

Strategische Herausforderungen im Asset Management

Die Asset-Management-Branche in Deutschland ist im Umbruch, und wohin die Entwicklung dabei gehen wird ist noch nicht abzusehen. Zwei Gruppen von Faktoren sind dabei maßgeblich: Zum einen bestimmen exogene – oft internationale – Trends das Geschehen: Hierzu zählen die gesamtwirtschaftliche Situation mit dem Hang zu mehr Sicherheit, die stärkere internationale Verflechtung des Kapital- und Fondsmarkts mit der Herausbildung paneuropäischer Angebote, Vorgaben durch Gesetzgeber und Regulierung, und nicht zuletzt die Einführung der Bilanzierung nach IFRS. In der zweiten Dimension sind spezifische Marktstrukturen zu berücksichtigen: die Wettbewerbssituation gegenüber in- und ausländischen Konkurrenten, das Angebot von Substitut-Produkten, sowie das Kundenverhalten gegenüber diesen Angeboten.

Vorgaben im institutionellen Markt

Geschäfts- und Produktstrategien der Asset Manager können auf die Vorgaben in der ersten Dimension meistens nur reagierend sein; in der zweiten Dimension können Strategien zur Positionierung im Markt eingesetzt werden. Dabei besteht in Deutschland speziell in der zweiten Dimension eine Segmentierung zwischen der Retailseite und dem institutionellen Bereich: Während der Retailmarkt nach wie vor ein Verkäufermarkt ist, sind im institutionellen Markt die Anleger bestimmend.

Im institutionellen Markt ist die Aufgabenteilung zwischen Investoren, Asset Managern und Consultants zurzeit in Bewegung. Die Investoren fragen zunehmend nach spezieller Expertise der Manager in einzelnen Produktkategorien nach, im Extremfall dargestellt in einem Core-Satellite-Ansatz für ihre Portfolios. Es setzte sich dabei seitens der Anleger die Erkenntnis durch, dass

angesichts Struktur und Komplexität der Kapitalmärkte der einzelne Anbieter nicht alle Leistungsarten und Produktkategorien gleich gut beherrschen kann. Die Mandate werden deshalb im Aktien- und Rentenbereich in exakt definierte Kategorien unterteilt, es ergibt sich beispielsweise eine Aufteilung mit Europäischen Staatsanleihen und Aktien als passivem Kern, und mit Spezialistenmandaten wie Europäischen Value und Growth Aktien, Small Caps, Emerging Markets und US-Aktien, sowie Spread-Produkten wie Unternehmensanleihen auf der Rentenseite als Satelliten.

Mit Mandaten werden nun nur die Manager bedacht, die über eine ausgewiesene

Dr. Peter König, Geschäftsführer, Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management GmbH, Dreieich

Die regulatorischen Anforderungen und die Bilanzierung nach IFRS, so skizziert der Autor eine aktuelle Entwicklung im Asset Management, lassen insbesondere den institutionellen Investoren kaum Risikobudget zum Investieren in riskantere und damit auch produktivere Anlageformen. Als Folge diagnostiziert er eine Fixierung auf kurzfristige Ziele und eine Tendenz zum Sicherheitsstreben. Im institutionellen Geschäft wie im Retailmarkt sieht er die Möglichkeiten zum Angebot von Produkten mit höheren Margen aus regulatorischen Gründen oder aufgrund der besseren Ausgangssituation ausländischer Konkurrenten eingeschränkt. Als Gegenmaßnahmen empfiehlt er den verstärkten Aufbau von Managementkompetenz bei Aktienprodukten, einen kontrollierten Übergang von einer Verkaufskultur zu einer Beratungskultur einschließlich laufender Erträge für Beratungsleistungen und eine aktive Mitarbeit bei der Gestaltung der Regulierung und der Steuerpolitik. (Red.)

Expertise in der jeweiligen Kategorie verfügen. Daraus ergibt sich für den Asset Manager ein Zwang zur Spezialisierung zumindest auf der Produktebene: Egal ob die Asset-Management-Firma klein, mittelgroß oder ein Global Player ist, jedes Produkt muss den Nachfragen nach Fokussierung im Managementstil, sowie nach Qualität und ausgewiesener Expertise mit guten Track-Records standhalten können. Der Unterschied zwischen kleinen Boutiquen und großen Multi-Asset-Managern besteht dann darin, dass Letztere im Rahmen ihrer Geschäftsstrategien auf Plattform-Ansätze zurückgreifen müssen. Während bei Boutiquen die strategische Herausforderung in der Immunisierung ihres Angebots gegenüber Marktentwicklungen und Nachfrageänderungen besteht, liegt die Herausforderung für Global Player in der Überwindung logistischer Hürden bei der weltweiten Organisation von Research, Informationsbereitstellung und Administrationstechnologie.

Asset-Liability-Management oder Stresstests

Über diesen strukturellen Änderungen im Nachfrageverhalten liegen exogene Vorgaben der Regulierung. Die meisten institutionellen Investoren bilanzieren ab diesem Jahr nach IFRS, darüber hinaus sind im Falle von Versicherungen und Versorgungswerken die Regeln der Finanzaufsicht maßgeblich. Während die „Mark-to-Market“-Bilanzierung nach IFRS mit ihrem Streben nach laufender Transparenz die kurzfristigen Risiken der Kapitalanlage von Unternehmen ohnehin schon betont, kommt in der praktischen Umsetzung der Finanzmarktaufsicht für Versicherungen und Versorgungswerke in Deutschland noch ein weiteres Element verschärfend hinzu: Diese sollten als so genannte langfristige Anleger eigentlich prädestiniert

sein, um kurzfristige Risiken zugunsten einer langfristig höheren Rendite und damit dem Erreichen höherer Versorgungsziele zu tragen.

So heißt es auch beispielhaft in der Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Pensionsfonds: „Die Einhaltung der allgemeinen und besonderen Anlagegrundsätze sind durch ... eine perspektivische Anlagepolitik ... sicherzustellen.“ Weiter wird in der Begründung die Notwendigkeit zur Koppelung der Anlagepolitik an die (langfristigen) Verbindlichkeiten avisiert: „Konkret ist die Zusammensetzung der Anlagen so auszurichten, dass in Hinblick auf die gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Erträge der einzelnen Anlageformen die dauernde Erfüllbarkeit der einzelnen Verpflichtungen dauernd gewährleistet ist“.

Und: „Als Maßnahmen der Risikosteuerung, ..., kommen beispielsweise in Betracht der Stress-Test und/oder der Value-at-Risk-Ansatz, die beide allerdings eher kürzere Zeiträume betrachten, sowie die vorrangig die mittel- und langfristigen Auswirkungen der Finanzmarktveränderungen auf die Kapitalanlagen untersuchende Szenarioanalyse. Anzustreben ist ein komplexes Risikosteuerungssystem, welches kurz-, mittel- und langfristige Kapitalmarktentwicklungen und ihre Bedeutung für die Kapitalanlagen zum Gegenstand hat“.

Verkürzung von Anlagehorizont und Risikotragfähigkeit

Schon die doppelte Forderung nach der „dauernden“ anstatt nach einer „dauerhaften“ Bedeckung der Verbindlichkeiten verkürzt Anlagehorizont und Risikotragfähigkeit dieser Investoren erheblich. Die Tatsache, dass in der Praxis ausgefeilte Stresstests vorgegeben werden, während langfristig ausgelegte Strategien des Asset-Liability-Management so gut wie gar nicht gewürdigt werden, macht dann endgültig aus Investoren mit einem Anlagehorizont von mehr als einem Jahrzehnt Investoren mit strategischen Benchmarks im einjährigen Bereich. Abgesehen von den volkswirtschaftlichen Auswirkungen haben diese wenigen Sätze auch enorme Konsequenzen für die Asset-Management-Branche.

Als Reaktion hierauf haben nämlich viele Investoren signifikante Reduktionen der Aktienquote vorgenommen. Gegenwärtig

existiert nun eine starke Nachfrage nach Absolute-Return-Strategien und nach Portfolio-Insurance-Konzepten wie CPPI oder Best of Two. Alle diese Konzepte mögen zur Erreichung kurzfristiger Bilanzziele vor dem Hintergrund von Stresstests sinnvoll sein; als Grundlage für eine mittel- oder langfristig ausgelegte strategische und perspektivische Anlagepolitik sind sie eher ungeeignet.

Zwar ist es auch bei einer langfristigen Zielsetzung sinnvoll, kurzfristig ausgerichtete Bedingungen wie das Sicherstellen von jährlichen Cash-Flows oder auch eine Minimierung der Insolvenzwahrscheinlichkeit in einzelnen Jahren in Stress-Szenarien einzubeziehen. Aber die reine Konzentration auf Stresstest führt zu einem deutlichen Missverhältnis von Verbindlichkeiten einerseits und Kapitalanlagen andererseits. Somit ist die praktische Umsetzung der Begründung einer Verordnung dafür verantwortlich, dass die ihr unterliegenden Investoren kaum mehr Risikobudgets zum Investieren in riskantere und damit aber auch produktivere Anlageformen besitzen. Damit werden aber das Produktangebot und die Positionierungsstrategien von Asset Managern ganz wesentlich bestimmt und eingengt.

Absolute Return oder Overlay

Aus der Fixierung kurzfristiger Ziele resultieren zwei Ansätze zur Strukturierung von Asset-Management-Mandaten: Die komplexere Struktur verlangt nach wie vor die Definition eines Liability-Benchmark-Portfolios, womöglich im Bereich (zu) kurzer Duration. Danach wird ein Budget für das aktive Risiko beispielsweise nach dem Core-Satellite-Ansatz vergeben, in dem sich Asset Manager entsprechend mit ihren Angeboten positionieren können. Die Struktur wird abgerundet durch die Bestellung eines Overlay Managers, welcher mit Einsatz von Derivaten die von den anderen Managern eingegangenen aktiven Risiken begrenzt und gegebenenfalls auch taktisch ergänzt. Der Rahmen für das Overlay Management wird von dem insgesamt zur Verfügung stehenden Risiko-Budget vorgegeben.

Der zweite Ansatz besteht in Anlehnung an das klassische Balanced Management in der Vergabe von einzelnen Mandaten mit absoluten Renditezielen. In der Praxis hat man dabei oft den Eindruck, dass bei die-

sem Mandatstyp die Kapitalmarkttheorie außer Kraft gesetzt werden soll: Es findet eine Abkehr vom Benchmarking statt, und in der aktiven Strategie werden Total-Return-Konzepte, Portfolio Insurance und Hedgefonds oft ähnlich kategorisiert. Zum Teil werden auch traditionelle Ansätze zum Steuern von Balanced-Mandaten mit engen Anlagerestriktionen beziehungsweise so genannten Reißleinen kombiniert.

Die Leitlinie von Portable Alpha hilft hier bei einer Systematisierung der Ansätze: Grundsätzlich wird die strategische Allokation auch hier über ein neutrales Portfolio beschrieben, dies kann die risikofreie Zinsanlage über den Investitionszeitraum – zum Beispiel ein Jahr – sein, in diesem Sinne also eine absolute Rendite. Ein höheres Renditeziel muss dann jeweils mit dem aktiven Risikobudget in Einklang gebracht werden, und der Asset Manager bietet sein Produkt nach dem Verhältnis dieser beiden Kennzahlen zueinander an. Bei einer solchen Zerlegung des Risikobudgets zeigt sich, dass auch bei diesem Ansatz für Asset Manager nach wie vor nur die Spezialisierung nach Produktkategorien wie im Core-Satellite-Ansatz übrig bleibt. Allerdings kommt sowohl in der separaten Funktion als Overlay-Manager, als auch integriert in den Absolute-Return-Ansatz eine weitere Management-Kategorie hinzu, welche im Wesentlichen im Risikomanagement bezogen auf kurzfristige Bilanzziele des Investors besteht.

Positionierungen im Retailmarkt

Auch im Retailmarkt ist in den letzten Jahren ein Anstieg der Risikoaversion zu verzeichnen, ohne dass dies wie im institutionellen Markt durch eine Regulierung direkt vorgegeben wurde. Anders als bei großen institutionellen Investoren ist der Einsatz von Overlay-Strategien oder Portable-Alpha-Konzepten hier aber so nicht möglich, es ergibt sich naturgemäß eine Präferenz für einfache Absolute-Return-Produkte, mit oder ohne Garantien. Insofern erscheint es plausibel, dass Asset Manager mit entsprechender Expertise im institutionellen Bereich – vor allem mit Versicherungsunternehmen – diese auch mit Erfolg auf den Retailmarkt übertragen können.

Allgemein fand im Bereich der Publikumsfonds bis vor kurzer Zeit Wettbewerb nur sehr eingeschränkt statt, da die wesentli-

chen Vertriebskanäle von den Muttergesellschaften der Fondsproduzenten – den inländischen Banken – beherrscht wurden, und auch hier die Bindung der Kunden an ihre Hausbanken den Ausschlag über die Anlageentscheidung gab. Aber auch hier ist mit der Öffnung der Vertriebskanäle eine deutlich gestiegene Nachfrage nach Spezialistenprodukten zu verzeichnen.

Insbesondere bei Aktienfonds dominieren angelsächsische und andere ausländische Fondsmanager den Neuabsatz, während inländische Gesellschaften im Wesentlichen Rentenfonds vertreiben. Ob dies auf tatsächliche Unterschiede in der Leistungsfähigkeit zurückzuführen ist, sei dahingestellt. Angelsächsische Manager haben oft länger gewachsene Investmentkulturen, was in Stil aber auch in der stärkeren Spezialisierung im Aktienbereich zum Ausdruck kommt. Damit konkurrieren deutsche Fondsanbieter auch mit stärkeren Markennamen, eine kurzfristig kaum überwindbare Herausforderung.

Verkauf oder Beratung

Mittel- und langfristig stellt eine Verdrängung aus den mit deutlich höheren Margen versehenen Aktienprodukten für deutsche Manager eine große Bedrohung dar. Dies gilt insbesondere, da nicht nur die Managementgebühren, sondern auch die Vertriebsprovisionen bei den Aktienfonds deutlich höher liegen. Wenn die Risikopräferenzen der Kunden dies irgendwie zulassen, wird der Vertrieb also immer solche Fonds anbieten, insbesondere auch, wenn in Verbindung mit den Markennamen der ausländischen Anbieter sich gute Verkaufs-Stories ergeben. Somit kann sich ein dynamischer Effekt mit deutlich negativen Konsequenzen für die Ertragssituation der deutschen Manager ergeben, der jederzeit durch eine Verminderung der Risikoaversion bei den Anlegern ausgelöst werden kann.

Die deutschen Gesellschaften versuchen derzeit durch die Auflegung immer neuer

Spezialitätenfonds gegenzusteuern. Dieser Vorgehensweise sind jedoch konzeptionell Grenzen gesetzt: Umschichtungen im Anlagebestand von Retailkunden lassen sich nennenswert nur bei steigenden Märkten beziehungsweise Vermögen durchsetzen, das Besetzen von Nischen erweitert nur begrenzt das eigentliche Marktpotenzial.

Zielführender erscheint hier ein grundsätzlicher Wechsel der Vertriebsstrategie, nämlich weg von einer reinen Verkaufskultur – hin zu einer Beratungskultur. Asset Management beinhaltet nämlich – wie der Name schon sagt – das Management der Produkte als wesentliche Wertschöpfung. Wenn die Asset-Management-Branche also den Markt für Ersparnisse fundamental stärker durchdringen möchte, ist über die Bereitstellung guter Produkte hinaus eine qualifizierte Beratung der Anleger über die Eigenschaften der Produkte naturgemäß zwingend erforderlich.

Dies bedingt dann zumindest eine graduelle Umstellung der Verprovisionierung des Vertriebs weg vom einmaligen Ausgabeaufschlag hin zur Bereitstellung laufender Erträge für Beratungsleistungen des Vertriebs. Diese Strategie zur Erreichung einer engeren Bindung der Anleger an das Angebot der Branche wird deshalb nicht ohne Investitionen beziehungsweise Vorfinanzierungen zu erreichen sein und erfordert auch eine Abstimmung mit den Vertriebs-einheiten der Asset Manager, also in den meisten Fällen den Konzernmüttern.

Zertifikate oder Altersvorsorge

Bei der Abzugsfähigkeit von Einzahlungen war die Fondsbranche über viele Jahre gegenüber der Versicherungsbranche steuerlich benachteiligt. Die Abschaffung des Versicherungsprivilegs hat zu Beginn dieses Jahres die Fondsprodukte zwar in eine relativ bessere Position gebracht, allerdings ist die Branche in der steuerlich geförderten Altersversorgung nach wie vor schwach vertreten. Umgekehrt besteht eine Benachteiligung von Fondsprodukten gegenüber Zertifikaten bei der laufenden Besteuerung. Bei Letzteren sind die Erträge nach Ablauf der Spekulationsfrist in der Regel komplett steuerfrei, eine Besteuerung impliziter Zinsen und Dividenden erfolgt nicht. Die Fondsbranche befindet sich demnach bei den steuerlichen Rahmenbedingungen in einer Zwickmühle, was für

den Absatz der Produkte erhebliche negative Konsequenzen hat.

Es steht nun außerdem zu erwarten, dass mit einer Einführung einer Besteuerung auf Kursgewinne sich – so berechtigt eine solche Steuer aus systematischen Gründen auch sein mag – daraus weitere nachteilige Effekte für die Fondsbranche ergeben. Die gute Nachricht wäre dann, dass – je nach Ausgestaltung der Steuer – die Nachteile gegenüber den Zertifikaten wohl beseitigt wären.

Umgekehrt ist es aber dennoch von entscheidender strategischer Bedeutung, dass die Fondsbranche ihren Platz in der kapitalgedeckten Altersversorgung findet. Die Funktion des Asset Management steht dort ganz zentral in der Wertschöpfungskette bei der Gestaltung langfristiger Sparvorgänge, und die dabei notwendige Nachhaltigkeit in der Beziehung zum Anleger steht auch in direkter Verbindung zu dem angeführten Argument über die Umstellung auf eine Beratungskultur.

In einer strategischen Falle?

Der Asset-Management-Markt ist nach der Krise zu Beginn des Jahrzehnts wieder im Aufwind. Dennoch könnten deutsche Asset Manager in einer strategischen Falle sitzen und dies im institutionellen Bereich wie im Retailmarkt. In beiden Märkten sind die Möglichkeiten zum Angebot von Produkten mit höheren Margen deutlich eingeschränkt, einmal aus regulatorischen Gründen, zum anderen aufgrund der besseren Ausgangssituation ausländischer Konkurrenten. Hinzu kommt ganz real die Bedrohung, dass ihre Produkte durch die Einführung von Kapitalsteuern unattraktiver werden könnten.

Diesen Herausforderungen kann die Branche mit drei strategischen Maßnahmen begegnen: erstens intern mit dem verstärkten Aufbau von Managementkompetenz bei Aktienprodukten, zweitens, in Zusammenarbeit mit den ihr immer noch verbundenen Vertriebs-einheiten, mit dem kontrollierten Übergang von einer Verkaufskultur zu einer Beratungskultur und drittens extern mit der aktiven Mitarbeit bei der Gestaltung der Regulierung und der Steuerpolitik. Bei der Bewältigung dieser Herausforderungen kann man der Branche auch zum Wohle des Finanzplatzes Deutschland nicht genug Erfolg wünschen. ■■■■■

Redaktionshinweis

Die turnusgemäß in dieser Ausgabe erscheinende **Sammlung bankrechtlicher Entscheidungen** wurde bereits in Heft 23/2005 vom 1. Dezember 2005 veröffentlicht.