

Fulminantes Comeback

Die deutsche Investmentbranche blickt auf eines der erfolgreichsten Jahre ihrer rund 50-jährigen Geschichte zurück. Das Berichtsjahr 2005 konnte mit vielen Rekorden aufwarten, und für die Spezialfonds brachte es die erhoffte Trendwende. Nach dem enttäuschenden Ergebnis in 2004 konnte das Anlagevehikel institutioneller Anleger wieder an die erfolgreichen Jahre 2001 und 2002 anschließen. So betrug das Mittelaufkommen mit insgesamt 35,317 Milliarden Euro mehr als das Sechsfache des Vorjahres. Den deutlichsten Zuwachs wiesen dabei die Wertpapierfonds auf: Die gemischten Wertpapierfonds konnten gemäß Bundesbank-Statistik Zuflüsse in Höhe von 16,266 Milliarden Euro verzeichnen, während es im Vorjahr 5,346 Milliarden Euro waren. In die 2004 noch von Mittelabflüssen geplagten Rentenfonds flossen im vergangenen Jahr 5,099 Milliarden Euro, und das Mittelaufkommen bei den Aktienfonds betrug 4,741 Milliarden Euro. Ebenfalls erfolgreich waren gemischte Fonds, die 6,447 Milliarden Euro einsammeln konnten, während es im Vorjahr lediglich 801 Millionen Euro gewesen waren. Einzig aus den Geldmarktfonds wurden Mittel in Höhe von 202 Millionen Euro abgezogen.

Durch das hohe Mittelaufkommen und die positive Entwicklung an den Finanzmärkten wuchs das gesamte Fondsvermögen der Spezialfonds um 13 Prozent auf 623,648 Milliarden Euro per Jahresresultimo 2005. Den bedeutendsten Anteil hieran haben gemäß Bundesbank-Statistik mit 341,019 (Vorjahr: 322,540) Milliarden Euro die gemischten Wertpapierfonds, gefolgt von den Rentenfonds mit 159,335 (155,316) Milliarden Euro und den Aktienfonds mit 67,741 (53,821) Milliarden Euro. Die viertgrößte Spezialfonds-Kategorie bilden nunmehr die gemischten Fonds, die per Ende 2005 über ein Fondsvermögen von 34,169 Milliarden Euro verfügten, während es 2004 nur 1,475 Milliarden Euro waren. Das Jahr 2006 scheint nahtlos an die Erfolge des vergangenen Jahres anknüpfen zu wollen. Das Mittelaufkommen betrug in den ersten fünf Monaten bereits 19,012 Milliarden Euro, und das Fondsvermögen wuchs bis Ende Mai dieses Jahres um knapp 13 Milliarden Euro auf 636,199 Milliarden Euro an. Rückläufig ist allerdings weiterhin die Anzahl der Spezialfonds, die sich von 4 914 (Ende 2004) über 4 659 (Ende 2005) auf 4 533 (Ende Mai 2006) verminderte.

In den beiden vergangenen Jahren bewegten neben Contractual Trust Agreements, Asset-Liability-Management sowie taktischer und strategischer Asset-Allocation insbesondere die Themen internationale Rechnungslegungs-

schriften, Master-KAG und Hedgefonds die Branche. Manche Auguren sahen bereits das nahende Ende des deutschen Erfolgsmodells für die Kapitalanlage von institutionellen Investoren und prophezeiten ein schnelles Wachstum alternativer Investments und eine rasche Dekomposition der Wertschöpfungskette der Kapitalanlagegesellschaften. Mittlerweile sind diese Themen allerdings in den Hintergrund getreten – die großen Umbrüche sind ausgeblieben.

So haben offensichtlich die seit 1. Januar 2005 für konsolidierungspflichtige, kapitalmarktorientierte Unternehmen anzuwendenden internationalen Rechnungslegungsvorschriften die Attraktivität der Spezialfonds keineswegs beeinträchtigt, wie viele Marktbeobachter es befürchtet hatten. Und um gleichsam die Kapitalanlagegesellschaften und die institutionellen Anleger ein Jahr nach Inkrafttreten der neuen Bilanzierungsvorschriften zusätzlich zu beruhigen, widmet der BVI in seinem jüngsten Jahresbericht dem Thema ein eigenes Kapitel. Der Tenor lautet selbstverständlich, dass auch für Anleger, die den genannten Bilanzierungspflichten unterliegen, der Spezialfonds nach wie vor ein interessantes Anlagemedium bleibt. Für die Besteuerung etwa – so führt der BVI aus – gelten nicht die internationalen Rechnungslegungsvorschriften, sondern die Regelungen des Investmentsteuergesetzes, wonach für die Zurechnung der Erträge der Zeitpunkt der Fassung des Ausschüttungsbeschlusses maßgeblich ist. Darüber hinaus sind Beteiligungen an Spezialfonds mit einer Quote unter 50 Prozent in der Regel in einer Konzernbilanz ebenso wenig zu konsolidieren wie mit einem Spezialfonds unterlegte betriebliche Altersvorsorge-Konzepte, etwa in Form eines Contractual Trust Agreements.

Die Kapitalanlagegesellschaften – dieser Tatsache ist sich der BVI gleichwohl bewusst – stellen die internationalen Rechnungslegungsvorschriften allerdings vor große Herausforderungen. Der Fondsmanager muss sich zukünftig mehr denn je nicht nur um die Performance kümmern, sondern die direkten Auswirkungen seiner Transaktionen auf die Ertrags- und Finanzlage des IFRS-pflichtigen Investoren berücksichtigen. Ein individuelles IFRS-Fonds-Reporting ist ohnehin Pflicht für die Kapitalanlagegesellschaft. Wenn institutionelle Investoren allerdings das Produkt Spezialfonds meiden wollen, so der Trost des BVI, bleiben den Kapitalanlagegesellschaften immer noch die institutional shares als Alternative. Bei einigen Fondsgesellschaften konnte diese institutionelle Anteilsklasse von Publikumsfonds bereits einen erheblichen Anteil des Neugeschäfts auf sich ziehen.

Um das zweite Thema ist es ebenfalls ruhiger geworden. Die Goldgräberstimmung beim Konstrukt Master-KAG scheint einer gewissen Ernüchterung gewichen zu sein. In der jüngsten Vergangenheit hat sogar eine Marktkonsolidierung eingesetzt, und mit JP Morgan und BHW Invest haben bereits



zwei kleinere Anbieter den Markt verlassen. Durch die hohen Anforderungen an die Master-KAG liegt die kritische Masse für die Rentabilität einer solchen Administrationsplattform mit etwa 10 Milliarden Euro relativ hoch. Hiernach wären derzeit nur sieben der insgesamt 15 am Markt operierenden Anbieter profitabel. Ein Auslaufmodell ist die Master-KAG damit allerdings noch lange nicht. Es reicht jedoch nicht aus, lediglich Reporting-Dienste im herkömmlichen Sinne anzubieten. Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke erwarten zukünftig vielmehr Full-Service-Provider, die über die reinen Verwaltungsfunktionen mit umfassendem Reporting und detaillierter Depotführung hinaus ein Asset-Liability-Management anbieten und im Idealfall sogar umfänglich das Management und die Abwicklung der Direktbestände – Renten- und Aktienpapiere, Schuldscheindarlehen, Namensschuldverschreibungen, Namensaktien oder Inhabertitel sowie gegebenenfalls sogar alternative Investments – übernehmen. Die hierzu notwendigen Investitionen in die EDV und in die Mitarbeiter sind enorm. Diesen stehen allerdings ansehnliche Synergieeffekte und Kostenvorteile gegenüber.

Beim dritten Themenkomplex haben sich die Markterwartungen ebenfalls nicht erfüllt. Während alternativen Investments, insbesondere den Hedgefonds, anfangs ein kometenhafter Aufstieg prophezeit wurde, fällt das Urteil inzwischen sehr nüchtern aus. Aus den erhofften zweistelligen Milliardensummen ist zunächst nichts geworden. Offensichtlich tut sich die Branche mit den neuen Produkten noch schwer. Begehrlich blicken die Fondsmanager somit immer wieder über den großen Teich, fasziniert von den Renditen, die etwa die Stiftungen der US-amerikanischen Universitäten Yale, Harvard oder Stanford vor allem mit Hilfe alternativer Investments jährlich erzielen. Harvard beispielsweise gelang 2005 eine Wertsteigerung von 19,2 Prozent, Stanford fuhr eine Rendite von 19,5 Prozent ein, und Yale erzielte gar 22,3 Prozent. Glänzende Augen bekommen deutsche Fondsmanager auch angesichts einer durchschnittlichen Rendite von 17 Prozent, die die Yale-Stiftung in den vergangenen zehn Jahren erwirtschaften konnte. Dabei sind über 65 Prozent ihres Vermögens in alternativen Investments angelegt, also etwa Hedgefonds, Private Equity sowie Rohstoffe und Immobilien. Lediglich 5 Prozent entfallen auf Rentenpapiere.

In Deutschland hingegen sind bei Stiftungen rund 60 Prozent in Rententitel investiert. Mit den neuen Möglichkeiten des Investmentgesetzes – Investments in gängige Rohstoffindizes etwa wurden den Spezialfonds erst im Mai dieses Jahres gestattet – muss sich die Branche hierzulande nach wie vor anfreunden. Institutionelle Anleger, Kapitalanlagegesellschaften, Depotbanken, aber auch die Aufsicht müssen die Bedeutung der neuen Assetklassen verstehen und Organisationen schaffen, um sie richtig einsetzen und beherrschen zu können. Die zögerliche Haltung gegenüber

alternativen Investments ist daneben auch auf interne Anlagenvorschriften der Investoren zurückzuführen, die erst sukzessive angepasst werden. Darüber hinaus verlangen die Derivateverordnung und die Mindestanforderungen an das Risikomanagement eine fortlaufende Erfassung, Messung und Steuerung der Risiken des Sondervermögens mit Hilfe fortgeschrittener Techniken. Die hierzu notwendige IT-Infrastruktur mit umfangreichem Datenbestand ist sehr kostspielig, und es bedarf spezialisierter Mitarbeiter, die damit umgehen können.

Das Hedgefonds-Engagement institutioneller Investoren ist somit derzeit noch gering, allerdings mit steigender Tendenz. Aktuell liegt der Anteil alternativer Investments an den gesamten Kapitalanlagen institutioneller Investoren im mittleren einstelligen Prozentbereich. Die mit Hilfe alternativer Investments erzielbaren Renditezuwächse sind jedoch auch dringend notwendig, um die immer größer werdende Lücke zwischen den eingegangenen Zahlungsverpflichtungen und den Einnahmen zu schließen. Um dies zu erreichen – ein Thema, das derzeit sowohl institutionelle Anleger als auch Asset-Manager geradezu elektrisiert –, empfiehlt sich die Strategie des „Portable Alpha“. Für die einen handelt es sich hierbei um die seit langem ersehnte Lösung von Performance-Problemen, für die anderen ist es schlicht eine neue Herausforderung an Kompetenz und Können. Im Grunde verbirgt sich hinter dem Begriff eine einfache Idee, nämlich die Trennung von Beta, dem systematischen Marktrisiko, und Alpha, dem Können des Asset-Managers. In einem zweiten Schritt wird dieses Alpha auf jedes beliebige Beta-Portfolio übertragen.

So einfach sich dieses Konzept anhört, so schwierig ist – wie so häufig – die Umsetzung in der Praxis. Eine erste Hürde stellt bereits die Identifizierung von reinen Alphaquellen dar. Welche marktneutralen Strategien gewährleisten schon jederzeit positive Erträge? Eine Möglichkeit stellen die Hedgefonds dar, denen zahlreiche Investoren allerdings nach wie vor mit einer gewissen Abneigung gegenüberstehen. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, ein Mandat an einen „Long Only“-Manager zu vergeben, der erwiesenermaßen die Fähigkeit besitzt, Alpha zu generieren, und das eingegangene Marktrisiko anschließend durch Derivate zu eliminieren. Allerdings ist man hierbei auf eine einzige Strategie beschränkt. Des Weiteren können auch mehrere Alpha-Manager ausgewählt werden, beispielsweise Spezialisten für japanische Small Caps, amerikanische High-Yield-Renten und europäische Large Caps. Hierdurch erhöhen sich jedoch Risiko und Komplexität sowie dementsprechend die Anforderungen an die Infrastruktur. Als Lösung bieten sich standardisierte Produkte an, wie sie bereits von breit aufgestellten Alpha-Managern angeboten werden. Das Portable Alpha stellt somit ein insgesamt interessantes Konzept dar, dessen Praxistauglichkeit sich jedoch erst noch erweisen muss. K.D.