

# TELOS

---

## Der Consultant-Markt in Deutschland Eine aktuelle Markterhebung

---

Stand: Dezember 2007

Mit freundlicher Unterstützung durch:

**Helaba** *Invest*

**ING**   
INVESTMENT MANAGEMENT

LEHMAN BROTHERS ASSET MANAGEMENT

**S|E|B**

**TELOS GmbH** ist eine  
Schwestergesellschaft von RCP GmbH

# Inhaltsverzeichnis

## Sponsorenbeiträge:

Helaba Invest .....	1
ING Investment Management .....	4
Lehmann Brothers Asset Management .....	8
SEB Asset Management .....	11
<b>A Ausgangslage und Hintergrund der Untersuchung .....</b>	<b>15</b>
<b>I. Ausgangslage .....</b>	<b>15</b>
<b>II. Ziel der Studie .....</b>	<b>16</b>
<b>III. Die Teilnehmer .....</b>	<b>16</b>
1) Consultants .....	16
2) Institutionelle Anleger .....	16
3) Asset Manager .....	17
<b>IV. Der Consultant-Markt, Größenordnung und Potential .....</b>	<b>17</b>
<b>V. Vor- und Nachteile der Consultant-Services .....</b>	<b>19</b>
<b>VI. Herausforderungen für die Consultants .....</b>	<b>22</b>
<b>B Der Consulting-Markt .....</b>	<b>24</b>
<b>I. Consultancy als Wachstumsmarkt – Entwicklungschancen .....</b>	<b>24</b>
<b>II. Die aktivsten Wettbewerber .....</b>	<b>25</b>
<b>III. Marktchancen für neue Consultants .....</b>	<b>26</b>
1) Verhältnis inländische und ausländische Consultants .....	26
2) Neue Anbieter – Überlebenschancen? .....	26
<b>IV. Gebühren der Consultants .....</b>	<b>28</b>
1) Beratung hinsichtlich Asset Allocation .....	28
2) Controlling .....	28
3) Dauerbetreuung .....	28
4) Pauschale Vereinbarungen .....	28
<b>V. Kriterien für die Auswahl eines Consultants .....</b>	<b>29</b>
<b>VI. Der Einfluss von Consultants bei der Mandatsvergabe .....</b>	<b>30</b>
<b>VII. Künftig ausbaubare Tätigkeitsfelder und Akquisition der Consultants .....</b>	<b>31</b>
1) Ausbaubare Tätigkeitsfelder .....	31
2) Consultants und Akquisition .....	32
<b>C Status Quo und Strategie der Consultants .....</b>	<b>33</b>
<b>I. Angebotspalette der Consultants .....</b>	<b>33</b>
<b>II. Anforderungen der Consultants an die Asset Manager .....</b>	<b>34</b>
1) Sichtweise der Consultants .....	34
2) Sichtweise der Asset Manager .....	35
<b>III. Anforderungskriterien für die Vergabe eines Mandates .....</b>	<b>36</b>
<b>IV. Derzeitige Kundenstruktur und künftige Planung .....</b>	<b>37</b>
1) Aktuelle Struktur des Kundenpotentials .....	37
2) Interessante Neukunden .....	38
<b>V. Geschäftspolitische Schwerpunkte der Consultants in der Zukunft .....</b>	<b>39</b>
<b>VI. Beratung aus einer Hand – Bestandsaufnahme und Zukunftsbetrachtung .....</b>	<b>40</b>
<b>VII. Die großen individuellen Herausforderungen der Consultants für die Zukunft .....</b>	<b>41</b>
<b>VIII. Selbsteinschätzung der Consultants im Vergleich zu den Mitbewerbern .....</b>	<b>43</b>
<b>D Zusammenfassung .....</b>	<b>46</b>
Studienteilnehmer .....	47

## Helaba Invest - Innovative Long/Short-Strategien

Die Nachfrage institutioneller Kunden nach Produkten, die unabhängig von der Marktentwicklung ein positives Ergebnis erzielen, ist in den letzten Jahren stark angestiegen. Ein Grund dafür waren die schlechten Aktienjahre 2000 bis 2002 und die in Folge immer noch engen Risikobudgets. Vor Inkrafttreten des neuen Investmentgesetzes (InvG) waren die Möglichkeiten, mit einem „Long-only“ Ansatz nicht nur in steigenden, sondern in jeder Marktphase eine positive Rendite zu gewährleisten, sehr beschränkt. Auch eine gute Diversifikation bietet keinen perfekten Schutz. Aus diesem Grund haben sich mit den durch das InvG erweiterten Anlagemöglichkeiten insbesondere im Bereich der Derivate die sogenannten Long/Short-Strategien entwickelt.

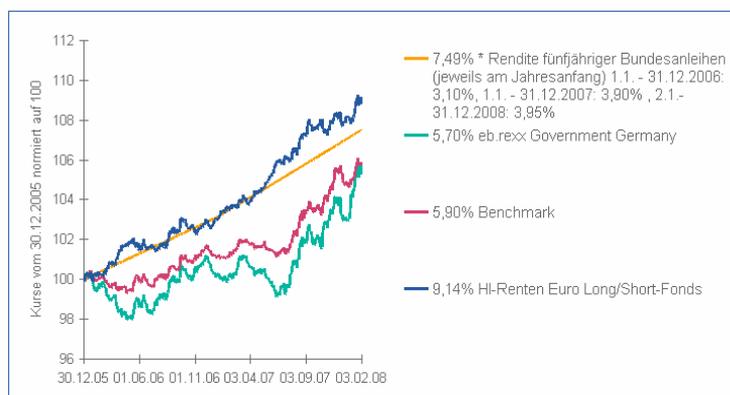
Bei diesen Strategien setzt der Asset Manager auf die unterschiedliche Entwicklung von einem oder mehreren Basiswerten (Aktien, Renten, Rohstoffe, etc.). Es werden jene Werte gekauft, von denen eine bessere Performance erwartet wird (Long-Position) bzw. jene Werte leerverkauft, von denen eine schwächere Entwicklung erwartet wird (Short-Position). Die Umsetzung der Long- bzw. Short-Positionierung erfolgt dabei über den Einsatz von Derivaten insbesondere Futures. Der Erfolg eines Long/Short-Ansatzes hängt dabei wesentlich von der Einschätzung der Marktentwicklung und der Qualität der Signale ab. Diese bilden die Entscheidungsgrundlage dafür, ob ein Fondsmanager eine "Long-" oder "Short-Position" eingeht.

### HI-Renten Euro Long/Short

Bereits im Jahr 2005 hat die Helaba Invest mit dem Renten Euro Long/Short-Portfolio den ersten Ansatz eingeführt. Der Investmentansatz beruht auf der Annahme, dass Rentenmärkte langfristigen Trends folgen. Das konsequente Ausnutzen dieser Trends hat in der Vergangenheit zu höheren Gewinnen geführt als die Verwendung von Konsensus-Prognosen, da deren Annahmen am Markt schon weitgehend eingepreist sind. Aus diesem Grund analysiert die Helaba Invest auf Basis eines Relative Stärke-Ansatzes Renditetrends und erzielt durch eine aktive Durationssteuerung einen Mehrertrag für die Anleger.

Das Relative-Stärke-Modell untersucht dabei auf täglicher Basis das Kursverhältnis von langen zu kurzen Anleihen. Dieses wird in Beziehung zu einer Signallinie gesetzt. Wird die Signallinie signifikant durchbrochen, wird ein Kauf- bzw. Verkaufssignal ausgelöst. Bei einem positiven Rententrend wird die Duration des Portfolios verlängert, bei einem negativen Trend entsprechend verkürzt.

Die Durationsverlängerung bzw. -verkürzung erfolgt nicht durch An- und Verkauf von Wertpapieren, sondern durch den Einsatz des Bundfutures. Dadurch kann das Portfolio sowohl eine positive als auch negative Duration aufweisen, was dazu führt, dass auch bei fallenden Rentenkursen positive Erträge erwirtschaftet werden können.



Benchmarkzusammensetzung:  
30.12.2005: REXP Subindex 3J, 02.01.2008: eb.rexx Gov. Germany 1,5 - 2,5 Jahre

Mit einer Performance von 3,09% in 2006 (RexP 0,27%) und 4,87% in 2007 (RexP 2,51%) konnte das Konzept gerade in den beiden letzten schwierigen Rentenjahren überzeugen. Inzwischen verwaltet die Helaba Invest nach dieser Strategie ein Volumen in Höhe von ca. 3 Mrd. €.

Während beim Renten Euro Long/Short-Ansatz ein Relative Stärke-Modell zum Einsatz kommt, werden die Investmententscheidungen bei zwei neuen Long/Short-Ansätzen der Helaba Invest mittels eines Taktischen Asset Allokations Modells (TAA) getroffen.

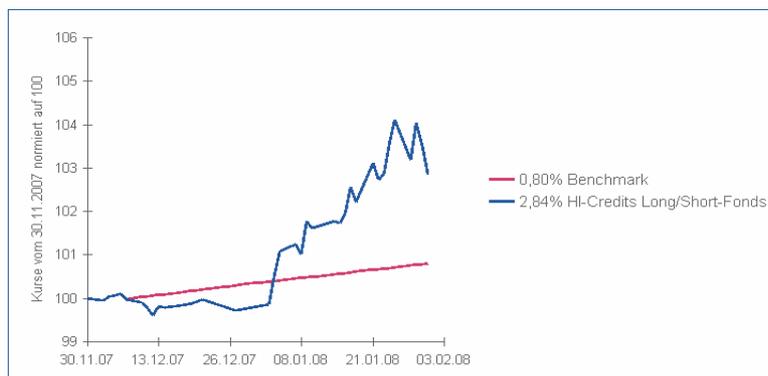
Die Taktische Asset Allokation basiert dabei auf einem Multifaktormodell. Ausgehend von bis zu 4.000 fundamentalen, technischen und Sentiment-Faktoren für jeden Einzelmarkt werden monatlich Modelle gebildet, um die im Folgemonat zu erwartende Markttrendite zu prognostizieren.

## HI-Credits Long/Short

Neben klassischen Renten ist auch das Spektrum der Investitionsmöglichkeiten in Kreditprodukten erweitert worden. Die Kreditmärkte konnten sich in den vergangenen Jahren dynamisch entwickeln und insbesondere Credit Default Swaps (CDS) sowie Credit-Indizes (iTraxx) haben sich inzwischen als liquide Anlageinstrumente etabliert. Während CDS zur Absicherung von Einzelkreditrisiken dienen, kann durch den Einsatz der iTraxx-Index-Swaps das Gesamt-Creditexposure eines Portfolios gesteuert werden.

Die iTraxx-Indexfamilie umfasst regionale und sektorale Subindizes, die aus Marktdaten liquider CDS-Titel errechnet werden und damit einen breiten Zugang zum Euro denominierten Kredituniversum – vom Investment-Grade Bereich bis zu High Yields – bieten.

Bisher konnten Credit-Anleger bei traditionellen Long-only-Mandaten nur von Spreadeinengungen profitieren. Mit dem HI-Credits Long/Short-Portfolio können Investoren durch eine aktive Derivatestrategie sowohl in Spreadeinengungs- als auch in Spreadausweitungsphasen positive Erträge erzielen.



Benchmarkzusammensetzung:  
30.11.2007: Fonds 619, 07.12.2007: 1M-Euribor plus 100 Basispunkte p.a.

Im Rahmen der Anlagestrategie werden auf Basis des quantitativen HI-Modell Credits monatlich Signale generiert. Bei einem Long-Signal erfolgt über hoch liquide Kreditderivate eine „Sell Protection Positionierung“, um an einer erwarteten Spreadeinengung partizipieren zu können. Umgekehrt wird im Falle eines Short-Signals eine „Buy Protection Positionierung“ eingenommen.

Ziel des HI-Credits Long/Short-Fonds ist es, eine attraktive, über der Geldmarktverzinsung liegende Wertentwicklung zu erzielen.

## HI-Global Markets Long/Short

Auch beim Global Markets Long/Short-Konzept (GMLS) ist es das Ziel, sowohl von steigenden als auch fallenden Märkten zu profitieren. Die Umsetzung der Signale für eine Long- oder Short-Positionierung erfolgt mittels Futures.

Das Basisportfolio besteht bei diesem Ansatz aus kurzlaufenden Rentenpapieren, variabel verzinslichen Wertpapieren sowie einer Kasseposition. Die Duration wird aktiv durch Zinsderivate gesteuert. Die Aktienmärkte werden ausschließlich über Futures abgebildet. Auf Grund der günstigen Korrelati-

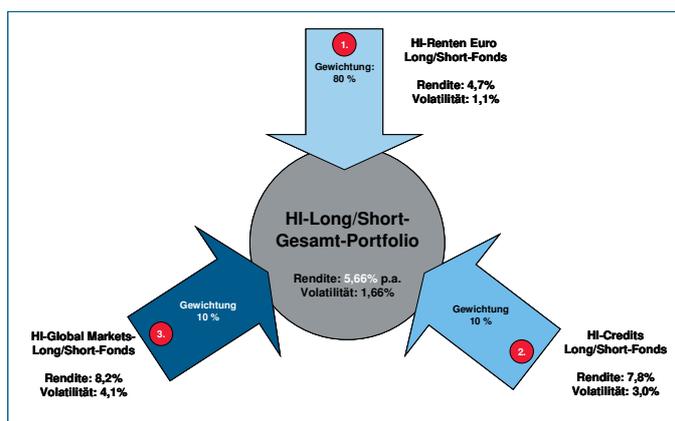
onseigenschaften, der Verfügbarkeit hoch liquider Futures sowie einer guten Prognostizierbarkeit werden im Portfolio die folgenden acht Aktienmärkte abgebildet: Euroland, USA, Japan, England, Schweiz, Australien, Kanada und Südafrika. Durch die Abbildung der Aktienmärkte mittels Indexfutures bestehen trotz der globalen Ausrichtung nur sehr geringe Währungsrisiken.

Die Gewichtung für jeden Einzelmarkt ist grundsätzlich abhängig von dessen Korrelationseigenschaften und seiner Volatilität. Das bedeutet, dass ein Markt mit einer hohen Volatilität und weniger guten Korrelationseigenschaften gegenüber einem Markt mit einer geringen Volatilität und guten Korrelationseigenschaften untergewichtet wird (und umgekehrt). Ob eine Long- oder Short-Position eingegangen wird, leitet sich aus dem Taktischen Allokationsmodell ab. Die maximale Aktienquote ist auf insgesamt 70% begrenzt.

Im Rahmen des Taktischen Allokationsmodells werden die Gewichtungen monatlich überprüft und bei veränderten Rahmenbedingungen – wie z. B. Anstieg der Volatilität eines Einzelmarktes – entsprechend angepasst. Steigt die Volatilität eines Marktes kurzfristig deutlich an, dient ein Volatilitätsfilter dazu, das Einzelmarktrisiko noch weiter zu beschränken. Zusätzlich wird die Gesamtpformance des Portfolios durch einen Stopp Loss gesichert. Wird die Stopp Loss-Marke erreicht, werden alle Future-Positionen bis zum nächsten Allokationssignal geschlossen, d. h. das Portfolio bleibt bis dahin nahezu risikolos in kurzlaufenden Rentenpapieren und Kasse investiert.

## Kombination der Helaba Invest Long/Short-Strategien

Das Interesse von Anlegern an Long/Short-Strategien ist seit Einführung des Investmentgesetzes in 2004 sehr stark gestiegen. Nach dem erfolgreichen Start der Long/Short-Ansätze bei der Helaba Invest ist zudem ein deutlicher Trend zur Kombination verschiedener Absolute Return-Strategien bzw. Long/Short-Ansätze zu erkennen. So bietet sich neben einem Einzelengagement in den Institutionellen Publikumsfonds der Helaba Invest zur Ertragssteigerung und weiteren Risikodiversifikation auch die Kombination der drei Long/Short-Ansätze in einem Spezialfonds an. Das Grundportfolio besteht dabei zum überwiegenden Teil aus dem Renten Euro Long/Short-Ansatz, der HI-Credits Long/Short-Fonds und der HI-Global Markets Long/Short-Fonds werden als Beimischung ergänzt.



## Ausblick

**Auch in 2008 will die Helaba Invest ihr Angebot an Long/Short-Strategien weiter ausbauen. Geplant sind ein Devisen Long/Short-Konzept, ein Rohstoff Long/Short-Konzept sowie eine Hedgofonds-Strategie, welche die verschiedenen Ansätze miteinander kombiniert. Die Long/Short-Ansätze der Helaba Invest werden alle auf Basis quantitativer Investmentansätze gemanagt. Neben der Dienstleistung als Master KAG zählt das quantitative Asset Management zu den beiden Kerngeschäftsfeldern der Gesellschaft. Im Rahmen dieser 2-Säulen-Strategie ist es das Ziel der Helaba Invest, das verwaltete Volumen zum Jahresende 2007 in Höhe von 36,24 Mrd. € auf 42 Mrd. € zu steigern.**

## Helaba Invest

Kapitalanlagegesellschaft mbH  
 Junghofstr. 24  
 60311 Frankfurt  
 Tel: +49 (0)69 - 29970-0  
 Fax: +49 (0)69 - 29970-630

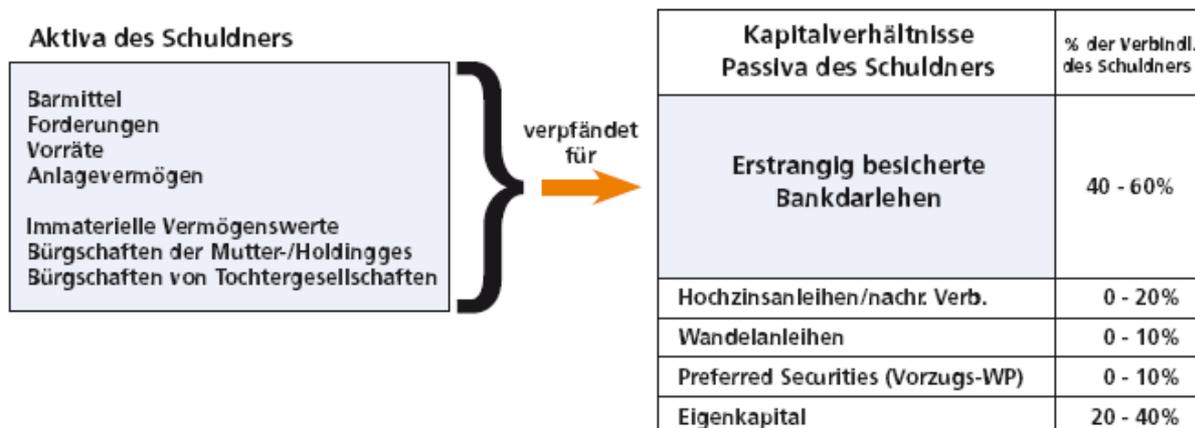
## Senior Bank Loans: Ein stark wachsender Markt – auch in Europa

von Matthias Schellenberg, Managing Director ING Investment Management, Niederlassung Frankfurt am Main

### Anlagecharakteristika erstrangiger Bankdarlehen

Das Segment der Senior Bank Loans umfasst die von Geschäftsbanken und sonstigen großen Finanzinstituten ausgegebenen Darlehen ohne Investment-Grade-Rating. Senior Bank Loans werden auch als Leveraged Loans bezeichnet; „leveraged“, weil Unternehmen, die keine Investment Grade-Qualität haben, normalerweise deutlich stärker fremdfinanziert sind als Firmen mit guter Kredithistorie. Neben dieser sich am Rating orientierenden Definition ziehen beispielsweise Indexanbieter andere, schwerpunktmäßig am Spread orientierte Kriterien zur Abgrenzung der Senior Bank Loans heran.

## Struktur eines erstrangigen Bankdarlehens



### Wie werden Senior Bank Loans eingesetzt?

Senior Bank Loans bieten sich für die Finanzierung von Übernahmen, zur Refinanzierung bestehender Verbindlichkeiten, zur Förderung von organischem Wachstum oder zur Auszahlung von Dividenden an. Der Umfang der Tranchen solcher vorrangig zu bedienenden Bankkredite kann zwischen 50 Millionen Euro bis über drei Milliarden Euro variieren. Besichert sind die Kredite durch ein erstrangiges Pfandrecht auf alle Vermögenswerte des Schuldners. Die vorrangig zu bedienenden Bankkredite erstrangiger Bankdarlehen sind zudem durch Kreditaufgaben unterlegt.

### Vergleich von Senior Bank Loans zu anderen Verbindlichkeiten

Senior Bank Loans haben innerhalb der Kapitalstruktur eines Kreditnehmers gegenüber allen anderen Verbindlichkeiten Priorität und werden durch das Vermögen des Unternehmens gesichert. Entsprechende Vermögenswerte werden bei einem etwaigen Ausfall herangezogen, um die Gläubigeransprüche zu bedienen.

Senior Bank Loans verzinsen zu Sätzen, die als festgelegte Differenz – etwa 200 Basispunkte oder mehr, je nach Kreditqualität des Darlehensnehmers – über einem Referenzzinssatz (Euribor, Libor) liegen. Diese Sätze werden in der Regel monatlich oder vierteljährlich neu festgesetzt. Durch diese extrem kurze Zinslaufzeit eignen sich Senior Bank Loans als Absicherung gegen Schwankungen kurz-

fristiger Zinssätze. In Bezug auf die vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Informationen, erhält der Anleger in Senior Bank Loans einen ähnlich tiefen Einblick wie eine Bank.

### Gründe für die Investition in erstrangige Bankdarlehen

Historisch gesehen gab es bei Senior Bank Loans bisher kein einziges Jahr mit negativem Gesamtertrag. Senior Bank Loans rangieren bei einer reinen Performancebetrachtung zwar nicht an erster Stelle, dafür erzielen sie ihre Ergebnisse mit einer sehr geringen Volatilität, was sich in einer sehr hohen Sharpe Ratio niederschlägt. Schließlich bestehen bei Senior Bank Loans als variabel verzinsliche Aktiva keine Zinsänderungsrisiken. Senior Bank Loans sind auch weniger von Kreditausfällen betroffen und haben eine höhere Recovery Rate als andere Anlageklassen, weil sie in der Kapitalstruktur besser als beispielsweise Hochzinsanleihen gestellt sind. Geringeres Default-Risiko und höhere Recovery Rate führen insgesamt zu einem geringeren ausfallbedingten Verlustrisiko. Weitere Gründe für die Investition in erstrangige Bankdarlehen: die geringe Korrelation mit den wichtigsten anderen Anlagekategorien, eine effiziente Anpassung von Credit-Spreads an Veränderungen der Risikosituation und der Schutz gegen Bewertungsverluste bei Änderungen des kurzfristigen Zinsniveaus. Senior Bank Loans weisen zudem eine sehr geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen auf.

## Korrelation zu anderen Anlagekategorien

### Untersuchungszeitraum 01.01.1997 bis 30.11.2007

Anlageklasse	Korrelationskoeffizient
Citigroup High Yield Cash Pay (LOC) .....	0.58
Lehman 1-3 Year US Treasury .....	-0.34
Lehman U.S. Aggregate .....	-0.16
Lehman U.S. Treasury .....	-0.25
Lehman U.S. Treasury Bellwethers: 3 mon. ....	-0.08
MSCI EAFE - Gross Return .....	0.28
Russell 2000 - Total Return .....	0.38
S&P 500 - Total Return .....	0.22
S&P/LSTA Leveraged Loan Index .....	1.00

Der Korrelationskoeffizient ist eine Zahl zwischen +1 und -1, die den linearen Zusammenhang zwischen zwei Merkmalen (Variablen) misst. Bei einem Wert von +1 (perfekte positive Korrelation) besteht ein vollständig positiver linearer Zusammenhang zwischen den betrachteten Merkmalen; innerhalb eines Koordinatensystems steigt die Gerade. Hat ein Merkmal, das mit einem anderen Merkmal in hohem Maße positiv korreliert ist, einen hohen Wert, so gilt das auch für das andere Merkmal. Sie erklären dasselbe. Bei einem Wert von -1 (perfekte negative Korrelation) besteht ein vollständig negativer linearer Zusammenhang zwischen den betrachteten Merkmalen; innerhalb eines Koordinatensystems fällt die Gerade. Hat ein Merkmal, das mit einem anderen Merkmal in hohem Maße negativ korreliert ist, einen hohen Wert, so weist das andere Merkmal einen niedrigen Wert auf. Der Zusammenhang ist also gegenläufig. Ein Korrelationskoeffizient von 0 bedeutet, dass es keinen linearen Zusammenhang zwischen den beiden Merkmalen gibt.

### Der Markt

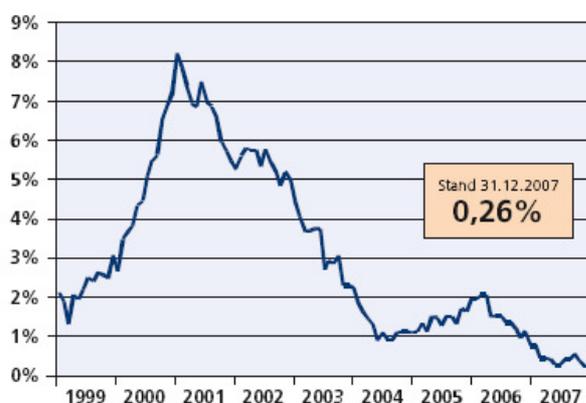
Während in Europa diese Entwicklung erst vor kürzerer Zeit begann, fand sie in den USA schon in den frühen neunziger Jahren ihren Anfang. Der europäische Markt für Senior Bank Loans hat sich rasant entwickelt. Banken wollen Kreditrisiken eher abbauen und institutionelle Investoren suchen nach Anlagen mit attraktivem Ertrags-/ Risikoprofil und guten Diversifikationsmöglichkeiten. Diese Profile treffen bei Senior Bank Loans aufeinander und ergänzen sich. Inzwischen spielen auch Fonds eine wichtige Rolle. Dabei reicht die Palette von Hedge-Fonds bis zu Fonds, die durch High Yield Manager gesteuert werden, die dabei ihr Fachwissen in der Kreditanalyse von Anleihen auf das Feld der Unternehmenskredite übertragen und ausweiten.

## Marktanteile Senior Bank Loans in USA und Europa

Derzeit beträgt der Gesamtumfang des US-Marktes für Senior Bank Loans etwa 1,087 Billionen Euro (1.589 Billionen US-Dollar). Auch in Europa erfreuen sich die Papiere wachsender Beliebtheit, das Marktvolumen liegt hier bei etwa 453 Milliarden Euro. Während in den USA institutionelle Anleger 78,9 Prozent der Anleger ausmachen, beträgt ihr Anteil in Europa erst 56,5 Prozent, allerdings mit stark steigender Tendenz (alle Zahlen per 31.12.2007).

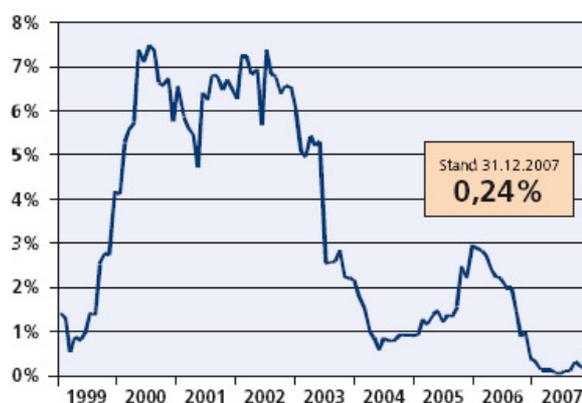
## Kredit-Ausfallquoten der letzten 12 Monate

Ausfallquote der letzten 12 Monate  
**Nach Anzahl der Kreditschuldner**  
Bis 31.12.2007



Die Ausfallquote ist definiert als die Anzahl der Kreditausfälle im zurückliegenden Zwölfmonats-Zeitraum, dividiert durch die Anzahl der im Index vertretenen Kreditschuldner zu Beginn dieses Zeitraums.

Ausfallquote der letzten 12 Monate  
**Nach Nennwert**  
Bis 31.12.2007



Die Ausfallquote ist definiert als die Anzahl der Kreditausfälle im zurückliegenden Zwölfmonats-Zeitraum, dividiert durch den zu Beginn dieses Zeitraums ausstehenden Betrag.

Umfasst alle Kredite, auch die nicht im LSTA/LPC-Marktbewertungsdienst erfassten Engagements. Hierbei handelt es sich überwiegend um institutionelle Kredittranchen.

Quelle: Standard & Poors

## Veränderungen im Markt

2007 wurden Investments in Senior Bank Loans erwachsen. Im Lauf der letzten zehn Jahre sind sie zu einer wichtigen Marktkraft herangewachsen und spielen eine entscheidende Rolle in der US- und auch der Weltwirtschaft. Diese Entwicklung brachte mehr Marktteilnehmer, mehr Transparenz und Liquidität in diese Assetklasse mit sich. Das bedeutet aber auch, dass die Marktbewertung der Senior Bank Loans mehr als je zuvor nicht nur von den allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnissen abhängt, sondern auch von Schwankungen in anderen Anlageklassen wie Festverzinsliche Wertpapiere und Aktien. Die sehr niedrigen Korrelationen mit den traditionellen Assetklassen lassen sich daher so nicht einfach fortsetzen.

Im Juli 2007 kam es zu einer klassischen technischen Marktkorrektur, die in dieser Form bei Senior Bank Loans zum ersten Mal auftrat. Durch die Korrektur sahen sich einige Hedgefonds gezwungen, zur Bedienung von Nachschussverpflichtungen Kreditpositionen glatt zu stellen. Die Banken nahmen eine restriktivere Haltung bei der Finanzierung hoch verschuldeter Investoren ein. Zudem gab es einen Marktüberhang bei der Kreditnachfrage für erstrangige Bankdarlehen aufgrund von Rekord-Neugeschäftsvolumina und Verkaufsdruck bei hoch verschuldeten Marktteilnehmern. Diese neue Angebots- und Nachfragesituation setzte die Preise im Sekundärmarkt unter Druck. Die ING-Fonds waren nie direkt oder indirekt in Privathypotheken, einschließlich des Subprime- Hypothekensegments, engagiert. Subprime-Hypotheken sind private Hypothekenkredite an Immobilienbesitzer mit schlechter Bonität und negativem Kreditverhalten; Solche Subprime-Hypotheken wurden in Form forderungsbesicherter Wertpapiere (Asset Backed Securities) verbrieft und am Markt platziert. Aufgrund unzureichender Analysen von in qualitativ minderwertigen Hypotheken enthaltenen Risiken kam es zu einem

starken Anstieg der Ausfälle von Subprime-Hypothekenschuldnern. Allerdings ist das Subprime-Segment nur ein kleiner Teil des gesamten US-Hypothekenmarktes. In den ING-SICAVs für erstrangige Bankdarlehen gab es seit Auflegung keinen einzigen Kreditausfall.

### **Aktuelle Situation**

Eine wesentliche Veränderung der fundamentalen Kreditrisiken ist aus unserer Sicht nicht festzustellen. Durch eine erhöhte Risikosensibilität werden sich die Spreads im Rahmen der Anleger-Neugeschäfte weiter ausweiten. Auf Basis der aktuellen Marktbewertung sind die relativen Bewertungsvorteile deutlich angewachsen. Allerdings gibt es strukturelle Veränderungen im Neugeschäft: ein größerer Anteil traditioneller erstrangiger Bankdarlehen, höhere Spreads und die Gebührenbelastung vorab.

Auch 2008 hat hier bisher keine grundlegenden Veränderungen mit sich gebracht. Die Anlageklasse Senior Bank Loans zeichnet sich weiterhin durch eine offensichtliche Entkopplung zwischen Kreditpreisen und Qualität der Kredite aus. Die Preise unterliegen einem weiteren Abwärtsdruck durch allgemeine Bedenken zur wirtschaftlichen Entwicklung, die reduzierte Kreditvergabe und den, wenn auch in größerem Umfang reduzierten, Überhang an „pre-correction loans“. Andererseits liegen die Kreditrisiken, gemessen an der Ausfallrate im Standard & Poor's LSTA Leveraged Loan Index, noch immer nahe den Rekord-Tiefs.

### **Senior Bank Loans bei ING Investment Management**

ING Investment Management hat fünf eigene Investment-Teams für Senior Bank Loans, vier in den USA und eines in Europa. Das Team verfügt über insgesamt 28 Anlageexperten. Bereits seit Mitte der 90-iger Jahre engagiert sich die ING Senior Debt Group mit Sitz in Scottsdale, Arizona auf dem US-amerikanischen Markt für Senior Bank Loans. Die Gruppe ist mittlerweile auch auf dem europäischen Markt für Senior Bank Loans aktiv. Derzeit wird ein Vermögen von über 11 Milliarden US-Dollar verwaltet, das sich aufspaltet in US-Fonds, europäische Fonds und CLOs. So können beispielsweise seit 2005 auch europäische institutionelle Investoren über einen „Sicav II“-Fonds in ein Euro-gesichertes Klonprodukt investieren, in dem drei Milliarden Euro verwaltet werden (per 31.01.2007). Der Fonds umfasst eine tägliche Marktbewertung und attraktive Liquiditätsoptionen.

#### **Über ING Investment Management:**

ING Investment Management ist der globale Asset Manager der ING-Gruppe. Mit annähernd Euro 400 Milliarden Euro Assets unter Management, vertreten in 31 Ländern in Europa, Asien und Nord-, Mittel- und Südamerika und mehr als 2.500 Experten, gehört ING Investment Management (ING IM) weltweit zu den Top 25 im Asset Management. ING Investment Management bietet Investmentlösungen für den ING Unternehmensverbund, für ING Versicherungsunternehmen, institutionelle Kunden und Vertriebspartner. Die breite Palette von Investment-Strategien in Kombination mit den Distributionskanälen der ING-Gruppe zu Privatanlegern und institutionellen Anlegern, ermöglicht es ING Investment Management, allen seinen Kunden, sowohl in Europa als auch auf globaler Ebene, integrierte Lösungen im Finanzdienstleistungsbereich anzubieten. Stand: Q 4 2007

Kontakt:

#### **ING Investment Management**

Westhafenplatz 1  
60327 Frankfurt am Main

T: +49 69 50 95 49 - 0

F: +49 69 50 95 49 - 31

Email: [funds.germany@ingim.com](mailto:funds.germany@ingim.com)

Web: [www.ing-investments.de](http://www.ing-investments.de)

# LEHMAN BROTHERS ASSET MANAGEMENT

## Alternative Investments erfordert Spezialwissen

„Alternative Investments“ ist eine Anlageform, die sich von traditionellen Investments durch eigenständige Charakteristika abgrenzt. Unter „traditionellen Anlagen“ versteht man Anlagen insbesondere in liquide Aktien-, Renten- und Geldmarktfondsanlagen. Somit lassen sich alle nicht traditionellen Anlageformen als „alternativ“ klassifizieren. Die beiden volumenmäßig wichtigsten Kategorien alternativer Anlagen sind Private Equity und Hedgefonds. Daneben zählen die Investmentkategorien Immobilien und Rohstoffe zu dieser Anlageklasse. Alternative Investments unterscheiden sich von traditionellen Investments insbesondere bei Risiko-, Rendite- und Liquiditätseigenschaften und bieten zusätzliches Diversifikationspotential. Ihre Renditen können überdurchschnittlich sein. Sie besitzen oftmals eine geringere Liquidität und haben häufig leistungsbezogene Gebühren, die über denen von traditionellen Anlagen liegen.

## Rückblick

Die Idee des Privaten Beteiligungskapitals ist nicht so neu. Die Entdeckung Amerikas 1492 durch Christoph Kolumbus ist eine der bekanntesten und erfolgreichsten Private-Equity-Unternehmungen. Der Begriff Private Equity wird auf das Jahr 1946 datiert<sup>[1]</sup>. Die Boomphase dieser Anlageform startete aber erst in den achtziger Jahren. Insbesondere Venture-Capital-Anlagen erlebten zu dieser Zeit ein rasantes Wachstum. Im nachfolgenden Jahrzehnt verlagerte sich das Wachstum auf andere Private-Equity-Bereiche, insbesondere auf Buy-Out-Fonds.

Der erste Hedgefonds stammt aus dem Jahr 1949<sup>[2]</sup>. Der Hedgefondsmanager, Alfred Winslow Jones, fügte den traditionellen Investments zwei neue Elemente bei: Fremdkapitalaufnahme und Leerverkäufe. Die Fremdkapitalaufnahme ermöglichte es ihm, kleinere Arbitragemöglichkeiten zu hebeln und durch Leerverkäufe von fallenden Aktienkursen zu profitieren.

## Auswahl, Umsetzung und fortlaufende Kontrolle

Der Sinn alternativer Investments ist unbestritten. Die Diversifikation wird an erster Stelle genannt, an zweiter Stelle folgt die Erhöhung der Rendite. Die Auswahl geeigneter Produkthanbieter und Fonds stellen aber hohe Anforderungen. So gibt es bei Hedgefonds eine breite Performancestreuung sowie höhere Ausfallrisiken und bei Private Equity oft keine aktuellen Daten. Die Auswahl geeigneter Asset Manager, Fonds oder strukturierter Lösungen ist mit traditionellen Methoden alleine nicht zu bewerkstelligen. Zudem wirft die Implementierung alternativer Investments weitere Fragen auf, z. B. „wie viel“; „mit welcher Kategorie einsteigen“ oder „wie können die Investments fortlaufend überwacht werden“; etc.

[1] Georges Doriot Professor an der Harvard Universität, und Ralph E. Flanders, Präsident der Federal Reserve Bank in Boston, gründeten 1946 die erste „Private Equity“-Gesellschaft: ARD Corp.

[2] „Hedge Fund Risk Management“ – William Fung, David A. Hsieh (1999)

# LEHMAN BROTHERS ASSET MANAGEMENT

Die Aufteilung des zu investierenden Kapitals zwischen den Kategorien Hedgefonds, Private Equity und anderen alternativen Assets lässt sich mit herkömmlichen Asset-Liability-Analysen nicht sinnvoll herausarbeiten. Das gilt auch für die Überlappungen zwischen traditionellen und alternativen Investments, z. B. bei sogenannten 130/30-Fonds oder Immobilien. Hier haben sich aber Methoden bewährt, die ursprünglich für traditionelle Investments entwickelt wurden und für den Hedgefondsbereich verfeinert wurden, z. B. mithilfe der Faktoranalyse[3] und asymmetrische Risikobetrachtungen. Die Faktoranalyse wird insbesondere im Hedgefondsbereich eingesetzt, um Überlappungen verschiedener Strategien und deren zugrunde liegenden Klumpenrisiken zu vermeiden oder zumindest zu erfassen. Diese Vorgehensweise lässt sich auch für die Analyse der Abhängigkeiten und Überlappungen innerhalb alternativer Investments und zwischen alternativen und traditionellen Investments anwenden.

Bei der Umsetzung alternativer Investments stellen sich weitere Fragen, z. B. „Sollen Investments:

- in Einzelfonds oder Dachfonds;
- als Einzelstrategie- oder als Multistrategiefonds;
- direkt oder über Beteiligungen an Zwischengesellschaften;
- in Fonds oder über strukturierte Lösungen

erfolgen?“

## Fazit

Bei Alternative Investments handelt es sich grundsätzlich um eine Vermögensanlage, die mit hohen Risiken verbunden ist. Die hohe Schwankungsintensität, möglicher Totalverlust, Selektionsrisiko geeigneter Anbieter oder Fonds zu finden und diese fortlaufend überwachen zu können sowie die Überlappung einiger Kategorien innerhalb alternativer oder mit traditionellen Anlageklassen erfordert Spezialwissen, das über herkömmliches Investment Know-how hinausgeht. Hier ist der Spezialist gefragt.

## Lehman Brothers Asset Management

Lehman Brothers Asset Management bietet ein umfassendes Angebot an Anlagemöglichkeiten für institutionelle und private Anleger. Wir haben eine breite Palette an innovativen Anlagestrategien in den Bereichen traditioneller und alternativer Investments. Zusammen mit neuen quantitativen Strategien und der strukturierten Vermögensverwaltung verfügen wir über alle Bausteine, unseren Kunden ein komplettes Anlagekonzept erstellen zu können.

[3] Siehe z. B. Alan H. Dorsey (2007), Active Alpha – A Portfolio Approach to Selecting and Managing Alternative Investments, John Wiley & Sons, Inc.; Hoboken, New Jersey 2007.

## Die Produktpalette von Lehman Brothers Asset Management

### Traditionelle Investments

Unsere Investmentphilosophie basiert auf der Ansicht, dass umfangreiches Research höhere Renditen erbringt. Deshalb haben wir einen großen Teil unserer Ressourcen dem Aufbau unseres Researchteams gewidmet. Unser Angebot an traditionellen Produkten umfasst fundamental basierende Aktien- und Rentenstrategien, die vorwiegend auf einem risikokontrollierten Bottom-Up-Ansatz beruhen und auf unser umfangreiches Netzwerk zurückgreifen.

### Alternative Investments

#### Absolute-Return-Strategien

Aufgrund veränderter Kundenbedürfnisse haben wir vor einigen Jahren unsere Expertise mit absoluten Renditestrategien ausgebaut. Wir haben ein breites Angebot der besten Einzel- und Dachhedgefonds, die darauf abzielen, unabhängig von der Marktlage positive Erträge zu erzielen.

#### Privates Beteiligungskapital

Wir haben ein erfahrenes Private-Equity-Team, das in verschiedenen Teilstrategien auf mehr als 20 Jahre zurückgeht. Wir können die wesentlichen Bereiche im Private Equity abdecken: Dachfonds, Opportunistische Immobilienfonds, Buy-Out-Fonds, Credit-Related-Fonds, Venture-Capital-Fonds und Infrastrukturfonds. Lehman Brothers und unsere Mitarbeiter sind in fast allen Strategien auch Investoren. Dies führt die Interessen von Kunden, Lehman Brothers und unseren Mitarbeitern zusammen.

#### Quantitative Vermögensverwaltung

Unser Team für Quantitative Vermögensverwaltung entwickelt effiziente Investmentkonzepte. Schwerpunkt ist die Anti-Benchmark-Strategie, eine aktive Aktienstrategie, die effizienten und besser diversifizierten Zugang zu Aktienmärkten bietet, als dies bei einer traditionell marktgewichteten Indexstrategie der Fall ist.

#### Strukturierte Vermögensverwaltung

Unser Team für strukturierte Vermögensverwaltung entwickelt Investmentlösungen z. B. im Rahmen von Kapitalgarantien, Zertifikaten oder Auflegung spezieller Fonds, um kundenspezifische Anforderungen zu erfüllen.

#### Ansprechpartner:

Olaf John  
Head of Distribution Germany & Austria  
Lehman Brothers Asset Management  
Tel: +44 207 102 4669 E-Mail: olaf.john@lehman.com



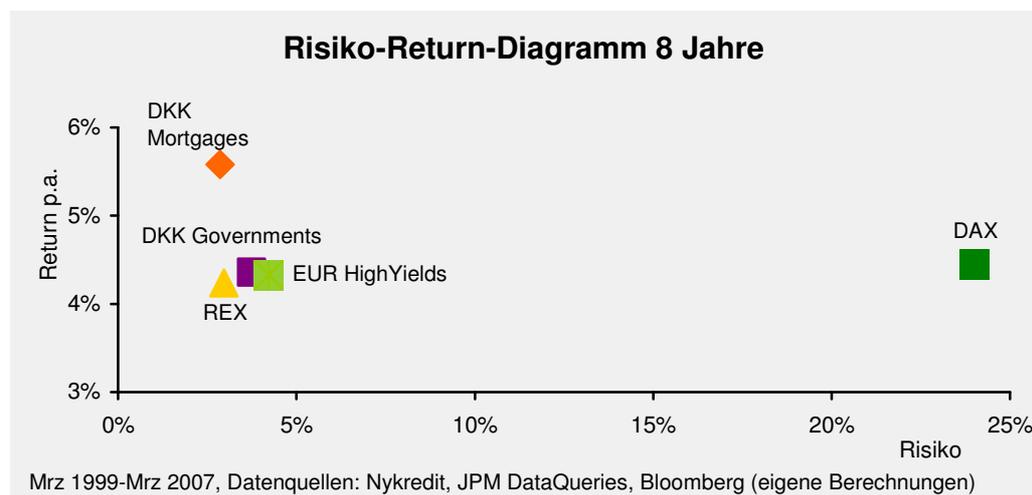
## Dänische Pfandbriefe

Von Norbert Schley, Chefvolkswirt bei SEB Asset Management Deutschland

Das kleine Dänemark besitzt hinter Deutschland den zweitgrößten Pfandbriefmarkt in Europa. Er wird von Hypothekendarlehen dominiert. Sie bieten gute Ertragschancen und weisen zudem Besonderheiten auf, die sie für eurobasierte Anleger zur Portfoliodiversifizierung interessant machen. Neuerungen in den Rahmenbedingungen, insbesondere Anpassungen an die europäische Rechtslage, werden in Zukunft für eine größere Vielfalt an Produkten sorgen.

## Performancevergleich

Mit dänischen Pfandbriefen war in den letzten Jahren eine sichtbar höhere Performance zu erzielen als mit deutschen Staatsanleihen. Diese Outperformance konnte je nach Vergleichsindex über 2 Prozent je Kalenderjahr betragen.



Die Überrendite dänischer Pfandbriefe war bisher vor allem bei leicht steigenden oder seitwärts tendierenden Kapitalmarktzinsen zu beobachten. Das gilt insbesondere für die „schlechten“ Rentenjahre 1999 und 2006. Bewegen sich die Zinsen dagegen sehr stark nach oben oder nach unten, ist mit einer Underperformance zu rechnen. Ursache dafür ist der hohe Anteil von Papieren, die mit einem Kündigungsrecht seitens der Emittenten ausgestattet sind. Diese „derivative Komponente“ wird mit einem Renditeaufschlag entlohnt, der zur ohnehin höheren laufenden Verzinsung dänischer Pfandbriefe hinzukommt.<sup>1</sup>

## Dänemark: Zweitgrößter Pfandbriefmarkt Europas

Der dänische Rentenmarkt kam 2007 auf ein Volumen von rund 437 Mrd. Euro<sup>2</sup>. Er wird von Hypothekendarlehen dominiert: Auf sie entfallen rund 75 Prozent. Das liegt zum einen an der strikten Marktregulierung – das Staatsfinanzierungsgeschäft ist Hypothekenbanken untersagt – und zum anderen am geringen staatlichen Emissionsbedarf. Dänemark besitzt nach Deutschland und vor Spanien den zweitgrößten Pfandbriefmarkt Europas. Entsprechend groß sind die Umsätze, die an der Börse von Kopenhagen gehandelt werden, und entsprechend liquide ist der Markt. Eine dominante Rolle spielen Festzinsanleihen, die mit einem Kündigungsrecht des Emittenten ausgestattet sind.

<sup>1</sup> Dänische Staatsanleihen boten i. d. R. eine höhere Rendite als deutsche Papiere. Trotz der leichten Ausweitung im vergangenen Jahr, hat sich der Spread in den letzten Jahren sukzessive verringert. Außerdem haben sich in den letzten Jahren die Swap Spreads in Dänemark stärker ausgeweitet als in der Eurozone bzw. in Deutschland. Ursache hierfür waren deutliche Budgetüberschüsse im dänischen Staatshaushalt und damit eine rückläufige staatliche Nettokreditaufnahme am Kapitalmarkt.

<sup>2</sup> Angaben der Dänischen Nationalbank

In Zukunft wird sich diese Marktstruktur jedoch verändern. Mit dem seit Juli 2007 in Dänemark geltenden Covered-Bond-Gesetz wurde mit Beginn des Jahres 2008 das Spezialbankprinzip aufgehoben. Ähnlich wie in Deutschland können dann auch Universalbanken Pfandbriefe auflegen, so dass die Produktdifferenzierung und die Zahl der Emittenten am dänischen Pfandbriefmarkt zunehmen werden.

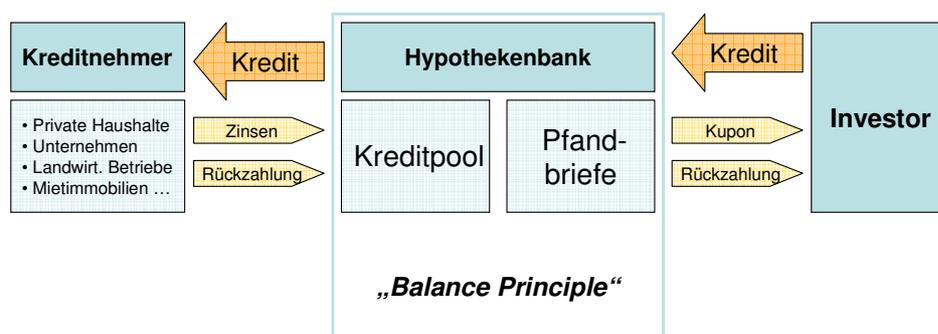
### Institutionelle Rahmenbedingungen

Die ausgereichten Hypothekenkredite sind entsprechend gesetzlich vorgegebener Beleihungsgrenzen durch private oder gewerbliche Immobilien besichert. Diese Deckungsaktiva und die Pfandbriefe sind spezifischen Kreditpools („Capital Center“) zugeordnet, wobei sich jeder Kredit auf eine spezifische ISIN<sup>3</sup> der jeweiligen Emissionsserie bezieht. Bei Insolvenz einer Hypothekensbank besitzen die Investoren über den Kreditpool, der in diesem Fall „eingefroren“ wird, ein Durchgriffsrecht auf die finanzierten Aktiva. In den vergangenen 200 Jahren ist es allerdings nie zu einer Insolvenz einer Hypothekensbank gekommen. Im Gegensatz zu den „Verbriefungsketten“, die im Zuge der Subprime-Krise in den USA in Verruf geraten sind, bleiben die Hypotheken in der Bilanz des Emittenten.

### Gleichgewichtsprinzip

Zentrales Merkmal des dänischen Hypothekensystems ist das gesetzlich verankerte und von der dänischen Finanzaufsicht überwachte „Gleichgewichtsprinzip“ („Balanceprincippet“). Es regelt das Asset Liability Management der Hypothekensbanken, indem es strikt die Zins- und Währungsrisiken limitiert und die Kongruenz der Zahlungsströme zwischen Darlehensnehmer und Pfandbriefinvestor fordert. Die Hypothekensbank fungiert quasi als „Clearing-Stelle“ und leitet die Zahlungen direkt weiter. Alle Marktrisiken auf der Kreditseite müssen einschließlich des Risikos der vorzeitigen Kündigung an die Anleger weitergegeben werden und sind damit begrenzt.

Im Zuge der Neuregelungen durch das Covered-Bond-Gesetz wird seit Januar 2008 auch das Gleichgewichtsprinzip modifiziert. Emittenten können dann zwischen einer nahezu unveränderten und einer gelockerten Form wählen. Die bisher geltenden Beleihungsgrenzen wurden aber nahezu unverändert beibehalten.



<sup>3</sup>

International Securities Identification Number (ISIN) ist eine zwölfstellige Buchstaben-Zahlen-Kombination, die börsengehandelte Wertpapiere eindeutig identifiziert.

## Kündigungs- und Rückkaufrecht

Hypothekenschuldner haben in Dänemark die Möglichkeit, ihre Festzinskredite vorzeitig zurückzahlen bzw. umzuschulden, wobei ihnen zwei Wege offen stehen.<sup>4</sup>

Viele Festzinshypotheken sind mit einem (vertraglichen) Kündigungsrecht ausgestattet. Die vorzeitige Rückzahlung erfolgt zum Nominalwert jeweils zu den üblicherweise vierteljährlichen Kuponterminen und ist mit Kosten verbunden. Aufgrund des Gleichgewichtsprinzips ist dies mit der vorzeitigen Kündigung des Pfandbriefs durch den Emittenten verbunden und hat damit auch Konsequenzen für das Pricing bzw. die Bewertung entsprechender Anleihen. Für den Darlehensnehmer ist diese Option bei fallenden Zinsen von Vorteil, da sie die Refinanzierung zu einem niedrigeren Kupon ermöglicht.

Die zweite Möglichkeit steht allen dänischen Hypothekenschuldnern offen, indem sie auf dem Sekundärmarkt entsprechende Anleihen kaufen und ihrer Hypothekenbank übereignen („delivery option“ oder „buyback option“). Auch dies ist ein spezielles Merkmal des dänischen Pfandbriefmarktes. Von Vorteil für den Darlehensnehmer ist diese Option bei steigenden Zinsen zur Reduzierung der Restschuld. Pfandbriefinvestoren werden hier nicht unmittelbar betroffen, jedoch hat sie Auswirkungen auf die Marktpreise. Dies wirkt sich erkennbar v. a. bei kleinen, illiquiden Emissionen aus.

## Bewertung kündbarer Anleihen

Einige am dänischen Pfandbriefmarkt gehandelte Produkte, darunter die Capped Floater und vor allem die kündbaren Anleihen, stellen spezielle Anforderungen an das Portfolio- und Risikomanagement. Deshalb soll kurz das Thema Bewertung von kündbaren Festzinsanleihen gestreift werden. Diese kann theoretisch als Kombination aus einer normalen Kuponanleihe und einer (Serie von) Stillhalterposition(en) in einem Call<sup>5</sup> mit einem Ausübungspreis von 100 verstanden werden. Einer derartigen Bewertungslogik steht jedoch entgegen, dass dänische Schuldner nicht einer rationalen Ausübungsstrategie folgen. Außerdem variieren die Kündigungsraten über die Zeit, über verschiedene Kupons und über verschiedene Fälligkeiten hinweg.

Für die Bewertung kündbarer Festzinsanleihen werden in der Praxis zwei Modelle eingesetzt. Zunächst ist ein empirisches Modell zur Vorhersage des Kündigungsverhaltens der Kreditnehmer erforderlich. Es basiert auf historischen Daten, die vonseiten der beteiligten Banken und Börsen bereitgestellt werden. Diese Ergebnisse fließen in ein finanzmathematisches Bewertungsmodell für das Pricing der Kündigungsoption ein.<sup>6</sup> Vereinfacht gesprochen bewegt sich der Preis der kündbaren Anleihe um den so ermittelten Wert der Option unter dem Preis einer vergleichbar ausgestatteten nicht kündbaren Anleihe. Damit lässt sich auch der optionsadjustierte Spread (OAS) zwischen beiden Anleihen berechnen.

## Preisverhalten kündbarer Hypothekenspfandbriefe

Die Duration, d. h. die Preissensitivität bezüglich Änderungen des Zinsniveaus, ist bei normalen Festzinsanleihen nahezu konstant.<sup>7</sup> Bei kündbaren Anleihen ist dies nicht der Fall:

- Notieren sie weit unter pari, besitzen sie aufgrund des begrenzten Wertes der Option („out-of-the money“) die Charakteristika von vergleichbaren nicht kündbaren Bonds. Die Duration ist ähnlich einem Bullet Bond und die Convexity ist positiv.
- Bei einem Kurs nahe 100 („at-the-money“) haben sie im Falle eines Zinsrückgangs nur ein begrenztes Aufwärtspotenzial, aber ein signifikantes Abwärtspotenzial. Die Duration steigt im letzten Fall signifikant („extension“) mit steigenden Zinsen, die Convexity ist negativ!
- Kündbare Anleihen, die weit über pari notieren, waren Gegenstand hoher Rückzahlungen, so dass das ausstehende Volumen im Vergleich zum Emissionsvolumen relativ gering ist. Die Duration ist nahe Null oder negativ.

<sup>4</sup> Die Rückzahlung kündbarer variabel verzinslicher Kredite kann i. d. R. immer zu den jeweiligen Kuponanpassungsterminen erfolgen. Floater mit einer Zinsobergrenze („cap“) sind i. d. R. erst bei deren Ausübung kündbar.

<sup>5</sup> Genau genommen handelt es sich um eine American Bermuda Option

<sup>6</sup> Die Bewertungsmodelle basieren auf stochastischen Preismodellen (z. B. sogenannte Vasicek-Modelle).

<sup>7</sup> Dies gilt zumindest für sehr kleine Änderungen

Aus dieser Asymmetrie – bei einem Zinsanstieg nimmt die kündbare Anleihe voll am Abwärtspotenzial teil, bei einem Zinsrückgang ist das Aufwärtspotenzial begrenzt – erklären sich auch die eingangs erwähnten Performance-Charakteristika des dänischen Pfandbriefmarktes.

### **Wechselkursrisiko**

Natürlich sind bei einem Investment in Dänemark grundsätzlich auch die Wechselkursrisiken zu berücksichtigen. Dänemark, seit 1999 Mitglied im sogenannten Wechselkursmechanismus (WKM) II, hat zwar auf die Einführung des Euro verzichtet, dafür aber die dänische Krone (DKK) enger an den Euro gebunden als die anderen Länder des WKM II: Die Schwankungsbandbreite liegt bei lediglich +/- 2,25 Prozent. Daher waren die Wechselkursrisiken in den letzten Jahren begrenzt, soweit sie nicht durch entsprechende Devisentermingeschäfte eliminiert wurden.

#### **Dänische Pfandbriefe – eine lukrative Beimischung**

Robert Hau, Head of Client Solutions bei SEB Asset Management

Dänische Pfandbriefe eignen sich hervorragend zur Portfoliodiversifizierung. Zum einen steigern sie den Gesamtertrag: Seit 1995 liegt ihre Outperformance gegenüber Bundesanleihen bei über 2,2 Prozent p. a. Aktuell bewegen sich die Zusatzerträge je nach Duration zwar nur bei 60 bis 80 Basispunkten, haben jedoch Potenzial nach oben. Denn in Phasen volatiler Rentenmärkte mit Seitwärtsbewegung können diese Papiere ihre Outperformance-Fähigkeit voll ausspielen, da Kreditnehmer in Dänemark ihr Kündigungsrecht nicht ausüben werden.

Zum anderen sind dänische Pfandbriefe vergleichsweise sicher. Ihnen werden ähnliche Sicherheitsanforderungen und Beleihungsrichtlinien zugrunde gelegt wie deutschen Pfandbriefen. Ein Ausfall ist in der 200-jährigen Geschichte dieser Papiere nicht bekannt, zumal ausschließlich in exzellent bewertete Anleihen investiert wird.

#### **Porträt der SEB Asset Management**

SEB (Skandinaviska Enskilda Banken) gehört zu den führenden Finanzdienstleistern Nordeuropas und operiert weltweit in 20 Ländern. Zu den zehn Heimatmärkten zählen die skandinavischen und baltischen Länder sowie Deutschland, Polen und die Ukraine. Europaweit betreut der SEB-Konzern mehr als 5 Millionen Kunden, davon 1 Million in Deutschland.

Die SEB Asset Management ist das spezialisierte Investmenthaus für Immobilien und Wertpapiere des SEB-Konzerns. Der Investmentansatz ist durch aktives Management in kleinen spezialisierten Investmentteams gekennzeichnet. Über das europaweit integrierte Netzwerk mit rund 600 Mitarbeitern und Assets under Management von rund 111,5 Mrd. Euro verfügt die SEB Asset Management über weitreichende Expertise in den wesentlichen Assetklassen.

#### **Ansprechpartner:**

Robert Hau, Head of Client Solutions, Tel.: +49 (0) 69-27299-1660

## A Ausgangslage und Hintergrund der Untersuchung

### I. Ausgangslage

#### Der Consultant-Markt in Deutschland:

Consultants kennen wir in Deutschland seit Anfang der 90-er Jahre. Das Feld der Consultants konzentrierte sich zu dieser Zeit noch ausschließlich auf die Suche nach dem „richtigen“ Manager für eine bestimmte Assetklasse. Natürlich wurde im Vorfeld eine Analyse der aktuellen Asset Allokation des institutionellen Kunden angeboten und hinterfragt, inwieweit diese zu ändern wäre. Aber zu jener Zeit wurde das Thema Diversifizierung der Assets längst nicht so intensiv diskutiert wie heute; geschweige denn, dass das Angebot an Produkten und Managern so groß und vielfältig wie jetzt war, also fast 20 Jahre später. Was allerdings stabil geblieben ist, sind die gigantischen Zunahmen an zu verwaltenden Geldern bei institutionellen Investoren wie Versicherern, Banken, Corporates, Versorgungswerken, Kirchen Stiftungen und allen anderen Körperschaften und Verbänden. Deren Zahl ist schwer zu greifen. Aber wir können hier von 1.500 bis 2.000 Adressen ausgehen, die nicht nur für Asset Manager von Interesse sind, sondern eben auch für die Consultants. Hat sich die Anzahl der potentiellen institutionellen Kunden kaum verändert, so sieht es bei den Assets ganz anders aus. Mit dem Wegfall der Sozialbindungsklausel im Jahre 1990 (die es bis zu diesem Zeitpunkt lediglich zuließ, dass sozial gebundene Gelder in Spezialfonds angelegt werden, was eine erhebliche Beschränkung bedeutete) wurden die Schotten für einen vergleichslosen Boom der Spezialfonds geöffnet. Anfang der 90-er Jahre wurden statistisch um die 120 - 150 Mrd. DM (!) in Spezialfonds ausgewiesen. Der wahre Schub auch nach Mittelaufkommen gerechnet begann dann in der zweiten Hälfte der 90-er Jahre, so dass wir am Ende des Jahres 1999, also vor dem Jahrtausendübergang etwa 860 Mrd. DM in Spezialfonds zählten. Heute, gerade sieben Jahre später, liegen wir bei 700 Mrd. €, also bei ca. 1,4 Bio. DM.

Wie aber konnte die Consultantbranche an diesem Markt partizipieren? Fragt man Insider aus dem Markt, so bewegen sich die Schätzungen zwischen 15% und 25%, umgerechnet also im besten Falle bei 175 Mrd. €. Schauen wir nach Norden zu den britischen Kollegen oder gen Süden in die Schweiz, so nehmen dort die Consultants eine dominierende Rolle ein. Es wird fast kein Mandat für einen institutionellen Anleger ohne Hinzuziehung eines Consultants vermittelt. In diesen Ländern finden wir allerdings die notwendigen regulatorischen Maßnahmen, die es institutionellen Anlegern zumindest aus haftungsrechtlichen Gründen faktisch unmöglich machen, einen „Berater“ außen vor zu lassen, wenn ein Asset Manager ausgewählt werden soll. Himmlische Zustände, könnte man da sagen. Ein Grund für den zähen Fortschritt liegt sicher auch im hiesigen Markt begründet, der sich auch im Jahr 2007 weniger von der stabilen als vielmehr von der unkoordinierten und heterogenen Seite präsentiert hat.

Diese schwer fassbare Gemengelage bei den Consultants in Deutschland lässt sich an mehreren Punkten festmachen. Zum einen haben wir es hierzulande mit einer überschaubaren Anzahl an Beratern zu tun. Wir sprechen hier von einem Dutzend Berater, die sich mehr oder weniger stark im Markt zeigen. Ohne gesetzliche Flankierung sind die Berater auf die -freiwillige- Mandatierung durch den institutionellen Anleger angewiesen. Und die Investoren wiederum spüren den Ertragsdruck auf der Performanceseite, der aber nicht dazu führt - wie man meinen könnte -, dass der teure Rat professioneller Anbieter eingeholt wird. Nein, im Gegenteil. Investoren hinterfragen erst einmal, wie man die Allokation am besten alleine, d.h. ohne fremden und zu bezahlenden Rat, bewerkstelligen kann. An dieser Stelle kommen die Master KAGen ins Spiel, die in den letzten Jahren einen enormen Zulauf erfahren haben. Da die Master KAG wiederum als beherrschende Administrationsplattform den optimalen Über- und Einblick in das Gesamtportfolio ihres Kunden hat, drängt sich eine Annäherung auch auf dem Gebiet der Beratung fast automatisch auf. Und davon wird auch Gebrauch gemacht. Hinzu kommt eine zum Teil große Unzufriedenheit Institutioneller mit ihren Consultants in schwierigen Marktphasen wie zwischen 2001 und März 2003 hinzu, in der man Hilfe benötigt hätte, diese teilweise aber nicht gegeben werden konnte. Und zuallerletzt erleben wir jetzt das, was wir auf Ebene der Banken, Versicherer oder anderen Dienstleister derzeit durchleben, nämlich die Konsolidierungsbestrebungen von Anbietern. Gerade die ausländischen Consultants, die noch vor acht Jahren mit wehenden Fahnen den deutschen Markt verlassen haben, kehren seit zwei bis drei Jahren wieder zurück.

Da aber die Akquisition nicht von dem Erfolg gekrönt war wie man sich das vorstellte, wurde in 2007 der eine oder andere deutsche Consultant aufgekauft, um mit der Kombination aus internationalem Know-how und lokalen Kontakten zu überzeugen. Als Folge hiervon verschwand im Laufe des Jahres 2007 der eine oder andere Consultant. Die Consultant-Branche konzentriert sich somit immer stärker. Diese Konsequenz mag für die gesamte Branche auch in einem Hinblick einen Vorteil bieten. Bislang litten insbesondere kleinere Consultants darunter, dass sie dem in den letzten Jahren zunehmenden Produktangebot (Master KAG, Hedge Fonds, Privat Equity, Real Estate, Strukturierte Produkte etc.) und der zunehmenden Zahl an Asset Managern aus dem Ausland, die in den deutschen Markt eindringen möchten, nicht mehr Herr wurden. Eine strukturierte, ganzheitliche Beratung war schon aufgrund dieses zunehmenden Massengeschäfts nicht mehr seriös zu bewältigen. Darzustellen, wie sich die Consultants derzeit im Markt präsentieren, das ist u. a. die Aufgabe dieser Studie. Diese Einleitung diente dazu, die zurzeit schwierige Lage kurz zusammenzufassen und die Hauptpunkte festzumachen.

## II. Ziel der Studie

Vor diesem Hintergrund ist es Ziel dieser Studie, durch einen Gesamtblick auf den Markt die derzeitige Lage im Consultant-Sektor zu analysieren und hieraus Erkenntnisse für mögliche weitere Entwicklungen zu gewinnen. Hauptzielgruppen unserer Untersuchung waren die Consultants. Einerseits wollten wir von ihnen direkt wissen, wie sie ihr Geschäftsfeld, den Consultant-Markt, derzeit und in die Zukunft gesehen selbst einschätzen. Zum anderen befragten wir sie nach ihrer Marktpositionierung und wo sie sich aktuell mit ihren Dienstleistungen und Produktangeboten sehen.

Neben den Consultants als primärer Zielgruppe unserer Untersuchung bezogen wir auch institutionelle Anleger in die Untersuchung ein. Hier interessierte uns vor allem deren Interesse an der Inanspruchnahme von Consultant-Dienstleistungen, soweit sie diesen Service nicht bereits in Anspruch nehmen.

Von den Asset Managern wollten wir erfahren, inwieweit sie auf einen wachsenden Consultant-Markt in Deutschland vertrauen. Fast alle Asset Manager verfügen heute über spezialisierte Teams, die sich fast ausschließlich mit der Beantwortung von Fragebögen beschäftigen, die ja großteils direkt über Consultants hereinkommen. Als unmittelbare Profiteure der Vermittlungsbetätigung der Consultants müssten sie uns einen Eindruck vermitteln können, wie stark die Stellung von Consultants im hiesigen Markt ist.

Durch die Einbeziehung der beiden Gruppen wurde ein Abgleich zwischen der Selbsteinschätzung der Consultants und der Fremdeinschätzung der institutionellen Investoren sowie der Asset Manager ermöglicht.

## III. Die Teilnehmer

### 1) Consultants

Acht namhafte Consultants haben sich an unserer Umfrage beteiligt.

Genaue Angaben über den Grad der Abdeckung des Marktes lassen sich nur schätzen, da Angaben hierzu nur sehr selektiv gemacht wurden und Vertraulichkeit der gemachten Angaben zugesichert ist. Sicher decken unsere Teilnehmer eine Beratung von über 400 Mandaten mit einem geschätzten Volumen in Höhe von ca. 300 Mrd. € ab.

Bei den teilnehmenden Consultants handelt es sich um die folgenden Gesellschaften:

alpha portfolio advisors, Berlin Asset Management, Complementa, Watson Wyatt Heissmann (zum Zeitpunkt der Befragung noch getrennt), Faros Consulting, Feri Institutional Advisors sowie GSC.

### 2) Institutionelle Anleger

50 institutionelle Anleger beantworteten unseren Kurzfragebogen. Sie repräsentieren den typischen Durchschnitt der institutionellen Anlegerschaft mit etwa 30% Versicherern/Pensionskassen, 30% Banken/Kreditinstituten, 20% Altersversorgungssystemen und weiteren 20% sonstigen Anlegern wie Corporates und Verbände.

### 3) *Asset Manager*

Darüber hinaus gaben 27 Asset Manager ihre Einschätzung zum Consultant-Markt in Deutschland ab, davon 55% deutsche und 45% ausländische Häuser.

## IV. Der Consultant-Markt, Größenordnung und Potential

Die teilnehmenden Consultants unserer Studie repräsentieren – wie wir oben gesehen haben – ein Beratungspotential von ca. 300 Mrd. €. Diese hohe Zahl muss insoweit relativiert werden, als die genannten beratenen Mandate auch internationale Kunden umfassen und es sich somit nicht ausschließlich um deutschlandbezogenes Geschäft handelt. Die tatsächliche Zahl - reduziert auf den deutschen Markt - ist schwer zu ermitteln, dürfte aber eher im Bereich von um die 100 Mrd. € bis 150 Mrd. € liegen.

Im Vergleich zu unserer Studie aus dem Jahre 2005 hat sich nach den Assets under Consultancy damit eine leicht positive Verschiebung ergeben, soweit man die genannten Unwägbarkeiten in Kauf nimmt.

Klarere Aussagen machten die Consultants bei der Einschätzung der künftigen Entwicklungen.

Im Gegensatz zu UK und der Schweiz, in denen es rechtliche Vorgaben zur Inanspruchnahme von Consultants gibt, leidet Deutschland nach wie vor daran, dass sich kein klares Bild „des“ Consultants herauskristallisiert hat.

Dass wir in Deutschland in den letzten Jahren keinen echten Schub im Consultant-Bereich erlebt haben, hängt mit verschiedenen Umständen zusammen.

Das größte Manko scheint in der Tat das fehlende Bild davon zu sein, was ein Investor von einem Consultant erwarten darf. Das Leistungsspektrum der Consultants in Deutschland ist sehr heterogen mit recht unterschiedlichen Ansatz- und Schwerpunkten.

Gehen wir in die 90-er Jahre zurück, in denen das Consultant-Business seinen Anfang in Deutschland nahm, so stand zu diesem Zeitpunkt die reine Managerauswahl im Vordergrund. Hinzu kommen heute Angebote, nicht nur den richtigen Manager zu selektieren, sondern Hilfestellung auch bei der Suche nach der passenden Master KAG, einer Depotbank bzw. einem Global Custodian zu leisten. Die reine Konzentration auf den „Search“ eines Anbieters gehört aber längst der Vergangenheit an. Und das ist auch gut so. Denn der Findungsprozess hängt unweigerlich mit der Gewinnung eines klaren Bildes über den Investor zusammen. Also vertreten praktisch alle Berater heute einen ganzheitlichen Ansatz. Investor ist eben nicht gleich Investor. Abgesehen von der oftmals sehr unterschiedlichen Größenordnung der verwalteten Assets differiert häufig auch die Anlagepolitik zwischen den institutionellen Anlegern. Das hängt mit einer teils anderen Sichtweise zum Thema Risiko Management zusammen. Dabei spielen natürlich die von dem Investor individuell für sich gesetzten Grenzen hinsichtlich Risikotragfähigkeit, aber auch schlicht gesetzliche Vorgaben, eine große Rolle. Uns so kann es sein, dass ein kleinerer Investor mit einer eher konservativen Anlagepolitik bei der Suche eines Custodians mit einer deutschen Adresse bestens bedient ist und ihm ein erweitertes Dienstleistungsspektrum etwa der großen internationalen Häuser keinen Zugewinn bringt. Aufgabe des Consultants ist es also, nicht nur „den besten“ Anbieter für eine Assetklasse oder einen Service herauszufinden, sondern den zu dem Profil des Investors Passenden auszumachen.

Und dies führt uns zu einem weiteren Problemfeld. Die Investoren sehen sich einem ständig erweiterten Angebot bei Produkten und Anbietern gegenüber. Beispielhaft sei gesagt, dass sich um die 150 Asset Manager alleine in Deutschland um institutionelle Mandate bemühen. Hier einen fairen Überblick zu bewahren, ist für Consultants mit einer begrenzten Anzahl an Mitarbeitern naturgemäß recht schwierig. Allen Managern gleichermaßen gerecht zu werden, ist ein aussichtsloses Unterfangen.

Um sich von den Mitbewerbern zu differenzieren, haben die meisten Consultants über das klassische Angebot des Manager Searches hinaus Schwerpunkte gesetzt.

Bestimmte Consultants wie Watson Wyatt Heissmann fokussieren auf die Beratung beim Asset-Liability-Modelling im Vorfeld des eigentlichen Searchprozesses für den richtigen Manager. Andere haben sich gezielt auf die Auswahl von Master KAGen spezialisiert, einem zweifelsohne wachsenden Markt

in Deutschland. Auch bei den Entlohnungsmodellen finden sich Unterschiede. Überwiegend lassen sich Consultants von dem institutionellen Kunden entlohnen, aber es gibt auch Modelle, bei denen der Manager, der das Mandat gewonnen hat, eine Gebühr an den Consultant zahlen muss. Diese Heterogenität des Angebotes mag mit dafür verantwortlich sein, dass wir gerade über die letzten zwei Jahre auch eine Reduzierung der Anbieter in Kauf nehmen mussten; was sicher nicht zum Nutzen des Investors sein kann. So hat sich zuletzt GSC der Feri-Gruppe angeschlossen. Mitte letzten Jahres sorgte die Übernahme von Heissmann durch Watson Wyatt für allgemeines Erstaunen. Auch die Eingliederung von Feri in den Dax-Wert MLP ist für die Marktteilnehmer erst einmal überraschend gekommen. All diese Veränderungen bergen natürlich auch Chancen in sich. Aktuell betrachtet stellt sich das Bild eher so dar, dass der „Markt“ für Consultant-Dienstleistungen derzeit nicht groß genug ist, um alle Consultants ausreichend mit Kunden zu versorgen. Wir haben es mithin mit einem Konzentrationsprozess zu tun, in dem die großen Player die Oberhand über die kleineren und vielleicht auch individuelleren Berater gewinnen.

Das Beratungsangebot der Consultants werden wir im Einzelnen noch später behandeln. Die angesprochenen Beispiele machen aber deutlich, wie sehr der Consultant-Markt in Bewegung ist und wie schwierig es ist, ein einheitliches und geschlossenes Bild über dieses Marktsegment zu gewinnen.

Was das Wachstumspotential selbst angeht, so dürfen wir uns heute nicht mehr alleine auf die Spezialfonds oder diskretionären Mandate beschränken. Auch im Sektor Publikumsfonds sind zunehmend institutionelle Anleger anzutreffen. Publikumsfonds, oftmals für institutionelle Investoren als eigene Share-Classes angeboten, werden zur Optimierung der Asset Allocation eingesetzt oder auch, um den lästigen Anforderungen der International Financial Reporting Standards (IFRS) bei Spezialfonds zu entkommen.

Deshalb haben wir die Frage nach dem Wachstumspotential über die Spezialfonds hinaus auch in dieser Studie wieder auf die Publikumsfonds ausgedehnt.

Die Consultants selbst stehen dem Wachstumspotential ihres Marktes jedenfalls – erwartungsgemäß – positiv gegenüber.

Sie sehen das Marktpotential gemessen nach Assets under Management und Anzahl von Investoren im Bereich

- Spezialfonds bei € 250 Mrd. (2005: 272 Mrd.) und rund 300 (2005: 280) Investoren.
- Publikumsfonds bei € 300 Mrd. (2005: 90 Mrd.) und rund 300 (2005: 220) Investoren.

Hierbei handelt es sich um Durchschnittswerte.

Bei den Spezialfonds beträgt die Spannbreite nach AuM 50 Mrd. € bis 400 Mrd. €, bei den interessierten Investoren 100 bis 1.000.

Bei den Publikumsfonds reichen die für die AuM genannten Zahlen von 150 Mrd. € bis 350 Mrd. €, bei der Zahl der interessierten Anleger von 100 bis 500.

Im Vergleich zur Studie aus dem Jahr 2005 hat sich der Optimismus bei den Publikumsfonds deutlich verstärkt.

Dem haben wir die Einschätzung der Asset Manager gegenübergestellt. Hier das Ergebnis:

- Spezialfonds: 100 Mrd.€ (2005: 160 Mrd.€) und ca. 500 (2005: 530) Investoren
- Publikumsfonds: 400 Mrd.€ (2005: 65 Mrd.€) und 800 (2005: 655) Investoren.

Auch hier handelt es sich um Durchschnittswerte.

Die Asset Manager sind bei den Publikumsfonds ähnlich dem Ergebnis aus unserer 2005-Studie optimistischer gestimmt als die Consultants selbst. Bei den Spezialfonds allerdings sieht das Ergebnis sehr ernüchternd aus. Die Schätzungen der Asset Manager fallen aus unserer Sicht zu skeptisch aus.

Wie im Jahr 2005 tendieren die Consultants eher dahin, bei nach der Zahl weniger Mandanten größere Volumina zu beraten. Die Manager dagegen scheinen perspektivisch die Rolle der Consultants in einer Beauftragung von eher mehr Investoren, allerdings dann bei kleineren Volumina, zu sehen.

## V. Vor- und Nachteile der Consultant-Services

Bevor wir auf die Vor- und Nachteile von Consultant-Services eingehen, fragten wir bei den Consultants nach, inwieweit sie glauben, dass die institutionellen Anleger gegenüber den Dienstleistungen von Consultants bereits eine klare und aufgeschlossene Einstellung („Entscheidungskultur“) entwickelt haben. Können die Investoren aus der Sicht der Consultants deren Services als wirklichen Mehrwert einschätzen?



Grafik Nr. 1

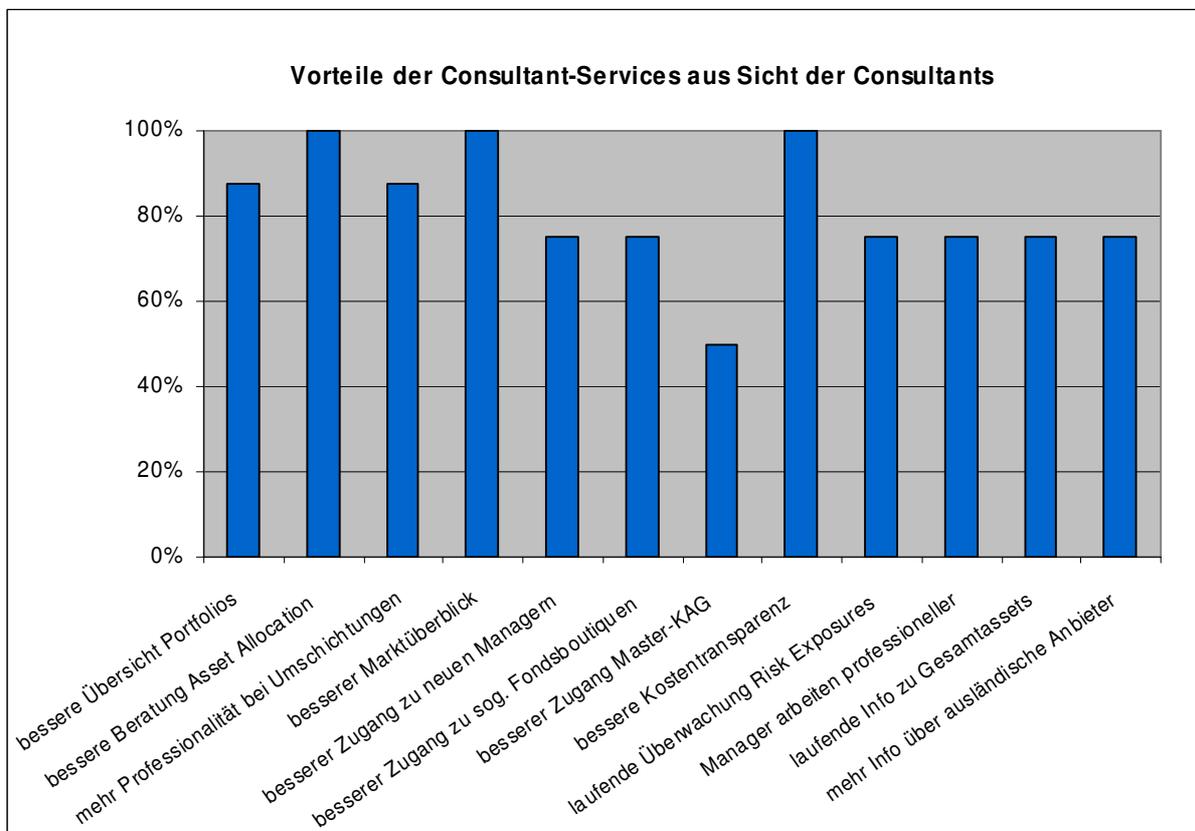
Nach unserer Studie aus dem Jahre 2005 und damit immerhin nach zwei weiteren Jahren Erfahrung der Investoren mit Consultants ist das Ergebnis recht enttäuschend. Wenn nur einer von acht teilnehmenden Consultants der Ansicht ist, dass die Investoren das Servicespektrum der Berater einzuschätzen vermögen, so muss man sich fragen, woran das liegt. Ist es ein generelles Desinteresse an derlei Beratungskompetenz oder ist das Problem eher in der Vermittlung des Mehrwertes von Seiten der Berater zu suchen? Auch in 2005 waren nur 30% der Consultants der Meinung, dass die Anleger vollends verinnerlicht haben, was sie ihnen bieten können. Eigentlich musste man erwarten, dass sich diese Zahl im Zeitverlauf weiter zum Besseren entwickelt.

Welche Konsequenzen die Consultants daraus ziehen, sehen wir später.

Worin sehen die Beteiligten nun die Vor- und Nachteile der Inanspruchnahme von Consultants. Befragt wurden

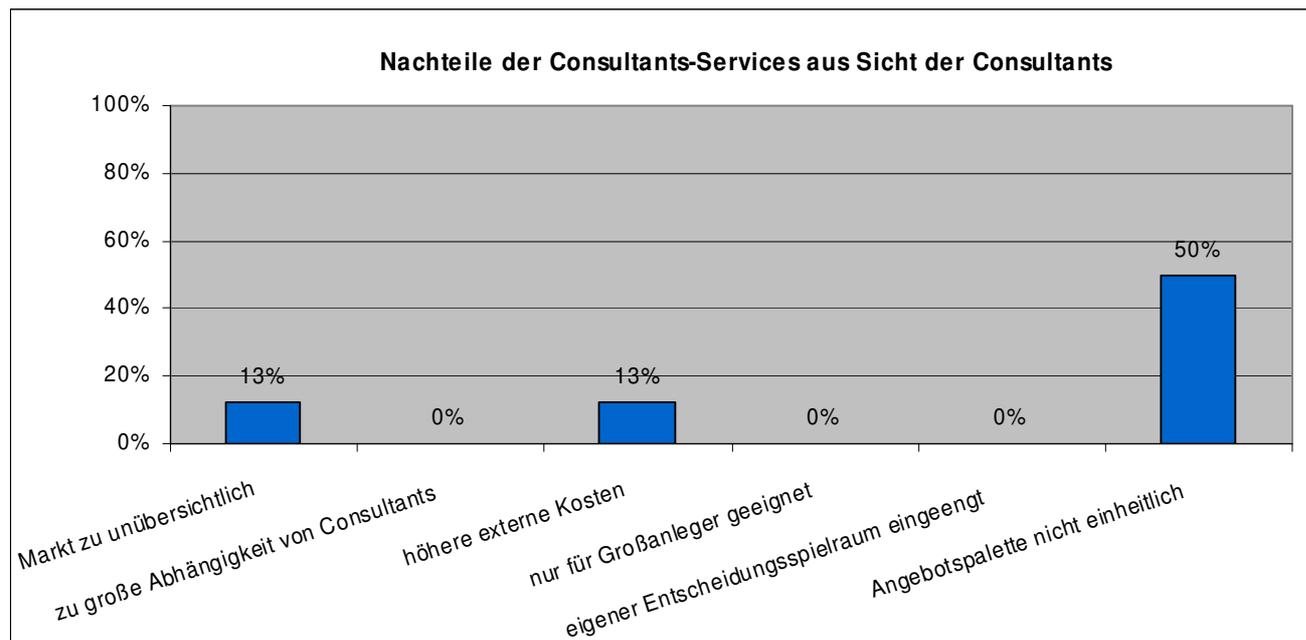
- Consultants
- Asset Manager sowie
- Investoren.

Hier zunächst als Balkendiagramm aufbereitet, worin die Consultants die Vor- und Nachteile einer Beauftragung erblicken.



Grafik 2

Wir gaben Auswahlmöglichkeiten vor, Ergebnisse siehe Grafik 2.



Grafik 3

Vorteile	2007			2005		
	Consultants	Manager	Investoren	Consultants	Manager	Investoren
Bessere Übersicht über Portfolio	88%	55%	34%	50%	26%	23%
Bessere Beratung Asset Allocation	100%	88%	66%	100%	61%	62%
Mehr Professionalität bei Umschichten	88%	44%	66%	70%	26%	23%
Besserer Marktüberblick	100%	78%	100%	100%	65%	69%
Besserer Zugang zu neuen Managern	75%	66%	55%	70%	65%	69%
Besserer Zugang zu Fondsboutiquen	75%	66%	78%	60%	56%	54%
Besserer Zugang zu Master KAGen	50%	12%	34%	50%	26%	8%
Besserer Kostentransparenz	100%	88%	78%	80%	65%	46%
Lfd. Überwachung Risk Exposure	75%	66%	34%	60%	35%	15%
Manager arbeiten professioneller	75%	22%	25%	50%	22%	23%
Lfd. Informationen zu Gesamtassets	75%	22%	34%	30%	30%	15%
Mehr Inform. über ausländ. Manager	75%	55%	78%	70%	65%	54%

Nachteile	2007			2005		
	Consultants	Manager	Investoren	Consultants	Manager	Investoren
Consultant-Markt zu unübersichtlich	12%	22%	55%	40%	30%	23%
Höhere externe Kosten	12%	55%	44%	10%	74%	77%
Angebotspalette nicht einheitlich	50%	44%	44%	30%	39%	15%
Viele Manager bleiben unberücksichtigt	0%	0%	0%	10%	26%	23%
Zu große Abhängigkeit von Consultant	0%	44%	22%	10%	17%	38%
Nur für Großanleger geeignet	0%	22%	44%	0%	9%	5%
Eigener Entscheidungsspielraum eingeengt	0%	34%	12%	10%	22%	15%

Tabelle 1: Vor- und Nachteile der Inanspruchnahme von Consultants (2007 und 2005)

Interessant ist der Vergleich zu der 2005-er Studie insbesondere bei genauerer Betrachtung der Entwicklung auf Seiten der Investoren.

Als nachteilig wird empfunden, dass der Consultant-Markt als unübersichtlich eingeschätzt wird, genauso, die Uneinheitlichkeit der Angebotspalette der Consultants. Dies sind beides Punkte, die wir zuvor bereits kritisiert hatten. Auf der anderen Seite schätzen die Investoren mehr als vor zwei Jahren die bessere „Kostentransparenz“, aber auch den Umstand, dass der Investor mehr Informationen über ausländische Manager erhalten kann. Insgesamt versprechen sich alle Investoren damit einen optimaleren „Marktüberblick“. Diese positiven Ergebnisse stechen deutlich gegenüber den noch relativ reservierten Meinungen von vor zwei Jahren heraus.

Besonders selbstkritisch betrachten sich die Consultants selbst nicht. Nur bei dem Kriterium der „wenig einheitlichen Angebotspalette“ werden von jedem zweiten Berater Defizite eingeräumt.

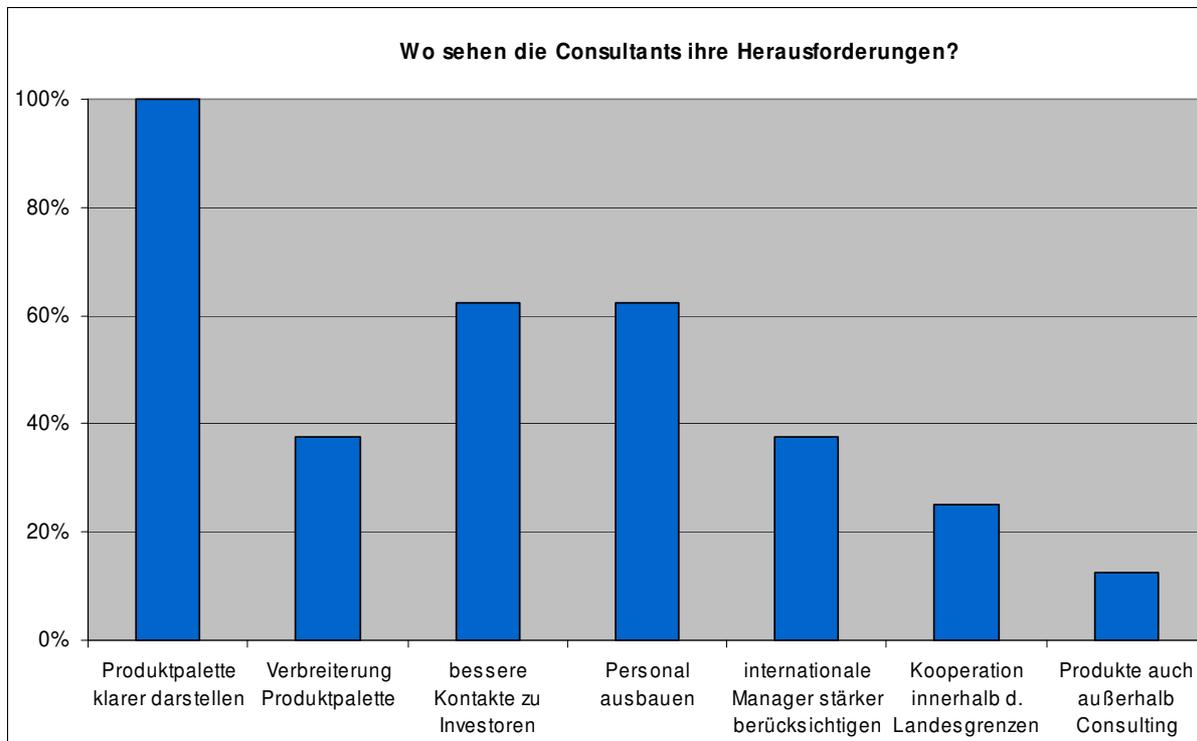
Im Übrigen fallen die Werte auf der Seite der „Vorteile“ noch einmal höher aus als vor zwei Jahren. Ihren eindeutigen Mehrwert erblicken die Consultants in der Schaffung von mehr Transparenz (z.B. bei Kosten, Zugang schaffen zu Boutiquen und ausländischen Managern) sowie im Bereich der „Asset Allocation-Beratung“.

Auch die Asset Manager selbst bestätigen noch einmal die wohl von allen drei Gruppen geteilte Ansicht, dass Consultants einen erheblichen Teil zu einem besseren Überblick über die Player am Markt sowie die Produkte zu liefern vermögen. Die Manager selbst interessiert naturgemäß insbesondere die Möglichkeit, vermehrt an über Berater organisierte Pitches teilzunehmen und so zusätzliche Assets zu erlangen. Nicht umsonst finden wir heute bei annähernd allen Managern Mitarbeiter, die sich auf die Beantwortung der Fragebögen von Consultants (oder auch direkt der Anleger) spezialisiert haben. Was die Nachteile angeht, so scheinen die Manager mehr Verständnis für die Bedenken der Investoren aufzubringen als die Consultants selbst. Bei manchen kritischen Punkten sehen wir eine erstaunliche Gleichgesinnung bei den Investoren und den Asset Managern.

## VI. Herausforderungen für die Consultants

Zuvor haben wir gesehen, dass 7 von 8 Consultants (Vorjahr immerhin auch 70% der befragten Consultants) der Meinung waren, dass die institutionellen Anleger noch keine klare Einstellung zu den angebotenen Beratungsdienstleistungen entwickelt haben. So ist zu fragen, worin die Consultants denn die künftigen Herausforderungen für Ihr Haus erblicken. Wir haben die Frage bewusst an dieser Stelle

allgemein gehalten, in dem Sinne, welche Herausforderungen die Consultants für sich als Branche in der nächsten Zeit auf sich zukommen sehen. In Kapitel C.VII. werden wir dieses Thema noch einmal mit Bezug auf das eigene Haus des jeweiligen Consultants detaillieren. Wir boten verschiedene Vorschläge an (siehe Grafik 4).



Grafik 4

Einigkeit besteht darin, die „Produktpalette“ den Kunden klarer darzustellen. Dies bestätigt unsere zuvor getroffene Aussage, dass bei den Anlegern noch nicht „das Bild“ eines Consultants angekommen ist. Wenn ich aber nicht weiß oder erkenne, was mir ein Dienstleister konkret anbieten kann bzw. wo mein added value liegt, so lässt sich auch schwerlich Geschäft generieren. Damit einher geht ein anderes Phänomen, das wir auch schon angeschnitten haben. Durch die fehlende gesetzliche Flankierung mangelt es an dem Druck auf die Investoren, professionellen Rat über einen etablierten Berater einzuholen. Die damit bei einigen Consultants zusammenhängende schmale Personaldecke lässt eine intensive Kontaktaufnahme zu Investoren nicht zu. So verwundert es nicht, dass 5 der 8 Consultants mit den beiden Punkten eines erwünschten „Personalausbaus“ sowie einer Verbesserung des „Kontaktes zum Kunden“ hadern. Ähnlich fiel das Bild vor zwei Jahren aus. Auch da waren 60% der Berater an einer Verstärkung des Zugangs zu den Anlegern interessiert. Jetzt, zwei Jahre später, sprechen wir über das gleiche Problem. Geändert hat sich offenbar wenig. Dass dies einhergehen sollte mit dem Angebot einer verbreiterten Produktpalette, sehen wie vor zwei Jahren lediglich 3 von 8 Consultants (2005: 30%) so. Die Herausforderung ist darin zu sehen, die vorhandenen Produkte und deren Vorteile dem Anleger näher zu bringen. Auch insoweit scheint sich gegenüber der Situation von vor zwei Jahren wenig verändert zu haben. Interessant ist, dass immerhin 25% der Berater aktiv über eine Kooperation zwischen Consultants nachdenken. Hier schließt sich der Kreis zu unseren Ausführungen bereits zu Anfang der Studie. Offenbar sind einige Teilnehmer mit ihrer Geduld am Ende oder aber es fehlen die Mittel, um das Business-Modell in der angebotenen Form weiterzuführen. Und so kommt es auf dem einen (Übernahme) oder anderen (Zusammenschluss/Kooperation) Wege zu Verbindungen zwischen verschiedenen Consultants, wie es jedenfalls vor zwei Jahren so wohl keiner vorausgesagt hätte.

## **B Der Consulting-Markt**

### **I. Consultancy als Wachstumsmarkt – Entwicklungschancen**

Wir hatten bereits zuvor gesehen, dass die Consultants und die Asset Manager den Berater-Markt gleichermaßen verhalten optimistisch einschätzen, ohne in Euphorie auszubrechen. Wir wollten von den teilnehmenden Consultants jetzt wissen, wie sie ihren eigenen Markt kurz und prägnant in Worte gefasst für die weitere Zukunft einschätzen. Parallel dazu bezogen wir die Asset Manager in diese Frage mit ein, da wir von ihnen als unmittelbar Betroffene eine realistische Abrundung des Bildes erwarteten. Es konnten bei dieser Frage auch mehrere Antworten gegeben werden, soweit dies den Teilnehmern sinnvoll erschien (siehe Tabelle 2).

Interessanterweise finden wir ein ganz ähnliches Bild vor wie in 2005. Während ein großer Teil der Consultants (37,5%) von einem „stark ansteigenden Markt für Consultants“ ausgeht, stimmen nur 12% der Manager in dieses Stimmungsbild ein.

Der überwiegende Teil der Manager sieht in Deutschland keinen echten Wachstumsmarkt für Consultantleistungen, sondern eher einen moderaten Anstieg (66%). Dies ist allerdings ein Szenario, das sich die Consultants auch gut vorstellen können. Während bei den Beratern selbst sich somit ein Hin- und Hergerissensein zwischen einer sehr positiven Entwicklung bis zu einer moderat guten Stimmung abzeichnet, gehen die Asset Manager als „neutrale und kritische Beobachter“ eher von einer moderat guten bis ernüchternden Stimmung aus. Immerhin 22% der Manager votierten mit „bleibt konstant“ und „hängt von den Kapitalmärkten ab“.

Alles in allem fährt der Consultant-Markt mit angezogener Handbremse durch Deutschland. Wir haben es mit einem echten Paradigmenwechsel zu tun bekommen. Aus unseren Gesprächen mit Marktteilnehmern kristallisiert sich immer mehr heraus, dass der Trend zu den großen, auch internationalen Beratern geht und sich kleinere Anbieter zunehmend schwer tun in Deutschland. Befragt man beispielsweise Asset Manager nach Ausschreibungen im Bereich Master KAG, so bekommt man allenfalls noch zwei Namen von Consultants zu hören, die in der letzten Zeit in diesem Sektor tätig geworden sind.

Unter dem Strich können wir festhalten, dass der Markt für Beratungsleistungen eine moderate Aufwärtsbewegung erfahren kann. Genauso klar ist aber auch, dass nicht mehr für alle Player ein Platz in diesem anspruchsvollen Feld vorhanden ist. Dies war vor zwei Jahren sicher anders. Neue Anbieter werden sich im deutschen Markt extrem strecken müssen, wenn sie zwischen den vorhandenen Anbietern bestehen wollen.

Nicht zu Unrecht wurde hier und da auch auf die Abhängigkeit von künftigen Kapitalmarktentwicklungen verwiesen. Dabei weiß man nicht, welches Szenario man den Consultants mehr wünschen soll. Laufen die Märkte gut, so nimmt der eine oder andere Investor von der Inanspruchnahme der Consultant-Dienstleistungen Abstand, da ja offenbar kein Bedarf besteht; in negativen Kapitalmarktphasen wiederum ist die Spendierfreudigkeit der Anleger für derlei Dienste eher begrenzt. Eigentlich sollte es da ja gerade anders sein.

Die Tabelle 2 zeigt die aktuell erhobenen Werte und Sie finden die Vergleichszahlen aus unserer Erhebung aus dem Jahre 2005.

	2007		2005	
	Consultants	Asset Manager	Consultants	Asset Manager
Wird stark ansteigen	37,5%	12,0%	40,0%	13,0%
Wird stetig, aber nicht unbegrenzt ansteigen	87,5%	66,0%	60,0%	87,0%
Bleibt konstant, kaum Möglichkeiten zur Steigerung	0%	22,0%	0%	4,0%
Hängt stark von den Kapitalmärkten ab	12,5%	22,0%	20,0%	4,0%

Tabelle 2: Entwicklung des Consultant-Marktes aus Sicht von Consultants und Asset Managern (aus den Jahren 2007 und 2005)

## II. Die aktivsten Wettbewerber

Wir hatten bereits beklagt, dass verschiedene Anbieter von Consultant-Leistungen aus verschiedenen Gründen wie etwa Übernahmen nicht mehr am Markt sind. Der Anbietermarkt schrumpft mithin. Wir wollten nun wissen, welche drei Mitbewerber von den Consultants beim Kampf um die Mandate am meisten wahrgenommen werden. Insgesamt fünf Wettbewerber wurden angeführt (siehe Tabelle 3).

Schauen wir uns die Anbieter genauer an, stellen wir fest, dass sich nach wie vor einige deutsche Anbieter sehr gut etabliert haben. Führt vor zwei Jahren aber Feri das Feld mit 66% der Nennungen noch deutlich an, so hat die Pool Position jetzt RMC übernommen. Auch Mercer hat seine Stellung im deutschen Markt gegenüber der Studie aus 2005 (33,3%) weiter gefestigt.

RMC	50,0%
Feri	37,5%
Mercer	37,5%
alpha portfolio advisors	25,0%
Watson Wyatt	12,5%

Tabelle 3: Die aktivsten Wettbewerber – genannt von Mitbewerbern

Die Tabelle macht sehr schön deutlich, was wir derzeit in Deutschland im Consultant-Business erleben. Der Anbietermarkt wird zum einen enger. Ausländische Anbieter etablieren sich immer mehr. Internationale Expertise ist gefragt, was natürlich insbesondere für größere Anlegeradressen von Interesse ist. Bei den deutschstämmigen Beratern findet eindeutig eine Verschiebung statt. Eine echte Dominanz einer Adresse gehört der Vergangenheit an. Die Übernahmebewegungen in den letzten zwei Jahren hinterlassen ihre Spuren. Investoren schauen genau darauf, mit welchem Consultant sie dauerhaft zusammenarbeiten möchten. Eine gewisse Unabhängigkeit des Consultants ist dabei sicher hilfreich und verstärkt die Vertrauensstellung, die bei einem Berater per se vorhanden sein muss.

### III. Marktchancen für neue Consultants

Eines der ganz aktuellen Themen, die auch in dieser Studie zum Tragen kommen, ist die weitere Entwicklung des Consultant-Marktes in Deutschland. Welche Anbieter setzen sich durch, welche werden gegebenenfalls sogar vom Markt verschwinden? Deshalb widmen wir dieses Kapitel der Frage der Markteintrittschancen neuer Anbieter und zwar unter verschiedenen Gesichtspunkten. Wie wir bereits festgestellt haben, gab es jüngst Übernahmen von deutschen Beratern durch andere, unter anderem ausländische Player. Aus diesem Grund wollten wir mehr über die mögliche Aufteilung des deutschen Consultant-Marktes zwischen deutschen und ausländischen Häusern erfahren. Darüber hinaus interessierte uns die Einschätzung der Consultants, inwieweit sich aus ihrer Sicht neue Mitbewerber am Markt „zeigen“ bzw. sich letztlich auch im Markt werden „etablieren“ können.

#### 1) *Verhältnis inländische und ausländische Consultants*

Die Entwicklungen der letzten zwei Jahre in puncto Marktbewegungen und Übernahmen schlagen sich sehr klar auch in dem Ergebnis in unserer Umfrage im Vergleich zu unserer Studie aus 2005 nieder. Von den teilnehmenden Consultants wurde angegeben, dass sie die deutschen Berater nur noch mit einem Marktanteil von 57% vor den ausländischen Consultants (mit 43% Marktanteil) sehen. Vor zwei Jahren lagen die Vergleichswerte für die prognostizierte Aufteilung noch bei einem Verhältnis von 70 zu 30 zugunsten der deutschen Consultants. Wir erleben hier einen Aufholprozess der ausländischen Berater. Ein Erklärungsversuch mag darin gefunden werden, dass die Globalisierung im Asset Management – Markt eben auch die internationale Erfahrung eines Beratungshauses mit entsprechenden Einheiten vor Ort in unterschiedlichsten Ländern erfordert. Andererseits – und das sehen wir in anderen Bereichen wie auch bei Ratingagenturen – ist die Internationalität per se kein dominantes Asset. Ganz im Gegenteil, wird der „lokalen“ Expertise, d.h. dem Wissen um die national bezogenen Eigenheiten, mit denen Investoren zu tun haben, oftmals eine größere Bedeutung beigemessen. Auch hier gilt wieder, dass Pauschalbetrachtungen nicht angestellt werden sollten. Jeder Investor sucht seinen Berater individuell bezogen auf seine Lage und Ausrichtung hin aus. Festzuhalten bleibt aber, dass die Ausländer deutlich aufholen. Dies mag auch mit dem bereits angedeuteten Problem relativ kleiner Consultants deutscher Couleur zusammenhängen, wonach dem einen oder anderen Berater auf der Zielgrade die Luft ausgeht, wohingegen ausländische Anbieter kraft internationaler Unterstützung den längeren Atem haben.

Selbstredend sahen sich die ausländischen Berater mit ihrem künftigen Beratungspotential in Deutschland noch positiver als ihre deutschen Kollegen; aber auch inländische Consultants konzedierten den beschriebenen Aufholprozess.

#### 2) *Neue Anbieter – Überlebenschancen?*

Die Übernahmen im Consultant-Bereich aus der jüngsten Zeit geben zumindest Anlass zu der Hoffnung, dass sich Investitionen in Deutschland auch hier rentieren. Derlei Investments lohnen sich ja nur dann, wenn man als Anbieter auch ein entsprechendes künftiges Geschäftspotential vor Augen hat bzw. dass sich realistisch betrachtet hier auch Gewinne erzielen lassen. Ein Indiz hierfür wäre, dass sich die bereits im deutschen Markt tätigen Anbieter vorstellen können, dass sich neue Anbieter in dem noch relativ schwer absehbaren Markt in Deutschland auf der Consultant-Plattform „zeigen“ werden.

Und tatsächlich schätzte nur ein Teilnehmer dies als „eher unwahrscheinlich“ ein. Alle anderen Consultants sahen ein Hinzutreten neuer Mitbewerber als absolut realistisch an. Dieses Ergebnis entspricht dem Resultat aus unserer Studie 2005.

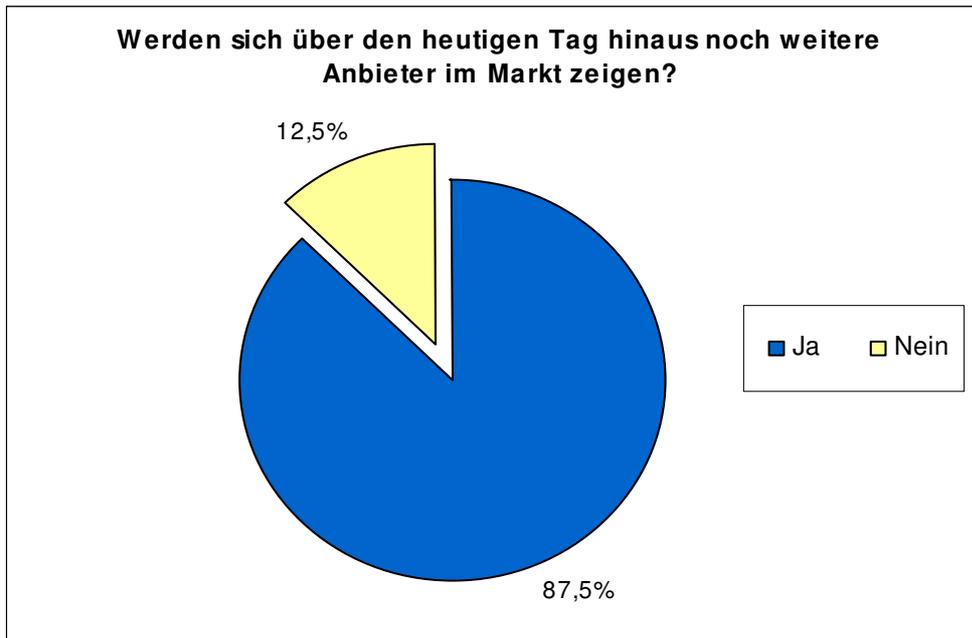
Soweit von den Teilnehmern weiterführende Angaben zu der Marktaufteilung gemacht wurden, bestätigt sich das zuvor gemachte Bild, wonach es sich bei den möglichen Neuanrückwählern doch eher um „ausländische“ Consultants handeln wird.

Weiter interessierte uns, wie die Chancen für „neue“ Anbieter stehen, sich auch im Markt zu „etablieren“. Hier war die Meinung geteilt. 50% der teilnehmenden Consultants bejahten diese Frage, 50% denken, dass dies „eher unwahrscheinlich“ ist.

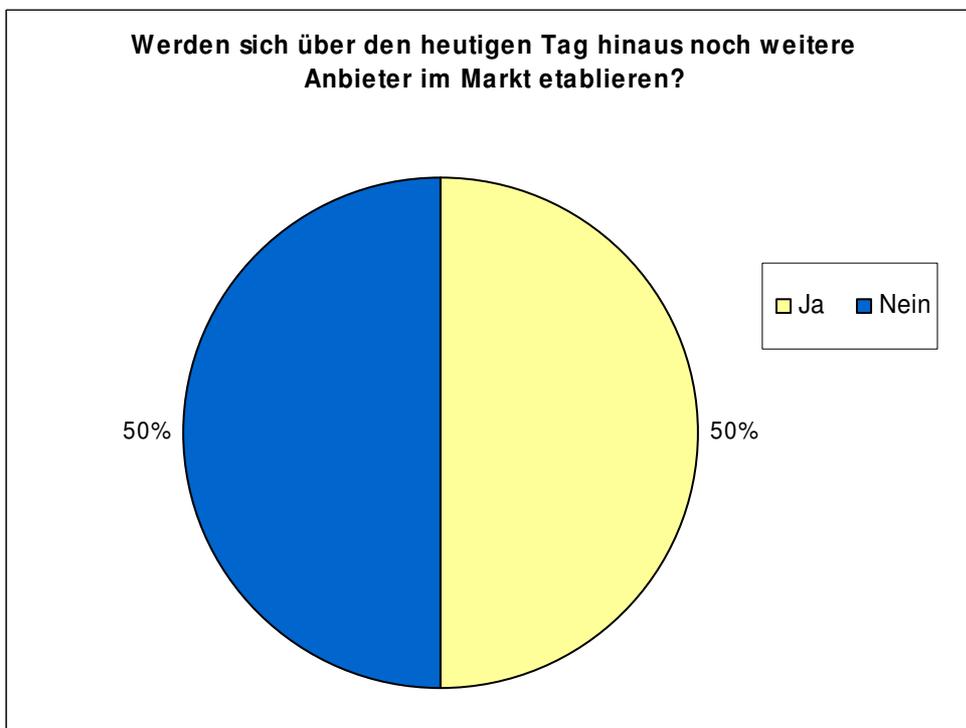
Fassen wir die beiden Fragen nach dem generellen „sich Zeigen“ als neuer Consultant und dem Anspruch des „sich Etablierens“ zusammen, so besteht jedenfalls nach Ansicht der Marktteilnehmer

noch Raum für neue Anbieter. Ob dies auch so eintreffen wird, muss allerdings bei allen Vorbehalten stark bezweifelt werden.

Das Zusammengehen verschiedener Consultants zeigt uns doch vielmehr, dass zumindest nach den derzeitigen Rahmenbedingungen der Consultant-Markt eine Neupositionierung sucht. Der Trend geht zu weniger Anbietern, was für die Investoren misslich ist. Und die zweite Entwicklung lässt sich mit dem Ausspruch „Big is beautiful“ umschreiben. Damit scheinen große Beratungshäuser a la longue die besseren Karten zu besitzen. Wenn da noch Platz für neue Berater sein soll, muss die Nachfrage von Anlegerseite deutlich anziehen.



Grafik 5



Grafik 6

#### **IV. Gebühren der Consultants**

Egal, in welchem Dienstleistungssegment, ob das klassische Management eines Spezialfonds oder bei den Master KAGen, überall spielt die Gebühr natürlich eine wichtige Rolle. So verhält es sich auch bei den Consultant-Dienstleistungen. Am Ende möchte der Investor verständlicherweise nicht mehr ausgeben als unbedingt notwendig, andererseits fordert er eine professionelle Leistung seines Providers ein. Hier den Spagat zu finden, ist nicht einfach. Erfahrungsgemäß dominiert die sog. „Fee“ aber nicht die Entscheidungsfindung, jedenfalls nicht in der ersten Search-Phase. In diesem Zeitraum stehen die Dienstleistungen, also die inhaltlichen Fragen, stärker im Fokus. Auch die zwischenmenschliche Seite, meist gepackt in Termini wie Relationship Management, Betreuung oder Services, sind in aller Regel bedeutender als die Frage der Kosten. Aber diese kommen spätestens ins Spiel, sobald der Investor die Anzahl der möglichen Dienstleister auf drei bis vier Adressen eingengt hat. Und an dieser Stelle beginnt so manches Mal ein unschönes Spiel nach der Devise „wie weit kann der Preis gedrückt werden“. Auch im Consultant-Geschäft bilden die Kosten eine der spannendsten Punkte. Anders herum gesprochen, befragten wir die Consultants, welche Preise sie für bestimmte Dienstleistungen ansetzen. Wir sprachen dabei fünf verschiedene Beratungskomplexe oder Vergütungsalternativen an. Da die teilnehmenden Consultants trotz Zusicherung absoluter Vertraulichkeit der eigenen Angaben keine flächendeckenden Angaben machten, sollen die folgenden Gebühren als Indikation verstanden werden. Da sich wie vor zwei Jahren kein Consultant zu dem Bereich „Performanceabhängige Fees“ äußerte, müssen wir uns auf folgende vier Gruppen konzentrieren:

##### **1) Beratung hinsichtlich Asset Allocation**

Die Spanne nach Basispunkten gerechnet bewegt sich hier um die 2 bis 10 Basispunkte (BP). Einige Teilnehmer bieten Fixvergütungen für die Asset-Liability-Beratung an, die pro Beratungsmandat bei 20.000,- € starten und bis zu 100.000,- € reichen können.

##### **2) Controlling**

Wiederum nach Basispunkten gerechnet verlangen Consultants zwischen 3 und 5 BP, für ein Volumen von 100 Mio. €, also um die 50.000,- €. Dies korreliert mit den Angaben zu der tatsächlichen Höhe der Gebühren in Euro. Hier gaben die Consultants eine Bandbreite um die 15.000,- € bis 60.000,-€, in der Spitze sogar 250.000,-€, an. Andere bieten Abrechnungen auf Monatsbasis (zwischen 500,- € und 1.000,- € pro Monat) an.

##### **3) Dauerbetreuung**

Dauerbetreuungsmandate stellen in Deutschland immer noch die Ausnahme dar. Schon aus Gründen der Kalkulationssicherheit für den Berater wie aber auch für den Investor, der Kontinuität in der Überwachung und Betreuung anstrebt, ist dies nach wie vor ein anzustrebendes Ziel. Meist kommt es leider nur zu Beauftragungen von „case to case“. Eine Rund-um-Betreuung schließt neben dem Controlling auch die Begleitung von Ausschreibungen mit ein. Dieses Komplettpaket lassen sich Consultants im Schnitt mit 10 BP bezahlen. Soweit Fixvergütungen genannt wurden, bewegen sich diese zwischen 60.000,-€ und 240.000,- € in der Spitze bei einem unterstellten Volumen von 100 Mio. €. Die relativ weiten Spannen lassen sich so erklären, dass neben dem absoluten Volumen auch die Art der Mandate und deren Komplexität eine wichtige Rolle für das Pricing spielen.

##### **4) Pauschale Vereinbarungen**

Auch hier geht die Range relativ weit auseinander. Sie reicht von Beträgen von 300,- € / Stunde bis zu genannten Tagessätzen in Höhe von 1.700,- €. Diese Sätze beziehen sich auf jedwede Dienstleistung.

## V. Kriterien für die Auswahl eines Consultants

Aus der Perspektive der Anleger existiert naturgemäß ein Entscheidungsraaster, welche Kriterien ein Consultant erfüllen muss, um von dem Investor beauftragt zu werden. Da meist der Anleger die Gebühren zahlt, kommt es uns zunächst einmal auf seine Sicht der Dinge an. Parallel dazu befragten wir aber auch die Consultants selbst sowie die Asset Manager, welche Kriterien nach ihrer Einschätzung besonders relevant sind für eine Beauftragung durch den Anleger. Sieben Alternativen boten wir als Antworten an. Dabei konnten alle Befragten zwischen den drei Stufen „1“ (= wichtig), „2“ (= neutral) und „3“ (= unwichtig) auswählen. Mehrfachnennungen waren zugelassen. Die Ergebnisse für das Jahr 2007 sind in Tabelle 4 dargestellt. Die Tabelle 4 a enthält die Vergleichszahlen aus unserer 2005-er Studie zum Vergleich.

2007	Investoren			Consultants			Asset Manager		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
Bekanntheitsgrad	22,0%	12,0%	67,0%	50,0%	50,0%	0,0%	12,0%	22,0%	66,0%
Größe	22,0%	0,0%	78,0%	25,0%	37,5%	37,5%	12,0%	44,0%	44,0%
Referenzen	78,0%	22,0%	0,0%	62,5%	25,0%	12,5%	66,0%	22,0%	12,0%
Performance	44,0%	56,0%	0,0%	12,5%	12,5%	37,5%	22,0%	56,0%	22,0%
Kosten	33,0%	67,0%	0,0%	50,0%	37,5%	12,5%	44,0%	44,0%	12,0%
Reporting	22,0%	78,0%	0,0%	25,0%	50,0%	25,0%	66,0%	34,0%	0,0%
Internationalität	44,0%	12,0%	44,0%	12,5%	37,5%	50,0%	22,0%	22,0%	56,0%
Intensive Betreuung	22,0%	56,0%	22,0%	44,0%	22,0%	0,0%	44,0%	44,0%	12,0%

Tabelle 4: Kriterien für die Auswahl eines Consultants - Einschätzung von Consultants, Asset Managern und Investoren (2007).

2005	Investoren			Consultants			Asset Manager		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
Bekanntheitsgrad	0,0%	69,0%	15,0%	70,0%	30,0%	0,0%	48,0%	43,0%	9,0%
Größe	7,0%	62,0%	15,0%	30,0%	30,0%	40,0%	13,0%	70,0%	17,0%
Referenzen	69,0%	23,0%	0,0%	90,0%	0,0%	10,0%	96,0%	4,0%	0,0%
Performance	54,0%	31,0%	0,0%	20,0%	60,0%	20,0%	57,0%	39,0%	4,0%
Kosten	23,0%	62,0%	0,0%	50,0%	50,0%	0,0%	48,0%	52,0%	0,0%
Reporting	77,0%	7,0%	0,0%	60,0%	30,0%	10,0%	48,0%	39,0%	13,0%
Internationalität	23,0%	46,0%	15,0%	10,0%	40,0%	50,0%	0,0%	48,0%	52,0%

Tabelle 4 a: Kriterien für die Auswahl eines Consultants - Einschätzung von Consultants, Asset Managern und Investoren (2005).

Wir haben in diesem Jahr den Kriterienkatalog noch um den Punkt „Intensive Betreuung“ ergänzt. Immerhin fast jeder zweite Consultant und auch Manager sieht die Betreuungsintensität als sehr bedeutend an; und auch die Investoren schenken dem Bedeutung, was dafür spricht, Berater nicht von case to case in Anspruch zu nehmen, sondern Consultancy als einen auf Dauer und Kontinuität ausgerichteten Service zu verstehen. Das entscheidende Differenzierungsmerkmal scheint aber bei den „Referenzadressen“ zu liegen. Gegenüber den extrem hohen Werten aus 2005 haben sich die Werte zwar nach unten verschoben. Aber nach wie vor ist dieser Gesichtspunkt bei allen drei befragten Gruppen der herausragende. Auf der Seite der Investoren scheint die „Internationalität“ zunehmend eine Rolle zu spielen. Hierfür spricht die bereits zuvor erwähnte Tendenz zumindest mittelgroßer und großer Adressen, ihre Asset Allokation immer mehr weltweit auszurichten. Nach wie vor von hohem Stellenwert ist auch die letztlich erzielte „Performance“ in den beratenen Portfolios (44% wichtig). Die Consultants schätzen die Priorisierung der Investoren überwiegend realistisch ein, Gerade bei den zuletzt diskutierten Kriterien „Internationalität“ und „Performance“ unterschätzen sie allerdings die Anforderungen ihrer Kunden (jeweils nur 12,5% wichtig). Der „Kosten-Aspekt“ dagegen wird von den Beratern zu sensibel betrachtet. Ähnlich sieht es bei den Managern aus. Darüber hinaus messen sie der Frage des „Reportings“ mit 66% doch eine zu „wichtige“ Stellung bei.

In diesem Zusammenhang stellten wir den Anlegern noch die Frage, in welcher Weise sie die Suche nach dem für sie richtigen Consultant angehen würden, durch die

- Empfehlung anderer institutioneller Anleger oder
- aufgrund eigener Expertise (eigenes Fachpersonal).

Doppelnennungen waren erlaubt.

78% der institutionellen Anleger verlassen sich tatsächlich auf die Empfehlung ihrer Kollegen von anderen Institutionen (2005: 61,5%). Gerade innerhalb bestimmter Anlegergruppen wie etwa den Versorgungswerken oder bei Pensionskassen findet ein Austausch von Informationen statt, der sich auch zum Nutzen von Consultants auszahlen kann. Alle institutionellen Anleger halten aber ihre eigene Expertise noch für die beste Unterstützung (Vorjahr 77%) bei der Suche nach dem für ihr Unternehmen passenden Consultant.

## VI. Der Einfluss von Consultants bei der Mandatsvergabe

Die Consultants bemühen sich Kraft ihrer Aufgabe natürlich, Mandate für Spezial- oder Publikumsfonds, Hedge Fonds oder auch Master KAGen über ihr eigenes Haus laufen zu lassen. Dies tun sie in der sicheren Erkenntnis, dass institutionelle Anleger immer mehr aus sich heraus Searches vornehmen und sich ihr eigenes Bild von dem für sie richtigen Partner machen. Vor einigen Jahren noch assoziierte man das Consultant-Business fast ausschließlich mit dem Search nach dem richtigen Asset Manager für ein Spezialfondsmandat. Dies hat sich mit dem erhöhten Spezialisierungsgrad bei den Produkten wie auch den einzelnen Bausteinen an Dienstleistungen und Services schlagartig geändert. Wir haben uns bei der Frage nach dem Einfluss von Consultants bei Mandatsvergaben hier bewusst mit vier Services beschieden. Neben den Spezialfonds hinterfragten wir den Einfluss der Consultants bei den Institutionellen immer beliebter werdenden Publikumsfonds; darüber hinaus bezogen wir die zwar immer noch schwerfällige, aber doch interessanter werdende Assetklasse der Hedge Fonds mit ein und schließlich warfen wir noch einen Blick auf das Feld Master KAG.

Über die Selbsteinschätzung der Consultants selbst holten wir die Meinung der Asset Manager ein, wie hoch sie also als unmittelbar Betroffene den Einfluss von Consultants bei der Vermittlung von Mandaten sehen. Die Ergebnisse beider befragter Gruppen sind einschließlich der Antworten aus der Studie 2005 (nach „Master KAGen“ hatten wir in 2005 nicht gefragt) aus Tabelle 5 zu ersehen. In Klammern finden Sie die Prozentzahlen aus der vorigen Studie. Mehrfachnennungen waren möglich.

Lagen die Einschätzungen von Consultants und Managern in 2005 noch sehr eng beieinander, so driften sie in diesem Jahr deutlicher auseinander. Dies macht deutlich, dass wir über die letzten zwei Jahre zumindest eine Veränderung erlebt haben und dass eine realitätsnahe Einschätzung schwieriger geworden ist. Dies passt im Grunde zu unserem zuvor gemalten Bild eines immer heterogeneren Consultant-Marktes. Frappierend sind teilweise die Vergleichswerte aus 2005, die gerade bei den

Consultants selbst ein deutlich selbstbewussteres Auftreten vermittelt haben. Exemplarisch sei die „klassische“ Spezialfondsvermittlung angeführt, bei der heute nur noch 12% der Berater meinen, dass sie selbst im Lead für einen Search sitzen. Immerhin 44% der Manager selbst sehen die Consultants hier aber noch aktiv. Scheinbar erleben wir eine Entwicklung, wonach die Consultants eher in den Spezialgebieten wie den Hedge Fonds von Anlegern beauftragt werden. Das sehen immerhin 56% der Consultants so. Auch bei der Vermittlung von Master KAG-Mandaten wird die Unterstützung von Beratern eher angefragt. Ernüchternd wirkt, dass die Asset Manager bei Spezial-, Publikums- sowie Hedge Fonds die Direktansprache von Anlegerseite mit jeweils 88% klar vor einer Beauftragung des Consultants sehen. Betrachten wir nochmal die Prozentzahlen bei den Consultants zu deren selbst-eingeschätzten Einfluss über die vier Produkt- bzw. Service-Gruppen (Spezialfonds: 12%, Publikumsfonds: 0%, Hedge Fonds: 56% Master KAG: 22%), so landen wir cum grano salis bei einem Marktanteil von um die 20% bis bestenfalls 25%, so wie in den Ausführungen zuvor schon angedeutet.

Spezialfonds	Consultants	Manager
Direktansprache	44% (73%)	88% (69%)
Consultant	12% (27%)	44% (31%)

Publikumsfonds	Consultants	Manager
Direktansprache	56% (81%)	88% (84%)
Consultant	0% (19%)	12% (16%)

Hedge Fonds	Consultants	Manager
Direktansprache	0% (55%)	88% (76%)
Consultant	56% (45%)	12% (24%)

Master KAG	Consultants	Manager
Direktansprache	44%	34%
Consultant	22%	22%

Tabelle 5: Zustandekommen neuer Mandate durch Direktansprache oder Consultants - Einschätzung durch Consultants und Asset Manager (in Klammern stehen die Zahlen aus der Studie 2005)

## VII. Künftig ausbaubare Tätigkeitsfelder und Akquisition der Consultants

### 1) Ausbaubare Tätigkeitsfelder

Die tektonischen Verschiebungen der letzten zwei Jahre zwingen die Consultants einmal mehr darüber nachzudenken, auf welchen Gebieten sie sich künftig verstärkt positionieren wollen bzw. müs-

sen. Wo stecken nun aus Sicht der Berater die Wachstumsfelder? Konkret lautete die Frage, ob die Consultants einen sich verstärkenden Markt für sich in den folgenden Feldern sehen: „Spezialfonds, Hedge Funds, Private Equity, Immobilienfonds, Master KAG, Publikumsfonds, Multi Manager-Mandate und Dachfonds“ (siehe Tabelle 6, in Klammern stehen die Prozentzahlen aus der Studie 2005).

Die folgende Tabelle 5 sollten wir ruhig einmal im Zusammenhang mit Tabelle 5 aus dem vorigen Kapitel auf uns wirken lassen. Immerhin hatten wir da noch festgestellt, dass beispielsweise bei den Spezialfonds nur 12% der Consultants der Meinung waren, dass derzeit ein Spezialfondsmandat über den Consultant vermittelt wird, 44% dagegen davon ausgehen, dass eine Direktansprache des Investors beim Manager erfolgt. Im Unterschied zu Tabelle 5, die den Status Quo wiedergibt, weisen die Ergebnisse in Tabelle 6 ja in die Zukunft. Es wird daraus sehr deutlich, dass die Consultants ihren eigenen Markt für die Zukunft überwiegend recht optimistisch einschätzen, ohne in pure Euphorie zu verfallen. Wachstumspotential wird dabei insbesondere in dem klassischen Spezialfondsmarkt gesehen. Wie schon zuvor beobachtet, trifft gleiches auch auf die Alternativen Investments zu, also den Bereich Hedge Funds sowie Private Equity. Interessant ist die relative Zurückhaltung bei dem Thema Master KAG. Vor zwei Jahren zeigten sich die Consultants da noch deutlich optimistischer. Neu hinzugenommen hatten wir die Immobilienfonds, die als Quasi-Alternative-Investment auch immer häufiger zur Diversifizierung der Portfolios von Institutionellen herangezogen werden.

Deutlich wird anhand der Zahlen, dass die Consultants eine sehr klare Vorstellung davon haben, auf welchen Feldern sie sich künftig stärker engagieren müssen. Zugleich zeigt sich, dass das Bild des Ein-Produkt-Anbieters, nämlich der Consultant, der sich ausschließlich um den Search des Managers für ein Spezialfondsmandat kümmert, längst der Vergangenheit angehört. Consultants sind heutzutage die Rund-um-Berater in Anlehnung an das immer speziellere Angebot an Produkten.

	Nein	ja
Spezialfonds	12,5% (10%)	87,5% (90%)
Hedge Funds	25% (40%)	75% (60%)
Private Equity	12,5% (0%)	87,5% (100%)
Immobilienfonds	50%	50%
Master KAG	62,5% (20%)	37,5% (80%)
Publikumsfonds	25% (40%)	75% (60%)
Multi Manager-Mandate	37,5% (60%)	62,5% (40%)
Dachfonds	50% (70%)	50% (30%)

Tabelle 6: Steigerungspotential aus Sicht der Consultants  
(in Klammern stehen die Zahlen aus der Studie 2005)

## 2) *Consultants und Akquisition*

Viele Wege führen nach Rom. Was die Akquisition ihrer Kunden angeht, trifft dies auch auf die Consultants zu. Trotz der in jüngster Zeit durch Übernahmen und ähnliche Manöver zu beobachtenden „Marktberreinigung“ bei den Consultants wird der Kampf um den Kunden nicht etwa sanfter geführt. Der Consultant-Markt ist sehr kompetitiv mit dem Unterschied zu früher, dass er internationaler geworden ist; aber vielleicht auch gerade deshalb noch wettbewerbsintensiver. Aus diesem Grund suchen die Consultants natürlich nach den effektivsten Zugangs- oder Akquisitionswegen zu ihrem Kun-

den, dem institutionellen Anleger. Die Consultants wissen, dass sie zunehmende Aktivitäten entwickeln müssen, um einen Vorsprung vor dem Mitbewerber zu gewinnen.

Tabelle 7 zeigt ähnlich wie in der 2005-er Studie (Prozentzahlen in Klammern), dass der beste Weg zum Kunden über die Direktansprache führt. Erst im „persönlichen Gespräch“ kann auch der Anleger feststellen, ob der Berater zu ihm passt. Denn letztlich sprechen wir über ein ausgesprochen vertrauensgetriebenes Business, wenn ein institutioneller Anleger einen Berater in seine Bücher schauen lässt. So verwundert auch nicht, dass die Anleger diese Art der Ansprache für die einzig Richtige halten. Aber auch Kundenveranstaltungen werden von Seiten der Anleger geschätzt. Dies haben offenbar auch die Consultants erkannt. Auch gegenüber der Übersendung schriftlicher Materialien zeigen sich Investoren deutlich offener als noch vor zwei Jahren. So lässt sich feststellen, dass Anleger im Vergleich zu früher sehr viel zugänglicher geworden sind. Das mag unter anderem mit einem durch strengere Regeln hervorgerufenen erhöhten Beratungsbedarf zusammenhängen.

Interessant ist, dass mehr als die Hälfte der Consultants einen eigenen Verband für sinnvoll erachtet. Diese Idee, die vor zwei Jahren auf so gut wie keine Gegenliebe stieß, mag mit einem gestiegenen Sicherheitsbedürfnis der Berater in Zusammenhang stehen. Schließlich lassen sich geeinte Interessen besser durch das Sprachrohr eines offiziellen Verbandes verkünden und erhalten so auch mehr Gewicht.

	Consultants	Anleger
Persönliches Gespräch	87,5% (100)%	100% (79%)
Kundenveranstaltungen	87,5% (40%)	67% (38%)
Schriftliches Material	50% (10%)	67% (38%)
Eigener Verband der Consultants	62,5% (10%)	12% (0%)

Tabelle 7: Bevorzugte Art der Kundenansprache aus Sicht von Consultants u. Anlegern

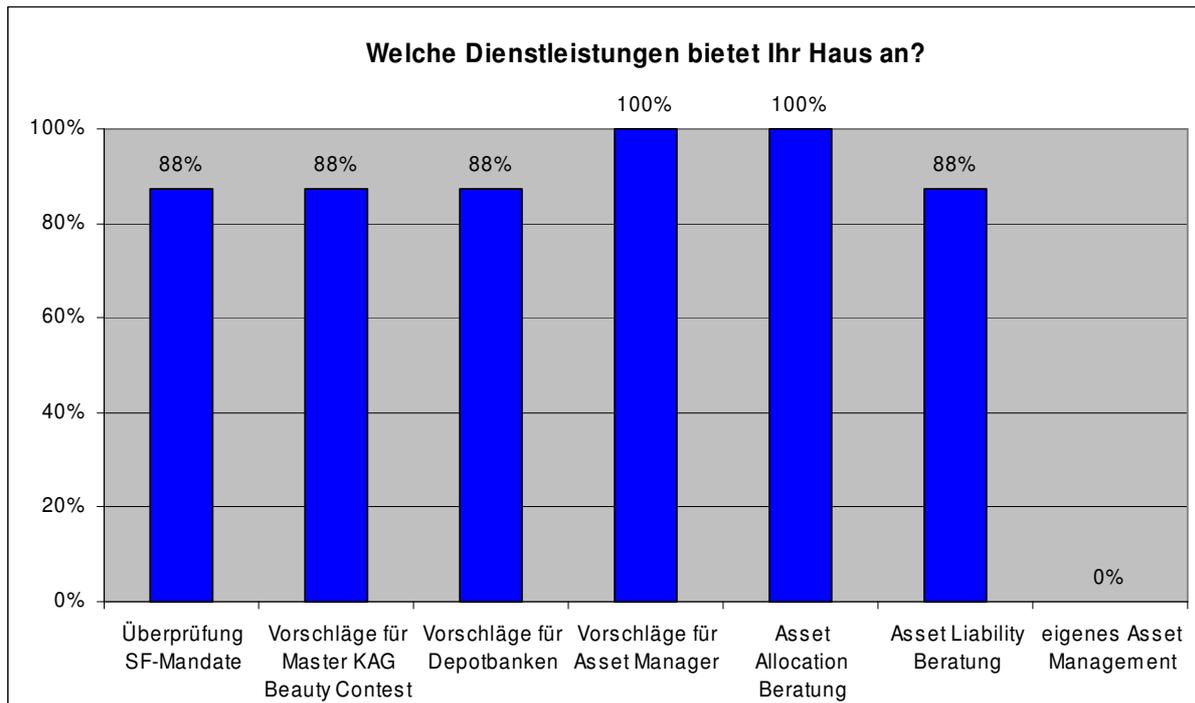
## C Status Quo und Strategie der Consultants

### I. Angebotspalette der Consultants

Wir hatten zuvor bereits über die gesteigerten Anforderungen der Anleger gegenüber Consultants hinsichtlich deren Angebotspalette gesprochen. Der Consultant als „Allround-Anbieter“. Versteht er sich bereits heute so und kann er diese Herausforderung ernsthaft und glaubwürdig annehmen?

Mit einer Ausnahme gaben so auch alle Teilnehmer unserer Studie an, sich als ein Consultant im Sinne eines „Rund-um-Beraters“ zu verstehen. Wie sieht das Dienstleistungspaket der Consultants nun konkret aus und wo legen die Consultants selbst die Schwerpunkte ihrer Arbeit? Sieben bedeutende Dienstleistungsbereiche gaben wir vor. Die Ergebnisse sind in der Grafik 7 dargestellt.

Vor zwei Jahren hatten wir die Frage noch in einer leicht abgewandelten Form gestellt. Da fragten wir noch nach der Bedeutung der aufgeführten Dienstleistungen in drei Abstufungen je nachdem, wie wichtig diese dem einzelnen Consultant erschienen. Hier konzentrieren wir uns alleine auf die Tatsache, ob die Berater auf dem Gebiet tätig sind oder nicht. Dabei gehen wir davon aus, dass die Services, die angeboten werden, auch mit gleicher Intensität vorgehalten werden.



Grafik 7

Wie wir anhand der Grafik sehen, spielen unsere Teilnehmer fast alle die komplette Klaviatur. „Den Ein-Produkt-Anbieter“ gibt es praktisch nicht mehr. Ein echter Paradigmenwechsel wurde im Bereich der Beratung vollzogen. Asset Liability – sowie Asset Allocation – Beratung gehören heute zum Standardwerkzeug jedes Consultants. Denn erst über diesen „Umweg“ kommt es zu den nachgelagerten Searches etwa im Bereich Spezialfonds oder auch bei den Publikumsfonds. Gerade auf dem Gebiet der „Betrieblichen Altersversorgung“ schlummern noch ungeahnte Potentiale, die gehoben werden können. Der Markt tut sich auf diesem Feld mangels gesetzlicher Vorgaben zur Hinzuziehung von Consultants zugegebenermaßen nach wie vor schwer. Bei den in vielen Gebieten zu beobachtenden zunehmenden Restriktionen, die auf Anlegern wie z.B. Versicherungen oder Versorgungswerken lasten, sollte aber irgendwann in nicht allzu ferner Zeit der gordische Knoten einmal platzen. Neben dem Search von Master KAGen wurde das Consultant-Angebot offenbar auch auf die Suche nach der richtigen Depotbank ausgeweitet.

Wogegen sich alle befragten Teilnehmer strikt verwahren ist aber, ein „eigenes Asset Management“ anzubieten. Hier sieht man offenbar doch starke Interessenkonflikte. Inwieweit dies aber so klar und eindeutig von wirklich allen Consultants eingehalten wird, ist zumindest kritisch zu hinterfragen. Denn zweifelsohne hat sich der eine oder andere Consultant bereits auf dem Feld des Asset Management in der einen oder anderen Form betätigt. Ob dies nun direkt über das juristische Kleid des Consultants selbst geschah oder über eine Zwischenstation, spielt am Ende keine Rolle. Wir werden das Thema jedenfalls weiter verfolgen.

## II. Anforderungen der Consultants an die Asset Manager

### 1) *Sichtweise der Consultants*

Im Grunde genommen sind die Asset Manager für die Consultants das Mittel zum Zweck. Denn die Asset Manager bzw. deren Expertise muss der Consultant nicht nur durch seine, sondern auch die Brille des Investors begutachten. Konsequenterweise muss der Consultant eine klare Vorstellung davon entwickeln, welche Anforderungen er an das perfekte Bild eines Managers stellt.

Umgekehrt stellt sich die Lage für die Manager dar. Für sie gibt es zwei entscheidende Fragen. Zum einen wollen sie wissen, wie groß das Akquisitionspotential ist, das sich hinter dem Consultant verbirgt. Diese Frage ist meist schwer zu beantworten und es bedarf eines gewissen Markt-Feelings des Managers, die Spreu vom Weizen zu trennen. Die zweite Frage, die der Manager sich meist nach

nicht zufriedenstellender Beantwortung ersterer Frage zu stellen hat, ist, wie und unter welchen Voraussetzungen er auf die Datenbank des Consultants und somit in Sichtweite realistischer Mandate gelangen kann.

Wir haben neun Gesichtspunkte vordefiniert, die die teilnehmenden Consultants auswählen konnten (siehe Tabelle 8, in Klammern stehen wieder die Zahlen aus der 2005-er Studie).

Zunächst verwundert kaum, dass angabegemäß alle Asset Manager bei den Consultants auf die Liste der zu berücksichtigenden Manager gelangen können. Die Frage lautete genau, ob die Manager die Möglichkeit haben, auf diese Liste zu kommen, nachdem ein Review durch den Consultant vorgenommen wurde. Natürlich besteht theoretisch diese Chance. Aber realistisch betrachtet können in aller Regel nur eine begrenzte Zahl von Managern auf dem Radarschirm des Consultants verfolgt werden. Dies ergibt sich schon aus dem natürlichen Engpass der Kapazitäten, die solch ein Research von Managern erfordert.

An Platz zwei und drei stehen die Themen „Organisation“ und „Investmentprozess“. Gerade der Background des Managers hat in der Bedeutung gegenüber der Sichtweise noch vor zwei Jahren deutlich an Wert gewonnen. Investoren wissen nach den desaströsen Erfahrungen in den Jahren 2000 bis 2003 sehr wohl die Wichtigkeit einer stabilen Organisation und der damit zu vermeidenden operationalen Risiken ab- und einzuschätzen. Als verlängerter Arm des Investors sehen das die Consultants natürlich genauso. So erklären sich auch die gegenüber der 2005-er Studie höheren Wertschätzungen des „Bekanntheitsgrades“ sowie der „längeren Historie“ eines Managers. Man will hier auch bei den Consultants auf der sicheren Seite sein und bevorzugt von daher renommierte und bekanntere Adressen. Das macht es zumal ausländischen Boutiquen nicht gerade leichter in der Penetration des deutschen Marktes. In dieses Bild passt auch die hohe Bedeutung, die einem klaren und strukturierten Investmentprozess beigemessen wird. Eine klare Aufstellung eines Managers in seiner Organisation impliziert oft – nicht immer – klare Vorgehensweisen in den einzelnen Investmentprozessen.

Längere Historie des Managers	50% (20)%
Hoher Bekanntheitsgrad	50% (0%)
Jeder Manager kann auf die Liste kommen	100%(90%)
Neue Manager nur selektiv berücksichtigt	0% (0%)
Performance entscheidend	25% (10%)
Organisation wichtig	100% (50%)
Muss großer Asset Manager sein	25% (0%)
Gute Erfahrung in einer Assetklasse des Managers	75% (60%)
Investmentprozess entscheidend	87,5%(70%)

Tabelle 8: Kriterien für Asset Manager zur Datenbankerfassung

## 2) *Sichtweise der Asset Manager*

Inwieweit sich die Auffassungen der Consultants mit denen der Manager decken, ist Tabelle 9 zu entnehmen. Genau die gleichen Kriterien wie bei den Beratern hinterfragten wir bei den Asset Managern.

Erstaunlich angewachsen ist der Anteil der Manager, der heute meint, dass praktisch jeder Manager eine realistische Chance hat, bei den Consultants berücksichtigt zu werden. Dieses Bild haben im-

merhin zwei von drei Managern. Vor zwei Jahren (siehe Prozentzahlen in Klammern) waren das nur 26%, also etwa jeder Vierte. Dieses Ergebnis stimmt sehr optimistisch.

Längere Historie des Managers	67% (78%)
Hoher Bekanntheitsgrad	22% (26%)
Jeder Manager kann auf die Liste kommen	67% (26%)
Neue Manager nur selektiv berücksichtigt	56% (17%)
Performance entscheidend	78% (83%)
Organisation wichtig	56% (83%)
Muss großer Asset Manager sein	12% (30%)
Gute Erfahrung in einer Assetklasse des Managers	78% (78%)
Investmentprozess entscheidend	67% (78%)

Tabelle 9: Anforderungen der Consultants aus Sicht der Manager

Ein gewisser Dissens ist wie in der Studie aus dem Jahr 2005 bei der „Performance“ auszumachen. Ein hoher Anteil der Manager ist hier der Auffassung, dass die Performanceergebnisse ein wesentliches Kriterium dafür sind, auf der Datenbank des Consultants erst einmal aufgenommen zu werden. Hier muss wohl differenziert werden. Für die Aufnahme auf die Datenbank ist eine – schlechte – „Performance“ tatsächlich kein Knock-out-Kriterium. Hier spielen andere Kriterien wie die „Organisation“ eine entscheidende Rolle. Geht es aber dann in die Mandatsvergabe, dann macht die Performance einen Gutteil der Entscheidung für oder gegen einen Manager aus. Ein wenig überschätzen die Manager auch die Bedeutung einer längerfristigen Historie ihrer Gesellschaft. Dennoch fällt im Vergleich „Consultant zu Managern“ auf, dass die Berater auch im Vergleich zu vor zwei Jahren jetzt eher auf Punkte wie „Organisation“, „Bekanntheitsgrad“ und sicher auch die „Historie“ schauen, alles Kriterien, die die Consultants in unserer Studie aus 2005 eher zu vernachlässigen schienen.

### III. Anforderungskriterien für die Vergabe eines Mandates

Auf einem ganz andern Blatt stehen die Kriterien, die für die konkrete Mandatsvergabe entscheidend sind. Hier spielen dann konkretere, nämlich das individuelle Mandat oder die zu managende Assetklasse betreffende, Gesichtspunkte eine Rolle. Ein ganz wesentlicher Unterschied zu der Frage der Aufnahme in eine Datenbank ist hier, dass der Consultant in der Phase der Mandatsvergabe auch sich selbst – und nicht nur den Manager – gegenüber seinem Kunden, den Anleger, verkaufen können muss. Und natürlich sind hier die anlegerspezifischen Interessen von besonderem Interesse. Das Ergebnis ist in Tabelle 10 dargestellt. Hier wissen wir, dass die Performance klar in den Vordergrund rückt. Spezialfondsanleger sind zu mindestens zwei Dritteln performanceabhängig. Sie sind gegenüber ihren Mitgliedern wie z.B. Ärzten oder Anwälten bei Versorgungswerken genauso wie Versicherer gegenüber ihren Versicherungsnehmern in der Pflicht, einen Return zu erzielen. Aus diesem Grund werden sowohl der Investmentprozess wie auch das dahinter stehende Risikomanagement genau unter die Lupe genommen. Die übergreifenden Themen wie organisatorischer Background oder Bekanntheitsgrad des Asset Managers spielen in aller Regel eher eine nachgeordnete Rolle.

Schlüssigkeit Investmentprozess	100% (100%)
Performance	100% (60%)
Risikomanagement	100% (80%)
Größe des Managers	0% (0%)
Bekanntheitsgrad	0% (0%)
Erfahrungen des Teams	100% (80%)

Tabelle 10: Kriterien bei der konkreten Mandatsvergabe

Bei der konkreten Beratung über ein Mandat steht der Investmentprozess im Vordergrund. Ein stabiler Prozess gewährleistet, dass der Kunde das Produkt erhält, das er im Rahmen seiner Risikoaufstellung ausgewählt hat. Zu einem wichtigen Unterscheidungsmerkmal gehört heute auch die Erfahrung des Teams. Viele gute Manager verfügen über Teams, die langjährig zusammenarbeiten und aufeinander eingespielt sind. Gerade in turbulenten Zeiten wie wir es zu Anfang dieses Jahres erlebt haben, sind Teams mit aus ihren gesammelten Erfahrungen heraus wertvollen Mitarbeitern ein echtes Asset, da Kurzschlussreaktionen eher vermieden werden als bei jungen Teams.

#### IV. Derzeitige Kundenstruktur und künftige Planung

##### 1) *Aktuelle Struktur des Kundenpotentials*

Wie wir zuvor schon festgestellt haben, können schon aus Kapazitätsgründen nicht alle Consultants gleichermaßen alle denkbaren Zielgruppen abdecken. Von daher ist eine Spezialisierung auf bestimmte Kundengruppen erforderlich. Dabei ist ja auch zu bedenken, dass alle Kundengruppen wegen gesetzlicher Vorgaben oder aus rein faktischen Gründen einer verhältnismäßigen Ausgewogenheit zwischen Assets und Liabilities sehr unterschiedliche Anforderungen haben. Diese zu kennen, erfordert auch auf Seiten der Consultants Spezialisten. Wir haben den Consultants eine recht detaillierte Aufgliederung in elf mögliche Kundengruppen institutioneller Anleger vorgelegt und sie danach gefragt, wo sie zurzeit die Schwerpunkte setzen (siehe Tabelle 11).

Zwei der Teilnehmer kreuzten fast alle aufgeführten Zielgruppen an. Zum Teil wurde auch differenziert und beispielsweise der Fokus bei drei Gruppen wie Versicherer, Pensionskassen und Corporates gesehen.

Versorgungswerke	75% (90%)
Volksbanken	25% (20%)
Sparkassen	50% (50%)
Pensionskassen	50% (100%)
Versicherer	75% (70%)
Kirchen	75% (30%)
Stiftungen	50% (40%)
Industrieunternehmen	62,5% (70%)
Verbände	25% (20%)
Zusatzversorgungskassen	62,5% (50%)
Gewerkschaften	25% (10%)

Tabelle 11: Aktuelle Struktur des Kundenpotentials

Der Vergleich zu den Zahlen aus der Studie 2005 (Prozentzahlen in Klammern) zeigt leichte Verschiebungen bei den Favoriten. Die Eindeutigkeit, mir der etwa Pensionskassen oder Versorgungswerke noch vor zwei Jahren genannt wurden, findet sich hier nicht mehr. Das Bild stellt sich differenzierter dar. Versicherer, Versorgungswerke und jetzt auch in zunehmendem Maße Kirchen wurden von drei Vierteln der Consultants als Schwerpunktzielgruppe genannt. Bei Sparkassen und Volksbanken tut sich die Beraterbranche nach wie vor schwer. Das mag damit zusammenhängen, dass beide Anlegergruppen relativ affin sind für die Manager aus dem eigenen Beritt, also die Kapitalanlagegesellschaften aus dem Sparkassenlager wie Deka Investment, Helaba Invest oder WestAM; bei den Genossen wäre das Pendant hier die Union Investment.

Auch Verbände und Gewerkschaften spielen bei den Planungen der Consultants keine größere Rolle. Bei diesem Gruppen dürfte der Beratungsbedarf nicht so hoch liegen, da es sich hier um Anleger mit sehr konservativem Anlageprofil handelt. Andererseits verfügen die hier eher weniger fokussierten Anlegergruppen über zum Teil erhebliche Mittel und es ist auch nicht bekannt, dass diese Anleger sich gegenüber einer Beratung besonders resistent gezeigt hätten.

## 2) *Interessante Neukunden*

Die Erschließung neuer Anlegergruppen ist natürlich ein wichtiges Thema für Consultants. Aus den Anmerkungen der Consultants lassen sich aber nur sehr allgemeine und vage Prognosen für die künftige Kundenzielgestaltung herleiten. Die Consultants, die an unserer Studie teilgenommen haben, verfügen schon über lange Erfahrung in diesem Business. Ein Ausbau der Kundengruppe kommt also nur da in Betracht, wo man die Expertise glaubhaft aus- und aufbauen kann.

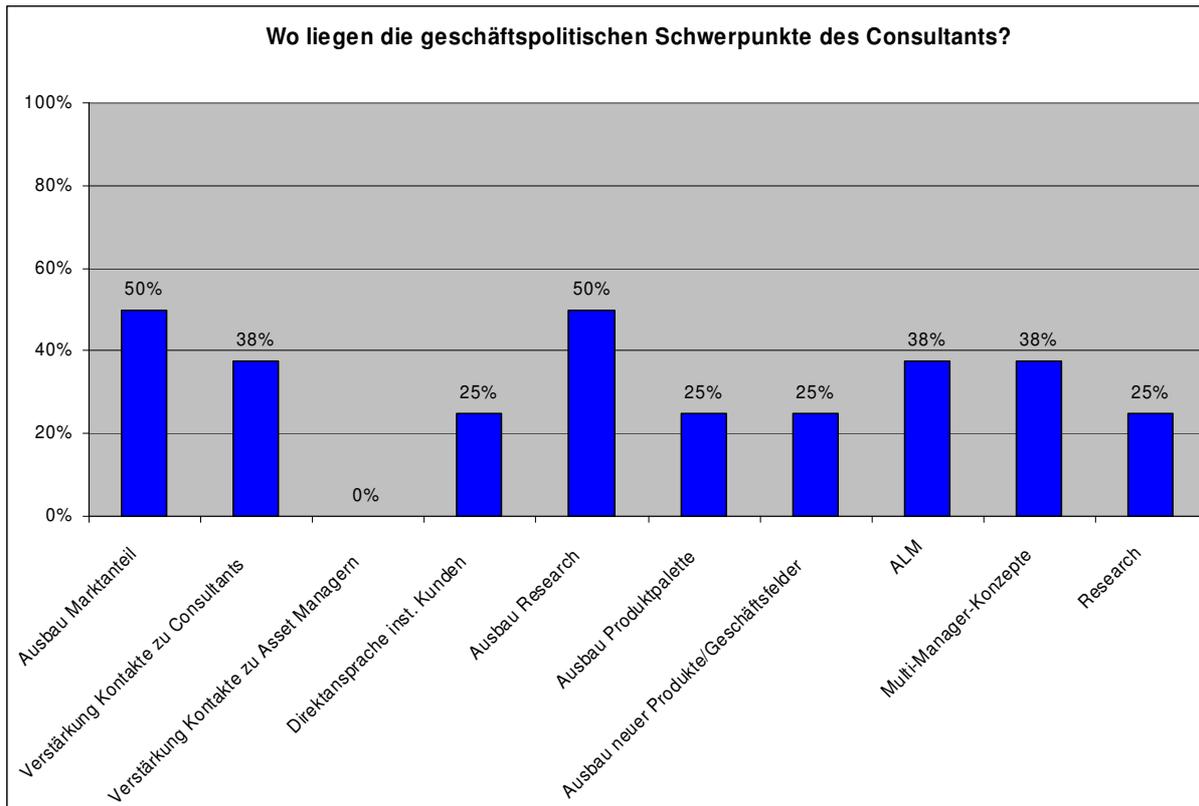
Besonders interessant dürften Anleger sein, die zum einen das Kriterium eines mittelgroßen Institutionellen erfüllen und zum anderen dürften die Anleger im Fokus stehen, bei denen ein gewisses Anspruchsniveau aus gesetzlichen Restriktionen heraus gegeben ist. Bei diesen Anlegern kann der Consultant seine Expertise auch effektiv ausspielen und einen echten Mehrwert bieten.

Zu diesen Anlegergruppen dürften Kirchen, Stiftungen und Versorgungseinrichtungen gehören, die über ein Volumen zwischen 250 Mio. € und 1 Mrd. € verfügen.

## V. Geschäftspolitische Schwerpunkte der Consultants in der Zukunft

Vor dem Hintergrund der Entwicklungen und gesellschaftsrechtlichen Veränderungen im Lager der Consultants wollten wir wissen, wo die Reise hingeht. Wo setzen die Consultants aus heutiger Sicht ihre künftigen Schwerpunkte?

In unserer Studie aus dem Jahr 2005 stellten wir eine ähnliche Frage, baten die Teilnehmer allerdings, verschiedene Stufen wie „sehr hoch, hoch oder niedrig“ anzugeben. Soweit ein Vergleich lohnt, werden wir auf diese 2005-er Auswertung zurückgreifen.



Grafik 8

Einen solchen Vergleich anzustellen rentiert schon bei dem Punkt „Verstärkte Kontakte (Ausbau) mit anderen Consultants“. Diesem Thema „Kooperation“ kam noch vor zwei Jahren überhaupt keine Bedeutung zu. Aktuell beschäftigen sich immerhin drei unserer acht teilnehmenden Consultants mit dieser Fragestellung. Es handelt sich dabei um Gesellschaften, die derzeit in einer Kooperation zusammenarbeiten. Wir haben schon an anderer Stelle darauf hingewiesen, dass der aktuelle Marktanteil offenbar nicht ausreicht, um alle am deutschen Markt aktiven Berater zu ernähren.

Wenig überrascht, dass die Consultants dem Ausbau des Researchs eine hohe Beachtung schenken. Ähnlich war das Bild in unserer ersten Studie im Jahre 2005. Dies ist eine notwendige Begleiterscheinung, wenn man darüber nachdenkt, das Dienstleistungsspektrum für den Kunden, also den Anleger, zu erweitern und sich so gegenüber den Mitbewerbern abzusetzen.

Da der Marktanteil für Berater in Deutschland begrenzt ist, muss um Marktanteile gekämpft werden.

So steht der „Ausbau des Marktanteils“ auch bei jedem zweiten Consultant ganz oben auf der Agenda. Aus dieser Konstellation heraus bleibt an sich nur eines zu tun, nämlich die Intensivierung der Direktsprache bei institutionellen Anlegern. War genau dies auch das Credo von 80% der Consultants noch im Jahre 2005, so scheint der Elan bis heute verpufft zu sein, wenn nur noch 25% der Consul-

tants hier einen Schwerpunkt setzen wollen. Erklärbar ist diese ausgesprochen niedrige Ziffer nur mit den begrenzten Kapazitäten der Beratungshäuser. Vielleicht wollen einige Consultants aber auch neue Felder beackern. Drei unserer Teilnehmer gaben an, dass sie sich verstärkt mit dem Angebot von Multi Manager Konzepten auseinandersetzen möchten.

## VI. Beratung aus einer Hand – Bestandsaufnahme und Zukunftsbetrachtung

Die tektonischen Verschiebungen innerhalb der Consultantbranche werfen immer mehr die Frage auf, in welcher Weise diese sich gegenüber ihren Kunden am besten positionieren können. Durch die Globalisierung auch im deutschen Consultant-Business sind die einzelnen Anbieter mehr denn je gezwungen, sich nicht nur auf die Anlegerschaft als ihre Klientel zu konzentrieren, sondern zu überprüfen, wie sie sich gegenüber den Mitbewerbern positiv abgrenzen können. Die Erfordernisse an die Dienstleistungen der Consultants sind in den letzten zwei Jahren zweifelsohne gewachsen. Waren es bis dahin noch eher typisch deutsche Themen wie „ALM für ein deutsches Versorgungswerk“, „Berücksichtigung von Stress Tests bei Versicherern“ oder etwa herauszufinden, wer die „passende Master KAG“ für einen deutschen institutionellen Anleger sein kann, so hat sich das Fenster durch die Internationalisierung weit geöffnet. Globale Aspekte nehmen zunehmend an Bedeutung zu. Dazu gehören IFRS, die Suche nach Spezialisten in bestimmten Assetklassen wie Emerging Market Debt bis hin zum Angebot von Overlay Management für einen Investor. Rund-um-Beratung seitens der Consultants ist also das Gebot der Stunde.

Wie sieht es nun tatsächlich mit dem Selbstverständnis der Consultants in dieser Hinsicht aus, eher Komplettberatung oder will der Consultant seinen Kunden von zu Fall zur Seite stehen und ihnen im Bedarfsfalle einzelne Dienstleistungen anbieten?

Ganz im Gegensatz zu unserer Studie aus dem Jahre 2005 haben die Consultants ihre Meinung deutlich geändert. Vor zwei Jahren noch versuchten nur 40% der Consultants, ihre Kunden über komplette Beratungsaufträge langfristig an sich zu binden. Immerhin 60% gingen bis 2005 noch den anderen Weg und versuchten, jedes Mal neue Aufträge zu akquirieren.

Unsere diesjährige Studie kommt eindeutig zum Ergebnis, dass die Komplettberatung im Fokus steht. Dies sagten sieben unserer acht Teilnehmer. Ein Consultant konzentriert sich auf das Angebot einzelner Dienstleistungen. Der Ansatz der „Alles-aus-einer-Hand-Beratung“ weist neben dem Umstand, die beschriebene Globalisierung mitzuleben, auch den für den Berater besser kalkulierbaren Weg auf. Detailliert stellten wir die Frage danach, wie viel Prozent ihrer Mandate die Consultants aus Komplettberatungsmandaten und wie viel Prozent aus Einzel-Dienstleistungen rekrutieren. Die Range geht von 10% bis zu 80% Mandaten aus Komplettangeboten. Der Trend hin zum Allround-Anbieter ist damit eindeutig vorgezeichnet. Zwischen Anspruch und Wirklichkeit klafft unseres Erachtens aber nach wie vor eine Lücke. Denn auf der anderen Seite ist festzustellen, dass es immer schwieriger wird, Kunden längerfristig im Sinne einer Rund-um-Beratung an sich zu binden. Selbst bei großen institutionellen Anlegern ist immer wieder zu hören, dass sie sich bei der Suche nach dem richtigen Asset Manager zum Beispiel von ihrem bisher angestammten Consultant trennen und etwa eine internationale Adresse heranziehen. Die Anleger sind sehr kostensensitiv. Darüber hinaus bedienen sie sich teilweise auch anderer Anbieter im Sinne eines „Beraters“. Wir brauchen da nur an die zu Anfang der Studie gemachten Ausführungen zu den Master KAGen zu denken, die sich fast klammheimlich und unbemerkt mit unterschiedlicher Intensität als Quasi-Berater ihrer Institutionellen in Position gebracht haben.

Um dem Anspruch eines Komplettanbieters gerecht werden zu können, bedarf es eines entsprechenden Teams und erfahrener Berater, um die Kundennähe zu leben. Die Spannweite der Größe der Consultants ist allerdings sehr weit. Im Durchschnitt gaben die Teilnehmer an, über 135 Mitarbeiter (Studie 2005: 100 Mitarbeiter) zu verfügen. Diese Zahl klingt gewaltig und ist daher erklärungsbedürftig.

Natürlich handelt es sich bei unseren Teilnehmern teilweise um auch international aufgestellte Beratungsunternehmen, die natürlich im Bedarfsfalle auch ihre Kollegen im Ausland einschalten. Zum anderen gibt es Beratungsunternehmen, die nicht nur ihre Expertise im Bereich Manager Search anbieten, sondern teilweise aus anderen Beratungssparten kommen wie etwa der betrieblichen Altersversorgung und zur Gewinnung eines Mandates ihre speziellen Kenntnisse einbringen können, um so den Boden für die eigentliche Beratung im Bereich Asset Manager Selektion vorzubereiten.

Beschränken wir uns aber mehr oder weniger auf die eigentlichen Core-Bereiche im Sinne eines Investment Consultings, so zählen wir heute zwischen fünf und etwa vierzig Mitarbeitern pro Consultant.

Durch die in den letzten beiden Jahren erfolgten Übernahmen sind kleinere Teams bei großen Beratungshäusern integriert worden, was dazu führt, dass wir es heute eher mit größeren Einheiten auf Seiten der Consultants zu tun haben.

Wie stellen die Consultants nun im daily business die Betreuung ihrer Kunden sicher? Drei unserer Teilnehmer gaben an, einen zentralen Ansprechpartner für jeden Kunden vorzuhalten. Weitere vier setzen eher auf einen Teambetreuungsansatz. Dies schließt aber in der Regel nicht aus, dass auch im Team noch eine Person als die zentrale Ansprechstelle fungiert.

## VII. Die großen individuellen Herausforderungen der Consultants für die Zukunft

In den vorigen Kapiteln haben wir die strategischen Ziele der Consultants erfragt. Welche Anlegergruppen sind für sie von Interesse, welche Anforderungen stellen sie selbst an die Asset Manager? In der Erkenntnis, dass sich der Consultantmarkt derzeit in einem Wandel befindet, müssen sich die Consultants kurz- und mittelfristige (auf 2 – 4 Jahre) Ziele setzen und diese umzusetzen versuchen. Aus diesem Grund fragten wir nach den großen Herausforderungen, die die Teilnehmer an unserer Studie derzeit sehen (siehe Tabelle 12). Es bestätigt sich einerseits unsere Einschätzung, dass die Consultants stark an ihrem Image arbeiten und eine bessere Etablierung ihrer Häuser anstreben. Inkonsequent dagegen erscheinen die zu ergreifenden Maßnahmen, um sich im Markt zu etablieren. Denn der Weg, und das sollte insoweit unstrittig sein, führt über den Investor als Kunden. Hier werden aber gerade auch im Vergleich zu den Ergebnissen aus der Studie 2005 (Zahlen in Klammern) eher weniger Akzente in Richtung Kunde gesetzt. Besonders die niedrigen Werte bei dem Punkt „Direktansprache von institutionellen Anlegern“ überraschen.

zum jetzigen Zeitpunkt	
Überzeugen der Anleger von Vorteilen	62,5% (70%)
Verstärkte (Direkt-) Ansprache von Investoren	37,5% (60%)
Vertrieb stärken	25,0% (20%)

in den kommenden 2-4 Jahren	
Weitere Etablierung des eigenen Hauses im Markt	62,5% (81%)
Ausbau der Vertriebsaktivitäten	25,0% (19%)

Tabelle 12: Zukünftige Herausforderungen für die Consultants

Parallel dazu befragten wir institutionelle Anleger und Asset Manager, welche Herausforderungen sie für das Consultinggeschäft in der Zukunft sehen. Die vorgeschlagenen Punkte weichen teilweise von den für die Consultants genannten Punkte, die ja auch interne Maßnahmen betrafen, ab (siehe Tabelle 13).

zum jetzigen Zeitpunkt	Anleger	Manager
Überzeugen der Anleger von Vorteilen	56% (69%)	100% (87%)
Verstärkte (Direkt-) Ansprache von Investoren	34% (23%)	100% (26%)
Vertrieb stärken	34% (0%)	100% (26%)

in den kommenden 2-4 Jahren	Anleger	Manager
Weitere Etablierung der Consultants im Markt	34% (38%)	100% (61%)
Ausbau der Vertriebsaktivitäten	34% (23%)	100% (65%)

Tabelle 13: Zukünftige Herausforderungen für die Consultants aus Sicht von Anlegern und Asset Managern

Offenbar haben Institutionelle wie Asset Manager eine andere Vorstellung davon, was Consultants als nächste Schritte unternehmen sollten. Sowohl von Anleger- wie insbesondere von Managerseite wird die Überzeugungsarbeit am Kunden als wichtigstes Ziel für die Zukunft gesehen. Die Werte bei den Managern sind mehr als eindeutig zu lesen. Sie kennen die Gemengelage in Deutschland nur zu gut. Insoweit darf das sehr klare Votum auch als guter Rat in Richtung Consultants verstanden werden, die Investoren wirklich aktiv anzugehen. Aber auch auf Seiten der Anleger ist doch eine gewisse Offenheit für eine Ansprache durch Consultants erkennbar. Deutlich wird das im Vergleich zu den Werten aus 2005 zu dem Punkt „Vertrieb stärken“. Der Antrieb von Anlegerseite kann nur darin liegen, dass Beratungsbedarf vermehrt besteht. Da institutionelle Investoren immer mehr mit den regulatorischen Anforderungen von Gesetzes wegen bzw. durch die Aufsichtsbehörden wie Regierungspräsidien oder Landesministerien zu kämpfen haben, sind sie regelrecht gezwungen, fremde Hilfe in Anspruch zu nehmen. Schauen wir uns etwa die großen Stromversorger in Deutschland an, so beauftragen diese nicht nur Consultants für ihr Risikomanagement, sondern verfügen teilweise auch über mehr als eine Master KAG, um ihre Portfolios so effizient wie nur möglich steuern zu können. Diese Beispiele zeigen, dass für anspruchsvolle Beratung genügend Platz für mehrere Anbieter besteht. Und dies könnte gleichermaßen für mittelgroße institutionelle Anleger zutreffen. Blicken wir nochmal zurück auf die durch die Consultants gemachten Äußerungen zu ihren Herausforderungen, so vermitteln diese Werte fast eine Art Resignation. Dass dies keineswegs angebracht ist, sollten die Meinungen der Anleger sowie der Manager deutlich machen.

Andererseits gibt es ja immerhin eine große Schnittmenge in der gemeinsamen Überzeugung aller drei Gruppen (Consultants, Anleger und Manager), dass die Vorteile einer Consultant-Inanspruchnahme stärker verfolgt und herausgearbeitet werden sollen.

Bei einer Vergleichsbetrachtung bei den Anlegern hatten wir vor zwei Jahren noch festgestellt, dass es eine starke Korrelation bei den Anlegern gibt, die bereits Consultantleistungen in Anspruch nehmen und auch verstärkt weiter angesprochen werden wollen und den Kontakt insoweit intensivieren möchten. Diejenigen, so die Studie aus 2005, die noch keinen Consultant beauftragt hatten, hegten weniger den Wunsch nach aktiver Ansprache durch Consultants.

In unserer aktuellen Erhebung stellt sich das Bild etwas differenzierter dar. Auch die Anleger, die bislang ohne Consultant auskamen, zeigten sich einer direkten Ansprache durch Consultants gegenüber offen.

### VIII. Selbsteinschätzung der Consultants im Vergleich zu den Mitbewerbern

Selbsterkenntnis ist der erste Weg zur Besserung. So oder ähnlich könnte die folgende Betrachtung der Consultants aussehen. Wir wollten von den Consultants wissen, wie sie ihre Stellung in diesem recht überschaubaren Markt selbst einschätzen. Je enger ein Markt ist, desto interessanter ist natürlich, wie sich die Mitbewerber aufstellen. Wo liegen die Schwächen und Stärken der anderen Marktteilnehmer? Wir befragten die Teilnehmer wie in 2005 zu sechs verschiedenen Produktbereichen danach, bei welchen Produkten sie sich selbst stark oder auch schwächer einschätzen. Als Ergebnis heraus kam dabei wie vor zwei Jahren eine wie uns scheint sehr ehrliche und auch selbstkritische Bestandsaufnahme. Cum grano salis dürften die dankenswerterweise ehrlich gemachten Bewertungen zum eigenen Haus sehr repräsentativ und ein Spiegelbild des Gesamtmarktes sein.

Wir hinterfragten sechs Sektoren, nämlich die Bereiche

- Spezialfonds,
- Publikumsfonds,
- Multi Manager Produkte
- Alternative Investments,
- Master KAG und
- Asset Liability-Management.

Alle sechs Produkte haben wir daraufhin untersucht, wie gut sich die Manager in Bezug auf fünf Kriterien hin aufgestellt fühlen; angefangen vom

- internationalen Brand über
- die angebotene Produktpalette,
- die Erfahrung des Teams über
- vorhandenes besonderes Know-how bis hin zu
- bestehenden Referenzadressen.

Die teilnehmenden Consultants konnten sich schulnotengemäß selbst einstufen zwischen „1“, d.h. hier ist man „sehr gut“ aufgestellt, bis zu „6“, d.h. hier fühlt man sich nur „ungenügend“ positioniert (siehe in den Tabellen 14 - 19).

Die Ergebnisse aus den sechs Dienstleistungsangeboten zeigen ein starkes Selbstbewusstsein der Consultants in den klassischen Beratungsfeldern „Spezialfonds“ und „Publikumsfonds“ auf. Inzwischen traut man sich aber auch Stärke zu, Best Advice zu geben im Bereich „Alternative Investments“ sowie mit großem Selbstbewusstsein bei der Beratung im „Asset-Liability-Management“. Dies zeugt von dem gestiegenen Bewusstsein der Consultants, sich in der Produkttiefe zu verbessern und die einem Manager-Search vorgelagerten Aufgaben und Möglichkeiten ernster anzugehen.

Vorteile	1	2	3	4	5	6	Enthaltung
Internationaler Brandname	25% (20%)	12,5% (0%)	12,5% (20%)	12,5% (0%)	12,5% (0%)	0% (20%)	25%
Produktpalette	37,5% (30%)	12,5% (10%)	12,5% (10%)	0%	0%	0%	37,5%
Langjährige Erfahrung des Teams	50% (60%)	12,5% (20%)	12,5% (0%)	0%	0%	0%	25%
Besonderes Know-how	50% (60%)	25% (10%)	10%	0%	0%	0%	25%
Referenzen	50% (60%)	25% (10%)	10%	0%	0%	0%	25%

Tabelle 14: Eigeneinschätzung der Consultants hinsichtlich ihrer Positionierung im Bereich Spezialfonds

Vorteile	1	2	3	4	5	6	Enthaltung
Internationaler Brandname	25% (20%)	0%	12,5% (20%)	12,5% (0%)	0% (10%)	0% (20%)	50%
Produktpalette	37,5% (30%)	0%	12,5% (20%)	0%	0%	0%	50%
Langjährige Erfahrung des Teams	50% (50%)	12,5% (10%)	0% (10%)	0%	0%	0%	37,5%
Besonderes Know-how	50% (40%)	12,5% (10%)	0% (10%)	0% (10%)	0%	0%	37,5%
Referenzen	37,5% (40%)	12,5% (10%)	0% (10%)	0% (10%)	0%	0%	50%

Tabelle 15: Eigeneinschätzung der Consultants hinsichtlich ihrer Positionierung im Bereich Publikumsfonds

Vorteile	1	2	3	4	5	6	Enthaltung
Internationaler Brandname	25% (10%)	0%	0% (10%)	0%	0%	0% (20%)	75%
Produktpalette	12,5% (20%)	0%	12,5% (0%)	0% (10%)	0% (0%)	0%	70%
Langjährige Erfahrung des Teams	12,5% (30%)	12,5% (10%)	0%	0%	0%	0%	75%
Besonderes Know-how	12,5% (30%)	12,5% (0%)	0% (10%)	0%	0%	0%	75%
Referenzen	12,5% (20%)	12,5% (0%)	0%	0%	0%	0% (10%)	75%

Tabelle 16: Eigeneinschätzung der Consultants hinsichtlich ihrer Positionierung im Bereich Multi-Manager-Produkte

Vorteile	1	2	3	4	5	6	Enthaltung
Internationaler Brandname	50% (20%)	12,5% (0%)	0% (20%)	0%	0%	0% (20%)	37,5%
Produktpalette	62,5% (20%)	0% (10%)	0% (20%)	0%	0%	0%	37,5%
Langjährige Erfahrung des Teams	62,5% (40%)	0% (30%)	0%	0%	0%	0%	37,5%
Besonderes Know-how	62,5% (70%)	0% (10%)	0%	0%	0%	0%	37,5%
Referenzen	62,5% (60%)	0% (20%)	0%	0%	0%	0%	37,5%

Tabelle 17: Eigeneinschätzung der Consultants hinsichtlich ihrer Positionierung im Bereich Alternative Investments

Vorteile	1	2	3	4	5	6	Enthaltung
Internationaler Brandname	37,5% (0%)	12,5% (10%)	0% (20%)	0%	0%	0% (20%)	50%
Produktpalette	50% (0%)	0% (20%)	0% (10%)	0%	0%	0%	50%
Langjährige Erfahrung des Teams	50% (30%)	0% (20%)	0% (10%)	0%	0%	0%	50%
Besonderes Know-how	50% (30%)	0% (20%)	0% (10%)	0%	0%	0%	50%
Referenzen	60% (30%)	0% (20%)	0% (10%)	0%	0%	0%	50%

Tabelle 18: Eigeneinschätzung der Consultants hinsichtlich ihrer Positionierung im Bereich Master KAG

Vorteile	1	2	3	4	5	6	Enthaltung
Internationaler Brandname	62,5% (10%)	0%	0% (20%)	0%	0%	0% (20%)	37,5%
Produktpalette	62,5% (10%)	0%	0% (10%)	0%	0%	0%	37,5%
Langjährige Erfahrung des Teams	62,5% (50%)	0% (10%)	0% (10%)	0%	0%	0%	37,5%
Besonderes Know-how	62,5% (50%)	0%	0% (20%)	0%	0%	0%	37,5%
Referenzen	62,5% (60%)	0% (10%)	0%	0%	0%	0%	37,5%

Tabelle 19: Eigeneinschätzung der Consultants hinsichtlich ihrer Positionierung im Bereich Asset-Liability-Management

Auch das in den letzten Jahren deutlich gewachsene Master KAG-Geschäft hat seine positiven Spuren im Consultantsektor hinterlassen. Hier handelt es sich um sehr komplexe Searchprozesse, um die administrativen Fähigkeiten der Master KAG-Anbieter zu durchleuchten. Sicher ist zu erwarten, dass die Mandate – zumindest die attraktiven - in den nächsten zwei bis drei Jahren endgültig verteilt sein werden. Die großen Tickets in diesem Bereich sind schon geschrieben. Man wird abwarten müssen, inwieweit es in diesem doch sehr prozessgetriebenen Business eventuell nochmal in einer größeren Welle zu Umverteilungen kommen kann.

In der Beratung von „Multi-Manager-Produkten“ kristallisiert sich ein Interesse bei den Consultants heraus. Hier muss man allerdings zuwarten, ob die einstmals hochgesteckten und formulierten Erwartungen der Branche bei Multi-Manager-Produkten aufgehen. Die Branche scheint sich schwer zu tun.

Über alle sechs Produktalternativen hinweg zeigt sich, dass dem internationalen Brand aus Sicht der Consultants nicht eine so hohe Bedeutung beizumessen ist. Dagegen ist es das Know-how auf dem jeweiligen Gebiet, aber auch die Erfahrung des Teams, mit denen gepunktet werden kann. Zu guter Letzt lassen sich Mandate immer leichter gewinnen, wenn die Consultants schon entsprechende Referenzen aufweisen können.

## D Zusammenfassung

In der Studie 2005 schrieben wir in der Zusammenfassung: „der Consultant-Markt befindet sich aktuell in einer Such- und Findungsphase“. Heute können wir resümieren, dass dieser Prozess noch keineswegs beendet ist. Im Unterschied zu vor zwei Jahren hat sich die wesentliche Veränderung aber auf gesellschaftsrechtlicher Ebene vollzogen. Für alle beteiligten Consultants gilt nach wie vor, eine Strategie für den deutschen Markt zu entwickeln und eine Standortbestimmung vorzunehmen. Im Unterschied zu anderen Ländern kommt in Deutschland hinzu, dass die Master KAG als typisch deutsche Institution sich auch in der Beratung ihrer institutionellen Kunden zu Wort meldet und dies den Consultants einen Teil des Kuchens wegnimmt.

Es ist zu erwarten, dass sich der Consultantmarkt erst nach einer gewissen Zeit und einer endgültigen Konsolidierung gefunden haben wird. Wachstumspotential – zumindest ein moderates – besteht in Anbetracht der zunehmenden regulatorischen Zwänge, die auch auf den meisten Institutionellen lasten, allemal. Ob dieses Wachstum auf Kosten der deutschen Berater geht und sich zum Nutzen der großen ausländischen Consultants auswirkt, kann heute noch nicht beantwortet werden. Auch in anderen Dienstleistungsbereichen hat sich gezeigt, dass internationale Player sich oft schwer tun, da sie die Gegebenheiten lokaler Nutzer nicht verstehen oder den lokalen Touch ganz einfach vernachlässigen. Hierin liegt die Chance für inländische Beraterhäuser. Dennoch kann nicht von der Hand gewiesen werden, dass innerhalb kürzester Zeit einige Anbieter praktisch nicht mehr existieren. Ob diese Verengung der Consultant-Anbieter letztlich dem Anleger nutzt, muss in aller Klarheit bezweifelt werden. Mehr Wettbewerb hat noch nie geschadet. Im Interesse aller Beteiligten, zuvorderst der institutionellen Anleger, aber auch der Asset Manager und natürlich der Consultants selbst können wir nur hoffen, dass die Konsolidierung bei den Consultants schnell über die Bühne geht und der Consultantmarkt sich findet. Da die Consultants derzeit stark mit sich selbst beschäftigt sind, steht zu vermuten, dass auch andere Dienstleister im Asset Management den institutionellen Anlegern mit verschiedenen Services werden unter die Arme greifen wollen.

Wir wollten mit dieser Studie wieder eine aktuelle Bestandsaufnahme des Marktes vornehmen. Wir hoffen, dass uns dies gelungen ist und wir ein wenig zur Transparenz in diesem Bereich beitragen konnten.

## **Studienteilnehmer**

### **alpha portfolio advisors GmbH**

Wiesbadener Weg 2a  
65812 Bad Soden im Taunus

#### **Dr. Jochen Kleeberg**

Tel.: +49-6196-651535-0  
Fax: +49-6196-651535-5  
Email: [info@alphaport.de](mailto:info@alphaport.de)  
Internet: [www.alphaport.de](http://www.alphaport.de)

### **Faros Consulting GmbH & Co KG**

Bockenheimer Landstraße 93  
60325 Frankfurt am Main

#### **Uwe A. Rieken**

Tel.: +49-69-907449-0  
Fax: +49-69-907449-49  
Email: [u.rieken@faros-consulting.de](mailto:u.rieken@faros-consulting.de)  
Internet: [www.faros-consulting.de](http://www.faros-consulting.de)

### **Feri Institutional Advisors GmbH**

Haus am Park  
Rathausplatz 8-10  
61348 Bad Homburg

#### **Marcus Burkert**

Tel.: +49-6172-916-3600  
Fax: +49-6172-916-1600  
Email: [fia@feri.de](mailto:fia@feri.de)  
Internet: [www.feri.de](http://www.feri.de)

### **Georg Seil Consulting GSC GmbH**

Am Gänsberg 39  
65207 Wiesbaden-Rambach

#### **Georg Seil**

Tel.: +49-611-20497-10  
Fax: +49-611-20497-12  
Email: [info@gsconsulting.de](mailto:info@gsconsulting.de)  
Internet: [www.gsconsulting.de](http://www.gsconsulting.de)

### **BAM Berlin Asset Management GmbH**

Rankestraße 26  
10789 Berlin

#### **Dirk Brensell**

Tel.: +49-30-214588-0  
Fax: +49-30-214588-50  
Email: [info@berlin-asset.de](mailto:info@berlin-asset.de)  
Internet: [www.berlin-asset.de](http://www.berlin-asset.de)

### **Watson Wyatt Heissmann GmbH**

Junghofstr. 24  
60311 Frankfurt am Main

#### **Bernd Haferstock**

Tel.: +49-69-1338678-180  
Fax: +49-69-1338678-10  
Email: [bernd.haferstock@watsonwyatt.com](mailto:bernd.haferstock@watsonwyatt.com)  
Internet: [www.watsonwyatt-heissmann.com](http://www.watsonwyatt-heissmann.com)

### **FondsConsult Institutional GmbH**

Nymphenburger Str. 45  
80335 München

#### **Joachim Meyer**

Tel.: +49-89-24-20-68-141  
Fax: +49-89-24-20-68-168  
Email: [meyer@fondsconsult.de](mailto:meyer@fondsconsult.de)  
Internet: [www.fondsconsult.de](http://www.fondsconsult.de)

## TELOS GmbH

Abraham-Lincoln-Straße 7  
65189 Wiesbaden

Tel.: +49-611-9742-100

Fax: +49-611-9742-200

[info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)

[www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)