

# Aktuelle Entwicklungen auf dem deutschen und österreichischen Spezialfondsmarkt aus Investorensicht (2003)

Stand: 31.12.2002



**RCP & Partners GmbH**

Risk rating of asset managers: the investor's measure of trust

# ***Aktuelle Entwicklungen auf dem deutschen und österreichischen Spezialfondsmarkt aus Investorensicht (2003)***

**(Stand: 31.12.2002)**

## **Vorbemerkungen**

RCP & Partners GmbH, Wiesbaden, veröffentlicht mit dieser Auswertung die dritte Markterhebung in Folge. Im Unterschied zu den beiden vorherigen Jahren 2000 und 2001 wurden erstmals neben dem deutschen Spezialfondsmarkt auch institutionelle Anleger in Österreich für das hier zugrundeliegende Bezugsjahr 2002 einbezogen. Die Markterhebung für den österreichischen Markt wurde in Zusammenarbeit und durch intensive Unterstützung des in Österreich und Deutschland erscheinenden Fondsmagazin „Fonds professionell“ (Wien) durchgeführt. Der Zusatznutzen für den Leser ergibt sich somit in zweifacher Hinsicht:

- ***Einbeziehung des österreichischen Investorenmarktes***  
Die Analyseergebnisse beziehen sich damit aggregiert auf beide Länder; soweit die Auswertungen in den beiden Ländern Deutschland und Österreich signifikante Unterschiede oder interessante Auffälligkeiten aufzeigen, wird hierauf gesondert hingewiesen.
- ***Vergleichsmaßstab zu den Vorjahren***  
Da die Auswertungen der letzten beiden Jahre vorliegen, wird im Rahmen dieser Analyse jeweils die Entwicklung bis zum hier untersuchten Bezugszeitraum 2002 ausgewiesen. Durch den Dreijahreszeitraum lassen sich bei verschiedenen Untersuchungsgegenständen sich verfestigende Trends oder auch Veränderungen ausmachen.

66 institutionelle Anleger in Deutschland und Österreich beteiligten sich an der Erhebung. Die Teilnehmer bieten einen repräsentativen Schnitt über die Investorenschaft von Spezialfonds in Deutschland und Österreich. Die Teilnahmequote liegt wie in den Vorjahren bei ca. 10%.

Die gesamten verwalteten und damit in der Untersuchung erfaßten Gelder betragen über 160 Mrd. EURO (Vorjahr ca. 100 Mrd. EURO), davon etwa 52% im Spezialfondsbereich. Bei ca. 530 Mrd. EURO (ÖSTERREICH ca. 41 Mrd. EURO) Spezialfondsvolumen in beiden Ländern sind im Rahmen dieser Studie ca. 16% des Gesamtmarktes repräsentiert.

In diese Analyse werden noch stärker als in den beiden ersten Untersuchungen auch Erfahrungen aus Gesprächen mit institutionellen Anlegern und Asset Managern Eingang finden.

Die wesentlichen Erkenntnisse aus der Erhebung möchten wir bereits in der Einführung wie folgt zusammenfassen:

Bedingt durch das dritte schwierige Jahr an den Kapitalmärkten in Folge zeigen sich die institutionellen Anleger ihren Asset Managern gegenüber

- ***zunehmend kritischer***  
siehe spätere Ausführungen zu den zwölf Anforderungskriterien des Anlegers gegenüber „seinem“ Asset Manager insbesondere unter dem Gesichtspunkt der Transparenz,
- ***professioneller***  
z.B. bei der Auswahl des richtigen Asset Managers; z.B. durch Zuhilfenahme fremder Unterstützung,
- ***aufgeklärter***  
etwa an neuen Themen wie Master-KAG oder Kostentransparenz,
- ***interessierter und offener***  
etwa bei der Frage, verstärkt ausländische Anbieter in die Überlegungen einzubeziehen oder auch über neue Anlagealternativen wie Total-Return-Produkte oder Alternative Investments nachzudenken,
- ***konsequenter***  
z.B. bei dem Umgang mit dem Asset Manager bis hin zum Auswechseln des Managers.

Bedingt dadurch, daß nach einem „vorsichtigen Optimismus“ für die Aktienmärkte zu Anfang des Jahres 2002 – bei einem DAX-Stand von 5.160, EURO Stoxx bei 3,806 – das Jahr 2002 dann in seinem Verlauf eine dramatische Verschlechterung mit sich brachte (DAX minus 44% auf 2.893 Punkte, in 2001 schon ein Minus von 19,8%; EURO Stoxx minus 37% auf 2.386 Punkte, 2001 schon minus 18,7%) hat sich die kritische Haltung der Anleger gegenüber den Asset Managern scheinbar nachhaltig verhärtet. Softfaktoren, mit denen in vergangenen Zeiten noch gepunktet wurde, werden von Investorensseite immer weniger akzeptiert. Dies ist einfach daraus zu erklären, daß bei den Investoren selbst bei bestem Willen

kein Spielraum mehr vorhanden ist, den Asset Managern gegenüber Kompromißbereitschaft an den Tag zu legen. Dieser Trend hin zur Professionalisierung des Investors scheint nach den sich kumulierenden Entwicklungen über die vergangenen drei Jahre auch nicht mehr zurückzudrehen sein.

Der Erwartungshorizont der institutionellen Anleger an ihre Asset Manager geht derzeit in zwei Richtungen:

- Einerseits wird der Asset Manager als „Spezialist“ für das Management gezielter Assetklassen gesucht,
- zum anderen wird zunehmend der Asset Manager als „Administrator“ (Master-KAG, Verwalter von betrieblichen Altersversorgungssystemen) nachgefragt.

Die Asset Manager sehen sich so erheblichen Mehranforderungen ihrer Klientel ausgesetzt. Diese Herausforderungen zu bewältigen, fällt naturgemäß in einem Umfeld wie dem derzeitigen sehr schwer. Hier wird der enorme Druck deutlich, der auf den Asset Managern lastet, zwischen einerseits der Bewältigung eines Wegbrechens der Margen und andererseits dem Zwang, sich genau jetzt mit der strategischen Frage zu befassen, wie die künftige Positionierung in einem zunehmend globaleren Umfeld aussehen soll.

Als echter Hoffnungsträger für eine Besserung der Gesamtlage dürften die Perspektiven für das Jahr 2003 kaum dienen. Eine konjunkturelle Erholung ist, wenn überhaupt, eher aus den USA zu erwarten. Hierfür muß zunächst die Irak-Problematik mit allen Folgewirkungen gelöst sein. Flankierend hinzutreten müssen zufriedenstellende Unternehmensnachrichten, wofür es nach einem zwischenzeitlich eingetretenen völligen Vertrauensverfall zum Teil erste gute Anzeichen gibt.

Die Schaffung von vertrauensbildenden Maßnahmen ist damit erste Voraussetzung dafür, die Bereitschaft der institutionellen Investoren zur Anlage in risiko-betontere Anlageklassen wieder zu wecken.

In der Vorjahresanalyse stellten wir fest, daß bereits eine ganze Reihe von Asset Managern sich sehr konkret den neuen Herausforderungen stellen. Spürbare Ausflüsse waren und sind derzeit

- in den Jahren 2001 und 2002 erfolgte Merger von Investmentgesellschaften (Zusammenführung verschiedener Asset Manager aus unterschiedlichen Konzernen oder die Zusammenlegung von Asset Managern aus dem Publikums- und dem Spezialfondssektor),
- hohe Priorisierung des Projektes „Steuerung des Risk Managements“,
- Verbesserung aller Maßnahmen, die unmittelbar beim Anleger sichtbar werden, wie der Punkt

„Reporting“ sowie die allgemeine Kundenbetreuung („Relationship Management“).

Neu hinzugetreten sind im Aufgabenkatalog der Asset Manager in 2002 besonders zwei aktuell diskutierte Themen:

- *Kosten-Transparenz*

Es sollte schon sehr bald zum guten Stil gehören, daß Asset Manager ihre Kunden umfassend und offen über die Kostenstrukturen ihrer Fonds informieren. Die seitens des BVI entwickelten „Wohlverhaltensregeln“ greifen die Transparenz bei der Kostengestaltung dankenswerterweise aktiv auf und bedeuten damit einen wesentlichen Fortschritt auf dem Wege zu mehr Transparenz.

- *Master-KAG*

Die Master-KAG als Service-KAG ist derzeit in aller Munde. Sie bildet einen weiteren Baustein auf dem Weg zur Spezialisierung der Asset Manager. Für die Anleger mit vielen Annehmlichkeiten verbunden (dazu später), sehen sich die Asset Manager in einem Zwiespalt. Die erste zu treffende Entscheidung lautet „Mitmachen oder sich als reiner Fondsmanager behaupten?“. Wenn der Asset Manager sich dafür entscheidet, ein Master-KAG-Konzept anzubieten, stellt sich die weitere Frage: „Will man sich jetzt nur noch und ausschließlich als Master-KAG im Markt als Anbieter zeigen oder soll diese Leistung „neben“ der Funktion als Manager von Fonds angeboten werden?“.

Gerade der letztere Aspekt ist derzeit noch nicht beantwortet. Die Meinungen gehen dabei deutlich auseinander. Zu erwarten ist, daß der Markt hierüber entscheiden wird und der institutionelle Anleger diese Frage in den kommenden zwei bis drei Jahren wesentlich mit beeinflussen wird.

Im Folgenden werden zwei Hauptkomplexe betrachtet.

Zum einen soll das Marktumfeld näher beleuchtet werden. Dazu gehört ein näherer Blick auf die Anlegerstrukturen, aus denen sich ja häufig ein bestimmtes Anforderungsprofil auch an die Asset Allokation ergibt. Dazu kommen die Marktentwicklungen bei den Assets unter Management und der Anzahl an Spezialfonds- und Großanlegerfonds. Die Erkenntnisse daraus dienen neben dem informativen Charakter auch als Grundlage für den zweiten Hauptteil. Dieser beschäftigt sich eingehend mit den Ergebnissen aus der Untersuchung und Befragung der institutionellen Anleger. Der Schwerpunkt ist zwölf verschiedenen Anforderungsaspekten institutioneller Anleger gegenüber ihren Asset Managern gewidmet.

## Inhaltsverzeichnis

<b>I. AUSGANGSLAGE .....</b>	<b>5</b>
I.1. MARKTSITUATION .....	5
I.1.a) Institutionelle Anleger.....	5
I.1.b) Spezialfonds-/Großanlegerfonds – Daten .....	5
I.1.c) Asset Manager und Produkte – Die großen Trends .....	6
<b>II. DIE ERGEBNISSE DER BEFRAGUNG IM EINZELNEN.....</b>	<b>7</b>
II.1. VORGEHENSWEISE BEI DER BEFRAGUNG .....	7
II.2. SPEZIALFONDSANLAGEN.....	8
II.2.a) Anzahl der unterschiedlichen Mandate.....	8
II.2.b) Aufteilung auf heimische und ausländische Anbieter.....	9
II.3. DERZEITIGE ANLAGESTRATEGIE.....	10
II.4. AUFLEGUNG NEUER SPEZIALFONDS UND PRÄFERENZEN.....	12
II.5. AUSWAHL EINES GEEIGNETEN ASSET MANAGERS .....	12
II.6. DIE 12 PRÜFUNGSKRITERIEN IM DETAIL.....	13
II.6.a) Performance.....	15
II.6.b) Risk Management.....	15
II.6.c) Reporting.....	16
II.6.d) Kundenservice.....	17
II.6.e) Innovationskraft .....	18
II.6.f) Investmentstile.....	18
II.6.g) Investmentprozess .....	19
II.6.h) Kosten.....	19
II.6.i) Reputation .....	20
II.6.j) Organisation .....	21
II.6.k) Internationale Ausrichtung .....	22
II.6.l) Präsenz vor Ort.....	22
II.7. BEREITSCHAFT ZUM AUSTAUSCH DER ASSET MANAGER.....	23
II.8. KENNNTNISSTAND ÜBER AKTUELLE THEMEN .....	23
II.8.a) Performance Presentation Standards .....	23
II.8.b) Master-KAG.....	23
II.8.c) Total Expense Ratio (TER).....	24
II.8.d) Wohlverhaltensregeln (WVR).....	24
II.8.e) Fondsrating.....	24
II.8.f) Fiduciary Rating .....	24
<b>III. ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK.....</b>	<b>25</b>

## I. Ausgangslage

### I.1. Marktsituation

#### I.1.a) Institutionelle Anleger

Zunächst gilt der Blick der eigentlichen Gruppe der institutionellen Anleger. Die folgende Grafik unterscheidet nach sechs verschiedenen Investoren. Im Vergleich ergibt sich gegenüber dem Vorjahr praktisch bis auf Stellen hinter dem Komma keinerlei Veränderung. Faßt man die Versicherer, die Pensionskassen und Versorgungseinrichtungen zusammen, so dürfte der Anteil bei ungefähr 70% liegen. Dies ist insoweit von Bedeutung, als alle diese Adressen einen erhöhten Beratungsbedarf haben. Dies können Fragen im Rahmen der Altersversorgung sein. Genauso ist der Asset Manager aber auch im Hinblick auf eine Beratung im Liquiditäts- oder Durationsmanagement hin gefordert.

Der Markt scheint sich folgerichtig in zwei großen Gruppen von Anbietern im Asset Management zu bewegen. Zum einen wird der Asset Manager in

seiner reinen Funktion als Performance-Lieferant eine Rolle spielen, eine Position, die eine Reihe von Asset Managern schon sehr bewusst und gewollt eingenommen haben. Davon zu unterscheiden sind die Asset Manager, die sich eben nicht als reiner Produktlieferant verstehen, sondern das Rollenverständnis eines ganzheitlichen Dienstleisters annehmen.

In die nahe Zukunft geschaut, ist ein weiterer Zufluss von Mitteln aus betrieblichen Altersversorgungssystemen in Spezialfonds zu erwarten. Wenn auch die neuen Pensionsfonds als fünfter Weg der betrieblichen Altersversorgung zur Zeit noch verniedlicht als „zartes Pflänzchen“ bezeichnet werden oder in dem Titel „Der Pensionsfonds – Warum ist er nicht attraktiv?“ kritisch hinterfragt werden, so steht doch heute schon fest, daß in naher Zukunft massiv Gelder aus diesem Bereich zur Anlage drängen werden.

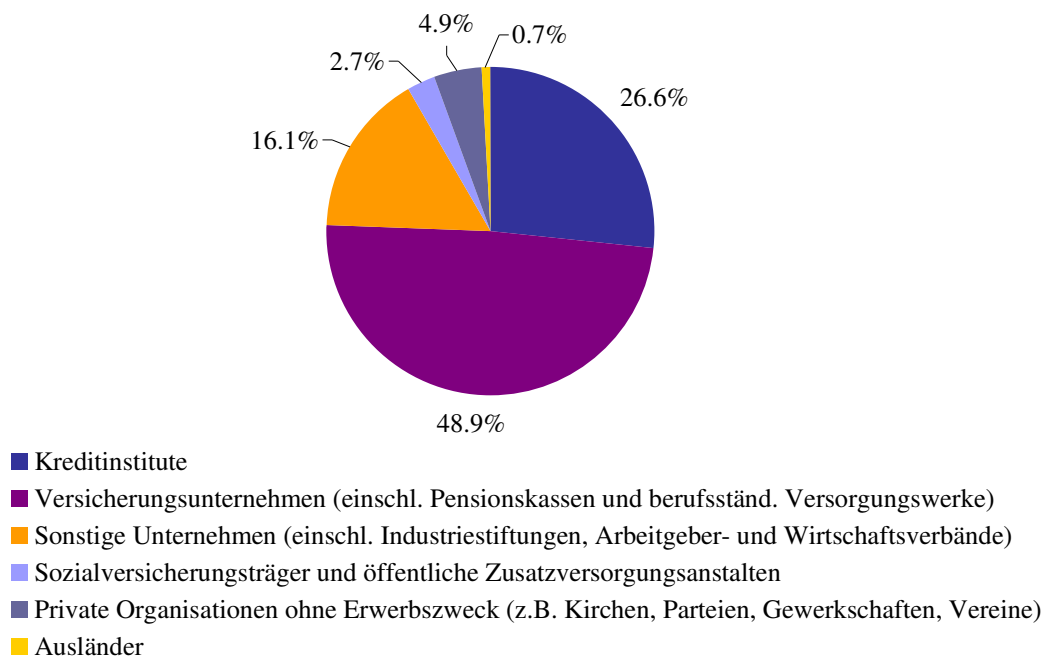


Abbildung 1: Kundenstruktur in deutschen Spezialfonds per 31.12.2002;  
Quelle: Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik 02/2003

#### I.1.b) Spezialfonds-/Großanlegerfonds – Daten

Erstmals seit Bestehen des Spezialfondsmarktes ist ein deutlicher Rückgang bei den in Spezialfonds verwalteten Assets als auch bei der Anzahl der Mandate zu verzeichnen. Die nachfolgende Grafik zeigt dies anschaulich auf.

Nachdem sich zum Ende 2001 noch 492,3 Mrd. EURO in 5.450 Spezialfonds in Deutschland wiederfanden, waren ein Jahr später (31.12.2002) noch 488,5 Mrd. EURO auf 5.297 Fonds verteilt. Insbesondere der Rückgang bei den Spezialfondsmandaten um 153 (= 2,8%) fällt auf.

Hierfür können zwei Gründe herangezogen werden:

- **Auflösung von Mandaten**  
Die Befragung hat gezeigt, daß Teilnehmer an der Befragung, die auch schon im Vorjahr teilgenommen haben, Fonds tatsächlich aufgelöst haben. Dies geschah aber nicht in einer dramatischen Weise.
- **Master-KAG**  
Das Jahr 2002 ist der Ursprung des Master-KAG-Konzeptes. Da unter dem Dach eines juristischen Master-Fonds (der auch in der Statistik des BVI [Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Frankfurt] nur als ein Fonds

gezählt wird) mehrere Sub- oder Advisory-Mandate angesiedelt sind, müssen die Spezialfonds der Zahl nach notwendigerweise zurückgehen. Der Trend wird sich in diese Richtung insbesondere wegen der mit diesem Konzept verbundenen Vorteile (wie etwa die steuerlich neutrale Umschichtung von Mandaten oder das Bereitstellen eines einheitlichen Reportings) klar verstärken. Hier empfiehlt sich, das schon diskutierte Aufbrechen der bisherigen Erfassung der Mandate hin zur Erfassung der Advisory-Mandate.

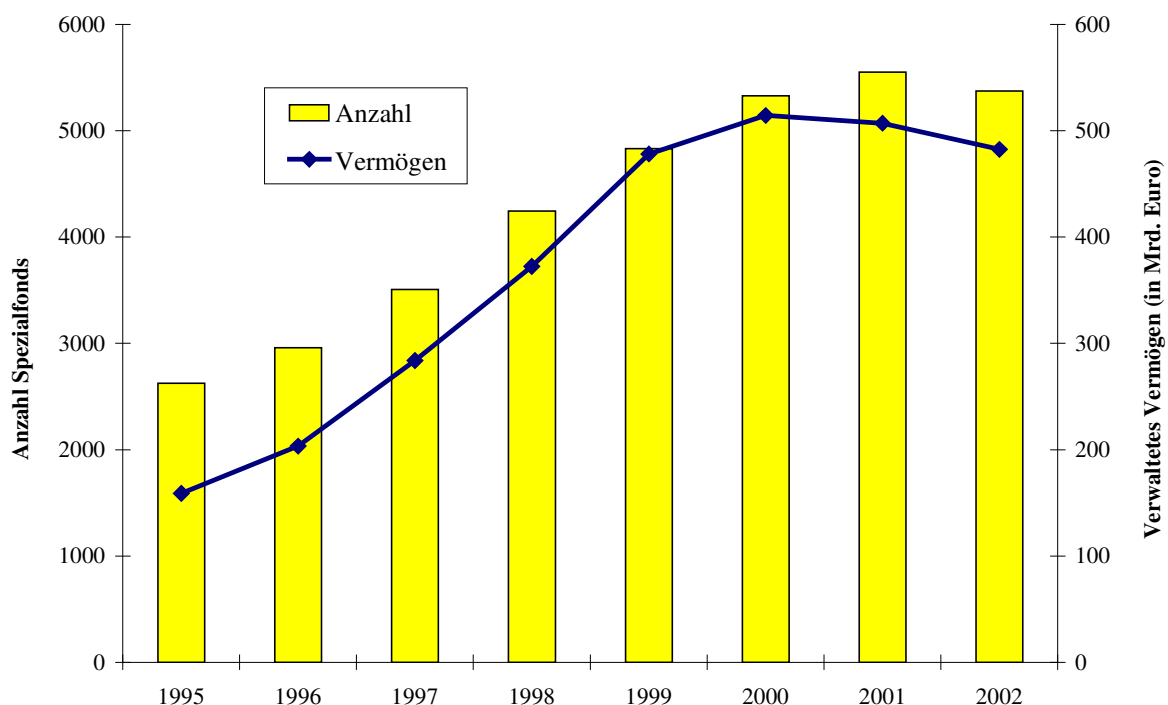


Abbildung 2: Entwicklung des Spezialfondsmarktes

#### Österreich:

In Österreich addierten sich die Assets der Spezialfonds- und Großanlegerfonds zu 41,2 Mrd. EURO zusammen. Dies bedeutet nach 35,6 Mrd. EURO zu Ende 2001 eine Steigerung von gut 15%. Hier steht zu vermuten, daß die kontinuierliche Steigerung bzw. stabile Entwicklung auch gegenüber den Vorjahren (2000: 35,1 Mrd. EURO, 1999 33,4 Mrd. EURO) auf den hohen Bestand an Versorgungseinrichtungen wie insbesondere die Pensionskassen zurückzuführen ist.

#### I.1.c) Asset Manager und Produkte - Die großen Trends

##### Asset Manager

Zu Ende 2002 waren in Deutschland 73 Kapitalanlagegesellschaften beim BVI als Mitglieder gemeldet. Davon betreiben 56 Gesellschaften aktiv das Geschäft mit Spezialfonds. Auffällig ist über die letzten zwei bis drei Jahre ein spürbares Interesse ausländischer Asset Manager, im deutschen institutionellen Markt Fuß zu fassen. Neu in den deutschen Markt eintreten wollen insbesondere Häuser aus der Schweiz, Holland und verstärkt aus UK. Dabei ist zu berücksichtigen, daß bereits ein Drittel der beim BVI

als Mitglieder registrierten Adressen ausländische Muttergesellschaften haben.

In Österreich sind es etwa sieben bis zehn heimische Anbieter, die Fonds für institutionelle Anleger auflegen. Hier ist die Präsenz ausländischer Asset Manager schon seit langem ein fester Bestandteil des Marktes.

Der Antrieb zum Auf- und Ausbau des Geschäftes im deutschsprachigen Bereich kommt derzeit eindeutig über die Perspektiven im Altersversorgungssektor. Mit der Anlage oder Veranlagung dieser Gelder ist man in anderen Ländern wie den zuvor genannten sehr vertraut. Diese Expertise möchten die ausländischen Anbieter einbringen. Hier kommt ihnen natürlich die nunmehr offiziell gestattete Möglichkeit des Outsourcing von KAG-Funktionen sehr entgegen. Die Notwendigkeit des Vorhaltens einer Kapitalanlagegesellschaft ist nun auch offiziell nicht mehr vonnöten. Dies bringt zudem bereits bestehende Kapitalanlagegesellschaften ausländischer Häuser verstärkt in Überlegungen, sich von diesem juristischen und kostenintensiven Korsett zu befreien. Interessanterweise hat sich die Vorgehensweise bei der Marktpenetration auf Seiten der ausländischen Anbieter grundlegend geändert. Während noch vor etwa zwei Jahren keineswegs die Notwendigkeit gesehen wurde, den Anleger „vor Ort“ betreuen zu müssen, hat sich dies in das Gegenteil umgekehrt. Inzwischen ist es State of the Art, mit deutschsprachigen Betreuern oder Vertriebspersonen mit dem entsprechenden Verständnis für die Belange und Bedürfnisse des Anlegers anzutreten. Ob dieser Gesichtspunkt auch von den institutionellen Anlegern genauso gesehen wird, wird im Kapitel II.6.) bei dem Prüfungskriterium „Präsenz vor Ort“ näher betrachtet.

Während auf der einen Seite zusätzliche Anbieter den Wettbewerb verschärfen, konkretisieren sich auf der anderen Seite schon seit längerem geäußerte Vermutungen, daß sich bestimmte, meist kleinere Anbieter, nicht im Markt werden behaupten können. Dieser

Bereinigungsprozess ist insbesondere im Bereich der Versicherer-Kapitalanlagegesellschaften zu spüren.

#### *Produkte*

Auch auf der Produktseite zeigen sich neue Trends. Zum einen nehmen Anbieter zu, die den Bereich des Benchmark-Consulting in ihrem Gepäck mit zum Kunden nehmen. Das hierfür prädestinierte Gebiet der betrieblichen Altersversorgung wurde schon angesprochen.

Aber auch die reine Produktseite nimmt einen erhöhten Spezialisierungsgrad an. Dies ist sicher auf die Marktverwerfungen der letzten drei Jahre und auf eine damit einhergehende Veränderung der Asset Allokation zurückzuführen. Insbesondere Anbieter im Bereich Unternehmensanleihen (Corporates), Total-Return-Produkte, Wertsicherungskonzepte und Hedge Funds finden zunehmend Gehör bei institutionellen Anlegern.

## **II. Die Ergebnisse der Befragung im Einzelnen**

### **II.1. Vorgehensweise bei der Befragung**

Die Fragen aus der Markterhebung richteten sich wie in den beiden Vorjahren ausschließlich an institutionelle Anleger. Diese – nunmehr dritte – Analyse bezieht Österreich als Anlegermarkt mit ein. Bei 66 Rückläufen liegt die Teilnahmequote bei ca. 10%. Der Kreis der teilnehmenden Investoren spiegelt einen repräsentativen Schnitt wider. Er setzt sich wie folgt zusammen:

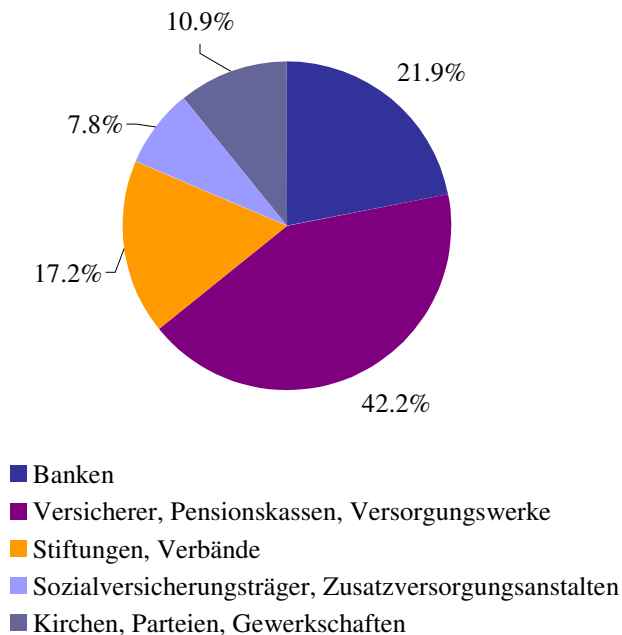


Abbildung 3: Verteilung der Teilnehmer an der Spezialfondsstudie

Die Fragen konzentrieren sich auf drei Blöcke:

- Bestandsaufnahme der Mandate in Zahlen
- Aktuelle und künftige Positionierung der Investoren
- Aktueller Informationsstand bei den Investoren

Die Analyse soll gleichermaßen institutionellen Anlegern wie auch Asset Managern eine Unterstützung bei der aktuellen Marktpositionierung sein. Dazu dient einmal der Vergleichsmaßstab zwischen den hier getroffenen Aussagen im Vergleich zur eigenen Einschätzung durch den Investor oder den Asset Manager. Darüber hinaus fließt in die Analyse ein Vergleich mit den Resultaten der beiden Vorjahre mit ein. Hierdurch lassen sich im Rahmen dieser dritten Erhebung erstmals auch konkrete Aussagen über sich verfestigende Trends ausmachen. Begleitend werden die gefundenen Ergebnisse durch Erfahrungen von

RCP-Mitarbeitern aus direkten Gesprächen mit Marktteilnehmern kommentiert und analysiert. Die aufgezeigten Ergebnisse beziehen sich auf alle erhobenen Daten der Teilnehmer aus Deutschland (80% der Teilnehmer) und Österreich (20% der Teilnehmer).

## II.2. Spezialfondsanlagen

### II.2.a) Anzahl der unterschiedlichen Mandate

In die Untersuchung flossen 799 Spezialfonds ein. Davon wurden

- 33,9% in reine Rentenmandate,
- 34,0% in gemischte Mandate,
- 25,7% in reine Aktienmandate und
- 6,4% in sonstige Mandate wie Immobilienfonds investiert.



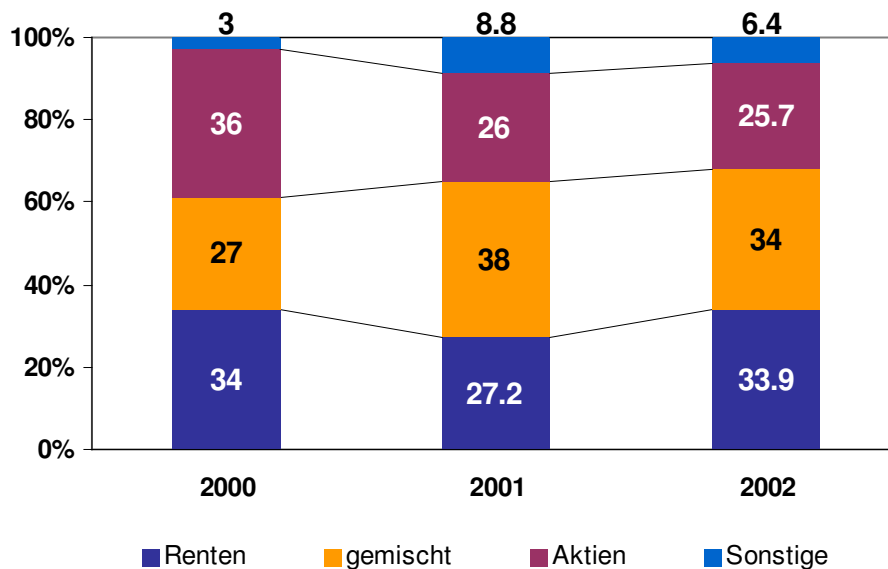


Abbildung 4: Entwicklung der Mandate

Festzuhalten bleibt danach, daß die Anleger nach wie bei der Neuanlage im Aktiensektor sehr vorsichtig agieren, was kaum verwundert. Der Trend hin zur Rentenanlage hat mit 6,8% deutlich zugenommen. Während es eine Zeitlang schien, daß mit einer Allokation in spezialisierte Mandate eine Reduzierung der gemischten Spezialfonds einhergeht, scheint sich die Quote doch wieder bei einem Drittel der Mandate einzupendeln. Dies ist ein klarer Beleg für die Verunsicherung auf Anlegerseite. Wenn überhaupt, findet eine speziellere Anlage allein auf der Rentenseite und bei Unternehmensanleihen statt.

#### Unterschied Deutschland und Österreich (in 2002)

Erstaunlicherweise ergab sich ein recht deutlicher Unterschied insbesondere bei der Angabe zu den Aktienmandaten. Die österreichischen Teilnehmer investierten danach mit 37,9% deutlich mehr Gelder in reine Aktienmandate als die deutschen Teilnehmer mit 20,6%.

#### II.2.b) Aufteilung auf heimische und ausländische Anbieter

Bereits 50% der Anleger arbeiten mit ausländischen Asset Managern zusammen. An diesem Punkt zeigen sich die Teilnehmer aus Österreich allerdings zugänglicher als die deutschen Teilnehmer. In Österreich sind es alleine 75%, in Deutschland knapp 44%, die Fonds auch von ausländischen Adressen managen lassen. Was Österreich betrifft, so ist die hohe Prozentzahl sicher auch auf das engere Angebot unmittelbarer österreichischer Fondsgesellschaften zurückzuführen.

telbarer österreichischer Fondsgesellschaften zurückzuführen.

Betrachtet man im Weiteren das Verhältnis der heimischen und ausländischen Asset Manager nach der Anzahl der beauftragten Manager, mit denen Investoren zusammenarbeiten (so ist es z.B. keine Seltenheit, daß ein Investor z.B. bei 10 inländischen und zwei ausländischen Managern Fonds unterhält), so nimmt die Prozentzahl etwas auf 40% ab. Das zeigt, daß gerade dann, wenn mehrere Fonds zur Verwaltung vergeben werden, die heimischen Anbieter immer noch deutlich in der Überzahl sind.

Ein vergleichender Blick bezogen auf Deutschland, gemessen an der Anzahl der beauftragten ausländischen Asset Manager, weist mit 26% (Anzahl aller ausländischen Asset Manager im Verhältnis zur Anzahl aller deutschen Asset Manager, die Mandate verwalten) zwar einen geringeren Wert als in Österreich mit 70% auf. Im Vorjahr lag dieser Wert für Deutschland aber nur bei 18,1%. Damit läßt sich klar eine zunehmende Beauftragung ausländischer Anbieter ausmachen.

Klassischerweise vergeben Investoren mit fünf Mandaten und mehr eher auch Spezialfonds an ausländische Asset Manager. Erstaunlich ist aber, daß auch eine ganze Reihe von Investoren mit bis zu fünf Mandaten ausländische Anbieter in ihren Reihen haben. Dies mag im Vergleich mit den Vorjahren als ein erster Trend zu einer Öffnung gegenüber nicht-heimischen Asset Managern gewertet werden, die aktuell verstärkt mit Spezialprodukten an den deutschen Anleger herantreten.

### II.3. Derzeitige Anlagestrategie

Die schon im Vorjahr postulierte Save-Haven-Politik hat sich deutlich verstärkt. Gefragt wurde nach der Verteilung der Assets auf die folgenden Assetklassen:

- Renten

*Europa*  
*Welt ex Europa*

- Aktien

*Europa*  
*Welt ex Europa*

- Immobilienfonds
- Private Equity
- Hedge Funds

Die folgende Abbildung zeigt die aktuelle Allokation auf.

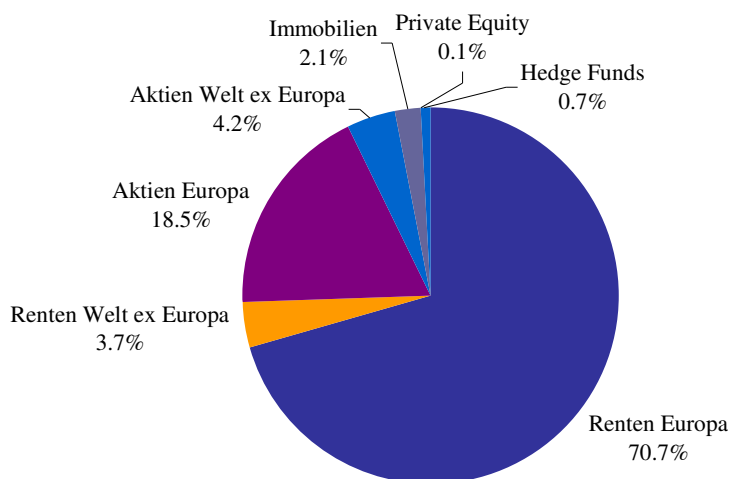


Abbildung 5: Asset Allocation

Nachdem sich der Anteil an Renten Europa schon im letzten Jahr um 10% auf 62,7% erhöhte, fiel der Anteil mit jetzt 70,7% noch mal deutlich höher aus. Renten Welt ex Europa spielen mit 3,7% wie in den Vorjahren keine entscheidende Rolle.

Hinterfragt wurde auch das Engagement in Unternehmensanleihen. Exakt jeder zweite Anleger gab an, bereits über sog. Corporates in seinem Portefeuille zu verfügen. Dies erscheint sehr ermutigend, zumal die Unternehmensanleihen bereits über 8,2% der gesamten Rentenanlagen ausmachen. Auf der Seite der Anleger finden sich besonders Versorgungswerke, Zusatzversorgungskassen, Versicherer und vereinzelt Banken.

Der Anteil Aktien Europa ging von 23,8% im Vorjahr auf 18% zurück, genauso der Anteil Aktien Welt ex Europa von vormals 7% auf nunmehr 4,2%.

Interessant erscheint der Blick auf die alternativen Investments.

Der Sektor Private Equity dürfte nach den Erfahrungen aus dem Neuen Markt noch eine Weile benötigen, bis dieser als ernstzunehmende Assetklasse wieder in Betracht gezogen wird. Aus Gesprächen mit Anlegern schätzen wir, daß ca. zwei Handvoll institutionelle Anleger in Deutschland hier engagiert sind. Ausländische Anbieter versuchen verstärkt, in den Markt zu kommen. Sicher muß eine Beruhigung an den Märkten hinzutreten, um dieses Segment wieder attraktiv zu machen.

Im Bereich Hedge Funds gibt es erklärtermaßen seitens der Bundesregierung Tendenzen zur Öffnung des deutschen Marktes. Im Rahmen des Finanzmarktförderplanes 2006 sollen Hedge Funds offiziell auch in Deutschland zugelassen werden, wo bislang noch Vehikel über strukturierte Produkte wie Genussscheine oder Zertifikate konstruiert werden mußten. Die Zahl von derzeit 0,7% aller Assets, die unserer Umfrage zugrunde liegen, klingt sicher nicht spekta-

kulär. Falls sich jedoch das gesetzliche Fenster öffnet, könnte dieser Sektor stark zunehmen. Die Investoren suchen zunehmend Alternativen in Anlagen, die nicht mit den Kapitalmärkten eins zu eins korrelieren.

Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse (in Prozent) über die letzten drei Jahre geordnet nach Assetklassen:

	2002	2001	2000
Renten			
• Europa	70,7	62,7	49
• Welt ex Europa	3,7	3,3	5
Aktien			
• Europa	18,5	23,8	26
• Welt ex Europa	4,2	3,8	7
Immobilienfonds	2,1	3,8	(Sonstige 13)
Private Equity	0,1		
Hedge Funds	0,7	(Sonstige 2,6)	

Tabelle 1: Entwicklung der Asset Allocation

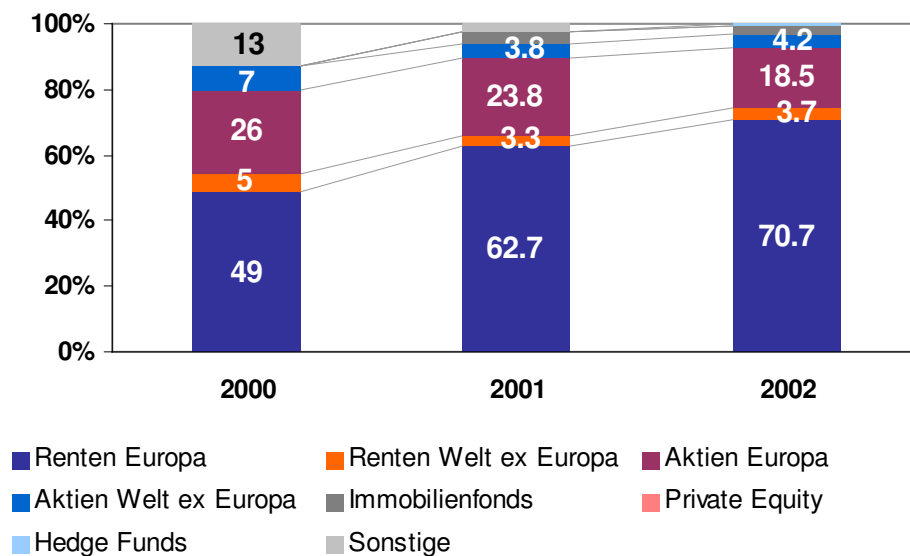


Abbildung 6: Entwicklung der Asset Allocation

*Aktive versus passive Mandate*

Ein echter Trend zum passiven Management – wie zeitweise vorausgesagt – scheint sich nicht abzuzeichnen.

Im Bereich Renten und gemischte Mandate gaben 12% der Befragten an, auch zumindest über ein passives Mandat zu verfügen; bei den Aktien war es immerhin jeder fünfte Teilnehmer.

In Österreich finden sich insbesondere die Pensionskassen auch mit passiven Mandaten auf der Renten- wie der Aktienseite wieder. Im übrigen lassen sich zwischen den Anlegergruppen keine Besonderheiten ausmachen. Zu den passiven Anlegern gehören Ban-

ken genauso wie Versicherer und Industrieunternehmen.

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

	2002	2001
Renten aktiv	93,4	91
Renten passiv	6,6	9
Aktien aktiv	89,3	82
Aktien passiv	10,7	18
Balanced aktiv	86,4	92
Balanced passiv	13,6	8

Tabelle 2: Aktive und passive Mandate

#### II.4. Auflegung neuer Spezialfonds und Präferenzen

Gefragt wurde hier danach, ob in den kommenden Jahren neue Gelder in Spezialfonds angelegt werden sollen. 47% der Anleger bejahten dies. Hierzu zählten überwiegend Adressen, die über mehrere Mandate bereits verfügen, angefangen von Versicherern, Pensionskassen bis hin zu Versorgungswerken.

Auf der Aktienseite sagten 45%, daß sie in Zukunft einen aktiven Investmentansatz bevorzugen, nur gut 20% präferieren auf der Aktienseite einen passiven Ansatz. Diese Quote liegt auf gleicher Augenhöhe mit den zuvor ermittelten 20%, die bereits heute Aktienmandate passiv managen lassen.

Auf der Rentenseite sind es ebenfalls knapp 20% mit einem Bias zum passiven Mandat, aber immerhin gut 70% bevorzugen ein aktives Rentenmanagement.

Im Vorjahr betrug diese Quote über beide Assetklassen hinweg 20%. Eine Unterscheidung in Renten und Aktien wurde im Vorjahr nicht vorgenommen.

Über 27% der Teilnehmer gaben an, daß sie bei einer Neuanlage auch über eine Investition in alternative Investments nachdenken. Dies eröffnet Chancen für Anbieter in diesem Sektor.

Zusätzlich wurde die Frage gestellt, ob es bei einer anstehenden Neuvergabe eines Mandates eine Bevorzugung eines heimischen Anbieters oder eines ausländischen Asset Managers gibt. Immerhin jeder vierte Befragte gab an, daß er beide Alternativen in Betracht zieht. Nur 44% bevorzugen ausschließlich eine heimische Adresse. Dies zeigt tendenziell schon eine zunehmende Öffnung gegenüber ausländischen Anbietern. Zu erklären ist dies unter anderem aus dem enormen Performancedruck, dem die überwiegende Zahl der Investoren ausgesetzt ist, aber sicher

auch aus der zunehmenden Präsenz ausländischer Anbieter im deutschsprachigen Bereich.

#### II.5. Auswahl eines geeigneten Asset Managers

Die schwierigen Marktverhältnisse stellen automatisch höhere Anforderungen an die institutionellen Anleger, bei der Suche nach dem Asset Manager so professionell wie möglich zu agieren. Als Hilfsmittel dienen dabei eigene Fragebögen oder die Inanspruchnahme von Spezialisten wie Consultants. Möglich ist auch, sich ohne eines der vorgenannten Hilfsmittel ein eigenes Bild von Asset Managern zu verschaffen. Herangezogen werden können etwa eigene Recherchen und das Zurückgreifen auf externe Informationen wie etwa solche der Hausbank.

Das Ergebnis ist dennoch außerordentlich überraschend.

So gaben 40% der Befragten an, daß sie weder einen Consultant beauftragt haben oder dies beabsichtigen und gleichzeitig auch keinen eigenen Fragebogen bei der Suche des geeigneten Asset Managers einsetzen.

Die Frage wurde in ähnlicher Weise im Vorjahr gestellt, allerdings ohne den Zusatz, ob die Beauftragung eines Consultants geplant sei. Die Quote lag damals mit 37% aber ähnlich hoch.

Nach den Erfahrungen an den Märkten und den teilweise desaströsen weiteren Wertberichtigungen über das Jahr 2002 hätte man eher eine verstärkte Inanspruchnahme von Spezialisten erwarten können. Warum dies nicht der Fall war, lässt sich vielleicht an zwei Argumenten festmachen. Sicher gab es auch einige Enttäuschungen bei Investoren, die im Vertrauen auf ihre Consultants ein besseres Abschneiden in der Performance erwarteten und sich deshalb auch von Beratern trennten. Zudem scheuen einige Inve-

storen wegen der entstehenden Kosten noch vor der Inanspruchnahme eines Beraters zurück.

Nichtsdestotrotz bleibt festzuhalten, daß nicht zuletzt aus dem Performancedruck heraus der Beratungsbedarf für institutionelle Investoren nach wie vor enorm hoch ist. Es ist nun an den Beratern, sich als professioneller und für die Einzelbedürfnisse des Anlegers verständiger Partner zu präsentieren. An

dieser Stelle ist der Consultant eher als der Anbieter mit einer „Beratung aus einer Hand“ gefragt. Dies und nicht alleine die Konzentration auf die Unterstützung des Investors beim Search-Prozeß des richtigen Asset Managers wird künftig die Aufgabe des Consultants sein. Hier noch einmal die aus unserer Sicht wesentlichen Gesichtspunkte, die für die Inanspruchnahme von Consultants sprechen können:

	<b>Aufgabe des Consultants</b>
Performancedruck	Asset-Allokation-Beratung
Asset Manager / Produkte	Übersicht schaffen
Interne Performance-Verantwortung	„Outsourcen“ der Verantwortung (Consultant als „neutrale Instanz“)

*Tabelle 3: Aufgaben von Consultants*

Hier der Vergleich zu den Vorjahren im Überblick (in Prozent)

	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>
Nutzung Consultants	21,2	26,3	16
Geplant (2002)	12,1	-	-
Eigener Fragebogen	47	42,1	42

*Tabelle 4: Unterstützung in Search-Prozeß*

## II.6. Die 12 Prüfungskriterien im Detail

Die institutionellen Anleger wurden nach ihrer Einschätzung zu zwölf Kriterien befragt, die ihre Zusammenarbeit mit ihrem Asset Manager mehr oder weniger beeinflussen. Dabei wurde danach differenziert, für wie wichtig die Anleger die zwölf Kriterien „abstrakt“ halten („Wertschätzung“). Dabei konnten fünf Stufen, gestaffelt nach der Wichtigkeit, angekreuzt werden, angefangen von „sehr wichtig“ über

„wichtig“, „neutral“ und „weniger wichtig“ bis zu „unwichtig“.

Die zweite Untersuchung galt nun dem tatsächlichen Grad der „Zufriedenheit“, also wie zufrieden die Anleger im Hinblick auf diese zwölf Kriterien in der Praxis konkret mit ihren Asset Managern sind. Angekreuzt werden konnten wiederum fünf Stufen von „sehr hoch“, „hoch“, „indifferent“, „eher niedrig“ bis zu „niedrig“. Die beiden folgenden Abbildungen spiegeln die Ergebnisse komprimiert wider.

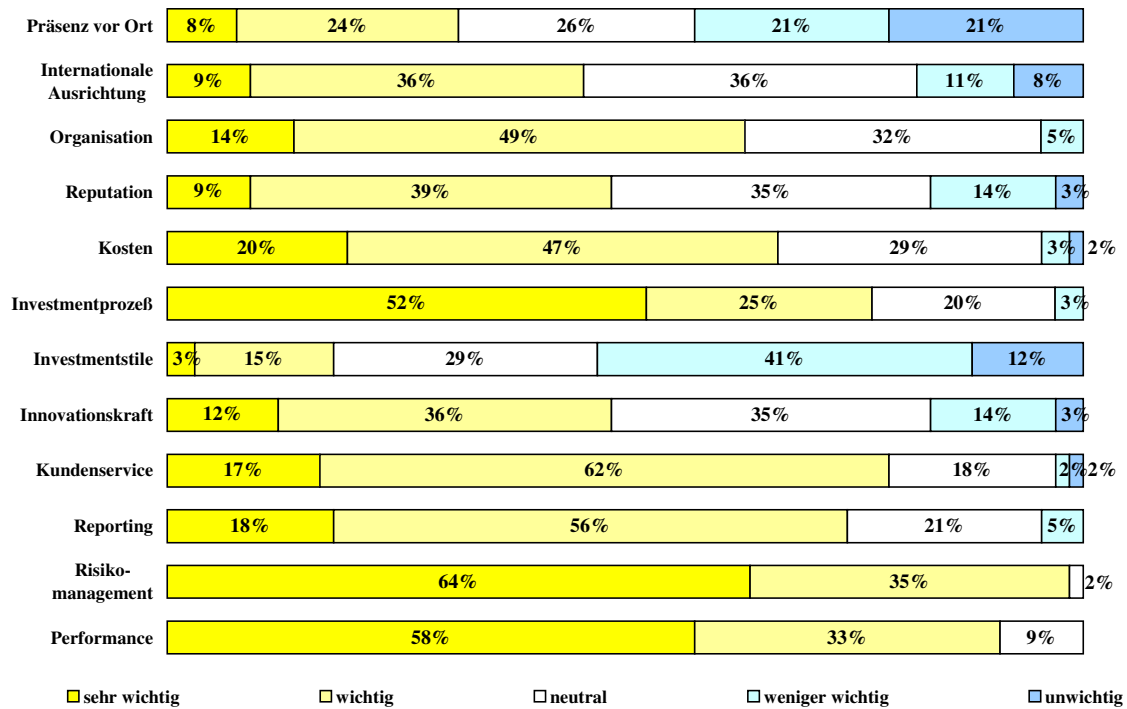


Abbildung 7: Wertschätzung

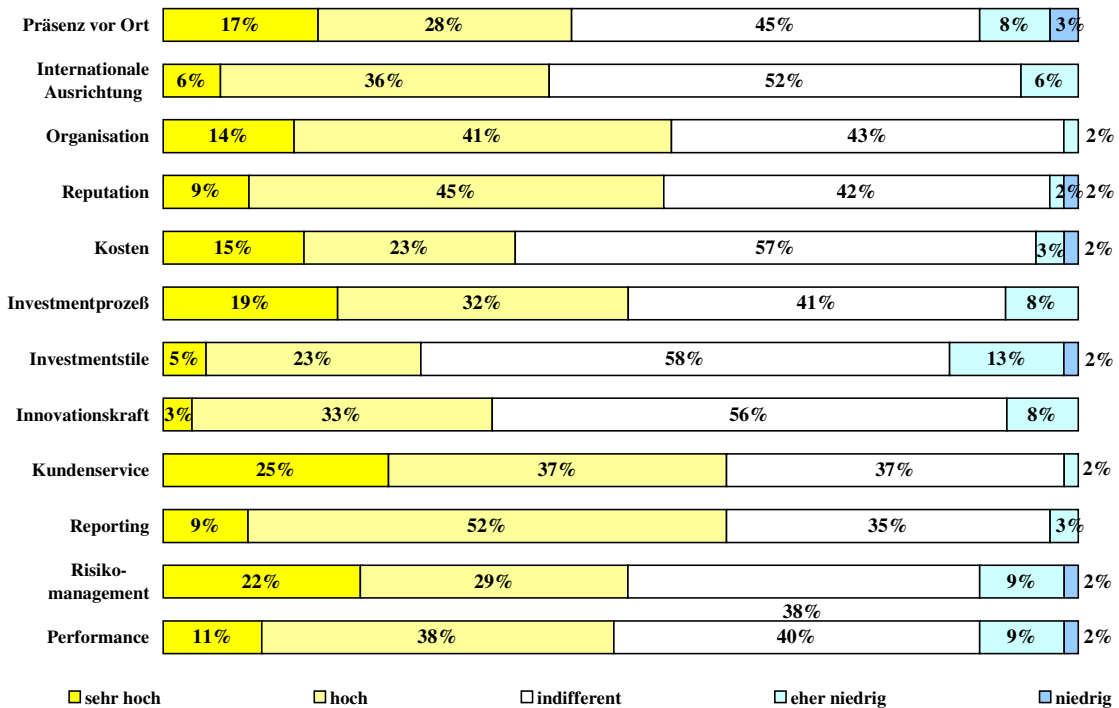


Abbildung 8: Zufriedenheit

Bei der folgenden Einzelbetrachtung der verschiedenen Kriterien wird wie folgt vorgegangen:

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

**II.6.a) Performance**

*Wertschätzung*

Wie im Vorjahr bestätigt sich, daß die Investoren der Performance nicht mehr die alleinige Aufmerksamkeit schenken. „Nur“ noch 91% der Anleger räumen der Performance abstrakt betrachtet die höchsten beiden Stufen ein. Verglichen mit dem Vorjahreswert von 96% ist eine Verschiebung der Interessenlage zu sehen. Damit rutscht dieser Gesichtspunkt klar hinter dem Aspekt „Risk Management“ auf Rang 2.

*Zufriedenheit*

Nachdem gerade bei diesem Punkt eine enorme Ernüchterung gegenüber dem Vorjahr 2001 eingetreten ist, scheint das Vertrauen aktuell wieder gewachsen zu sein. Dies mag auf eine verstärkte Beratung durch Consultants zurückzuführen sein, mag aber auch

insgesamt daher rühren, daß die Realität bei einigen Investoren endgültig angekommen ist und größere Erwartungen gar nicht mehr gehegt werden. So zeigten sich 11% „sehr hoch“ und 38% „hoch“ zufrieden.

*Trends*

Auch wenn die Performanceergebnisse nicht mehr rückgängig gemacht werden können, so ist doch zu beobachten, daß die Anleger in verstärktem Maße von ihren Asset Managern transparentes und nachvollziehbares Zahlenwerk erwarten. Angesprochen sind damit die Presentation Standards, die noch stärker in den Fokus der Investoren gerückt werden müssen. Hier sind die Asset Manager selbst gefragt, genauso aber auch die Provider, welche die Zertifizierungen durchführen.

**Anmerkung**

Die auch bei den übrigen Aspekten am Schluß angefügten Tabellen zum Vergleich zu den beiden Vorjahren beziehen sich auf die beiden höchsten Einstufungen „sehr wichtig“ und „wichtig“ bei der Wertschätzung und „sehr hoch“ und „hoch“ bei der Zufriedenheit.

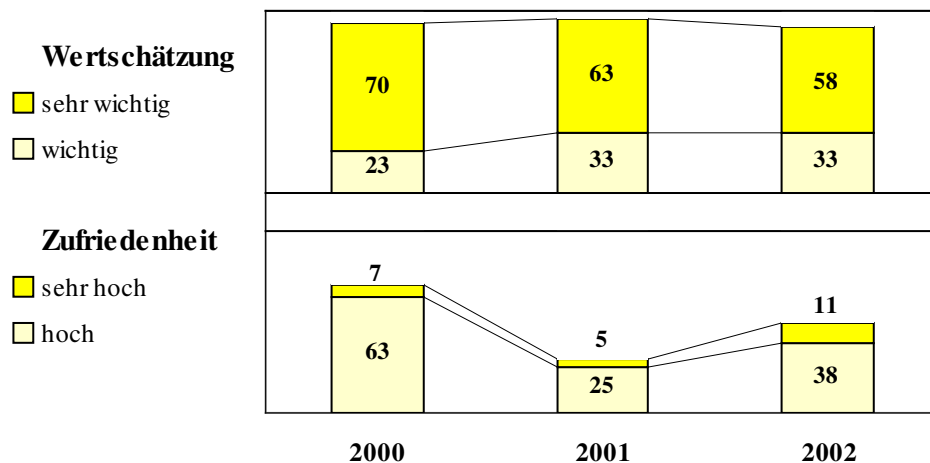


Abbildung 9: Performance

**II.6.b) Risk Management**

*Wertschätzung*

Die Steuerung von Risiken innerhalb der Einheit des Managers ist seit etwa drei Jahren eines der ganz zentralen Themen bei Asset Managern. Die Risikomatrix des Managers umfaßt in aller Regel

- operationale Risiken (Abwicklungs-, Reporting- bis zu Rechtsrisiken),

- Finanzrisiken (insbesondere Liquiditätssteuerung, Beherrschen von Marktrisiken),
- sonstige Risiken (beispielsweise Förderung und Ausbildung der Mitarbeiter).

Daß derlei Risikopotentiale sich auch unmittelbar auf die Performance auswirken können, ist bei den institutionellen Anlegern mehr als präsent. Schon im Vorjahr waren 98% der Meinung, daß der Aspekt Risk Management „sehr wichtig“ oder „wichtig“ ist.

Jetzt waren es aktuell 99%, was mit Abstand den höchsten Wert im Vergleich zu den anderen Kriterien bedeutet.

**Zufriedenheit**

Immerhin 22% der Anleger sahen das Risikomanagement bei ihren Asset Managern als sehr gut erfüllt an. Daß dieser Wert sehr viel höher als in den Vorjahren liegt, ist ein gutes Zeichen für die Asset Managementbranche in toto. Insgesamt fühlte sich jeder zweite Anleger bei seinem Manager in diesem Bereich gut aufgehoben.

**Trends**

„Risikomanagement sichert die Unternehmensexistenz“, so ist es teilweise in der Fachliteratur nachzulesen. Betrachten wir uns neu gegründete Asset Manager, so fällt ein sehr bewusster und pro-

fessioneller Umgang mit diesem Thema auf. Alt eingesessene Gesellschaften haben zum Teil den Nachholbedarf auf diesem Gebiet bereits erfüllt. Bei den Investoren assoziiert sich ein funktionierendes Risikomanagement über die Brücken „gute Organisation“, „stabiler und schlüssiger Investmentprozess“ hin zu einer relativen Gewähr für stabile Performanceergebnisse. Im Gegensatz zur Performance reduziert sich das Risikomanagement eben nicht nur auf eine Ziffer quasi als Momentaufnahme, sondern stellt einen komplexen Vorgang in Form eines bzw. mehrerer Prozesse dar.

An den Asset Managern liegt es aber, dieses Thema noch stärker und vor allem aktiver in ihre Präsentationen einzubauen. Hier besteht sicher noch Verbesserungspotential.

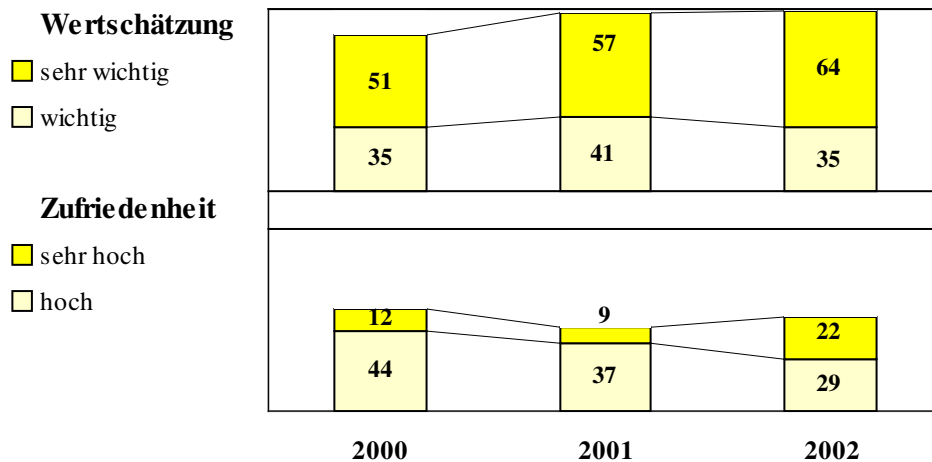


Abbildung 10: Risk Management

**II.6.c) Reporting**

**Wertschätzung**

Das Kundenreporting nimmt gerade im institutionellen Bereich eine immer wichtigere Funktion ein. Der Kundenreport über das Gesamtportfolio ist das augenscheinlichste „Produkt“, das beim Anleger und Kunden unmittelbar ankommt. Dabei spielen zwei Gesichtspunkte eine Rolle:

- **Zugriffsmöglichkeit**  
Heute bilden sich immer mehr internetgestützte Lösungen mit Real-Time-Zugriff als „State of the Art“ heraus. Das „nur“ monatliche Reporting auf Papier gehört schon fast der Vergangenheit an. Unterstützung findet diese schnellere Entwicklung auch durch die umfassenden Angebote von

Custodians oder jetzt auch aktuell der Master-KAGen.

- **Datenaufbereitung**  
Zum einen verlangen Investoren eine bessere Vergleichbarkeit zwischen den einzelnen Mandaten, was wiederum in der Verantwortung von Custodians oder Master-KAGen gut aufgehoben ist. Des weiteren wird eine immer größere Tiefenschärfe verlangt wie zum Beispiel das Liefern von Attributionsanalysen.

74% und damit mehr als drei von vier Anlegern messen diesem Punkt einen hohen Stellenwert bei. Im Vorjahr waren dies auch schon 71%.



**Zufriedenheit**

Immerhin vergaben 9% der Anleger hier die Höchstnote und weitere 52% die zweitbeste Note. Die zusammengerechneten 61% spiegeln eine leichte Verbesserung der Zufriedenheit im Vergleich zum Vorjahr dar, in dem die Prozentsätze noch bei 4% und 55% lagen.

**Trends**

Hohe zusätzliche Anforderungen werden auf die Kapitalanlagegesellschaften auch ab dem Jahr 2005

mit der Einführung der Bilanzierung nach International Accounting Standards (IAS 39) und US-GAAP zukommen.

Ein vorzeigbares und professionelles Reporting gehört heute zur Bestandssicherung von Mandaten. Mehr denn je gilt die Aussage, daß ein unbefriedigendes Reporting zusammen mit zum Beispiel Defiziten auf der Performanceseite viel schneller zu Mandatsverlusten führen als noch vor zwei oder drei Jahren.

**II.6.d) Kundenservice**

einen ganz deutlichen Trend auf. Im Vorjahr votier-

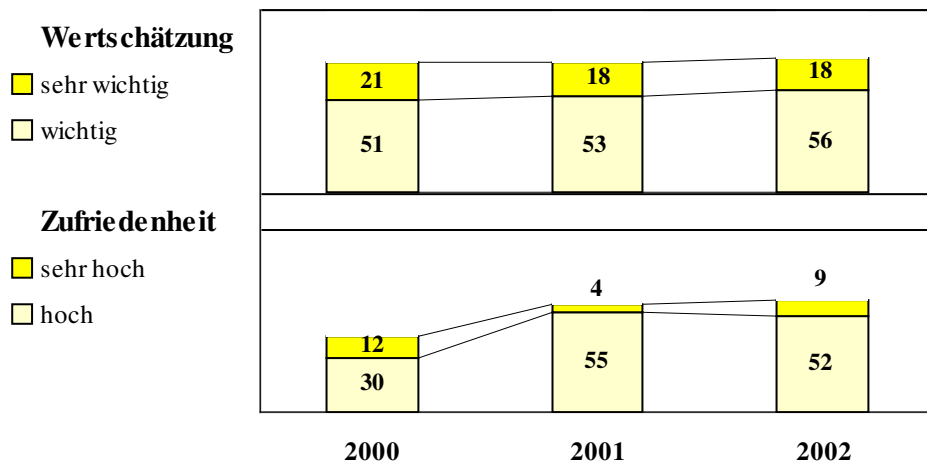


Abbildung 11: Reporting

**Wertschätzung**

Ähnliche Überlegungen gelten für den Bereich „Kundenservice“, also das gesamte Betreuungskonzept für den Anleger als Kunden. Wie im Vorjahr (77%) gaben nunmehr 79% an, daß sie diesem Faktor einen hohen Stellenwert beimessen. Letztlich spiegelt der Kundenservice auch einen Teil der gesamten laufenden Kommunikation (Gespräche mit dem Fondsmanager oder Betreuer des Mandates, Sonderabfragen) mit dem Anleger wider.

**Zufriedenheit**

Daß nunmehr jeder vierte Anleger die Leistung seines Asset Managers mit „sehr hoch“ einstufte, zeigt

ten noch gerade 11% mit der höchsten Stufe, jetzt sind es 25%.

**Trends**

Die Frage nach dem „Rollenverständnis“ des Asset Managers taucht hier wieder verstärkt auf. Der institutionelle Anleger hat sein Anforderungsprofil von dem vormalig allein vorherrschenden Ziel des „Produkt- und Performance-Lieferanten“ auf den „Asset Manager als Gesamt-Dienstleister“ erweitert. Diesem Anspruch müssen sich die Asset Manager zunehmend stellen.

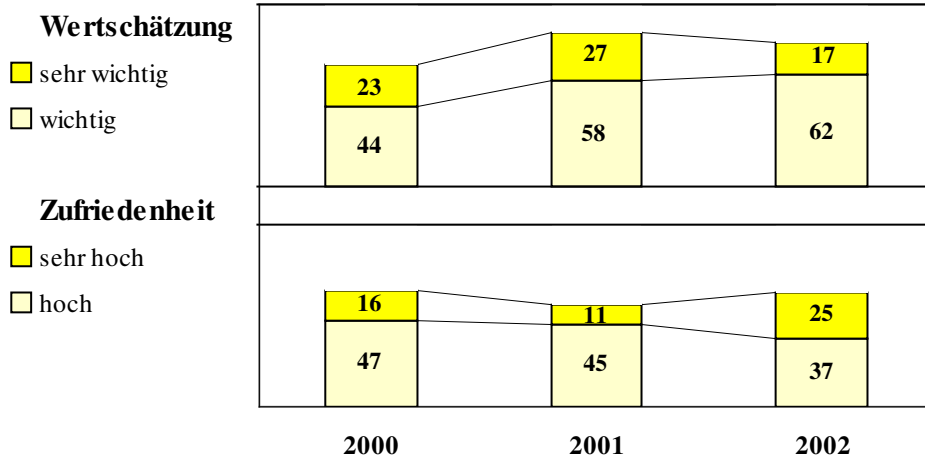


Abbildung 12: Kundenservice

**II.6.e) Innovationskraft**

*Wertschätzung*

Die Innovationskraft genießt bei den Investoren mit knapp 50 % in den ersten beiden Stufen eine bedeutende, aber sicher keine überragende Wertschätzung. Immerhin 35% antworteten mit „indifferent“ und 14% mit „weniger wichtig“. Dies mag damit zusammenhängen, daß dieser Begriff einer eher abstrakten Kategorie zugeordnet wird, die mit der Produktionskette hin zu einer Performance X relativ wenig zu tun hat. Zugegebenermaßen läßt sich auch eine Brücke zwischen Innovationskraft und Return kaum direkt herleiten. Dieser Aspekt fällt vielleicht in der derzeit angespannten Lage mit anderen Prioritäten ein wenig unter den Tisch.

*Zufriedenheit*

So ist auch die hohe „indifferente“ Wertschätzung zu erklären, die bei 56% liegt. Nur 36% kreuzten die ersten beiden Rangstufen an.

*Trends*

Möglicherweise wird sich die Zurückhaltung in der vorliegenden Bewertung in der Zukunft bei veränderten Umständen ändern, was aber ganz aktuell nicht absehbar ist.

**II.6.f) Investmentstile**

*Wertschätzung*

Weniger Beachtung findet auch der Gesichtspunkt „Investmentstile“, was letztlich eine Bestätigung der

Ergebnisse aus den Vorjahren ist. Mit insgesamt 18% in den beiden Bereichen „sehr wichtig“ und „wichtig“ liegen diese Werte sogar noch deutlich unter den im Vorjahr ermittelten 28% (davor 35%). Auffällig in diesem Jahr ist der extrem hohe Wert von 41% der Anleger, die die zweitunterste Stufe „weniger wichtig“ wählten.

Dieses ernüchternde Ergebnis spiegelt kaum die Bemühungen der Asset Manager wider, den Investoren ihre Stärken im Bereich „Value“ oder „Growth“, „Bottum-Up“ oder „Top-Down“ zu vermitteln.

*Zufriedenheit*

Ein entsprechend deutliches und unbefriedigendes Ergebnis zeigt sich auf der Zufriedenheitsskala, wonach 58% sich „indifferent“ äußerten und zusammen nur 28% in den beiden ersten Stufen votierten.

*Trends*

Es mag an der Heterogenität der Begriffswelt liegen, daß die Unterschiede zwischen Investmentprozess und Investmentstilen nicht klar beim Anleger zutage treten. Das Thema „Investmentstil“ sollte aber keinesfalls vernachlässigt werden. Denn letztlich ist der Stil ein wesentlicher Ausdruck auch des Risikobewusstseins des Anlegers, zum anderen ist eine klare Positionierung zum Beispiel als value- oder growthorientiertes Haus auch die Basis zur Beurteilung, wie konsequent der daran anschließende Investmentprozess verfolgt wird.

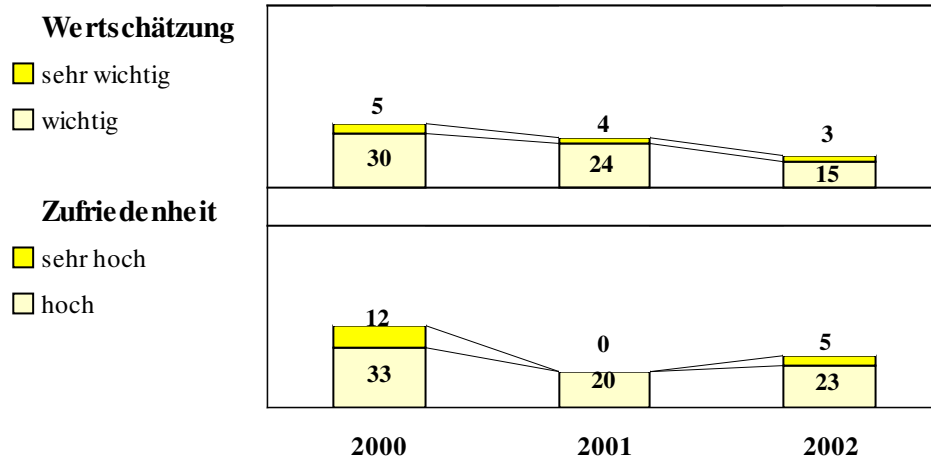


Abbildung 13: Investmentstile

### II.6.g) Investmentprozess

#### Wertschätzung

Die Frage nach dem „Investmentprozess“ wurde erstmals so explizit aufgenommen. Aus Sicht des Investors assoziiert sich dieser Gesichtspunkt mit der Investmentprozesskette, die unmittelbare Auswirkungen bei den Performanceergebnissen zeitigt. So erklärt sich auch der sehr hohe Wert von zusammen 77% in den beiden höchsten Stufen.

#### Zufriedenheit

Knapp jeder zweite Anleger fühlte sich hier bei seinen Asset Managern gut aufgehoben. Immerhin 41% kreuzten nur die mittlere Stufe „indifferent“ an.

#### Trends

Angesichts der Tatsache, daß eine Reihe von Asset Managern genau mit Argumenten für einen klaren und transparenten Investmentprozess werben, gibt es hier doch noch Einiges zu tun. Dies gilt umso mehr, da die Investmentprozesse eher immer komplexere Strukturen annehmen.

### II.6.h) Kosten

#### Wertschätzung

Als brandaktuelles Thema zeigt sich der Umgang der Asset Manager mit Kosten. Diese Entwicklung ist natürlich auch auf die höhere Aufmerksamkeit bei den Consultants zurückzuführen. 67% messen dem

Punkt eine sehr hohe Bedeutung zu. Die Botschaft ist eindeutig beim Investor angekommen. Höhere Kosten belasten das Performanceergebnis, was in nachgebenden Märkten schmerzlicher denn je empfunden wird. Schon der Vorjahreswert lag mit 65% sehr hoch.

#### Zufriedenheit

Nur 38% der Befragten zeigten sich wirklich zufrieden mit dem Umgang und der Erhebung der Kosten durch ihre Asset Manager. Gegenüber dem Vorjahreswert von 40% ist dies ein stabiles Ergebnis. Zu erwarten gewesen wäre eher eine Erhöhung der Quote. Dies signalisiert immer noch Nachholbedarf in diesem Bereich, zumal immerhin 57% angaben, gegenüber dem Thema Kosten „indifferent“ eingestellt zu sein.

#### Trends

Die Kostensensibilität bei den Investoren scheint zwar langsamer zu wachsen als zu erwarten war. Eine erhöhte Aufmerksamkeit sollte aber spätestens jetzt durch den erhöhten Wettbewerb, die zunehmende Professionalisierung nicht zuletzt durch die beratende Tätigkeit der Consultants sowie die „Institutionalisierung“ der Thematik durch die sog. Wohlverhaltensregeln des BVI (vom 31. Okt. 2002) schon bald zu beobachten sein (dazu später noch weitere Informationen).

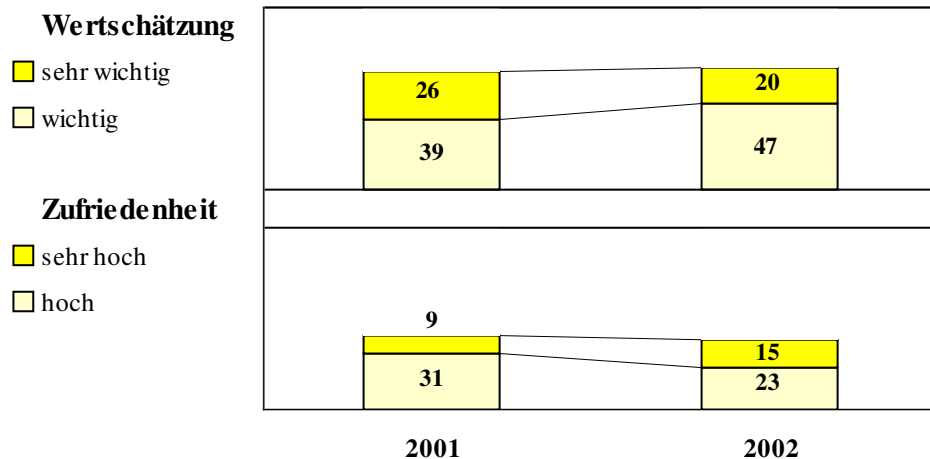


Abbildung 14: Kosten

**II.6.i) Reputation**

*Wertschätzung*

Die „Reputation“ des Asset Managers im Sinne des Erscheinungsbildes und Bekanntheitsgrades im Markt ist eher den Softfaktoren zuzurechnen. Knapp jeder zweite Anleger räumt diesem Aspekt eine erhöhte Wertschätzung ein. Im Vorjahr war das Ergebnis ähnlich. Dies zeigt, daß der Aspekt nicht überzubewerten ist, aber sicher einen wichtigen Begleitumstand für den Anleger bildet. Etwa ein Drittel der Befragten bewertete diesen Aspekt neutral mit „indifferent“.

*Zufriedenheit*

Der Grad der Zufriedenheit deckt sich mit 53% in den beiden oberen Rangstufen. Eigentlich verwundert dieser Wert ein wenig, da die Anleger ihre Asset Manager selbst wählen. Im Vorjahr lag der Wert in den beiden oberen Stufen auch noch bei zusammen 66%

*Trends*

Auch wenn sich gegenüber dem Vorjahr hier praktisch keine Veränderung ergeben hat, sollte dieser

Faktor nicht unterschätzt werden. Besonders wichtig ist es für noch nicht so bekannte Asset Manager, die zum Beispiel hauptsächlich aus dem Ausland heraus agieren, sich im deutschen und österreichischen Markt einen „Brand“ aufzubauen. Im Prinzip zeichnen sich hier drei Wege heraus:

- Verstärkte Präsenz in der Presse,
- Zugang über Consultants,
- Erhöhung der Reputation über Rankings und Ratings.

Bei alledem darf auch nicht übersehen werden, daß es dem Anleger naturgemäß auch bei intern geführten Diskussionen „hilft“, mit einem Asset Manager zusammenzuarbeiten, der eine gute Reputation im Markt aufzuweisen hat. Oder andersherum ausgedrückt: einen Spezialfonds von einem guten, aber im heimischen Markt relativ unbekanntem Haus, managen zu lassen, birgt höhere Gefahren für den Entscheidungsträger auf Seiten des Anlegers, wenn die Ergebnisse hinter den Erwartungen zurückbleiben. Dieses Argument trifft in einer Zeit wie der aktuellen mehr denn je zu.

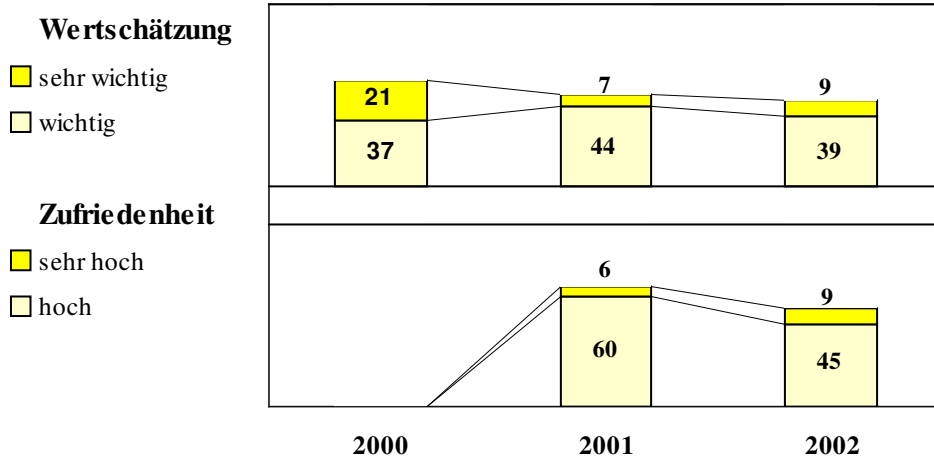


Abbildung 15: Reputation

**II.6.j) Organisation**

*Wertschätzung*

Mit dem Begriff „Organisation“ assoziiert der Anleger die Funktionsfähigkeit von Prozessabläufen, Controlling sowie Führung der Mitarbeiter bis hin zu Fragen des Services und Reportings. So verwundert es kaum, daß 63% der Befragten dies für eine wichtige Frage halten. Im Vorjahr waren es nur 53%.

*Zufriedenheit*

Zufrieden zeigten sich insgesamt 55% gegenüber nur 42% im Vorjahr. Dies zeigt eine deutliche Steigerung, was auf die großen Anstrengungen der Asset Manager zurückzuführen ist, ihre Organisation intern

zum Teil neu und noch professioneller auszurichten. Diese Arbeiten scheinen sich auch in der tatsächlichen Einschätzung der Anleger auszuzahlen.

*Trends*

Ähnlich wie beim Aspekt „Risikomanagement“ filtert sich eine verstärkte Wahrnehmung von operationalen Gegebenheiten bei Anlegern heraus. Sein Wissensdurst, mehr hinter die Kulissen seines Asset Managers schauen zu können, scheint ungebremst. Diese Entwicklung ist wohl auch kaum wieder umkehrbar. Bei den Asset Managern ist in erhöhtem Maße Transparenz gefragt und damit eine Öffnung der Einheit und ihrer Funktionalitäten gegenüber dem Anleger.

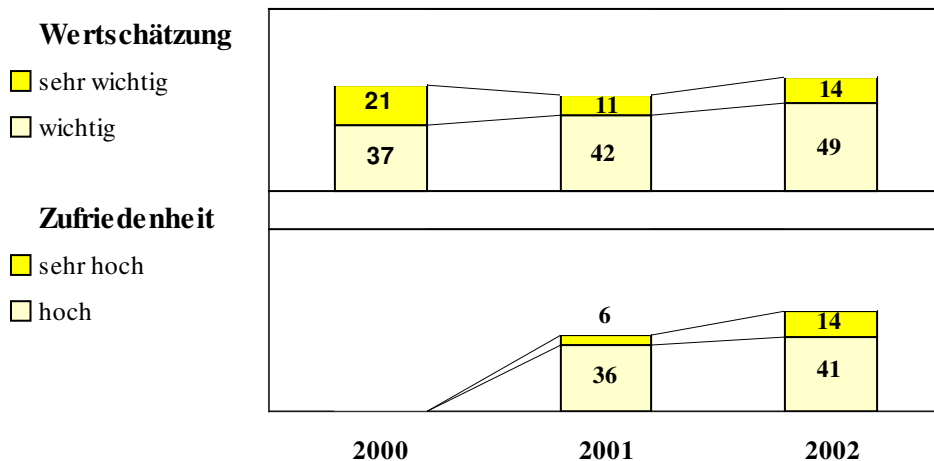


Abbildung 16: Organisation

**II.6.k) Internationale Ausrichtung**

*Wertschätzung*

Die Wertschätzung für die Internationalität des Asset Managers liegt mit 45% in den beiden Stufen „sehr wichtig“ und „wichtig“ praktisch auf Vorjahresniveau mit 44%. Zu denjenigen, denen diese Frage wichtig war, gehören im Schwerpunkt größere Anlegeradressen, die auch internationale Mandate vergeben. Kleinere Anlegeradressen verhielten sich eher „indifferent“, was durch den Wert von 36% bestätigt wird. Diese Aussagen treffen für deutsche wie österreichische Anleger gleichermaßen zu.

*Zufriedenheit*

Auf einem ähnlich hohen Niveau bewegt sich die tatsächliche Zufriedenheit mit 42% in den ersten

beiden Stufen (Vorjahr: ebenfalls 42%). Überwiegend finden sich dabei die gleichen Adressen wieder, die auch die Wertschätzung hoch angesiedelt haben.

*Trends*

Das künftige Interesse an der internationalen Aufstellung des Asset Managers, dem der Investor ein Mandat anvertraut, wird eins zu eins korrelieren mit dem potentiellen Zugewinn ausländischer Anbieter im deutschen Markt. Daß die Perspektiven hierfür nicht schlecht stehen, wurde bereits erörtert. Gerade im Rahmen der teilweise aktuell stattfindenden Neuallokationen der gesamten Spezialfondsmandate wird die Internationalität eines Asset Managementhauses sicher eine größere Rolle spielen.

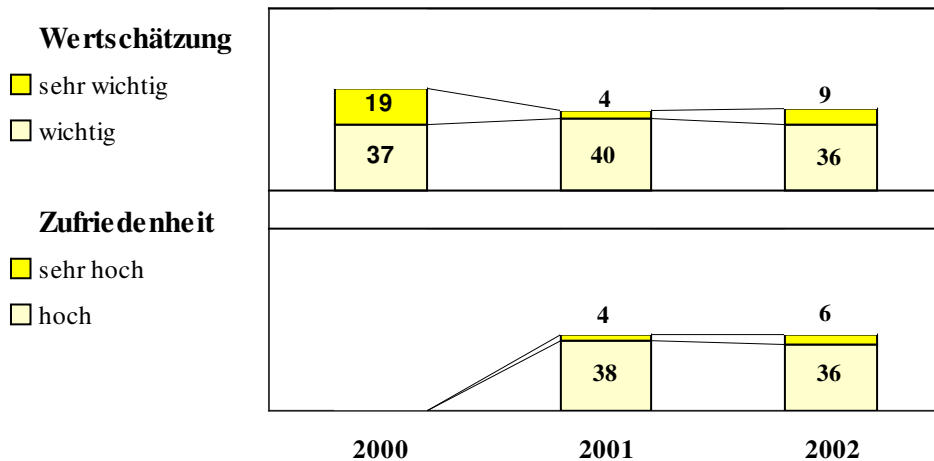


Abbildung 17: Internationale Ausrichtung

**II.6.l) Präsenz vor Ort**

*Wertschätzung*

Das Vorhalten einer eigenen Einheit lokal vor Ort ist für jeden Dritten der Befragten eine wichtige Angelegenheit. Rufen wir uns an dieser Stelle in Erinnerung, daß knapp 40% der Anleger mit einem oder mehreren ausländischen Asset Managern zusammenarbeiten. Eigentlich sollte man annehmen, daß gerade diese Anleger aus ihrem Erfahrungsschatz heraus diesem Aspekt der "Vor-Ort-Betreuung" eine höhere Rolle beimessen. Erstaunlicherweise ist das genaue Gegenteil der Fall. Nur ganz wenige der Anleger, die mit ausländischen Asset Managern Erfahrung haben, sahen in einer Präsenz vor Ort auch einen wichtigen Faktor. Dies trifft für Österreich wie Deutschland gleichermaßen zu. Allerdings ergibt eine noch weitergehende Betrachtung, daß etwa jeder zweite dieser Anleger von einem Consultant betreut wird und von

daher die lokale Präsenz aus Sicht des Investors eher in den Hintergrund rückt.

*Zufriedenheit*

Für 45% der Anleger ist die lokale Präsenz ihrer Asset Manager gut erfüllt, weitere 45% verhielten sich neutral („indifferent“). Dies macht deutlich, daß hier noch Einiges an Aufklärungspotential schlummert.

*Trends*

Diese aktuelle Momentaufnahme gibt aus unserer Sicht noch keine Prognose dafür wieder, daß sich die Einschätzung der Anleger nicht doch noch stark zu einem höheren Interesse in eine lokale Präsenz verändern kann. Aus vielen Gesprächen mit Investoren war deutlich herauszuhören, daß eine ständige „Greifbarkeit“ des Betreuers vor Ort doch einen wesentlichen Faktor zur Flankierung eines Mandates

bildet. Nach dem aktuellen rechtlichen Stand (§ 25a KWG, Rd.-Schreiben der BaFin v. 6.12.2001, Art. 5g OGAW Änderungsrichtlinie) ist das Outsourcing auch „wesentlicher“ Geschäftsbereiche unter bestimmten Bedingungen zulässig. Dies wird zu einer Veränderung der Produktionsketten bei Asset Managern führen. Gerade durch diese Entwicklung wird eine unmittelbare und nahe „Betreuung am Kunden“ aus unserer Sicht an Bedeutung zunehmen.

## II.7. Bereitschaft zum Austausch der Asset Manager

Gefragt wurde hier danach, ob der Anleger aus einer Unzufriedenheit über einen der zuvor analysierten zwölf Anforderungsprofile bereits einen Manager ausgewechselt hat oder ob er dies in naher Zukunft plant. Der Wert liegt bei 75%. Der Vorjahreswert lag bei 68%, im Jahr davor beantworteten auch schon 65% die Frage mit einem „Ja“.

Betrachtet man die Befragten, die mit einem „Nein“ geantwortet haben, so spalten diese sich sehr klar und fast ausschließlich in zwei Gruppen:

- Adressen mit einem Bias zu bestimmten Asset Manager-Lagern (Sparkassen, Volksbanken, Gewerkschaften etc.),
- Anleger mit fünf Spezialfonds und weniger.

Es kann somit der Schluss gezogen werden, daß der Trend zum möglichen Wechsel des Managers noch einmal - obwohl schon auf hohem Niveau - deutlich zugenommen hat. Zwei Trends werden diese Entwicklung weiter festigen:

- Noch immer laufende Neuallokierungsbestrebungen bei den bestehenden Fonds,
- zunehmende Inanspruchnahme von Master-KAG-Konzepten.

## II.8. Kenntnisstand über aktuelle Themen

Inwieweit sind die Investoren mit den nachstehend aufgeführten Themen vertraut? Die Antworten hierauf sollen in vereinfachter Form den Kenntnisstand und Informiertheitsgrad auf Anlegerseite darlegen.

In der Vorjahresstudie stellten wir sehr pauschal die Frage, ob die Anleger die aktuellen Entwicklungen an den Kapitalmärkten „sehr genau“ oder „eher weniger genau“ verfolgen. Aus dieser Frage sollten in verallgemeinerter Form Rückschlüsse darauf gezogen werden wie „nah“ der Anleger an den Kapitalmärkten dran ist.

Die hier vorliegende Befragung für das Jahr 2002 geht durch die konkrete Abfrage bestimmter Themen ein wenig mehr ins Detail. Vorweggenommen sei, daß die Ergebnisse über den Vertrautheitsgrad bei den abgefragten Begriffen überraschend hoch ausgefallen sind. Dies zeigt aber auch, daß die letzten zwei bis drei Lehrjahre den kritischen Verstand der Inve-

storen zunehmend geschärft haben, was als sehr positives Zeichen zu werten ist. Die Ergebnisse im Einzelnen:

### II.8.a) Performance Presentation Standards

Schon im Rahmen der Analyse des Aspektes „Performance“ (zwölf Kriterien) wurde dieser Punkt als eines der wichtigen Projekte für Asset Manager in der nahen Zukunft eruiert.

76% der Befragten gaben an, mit diesem Thema vertraut zu sein. Dies bedeutet jedoch keineswegs, daß die Anleger diesen Punkt aktiv bei den Asset Managern zur Sprache bringen. In unserer Vorjahresstudie war dieser Aspekt zusätzlich als Frage aufgenommen worden. Vor einem Jahr gaben immerhin 57% an, daß sie diesen Aspekt nicht bei den Asset Managern ansprechen. Danach scheinen Informationsgrad und aktive Ansprache deutlich auseinanderzuklaffen. Den Asset Managern selbst sowie insbesondere den Dienstleistern auf diesem Gebiet steht es an, dieses Missverhältnis zurechtzurücken.

### II.8.b) Master-KAG

Beeindruckend ist das sehr hohe Ergebnis bei dem Punkt Master-KAG. Knapp 90% sind mit dieser Thematik vertraut. Dies erstaunt schon deshalb, da dieses „Modewort“ erst seit dem Outsourcing-Erlaß vor knapp eineinhalb Jahren sich langsam im Markt durchsetzte. Offenbar sind aber die unmittelbaren Vorteile, die aus diesem Konzept gezogen werden können (z.B. einheitliches Reporting, steuerliche Vorteile etc.), die im positiven Sinne verstandenen Reizworte in dieser Zeit.

Derzeit gehen etwa zwei Handvoll Gesellschaften mehr oder weniger aktiv, aber öffentlich, mit diesem Produkt an den Markt. Hierzu gehören Neuanbieter, die praktisch auf der grünen Wiese aufbauen konnten genauso wie in diesem Segment etablierte Asset Manager.

Wie aufnahmefähig ist der Markt derzeit?

Zahlen zwischen 30% und 50% der in Spezialfonds verwalteten Assets werden als Richtgröße immer wieder genannt. Dies entspricht einem Volumen von ca. 140 Mrd. EURO bis ca. 240 Mrd. EURO. Bei der tatsächlichen Umsetzung dieses Konzeptes verhalten sich viele interessierte institutionelle Anleger noch zögerlich. Dies hat damit zu tun, daß sie ihre Spezialfonds de lege lata nicht in einer juristischen Sekunde zu einem „Master-KAG-Spezialfonds“ verschmelzen können. Somit müßten die teils erheblichen Verluste aufgedeckt oder vorhandene stille Reserven steuerwirksam gehoben werden. Aus diesem Grund werden zur Überbrückung bis zum Erreichen besserer Zeiten quasi als Interimslösungen verschiedene Spielarten angeboten.

Der Markt für Master-KAG-Konzepte sollte sich – eine leichte Stabilisierung des Gesamtumfeldes vorausgesetzt – innerhalb der kommenden zwei Jahre verteilt haben. Ob dann noch zehn Player am Markt sind, muss angezweifelt werden.

### II.8.c) Total Expense Ratio (TER)

Bei der Untersuchung des Punktes „Kosten“ innerhalb der zwölf Kriterien wurde dieser Aspekt bereits beleuchtet. 68% der Befragten sind mit dieser Fragestellung vertraut.

Interessanterweise liegt die Quote in Österreich bei 100%, in Deutschland bei 47%. Eine mögliche Erklärung hierfür ist, daß die sog. Wohlverhaltensregeln in Österreich schon seit gut einem Jahr gelten (Übergangsjahr 2002), während die Wohlverhaltensregeln in Deutschland praktisch im auslaufenden Jahr 2002 mehr in den Mittelpunkt rückten. Und gerade bei den Wohlverhaltensregeln nimmt der Komplex „Kosten“ eine dominante Rolle ein (siehe anschließend Punkt d).

Sicher kann festgehalten werden, daß insbesondere die institutionellen Investoren in der Zukunft auf die im Zusammenhang mit der Mandatsverwaltung entstehenden Kosten ein wachsames Auge haben werden..

### II.8.d) Wohlverhaltensregeln (WVR)

Wie schon unter c) angesprochen, existieren die WVR in Österreich seit Anfang 2002. Die entspre-

chende Regelung des BVI für Deutschland stammt vom 31. Okt. 2002. Sie bezieht sich primär auf den Publikumsfondsbereich, gilt in der Branche aber genauso als „guter Stil“ ganz generell für die Verwaltung von Fonds und einen fairen Umgang mit dem Kunden.

Gut 60% wissen, daß es die WVR gibt. Die Quote liegt in Österreich mit 85% deutlich höher als in Deutschland mit 55%.

### II.8.e) Fondsrating

Der Bekanntheitsgrad der Fonds-Rankings/Ratings ist zwischenzeitlich bei fast 100% angekommen. In den Vorjahren lagen diese Werte noch bei 67% (2001) und 62% (2000). Hierzu trägt die sehr hohe Aufmerksamkeit über die Presse wesentlich bei. Die Entwicklungen an den Märkten haben ihr Übriges dazu getan.

### II.8.f) Fiduciary Rating

Annähernd 67% der institutionellen Anleger sind mittlerweile auch mit dem Produkt des Ratings von Asset Managern (Fiduziarisches Rating) vertraut. Dies bedeutet gegenüber den Vorjahren mit 43% (2001) und 16% (2000) für ein neu zu etablierendes Produkt eine sehr erfreuliche Zunahme in der Wahrnehmung bei den Anlegern. Gestützt wurde diese Entwicklung durch die veröffentlichten Ratingreports teils sehr bekannter und bedeutender Asset Manager.

	„Ja“ insgesamt	„Ja“ Deutschland	„Ja“ Österreich
PPS	75,8	71,7	92,3
Master-KAG	89,4	94,3	69,2
TER	57,6	47,2	100
WVR	60,6	64,7	84,6
Fondsrating	98,8	98,1	100
Fid. Rating	66,7	67,9	61,5

Tabelle 5: Zusammenfassung: Sind Sie mit den folgenden aktuellen Themen vertraut?



### III. Zusammenfassung und Ausblick

Wer die Auffassung vertritt, daß sich die Branche im Asset Management in Deutschland und Österreich künftig verändern wird, der hat nur teilweise recht. Dies gilt nämlich nur, soweit man darauf schaut, wie die Branche mit welchen Playern in vielleicht zwei oder drei Jahren dastehen wird. Im Übrigen aber befinden wir uns mitten in einem Wandlungsprozess, der im vollen Gange ist. Konnte die Branche bis vor zwei Jahren aufgrund einer soliden Ertragslage noch über das Initiieren des einen oder anderen Projektes hinwegsehen und sich auf einen späteren Zeitpunkt vertagen, so kommt der Druck jetzt besonders stark von zwei Seiten.

Zum einen engt die aktuelle Ertragssituation bei vielen Gesellschaften den Spielraum für weitergehende Projekte ein. Die Gesellschaften sind in zunehmendem Maße gezwungen, ihre Prioritäten vor dem Hintergrund schmalerer Budgets neu zu ordnen.

Zum anderen ist ein verstärkter Druck von seiten der Anleger zu verspüren. Das gesamte Anforderungsprofil, insbesondere der institutionellen Anleger, hat sich deutlich erweitert.

Im Vergleich zu der Situation noch vor wenigen Jahren ist zu beobachten, daß die Kunden der Asset Manager, also die Anleger,

- professioneller (z.B. Anspruch an Risikomanagement-Steuerung, Spezialisierung auf Assetklassen/Produkte, Master-KAG-Konzepte),
- kritischer (z.B. Forderung nach mehr Transparenz der gesamten Einheit des Managers, Inanspruchnahme von Consultants),
- konsequenter (z.B. Wechsel eines Managers wegen Unzufriedenheit)

geworden sind.

Alle aktuellen Entwicklungen und Trends stehen unter dem großen Dach der Transparenz. Unterstützt wird diese Tendenz zur Öffnung des Asset Managers gegenüber seinem Anleger durch die Tätigkeit von Consultants und Ratingagenturen genauso wie durch gesetzliche oder rechtliche Flankierungen (wie BAFin, OGAW-Richtlinien, WVR, PPS etc.). Wir dürfen gespannt sein, wie rasch sich die unausweichlichen Veränderungen vollziehen werden.

RCP & Partners GmbH  
Abraham-Lincoln-Straße 7  
65189 Wiesbaden  
Tel.: 0611 / 9742-100  
Fax: 0611 / 9742-200  
Internet: [www.rcp-partners.de](http://www.rcp-partners.de)