

INSTITUTIONAL MONEY, Ausgabe 2/2007

Im Vormarsch: Stangenware

Im Investmentfondsgeschäft erkennt man zunehmend ein Zusammenwachsen des Retail- und Institutional-Bereichs. Diese Entwicklung ist durchaus positiv zu sehen, weil es die eine Seite zu mehr Kosteneffizienz zwingt und die andere zu mehr Transparenz. Der lachende Dritte ist in jedem Fall der institutionelle Investor.

Hat keine Priorität“, „Sollte man aufmerksam beobachten“, „Zu teuer“ oder „Ist doch etwas mehr für Privatanleger“ – befragte man Mitte 2003 institutionelle Investoren in Deutschland, konnte man feststellen, dass deren Lager beim Thema Retailfonds noch ganz klar in zwei Gruppen zerfiel. Die ersten Großanleger hatten die damals längst existierenden I-Shares (institutionelle Publikumsfonds-Tranche) für ihre Zwecke entdeckt und setzten sie auch schon ein, bei vielen anderen dominierten hingegen Vorbehalte die Beurteilung des Investmentvehikels „Publikumsfonds“.

Heute, nur vier Jahre später, sieht die Lage völlig anders aus. Zahlreiche Umfragen und Publikationen zu diesem Thema bestätigen das stark gewachsene Interesse der Großanleger an diesem Anlagevehikel. Der Publikumsfonds hat den Spezialfonds zwar längst noch nicht verdrängt – er ist immer noch bei mehr als 80 Prozent aller Versicherungen, Pensionskassen und Vorsorgewerken das bevorzugte Anlageinstrument –, mittlerweile stellt die „Konfektionsware“ aber eine feste Größe in den Entscheidungstableaus der institutionellen Einkäufer dar.



„Ein Blick in die BVI-Marktstatistik zeigt die wachsende Beliebtheit von Publikumsfonds bei institutionellen Investoren: Nimmt man institutionelle Anteilklassen und mit „Institutional“ bezeichnete Produkte zusammen, so dürften im Jahr 2006 gut 70 Prozent des Nettoabsatzes von Wertpapier-Publikumsfonds bei institutionellen Anlegern gelandet sein.

Dazu kommen Exchange Traded Funds, die deutlich stärker von professionellen als von privaten Anlegern nachgefragt werden“, beschreibt Wolfgang Kirschner, Geschäftsführer der Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH, den Stand der Dinge.

Viel institutionelles Geld in diesen Produkten

Bernd Vorbeck, Sprecher der Geschäftsführung der Universal-Investment, bestätigt dies: „Wir sehen ein steigendes Interesse professioneller Anleger für Publikumsfonds, dementsprechend ist in der jüngeren Vergangenheit viel institutionelles Geld in diese Produkte geflossen. Vor allem für kleinere Institutionen sind Publikumsfonds sinnvoll. Aber auch in Master-KAG-Mandaten poolen einzelne Großinvestoren ihre Publikumsfonds-Investments in entsprechenden Segmenten. Im Fokus stehen hierbei aus unserer Sicht spezialisierte Produktkonzepte, mit denen institutionelle Anleger ihre Gesamtportfolios abrunden. Für

mittlere und größere institutionelle Anleger ist aber nach wie vor der ausschließlich mit eigenen Mitteln aufgelegte Spezialfonds das bevorzugte Anlagevehikel.

Auch Friedrich von Nathusius, der sich mit seiner Convexity GmbH von Frankfurt aus auf die Suche nach geeigneten Produkten für seine institutionellen Kunden macht, sieht daher das Haupteinsatzgebiet von Publikumsfonds vor allem in der Ergänzung der zentralen Portfolioelemente. Er meint: „In einem klaren Core-Satellite-Konzept sind Publikumsfonds bei institutionellen Anlegern nicht mehr entbehrlich. Satelliten über maßgeschneiderte Fonds abzubilden ist weder für Anbieter noch Anleger wirtschaftlich sinnvoll.“ Dabei ist es keineswegs so, dass die ursprünglich für Privatanleger konzipierten Fonds von den institutionellen Anwendern ausschließlich für kurzfristige Trading-Zwecke verwendet werden. Frank Richter, Head of Institutional Business Germany & Austria bei AXA Investment Managers: „Publikumsfonds spielen für unsere institutionellen Kunden in Deutschland mittlerweile eine große Rolle und werden in erster Linie für Spezialitäten wie US High Yield oder asiatische Small Caps eingesetzt. Oft sind die Volumina zu klein, um separate Mandate aufzulegen. Es handelt sich jedoch nicht nur um kurzfristige taktische Allokationen. Die Anlagen sind häufig langfristig und strategisch.“

Attraktivität für Investoren

Ein weiterer Hinweis auf die wichtiger werdende Rolle dieses Produktsegments ist die Tatsache, dass Consulting-Unternehmen mit speziellem Publikumsfonds-Know-how zunehmend an Bedeutung gewinnen. Beratungs- bzw. Analysehäuser wie Feri, Morningstar oder Lipper bauen ihr Informationsangebot im Retailfondsbereich laufend aus und machen damit indirekt auch Werbung für diese Produktkategorie. Vor allem die „Transparenz-Politik“ der Publikumsfondsindustrie wird mittlerweile auch von institutionellen Investoren geschätzt. Diese marktübergreifende Transparenz wird im Spezialfondsbereich (Beispiel: Performance) oft vermisst. Betrachtet man die Tabelle aus der Südprojekt-Studie 2006 (siehe Kasten unten), so steht die Asset-Management-Argumentation klar vor der Rechnungslegungsthematik. Unterstrichen wird dieses Ergebnis durch die Tatsache, dass eine von der Beratungsfirma FAROS im Jahr 2005 durchgeführte – ausschließlich publikumsfondsorientierte – Untersuchung sehr ähnliche Ergebnisse lieferte. Eine Auflage dieser Studie ist übrigens auch für das laufende Jahr geplant, was ebenfalls die Aktualität des Themas belegt. Noch mehr Datenmaterial darf man sich in diesem Zusammenhang schon bald von Kommapha Institutional Consulting erwarten, auch dieses Beratungsunternehmen führt derzeit eine Untersuchung über Themengebiete wie Konditionenmodelle und Tranchen-Reporting durch.

Bei der Wahl des Spezialfonds als Anlageinstrument wird oft der individuelle Charakter der Lösung für institutionelle Anleger in den Vordergrund gestellt. Beim Publikumsfonds ist es nicht anders, es hängt lediglich von der Definitionsebene ab.

Asset Allocation, Core/Satellite und Flexibilität

Eine Diversifikation der Asset Allocation mit einzelnen Publikumsfonds kann bei professioneller Auswahl sehr individuell und maßgeschneidert dargestellt werden. Mittlerweile befassen sich einzelne institutionelle Adressen sowie Consultants vermehrt mit diesem Problem.

Individuell kann eine Publikumsfondslösung auch sein, wenn der Investor gerade nicht die „Standardlösung“ Spezialfonds haben möchte oder aber den Spezialfonds für Core-Investments (Beispiele: Rentendirektanlage oder Indexfonds) und Publikumsfonds für so

genannte Satellite-Investitionen einsetzen möchte. Gerade wenn der institutionelle Anleger annimmt, breite Märkte (MSCI, EuroStoxx) gut einschätzen zu können, ist der Publikumsfonds die geeignete Lösung. Glaubt er überdies nicht an den nachhaltigen Erfolg aktiver Managementstrategien, werden – neben der direkten Abbildung von Indizes – zunehmend Exchange Traded Funds eingesetzt.

Viele Anleger schätzen auch die Flexibilität von Publikumsfonds beim An- und Verkauf. Direkte Spezialfondsmandate oder Mandate im Master-KAG-Mantel können – abhängig von der jeweiligen Ausgestaltung der Kündigungsfristen für die beauftragten Asset Manager – unter Umständen weniger flexibel sein. Selbst bei Mandaten mit „schneller“ Kündigungsfrist für Manager kann der Ababelungsprozess bis zu einer Woche oder länger dauern.

Nicht ganz unerheblich ist auch die Asset-Management-Leistung hinter den einzelnen Fondskategorien. Es ist in der Branche kein Geheimnis, dass Fondsgesellschaften an ihre prestigeträchtigen „Flaggschiffe“ unter den Publikumsfonds vorrangig ihre besten Manager setzen – allein der Publizitätsdruck, dem Publikumsfonds in der Regel ausgesetzt sind, zwingt die Vermögensverwalter praktisch dazu. Und es ist in der Branche ebenso bekannt, dass die Manager bei vielen Spezialfondsmandaten aufgrund der Anlagerichtlinien und des jeweiligen Anlageausschuss-Prozederes in ihren Portfolio-Management-Entscheidungen nicht so flexibel reagieren können und dass diese Einschränkungen durchaus auch ein gewisses Frustrationspotenzial bergen. Neben dem verstärkten Einsatz von ETFs als Anlageinstrument wenden sich institutionelle Investoren in der jüngsten Zeit auch zunehmend Fondsboutiquen und Publikumsfonds von großen Fondsanbietern zu, die in gewissen Segmenten eine besondere Expertise haben.

Style Investing, Fondsboutiquen und Spezialmärkte

Als Fondsboutiquen sind an dieser Stelle bankenunabhängige Asset Manager eingruppiert, die sich auf bestimmte Anlagethemen spezialisiert haben. Durch die oben bereits erwähnte hohe Markttransparenz der Publikumsfonds, verbunden mit der Publizität von Ratingagenturen und Medien, haben diese Anbieter verstärkte Aufmerksamkeit auf sich gezogen. In vielen Hitlisten zu Spezialtiteln heben sich diese kleineren Häuser ab. Namen wie Jens Ehrhardt, Hendrik Leber und Frank Lingohr sind nur einige aus einer Liste, die mittlerweile auch vielen institutionellen Investoren bekannt sind. Wobei an dieser Stelle festzuhalten ist, dass ein „kleines“ (Dr. Jens Ehrhardt verwaltet mittlerweile auch schon sechs Milliarden Euro) Haus natürlich nicht zwangsläufig besser sein muss als ein etablierter bank- oder versicherungsgebundener Anbieter (siehe hierzu auch Institutional Money Nr. 1/2007).

Wirklich interessant wird der Publikumsfonds wenn es um Spezialthemen geht, die man bisher mangels Volumen nicht als Mandat vergeben konnte – und daher gar nicht allokierte. Das sind primär Anlageklassen wie einzelne Emerging Markets oder Rohstoffe. Hier eignen sich Publikumsfonds optimal als Ergänzung von ETF-Portfolios bzw. zu Direktanlagen der Institutionellen. Diese Anlageklassen lassen sich im Rahmen des „Style Investing“ nochmals elegant auf verschiedene Asset Manager diversifizieren. Durch die Vielfalt, Publizität und Flexibilität leistet der Publikumsfonds hier einen effizienten Beitrag zur Diversifikation und zum Risikomanagement der Anleger.

Kritische Punkte

Dass trotz vieler offensichtlicher Stärken nach wie vor viele Großanleger lieber weiter auf Publikumsfonds verzichten, hat vor allem einen Grund: die Kosten. Sie sind ein zentraler

Kritikpunkt bei institutionellen Anlegern im Hinblick auf die Entscheidung für Publikumsfonds oder Spezialfonds. Durch die Einführung der I-Shares in den verschiedensten Ausgestaltungsformen („Tranchen“) ist hier inzwischen etwas Entspannung in den Markt gekommen. Eine andere Variante ist die Zahlung von sogenannten „Rückvergütungen“ oder „Vertriebsfolgeprovisionen“ aus der regulären, zunächst relativ hoch erscheinenden Management Fee des Publikumsfonds. Zur technischen Abwicklung und aus Reporting-Gründen bedient man sich hier der etablierten Fondsplattformen wie beispielsweise Ebase, FondsServiceBank oder Moventum.

Eine weitere Variante hierzu ist die Einführung von Staffellungen, basierend auf dem Fondsvolumen von Produktanbietern. Bei Core-Investments legen institutionelle Anleger aus Kostengründen vorrangig in Direktanlagen oder in „kostengünstigere“ ETFs an. Für Satellite Investments wie Rohstoffe, Emerging Markets etc. werden oft Publikumsfonds eingesetzt (zum Beispiel: EnBW, Master-Segment-Fonds mit Teilssegment Publikumsfonds). Eine oft nicht „billige“ Lösung. Fairerweise muss man sagen, dass auch bei konventionellen Multi-Management-Mandaten und Spezialfonds Manager mit Spezial-Know-how eine höhere Vergütung in Basispunkten erhalten und hier eine starke Verhandlungsmacht besitzen. Weitere Kritikpunkte, mit denen sich die Publikumsfondsindustrie auseinandersetzen muss, sind die Bereiche Reporting-Qualität (Transparenz), Mitsprachemöglichkeit bei der Anlagepolitik und der Themenbereich Standardisierung versus Individualisierung.

Unterm Strich zeigt sich doch ein relativ klarer Trend: Der Publikumsfonds hat in den letzten Jahren in der Anlagepolitik institutioneller Investoren – nicht zuletzt aufgrund der IFRS (siehe Kasten auf Seite 100) – eine immer größere Bedeutung gewonnen. Der Spezialfonds wird nicht grundlegend verdrängt, aber bestimmte Segmente werden sich verstärkt in den Bereich Publikumsfonds verschieben.

Insbesondere kleinere institutionelle Investoren – etwa Stiftungen, Versorgungswerke etc. –, die verhältnismäßig geringe Mandate zu vergeben haben, nützen verstärkt diese Option.

Bei den etablierten Vermögensverwaltungsgesellschaften sind die Produktmanagementabteilungen gefordert, denn schon heute steht fest, dass sich der Einsatz von Retailprodukten auch bei großen institutionellen Anlegern schneller durchsetzen würde, wenn sich Änderungen im Bereich Kosten und -Volumen der Fonds ergäben. Bei Fondsboutiquen bleibt die Marschrichtung klar „mehr Performance“, denn nur in diesem Punkt können sie sich abheben und damit ihre angesichts der vergleichsweise geringen Volumina relativ teuren Produkte vermarkten. Da sie bei weitem nicht den gesamten Investitionsbedarf abdecken können, bleiben sie Nischenplayer.

Insgesamt ist das Zusammenwachsen des Retail- und Institutional-Bereichs als gesunde Entwicklung zu sehen, weil es die eine Seite zu mehr Kosteneffizienz zwingt und die andere zu mehr Transparenz – und das ist genau das, was man unter einem gesunden Wettbewerb versteht. Der lachende Dritte ist in jedem Fall der institutionelle Investor.

International Financial Reporting Standards – Rückenwind für Publikumsfondseinsatz



Seit dem Jahr 2005 sind kapitalmarkt-orientierte Unternehmen in Deutschland dazu verpflichtet, einen Konzernabschluss nach den Vorschriften der IFRS (International Financial Reporting Standards) zu erstellen. Reine Emittenten von

Fremdkapitaltiteln und nach US-GAAP bilanzierende Unternehmen erhielten eine Übergangsfrist bis 2007. Diese Konsolidierungsvorschriften haben für Spezialfondsanleger eine besondere Bedeutung: Unter anderem besagen sie, dass die Unternehmen neben „normalen“ Tochtergesellschaften auch eine Konsolidierung von sogenannten Zweckgesellschaften („Special Purpose Entities“) durchzuführen haben. Und hierzu zählt auch die in Deutschland übliche Spezialfondskonstruktion. Konkret bedeutet dies, dass die Einzelpositionen im Spezialfonds transparent werden. Publikumsfonds hingegen unterliegen dieser Konsolidierungspflicht nicht, wenn ein Unternehmen bei der Anlage in einen Publikumsfonds unter der Anlagegrenze von 50 Prozent bleibt. In diesem Falle übt er keinen „beherrschenden“ Einfluss auf das Sondervermögen aus. Bei den oben angeführten Kapitalmarktunternehmen gewinnt deshalb das Fondsvolumen der einzelnen Fonds eine besondere Bedeutung.

Retailfonds im institutionellen Einsatz: Eine Herausforderung für Consultants und Dachfondsmanager

Eine Dienstleistungssparte der Finanzindustrie sieht sich angesichts des steigenden Interesses institutioneller Investoren für Publikumsfonds vor neue Herausforderungen gestellt. Wie die Auswertung der ersten deutschlandweiten Consultant-Befragung von TELOS und Markus Hill aus dem Jahr 2006 gezeigt hat, haben die Consultants die zunehmende Bedeutung von Publikumsfonds als Anlageinstrument schon erkannt. Etablierte Beratungshäuser wie Feri, Mercer und Watson Wyatt beschäftigen sich schon seit Jahren mit Multi-Manager-Konzepten und Managerauswahl.

In Fällen, bei denen die Kunden aktive Managemententscheidungen als Dienstleistung und benchmarkfreies Denken fordern, kommt Bewegung in den Markt. Gute Manager bzw. gute Manager in Publikumsfondshülle werden ausgewählt. Vorschläge zur Asset Allocation werden unterbreitet. Und Risikomanagement wird in der Form betrieben, dass man die institutionellen Gelder auf verschiedene Verwalter und verschiedene Assetklassen und Investmentstile diversifiziert. Automatisch nähern sich die Berater damit immer mehr der Arbeitsweise von Dachfondsmanagern aus der Publikumsfondsindustrie an. Denn es sind genau diese Aufgaben und Arbeitsschritte, die Dachfondsmanager – im Gegensatz zu den Consultants unter der laufenden Beobachtung durch die Fachmedien – ebenfalls seit Jahren durchführen.

Und damit werden Dachfondsmanager wie Südprojekt oder die Sauren Fonds-Research AG zu Mitbewerbern für die Beratungshäuser. Gerade Südprojekt oder Sauren stellen ihre Expertise in der Managerauswahl bei Boutiquen in den Vordergrund – das ist kein Zufall. Und ihre Marktchancen stehen nicht schlecht, denn im Unterschied zu manchen der bekannten Consultants arbeiten die Dachfondsmanager stärker performanceorientiert – und das bei voller Transparenz der Ergebnisse.

Die Beratungshäuser müssen sich allem Anschein nach anstrengen, wollen sie hier am Ball bleiben. Wer es schafft, findet sich in einem wachsenden Geschäftsfeld wieder. „Consultants, die eine ausgeprägte Expertise im Publikumsfondsbereich gewonnen haben, bieten den institutionellen Kunden einen Mehrwert“, meint Michael Korn von Allianz Global Investors.

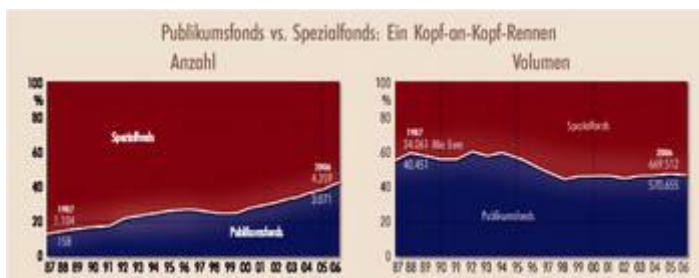
Vor allem wenn der Investor ein Multi-Management-Mandat auf Publikumsfondsbasis oder ein Mandat mit stärker ausgeprägten Regeln, in dem Kernkompetenzen wie aktives Management stärker gewichtet werden, benötigt, ist er beim Consultant meist gut aufgehoben. Für Dachfondsmanager – konzernabhängig und -unabhängig – sind diese Dienstleistungen

finanziell weniger lukrativ, und oft fehlt das Know-how für die speziellen Anforderungen (Bedeutung von Investmentprozess, Anlagevorschriften etc.). Beide Anbietergruppen bewegen sich aber inzwischen aufeinander zu.

**Südprojekt-Studie:
Gründe für den Aufbau von Publikumsfonds nach Anlegergruppen**

Gründe (Vorzugsreihenfolge in Klammern)	Anteilnehmer, die Gründe für den Aufbau von PF angaben (Gesamtzahl 37)	Banque	Wachstumsgruppen	Wohl-FDI
Höhere Diversifizierung möglich	89 % (97 %)	☺	☺	☺
Schnellere Performanzgewinne möglich	85 % (98 %)	☺	☺	☺
Akzeptable Kosten durch inst. Fondsräumen und Gebührenvergünstigungen („Kickbacks“)	41 % (82 %)	☺	☺	☺
Akzeptable Performanzbewertung	41 % (98 %)	☺	☺	☺
Transparenz/Bewertung (z. B. IAS)	37 % (38 %)	☺	☺	☺
Spezial Exchange Traded Funds	37 % (n.a.)	☺	☺	☺
Investitionsmöglichkeit reduziert Kosten	37 % (71 %)	☺	☺	☺
Schnellere Benchmarkverfolgung möglich	30 % (71 %)	☺	☺	☺
Sonstige Gründe	11 % (18 %)	☺	☺	☺

Quelle: South GIPF/SEI. Nicht-angewandte Gründe sind nicht in der Tabelle dargestellt.
☺ = bis zu 1/3 Anteil von Investitionsentscheidungen; ☺ = über 1/3 Anteil; ☺ = mehr als 1/3 Anteil über den Durchschnitt; ☺ = mehr als 1/3 Anteil unter dem Durchschnitt



Die Grafiken zeigen die relative Entwicklung von Spezialfonds versus Publikumsfonds am deutschen Fondsmarkt. Die linke

Kategorie: Theorie & Praxis

Erscheinungstermin: Mai 2007

(Autor: Markus Hill & Redaktion INSTITUTIONAL MONEY)

Quelle: www.institutional-money.com