Partizipation, Risikoaspekte spielten eher eine nachrangige Rolle. Fonds dienten in erster Linie dem Marktzugang zu einer rentablen Ertragsquelle.

Wandel bei den Anlegerinteressen

Erst der Crash nach dem Jahr 2000 zeigte, dass den Kunden diese Value Proposition zu eindimensional war und dass Partizipation, ob mit geringem oder hohem Alpha, nur begrenzt zielführend ist. Die Branche hat diesen Wandel bei den Anlegerinteressen schnell wahrgenommen und mit wertgesicherten Fonds die richtigen Angebote für das nun stärker ausgeprägte Sicherheitsbedürfnis auf den Markt gebracht. Die branchenweit massiven Mittelzuflüsse in dieses Anlagesegment zeigen, dass diese Maßnahme vom Markt gut angenommen wurde.

Allerdings hat sich auf Anlegerseite ein Extrem in das andere gewandelt. Die Gier ist der Angst gewichen. Die Folge ist, dass Anleger trotz der seit 2003 andauernden Hausse fast nur noch in risikoarme Produkte wie Geldmarktfonds und Garantiefonds anlegen. Aktienfonds hingegen bleiben nicht nur verschmäht, sondern haben zu dem noch unter anhaltenden Mittelabflüssen zu leiden. Die neue Herausforderung der Branche wird sein, den Kunden durch innovative

Lösungen wieder ein vernünftig dimensioniertes, „gesundes“ Aktienexposure näher zu bringen und ihm dabei zu helfen, ein risikobewusster Kunde zu werden. Ein Kunde, der Risiken eingeht, die seiner persönlichen Situation angemessen sind und seine Ertragschancen langfristig verbessern.

Unter UCITs III (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities, das

Dr. Franz Feldmann, Leiter Forschung und Entwicklung, und Markus Lehleiter, Mitarbeiter Forschung und Entwicklung, beide Union Asset Management Holding AG, Frankfurt am Main

Die Asset Management Industrie wird von den Autoren stärker denn je in einer Phase des Umbruchs und des erhöhten Wettbewerbsdrucks gesehen. Territorien, die früher abgegrenzt schienen, gehen ineinander über: Banken, Versicherungen und Asset Manager kämpfen mit zunehmend ähnlicher werdenden Produkten um denselben Kunden-Euro. Die Banken, so wird verdeutlicht, nutzen in diesem Umfeld ihre Strukturierungsfähigkeiten, um verstärkt Anlageprodukte wie Zertifikate und ETFs zu emittieren. Aus Sicht der Autoren sind die Asset Manager diesen Entwicklungen keineswegs hoffnungslos ausgeliefert. Als deren Erfolg versprechende Gegenmaßnahmen skizzieren sie die intensive Markt- und Trendforschung, eine ausgeklügelte Produktentwicklung, neue Ansätze beim Sortimentsmanagement und der Vermarktung, die Förderung neuer Fähigkeiten im Fondsmanagement sowie klare Managementguidelines. (Red.)

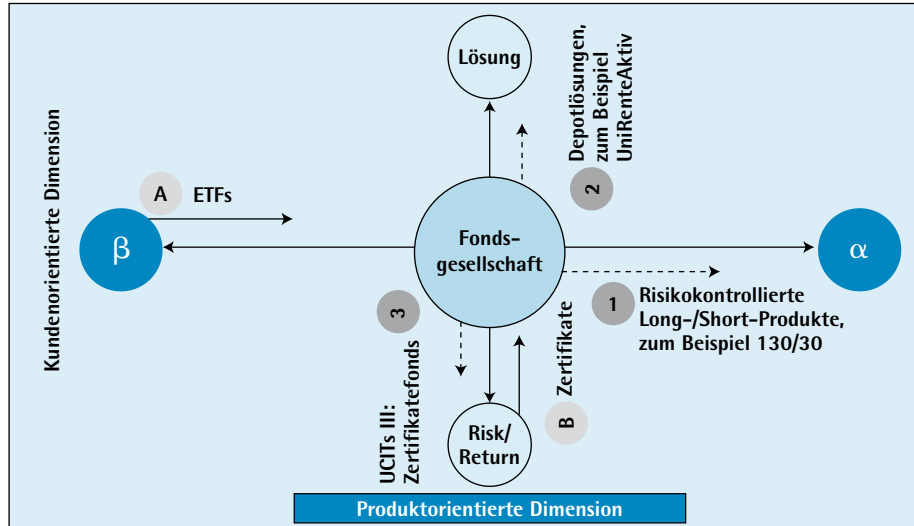
heißt Organismus für gemeinsame Anlage in Wertpapieren) versteht man den neuen Rechtsrahmen für europäische Fonds. Im Vergleich zur Vorgängerregelung ist dadurch vor allem ein höherer Derivateeinsatz, der sich nicht mehr nur auf die Absicherung beschränkt, möglich. Zum anderen hat das Fondsmanagement neue Freiheiten durch eine erhöhte Möglichkeit für Leverage und ein erweitertes Spektrum an Anlagemöglichkeiten wie zum Beispiel Währungen bekommen.

Immer komplexere Profile

Zusätzlich zu diesen neuen rechtlichen Möglichkeiten sind die Derivatemärkte massiv gewachsen und wesentlich liquider geworden. Diese Entwicklungen auf regulatorischer und auf Marktseite haben dazu geführt, dass Fonds immer komplexere Profile und Strategien darstellen können, so dass teilweise schon fast eine Konvergenz mit der Hedgefondsbranche an der einen oder anderen Stelle stattzufinden scheint.

Seit einigen Jahren ist das Phänomen feststellbar, dass viele Banken ihre klassische Angebotspalette erweitern und im Kampf um die Kundengelder zunehmend in Konkurrenz zur Asset-Management-Branche treten. Besonders beliebt sind zum einen Zertifikate, die besonders bei Privatkunden erfolgreich vertrieben werden, aber auch mit ETFs (Exchange Traded Funds, das heißt börsengehandelte Indexfonds). Es handelt sich bei den Zertifikaten zum überwiegenden Teil um „Zero-Alpha-Produkte“, deren Value Proposition ein günstiger Marktzugang sowie sehr individuell ausge-

Abbildung 1: Positionierung und Entwicklungstrends bei Anbietern von Anlageprodukten



staltbare Risiko-/Renditeprofile sind. Unter Alpha wird die Mehrperformance verstanden, die durch Abweichungen in der Portfoliokonstruktion gegenüber einem definierten Vergleichsindex entstehen.

Die erfolgreiche Vermarktung dieser Produkte zeigt einmal mehr, dass die Value Proposition, Alpha gegenüber einem Vergleichsindex zu produzieren, für einige Privatanleger nicht das einzig wichtige ist. Andere Bedürfnisse sind beim Anleger hinzugekommen, die aus seiner Risikotragfähigkeit und seinen eigentlichen finanziellen Zielen (zum Beispiel Altersvorsorge) resultieren.

ETF-Anbieter, die bei Institutionellen und Privatkunden zunehmend Beachtung finden, sind zwar schon länger mit der Abbildung von Standardindizes am Markt. Mit UCITs III wurden den börsengehandelten Indexfonds jedoch durch einen verstärkten Derivateinsatz und Freiheiten bezüglich Leverage in zunehmendem Ausmaß neue Möglichkeiten eröffnet. So ist es zum Beispiel möglich, auf Swap-Basis ETFs darzustellen, statt die einzelnen Aktien in den Fonds kaufen zu müssen. Darüber hinaus sind viele Märkte wesentlich liquider geworden, was zusätzlich das Spektrum der darstellbaren Konzepten merklich erweitert hat. Die Konsequenz ist, dass es mittlerweile eine Vielzahl an Produkten gibt, die zum einen nahezu jede Assetklasse abdecken und zum anderen zahlreiche Teilsegmente und Nischeninvestments auf diesem Wege erwerbbar machen. ETF-An-

bieter geben sich also nicht mehr mit der Rolle als kostengünstiger Nischenanbieter zufrieden, sondern dringen auch in die spezialisierten und gleichzeitig auch marginstärkeren Anlageformen vor und bieten mittlerweile sogar Produkte mit Teilgarantien an (siehe A in Abbildung 1).

Bei den Zertifikaten handelt es sich um Schuldverschreibungen der Banken, die ein Recht auf eine Partizipation verbriefen. Diese sind mittlerweile in den verschiedensten Ausprägungen vorhanden und können diverse Risiko-/Renditeprofile der Anleger zeitnah und unkompliziert darstellen. Besonders erfolgreich sind dabei Produkte, die eine Teilhabe am Aktienmarkt mit einem Teilschutzmechanismus koppeln. Den Zertifikateanbietern gelingt es dabei zum Teil höchst komplexe Produkte einfach zu vermarkten (siehe B in Abbildung 1).

Diese veränderten Rahmenbedingungen führten dazu, dass die klassische Aufstellung von Asset Managern als Lieferanten von Einzelbausteinen, wie zum Beispiel Themenfonds und die auf den Marktzugang und gewisse Outperformance fokussierte Value Proposition, sich stark gewandelt hat. Asset Manager verfolgen diesen Ansatz zwar noch immer und haben hier ihre Spezialisierungen und Stärken, die sie auch weiterhin vermarkten können und werden.

In Zukunft werden es aber nur noch exquisite Boutiquen schaffen, von einer entspre-

chenden Spezialisierung leben zu können. Breit aufgestellte Asset Manager werden sich in der neuen Situation angemessen positionieren müssen, indem sie ihre durch UCITs III nutzbaren Möglichkeiten noch stärker einsetzen und durch die geschickte Kombination von Produkthüllen und langjährige Dienstleistungserfahrung ihre Position als Lösungsanbieter ausbauen. Die nachfolgenden Beispiele illustrieren recht anschaulich, wie Asset Manager diese Herausforderungen angenommen und bereits erfolgreich umgesetzt haben.

Erweiterte Alpha-Generierung

Die erhöhten Freiheitsgrade und der verstärkte Einsatz von Derivaten ermöglichen klassischen Asset Managern auf risikokontrollierte Art überinvestiert zu sein, das heißt den Anteil der Long-Investments auf über 100 Prozent zu erhöhen. Gleichzeitig haben Fondsmanager die Möglichkeit, insgesamt bis zu 30 Prozent auf der Short-Seite über Derivate investiert zu sein. In Titel also, von deren negativer Wertentwicklung sie überzeugt sind. Einige Anbieter haben hier sowohl auf der Aktien- als auch auf der Rentenseite Fonds aufgelegt, die diesen Ansatz verfolgen.

Für den Kunden bringt dieses Produkt einen klaren Mehrwert, da damit das aktive Management durch die zusätzlichen Freiheiten besser genutzt werden kann und der Kunde im Schnitt ein höheres Alpha als bei klassischen Long-Only-Produkten erwarten darf. Darüber hinaus ergibt sich durch die Short-Komponente die Chance, in fallenden Märkten zumindest partiell profitieren zu können. Im Gegensatz zur reinen Long-/Short-Variante aus dem Hedgefondsbereich bietet diese Form einen stärker risikokontrollierten Ansatz und stellt somit eine sinnvolle Erweiterung der Produktpalette dar.

Positionierung als Lösungsanbieter

Unter einer „Lösung“ versteht man ein Konstrukt, das ein komplettes Kundenbedürfnis vollständig abbilden kann, zum Beispiel die private Altersvorsorge. Dies ist ein weiterer Weg, den Asset Manager beschreiten können, um aus der „Stuck in the middle“-Position zwischen Banken und Versicherungen herauszukommen.

Die sich seit langem abzeichnende demografische Entwicklung und die damit



zunehmend angespannte Lage der gesetzlichen Rentenkassen haben in der vorletzten Bundestagslegislaturperiode dazu geführt, dass sich der Gesetzgeber entschlossen hat, die private Altersvorsorge in bestimmten Ausführungen staatlich zu fördern und entsprechende Anreize zu setzen. Ein Beispiel ist die sogenannte Riester-Rente. Hier hat der Anleger die Chance auf eine staatliche Zulage beziehungsweise die Möglichkeit zum steuerlichen Sonderausgabenabzug bis zu einem bestimmten Betrag. War die Riester-Rente bei ihrer Einführung noch sehr kompliziert ausgestaltet und damit kein Verkaufsschlager, so haben sich diese negativen Vorzeichen durch Maßnahmen zur Entbürokratisierung inzwischen ins Gegenteil verkehrt. Union Investment hat es verstanden, sich auf die geänderten regulatorischen Bedingungen einzustellen, das Marktpotenzial zu erkennen, ein primäres Kundenbedürfnis zu adressieren und ein kundenfreundliches Produkt zu konzipieren.

Dabei werden bewährte Fondsprodukte eingesetzt und diese mit modernen Steuerungstechniken flexibel nach Risk-/Return-Aspekten in einer Depotlösung zusammenführt. Dadurch ist ein Produkt entstanden, das nicht nur höchste Qualitätsansprüche erfüllt, sondern mit 1,3 Millionen Kunden (Stand: 31. August 2007) auch einen großen Vertriebs Erfolg darstellt. Das Beispiel zeigt, dass eine Positionierung als Lösungsanbieter mit intelligenten, an den Kundenbedürfnissen orientierten Komplett-Produkten erfolgreich ist, statt sich wie früher nur auf die Lieferung von Bausteinen zu fokussieren. Ein weiteres Beispiel für eine „Lösung“ ist das Angebot von Auszahlplänen wie der Uni-Rente Aktiv, einer innovativen Depotlösung. Hier werden die Fondsbausteine optimal mit einer Versicherung, die das Langlebigkeitsrisiko absichert, gekoppelt. Der Asset Manager positioniert sich als Risikomanager und Packager. Voraussetzung für die erfolgreiche Umsetzung des Konzeptes ist aber die Kompetenzerweiterung in Richtung des Verständnisses biometrischer Risiken, um die verschiedenen Bausteine in sinnvoller, für den Kunden nutzenstiftenderweise zusammenzuführen zu können.

Nutzung UCITs III zur Darstellung neuer Risk-/Return-Profile

Vermeehrt suchen risikobewusste Anleger gegenwärtig nach asymmetrischen Pro-

duktkonzepten, bei denen sie auf einen Teil des „Upside-Potentials“ zugunsten einer teilweisen oder vollständigen Absicherung ihrer Investments verzichten. Die Anwendung von UCITs III-Freiheiten ist beispielsweise bei der Konzeption von Garantiefonds unter Einsatz von Swap-Konstruktionen von großem Nutzen.

Es können aber auch gänzlich neue Risk-/Return-Profile erzeugt werden. Die Erfahrung der letzten Jahre hat gezeigt, dass Anleger durchaus bereit sind, in Instrumente mit moderatem Aktienexposure zu investieren, allerdings nicht gänzlich ohne Absicherung, sondern mit Teilschutzmechanismen, die zum einen eine Partizipation ermöglichen und dabei dennoch über ein gewisses Sicherheitsnetz verfügen. Diese Produkte zeichnen sich durch ein signifikant niedrigeres Risiko aus bei moderat sinkender Renditeerwartung und stellen somit ein optimiertes Risiko-/Rendite-Profil dar. Hier sind inzwischen verschiedene Asset Manager den Weg gegangen, die Kompetenz aus aktivem Fondsmanagement und die rechtlichen Vorteile von Investmentfonds mit Risiko-/Return-Profilen zu koppeln, die bislang eher in der Zertifikatewelt vorherrschend waren, und hierdurch einen echten Mehrwert zu generieren.

Insgesamt gibt es auf Basis der konstatierten veränderten Rahmenbedingungen fünf Faktoren, die für den zukünftigen erfolgreichen Weg als Asset Manager von hoher Bedeutung sein werden:

Erfolgsfaktor I – Markt-/Trendforschung: Die frühzeitige Erkennung wichtiger Produkttrends sowie sich verändernde Kundenbedürfnisse werden Grundvoraussetzung für ein funktionierendes Geschäftsmodell sein. Wichtig wird es sein, zwischen kunden- und produktspezifischer Trendforschung zu unterscheiden. Die Erstgenannte ist fokussiert auf Themen wie den Risikoappetit des Anlegers und aktuelle Themen in der Kundenwahrnehmung wie Altersvorsorge oder Klimawandel. Ergänzend hierzu fokussiert die produktspezifische Trendforschung auf neue Möglichkeiten in rechtlicher beziehungsweise steuerlicher Hinsicht und die Wettbewerbsanalyse. Beide haben einen sehr spezifischen Fokus, sollten sich aber am Ende zu einem Gesamtbild zusammenfügen. Für beide gilt, dass alle betroffenen Unternehmenseinheiten in einen systematischen Screening- und Bewertungs-Prozess ein-

gebunden werden. Dies umfasst auf der Kundentrendseite Einheiten wie Marktfor-

Erfolgsfaktor II – Produktentwicklung:

Die geänderten Kundenbedürfnisse erfordern neue Produkte und eine intelligente sowie konsistente Produktstrategie. Nicht mehr der einzelne „Fondsbaustein“ darf im Fokus des Interesses stehen, sondern nur eine intelligente Gesamtstrategie wird zum Erfolg führen. Denn, und das ist schon jetzt eine feststellbare Tendenz, die Produktlebenszyklen werden zunehmend kürzer; damit werden innovative Lösungen immer wichtiger. Die Folge wird sein, dass das insgesamt komplexere Umfeld zu einem deutlich gesteigerten Anforderungsprofil an den Produktentwickler führen wird.

Derivative Expertise

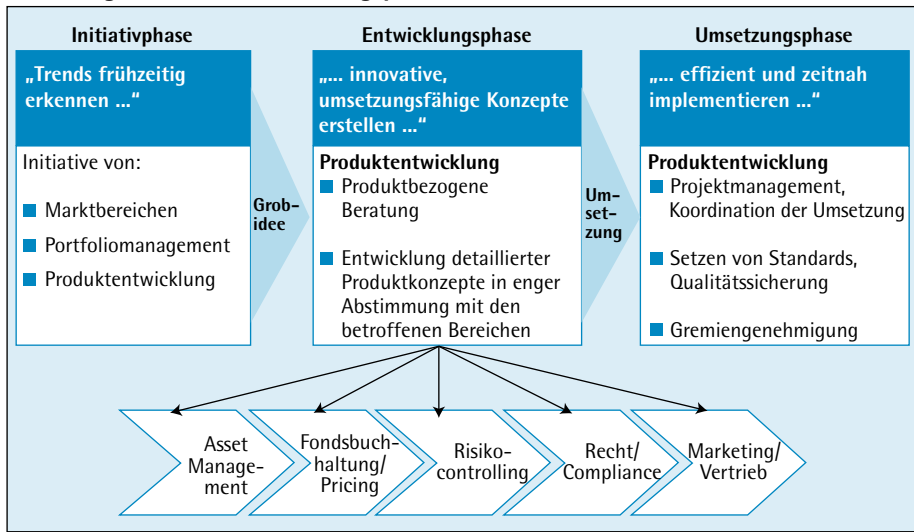
Vor allem derivative Expertise und übergreifende Produkthüllenkompetenz werden zu den entscheidenden Größen der zukünftigen Produktentwicklung werden. Neben der Konzeptentwicklung kommt der Produktentwicklung aber auch bei der Implementierung eine bedeutende Rolle zu. Um neuartige Produkte zeitnah und effizient „auf die Straße“ zu bringen, ist eine zentral angeordnete, gesamthaft koordinierende Produktentwicklungsfunktion von hohem Wert. Erfolgskritischer Faktor ist hier eine gute Kenntnis der Wertschöpfungskette und Prozesse über alle Bereiche des Asset Managers hinweg um gegebenenfalls erforderliche Anpassungen in ihrer ganzen Breite frühzeitig zu erkennen und zielgerichtet anzugehen.

Zum einen wird durch die zentrale Anordnung das immer umfassendere Produktentwicklungs-Know-how sinnvoll gebündelt, zum anderen können Synergieeffekte zwischen den Marktbereichen, zum Beispiel Institutionelle und Privatkundengeschäft gehoben werden. Daneben erleichtert die zentrale Organisation die Einführung von Produktstandards und qualitätssichernden Maßnahmen.

Erfolgsfaktor III – Sortimentsmanagement und Vermarktungsansätze:

Die in den vergangenen zehn Jahren gestiegene Produktanzahl (1997: 1 188 Publikumsfonds; 2006: 3 073 Publikumsfonds/Quelle:

Abbildung 2: Produktentwicklungsprozess



BVI, deutsche Publikumsfonds plus ausländische Publikumsfonds deutscher Provenienz) verwirrt nicht nur die Kunden, sondern macht auch eine passgenaue Beratung zunehmend schwierig. Diese Situation erfordert von den Anbietern in noch stärkerem Maße intelligente Vermarktungskonzepte und ein gutes Sortimentsmanagement, denn der Kunde kann nur durch eine überlegte, auf seine Bedürfnisse zugeschnittene Vorauswahl zufrieden gestellt werden.

Präzise Vermarktungskonzepte

Zielgruppenorientierte und trotzdem präzise Vermarktungskonzepte, die die immer komplexer werdenden Produkte verständlich transportieren, stellen neben der Selektion die wohl größte Herausforderung für diesen Bereich dar. Die neuen Produkte beziehungsweise Lösungen weisen eine inhaltlich hohe Komplexität auf, müssen aber dennoch in sehr kurzer Zeit begreifbar gemacht werden, um am Point auf Sale erfolgreich zu sein. Der Vertrieb eines Asset Managers steht vor der Aufgabe, dem Kunden (und den Beratern) die wesentlichen Features zu vermitteln, statt wie bisher den Inhalt des Fonds. Durch die Interaktion mit dem Kunden und kundenspezifischen Erklärungsansätzen wird ein zusätzlicher Mehrwert zu innovativen Vermarktungsansätzen geschaffen.

Erfolgsfaktor IV – neue Fondsmanagementfähigkeiten: Wenngleich eine konsistente Alpha-Produktion einen wichtigen Teil der Value Proposition eines aktiven

Asset Managers darstellt, wird man in Zukunft stärker unterscheiden müssen zwischen klassischen Fondsmanagern, die als Assetklassen-Experten Alpha-Lieferanten sind und dem Fondsmanager, der einen gesamtheitlichen Portfolioansatz verantwortet und stärker Richtung Risikomanagement orientiert ist. Dem Bausteinlieferanten steht dann ein eher ganzheitlich orientierter Asset Manager gegenüber, der den Kunden in seiner ganzen Breite erfasst und über Management- und Risikosteuerungstools und Reportingsysteme verfügt, um dessen Bedürfnisse abzudecken.

Erweiterung der Investmentprozesse

Die Herausforderung des Fondsmanagements besteht zudem darin, aus der Vielzahl innovativer Instrumente die notwendigen sinnvoll in den Investmentprozess zu integrieren. Vor allem im Derivatebereich besteht hier bei vielen Asset Managern noch Entwicklungsbedarf. Darüber hinaus stellt die Erweiterung der Investmentprozesse zum Beispiel hinsichtlich Leverage und Short Sales eine weitere Herausforderung für das Fondsmanagement der Zukunft dar. Vermutlich dürfte es nur wenige Fondsgesellschaften geben, die gegenwärtig über ein hinreichendes Sell-Side-Research verfügen.

Erfolgsfaktor V – klare Produktprofile/Managementguidelines: Mit den erweiterten Freiheiten durch UCITs III wird es umso wichtiger, klare interne produktspezifische Fondsmanagementguidelines zu besitzen. Diese müssen drei Anforderungen erfüllen, nämlich:

1. Sicherstellen, dass die Vorgaben an das Fondsmanagement hinreichend präzise sind, um das externe Kundenversprechen zu erfüllen beziehungsweise um eine klare Produktabgrenzung untereinander zu erreichen.
2. Hinreichend große Freiheitsgrade für eine solide Alpha-Produktion bieten und
3. mögliche Risiken aus dem Einsatz von Derivaten und neuen Techniken begrenzen.

Früher waren Produktprofile stark durch die Definition von Quoten für einzelne Instrumente und Anlageräume geprägt. Mit der gewachsenen Anzahl an möglichen Instrumenten entsteht hier jedoch rasch eine unüberschaubare Zahl an Restriktionen, die vom Fondsmanagement wie vom Risikocontrolling nur noch schwer zu überblicken ist, und somit den genannten Zielen zuwider läuft.

Neue Gebiete

Ein Ausweg besteht in einem neuen System an Managementguidelines, das sich nicht am einzelnen Instrument, sondern am Exposure/Risikoeffekt, das hiermit verbunden ist, orientiert. Hierfür kommen Stresstestlimite, Sensitivitäten, ex-ante Value at Risk (VaR) oder ex-ante Tracking Error in Frage, die auf Gesamtfondsebene definiert werden. Diese Größen können auch sinnvoller für eine Steuerung des Portfolios beziehungsweise seiner Risiken eingesetzt werden. Ein solches System sollte dem Fondsmanager neben aktuellen und historischen Risikoauslastungen auch Simulationsmöglichkeiten für die Risikoveränderungen aus Portfolioumschichtungen bieten.

Das veränderte Umfeld und der verstärkte Wettbewerbsdruck erhöhen zwar die Anforderungen an Innovationsfähigkeit und Kompetenzprofile von Asset Managern, bieten aber auch die Chance für Asset Manager, selbst in neue Gebiete vorzudringen und die eigenen Fähigkeiten auch dort erfolgreich unter Beweis zu stellen. Positive Beispiele wie die Positionierung als Lösungsanbieter im Altersvorsorgebereich oder der Launch von Produkten, die von steigenden wie von fallenden Märkten profitieren können, zeigen, dass dies möglich ist, aber es auch eines ständigen Innovations- und Verbesserungsprozesses entlang der gesamten Wertschöpfungskette bedarf.