

Prof. Dr. Gerd Waschbusch\*/ Volker Braunberger\*\*

## Das Aufbrechen der Asset-Management-Wertschöpfungskette: Veränderte Rahmenbedingungen für Versicherungsunternehmen

### Asset Management in Deutschland und die Bedeutung der Versicherungsunternehmen

Das Asset Management gehört in Europa und insbesondere in Deutschland nach wie vor zu den größten Wachstumsmärkten innerhalb der Segmente des Finanzdienstleistungssektors. Asset Management ist hierbei synonym zum Begriff „Investment Management“ zu verstehen und meint im Grunde nichts anderes als eine Art der Vermögensverwaltung. Aus Sicht eines Versicherungsunternehmens stellt das Asset Management im Wesentlichen eine Form der eigenen Kapitalanlage dar.

Grundsätzlich werden in Deutschland nach der Art der Anleger zwei Arten von Fonds unterschieden:

- Publikumsfonds und
- Spezialfonds.

Die Abbildung 1 zeigt eindrucksvoll wie sich das Fondsvermögen bei den Publikumsfonds und den Spezialfonds seit 1994 in Deutschland entwickelt hat und offenbart dabei das angesprochene Wachstumspotenzial dieses Marktes.

Im Bereich der Spezialfonds wird in Deutschland mittlerweile ein gesamtes Vermögen von mehr als 630 Milliarden Euro verwaltet. Die Versicherungsunternehmen sind dabei mit 37% die größte Gruppe von Investoren und damit Nachfragern im Spezialfondsumfeld (siehe Abbildung 2).

### Die Rolle der Versicherungsunternehmen im Asset Management

Betrachtet man vor dem Hintergrund der Daten aus den Abbildungen 1 und 2 die Rolle der Versicherungsunter-

nehmen im Asset Management, so wird schnell deutlich, dass diese Rolle von einer nachvollziehbaren Ambivalenz geprägt ist. Versicherungsunternehmen zählen auf der einen Seite zu den größten Nachfragern (sprich: Anlegern) im Bereich des Asset Managements. Auf der anderen Seite unterhalten sie gleichzeitig nicht selten eigene Kapitalanlagegesellschaften

\* Universität des Saarlandes, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insb. Rechnungswesen und Finanzwirtschaft

\*\* ITECHX GmbH, Geschäftsführer

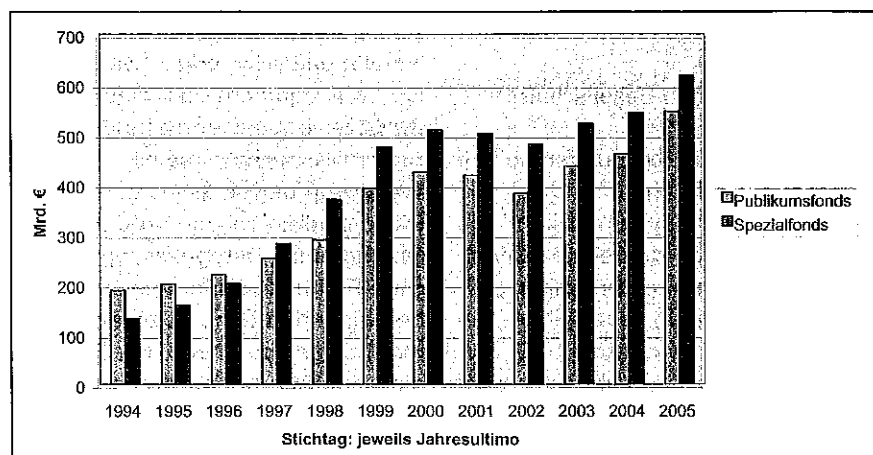


Abb. 1: Entwicklung des Fondsvermögens in den Jahren 1994 bis 2005

Quelle: BVI, eigene Darstellung

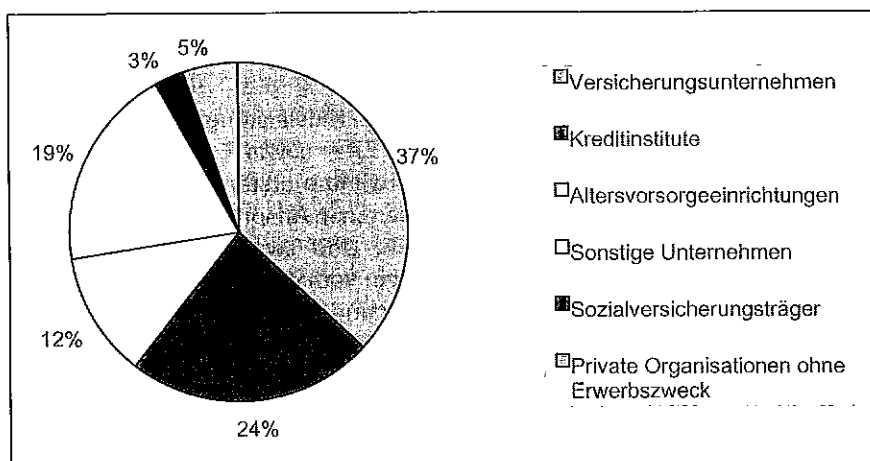


Abb. 2: Verteilung des in Spezialfonds verwalteten Vermögens auf institutionelle Anlegergruppen

Quelle: Deutsche Bundesbank Kapitalmarktstatistik August 2006, eigene Darstellung

ten (KAG) und treten damit auch als Anbieter von Asset Management Leistungen auf.

Aufgrund dieser ambivalenten Rolle, die Versicherungsunternehmen im Bereich des Asset Managements übernehmen, geraten diese mehr und mehr in ein organisatorisches Spannungsfeld hinein, das vielen noch gar nicht so bewusst ist. Versicherungsunternehmen müssen sich aufgrund ihres hohen Mittelaufkommens auch im Interesse ihrer Kunden um das Thema „Kapitalanlagen“ kümmern und sich damit auch im Asset Management engagieren. Gleichzeitig stellt sich aber für alle Versicherungsunternehmen die strategische Frage, wie diese Kapitalanlagen vor dem Hintergrund der eigenen Möglichkeiten und Ziele organisiert werden sollen. Hierbei sind Antworten auf folgende Fragen zu finden:

– Mit einer eigenen Gesellschaft?

Wenn ja, welche Leistungen sollen angeboten werden?

Will man nur konzerneigene Mittel einsetzen oder auch Drittmittel „erobieren“?

Welchen Anforderungen setzt man sich damit aus?

Welches Geschäftsmodell soll gewählt werden?

– Oder arbeitet man lieber doch mit einem konzernfremden Haus zusammen?

Falls ja: Welche Anbieter soll man wählen?

Alles aus einer Hand oder Einsatz von Spezialisten für jeden Teil der Asset-Management-Wertschöpfungskette?

Die angesprochene Frage nach der Organisation des Engagements im Asset Management gerät für die Versicherungsunternehmen mehr und mehr zum Vabanquespiel. Viele sehen das eingangs skizzierte Wachstumspotenzial und wollen durch ein eigenes Engagement im Asset Management im Rahmen einer Diversifikationsstrategie davon profitieren. Aber gerade diese Entscheidung wird zunehmend schwieriger, weil das Asset Management in Deutschland massive organisatorische Veränderungen innerhalb seiner eigenen Wertschöpfungskette verzeichnet. Diese sind insbesondere durch eine zunehmende Deregulierung rechtlicher Rahmenbedingungen und die damit verbundene Liberalisierung möglich geworden und stellen auch die Versicherungen vor neue Möglichkeiten bzw. Herausforderungen bei der Organisation ihres Engagements als Nachfrager und/oder als Anbieter im Asset Management.

Als Konsequenz dieser Liberalisierung machen immer stärkere aufsichtsrechtliche Anforderungen es zunehmend schwerer, die dafür notwendigen Investitionen in IT und Personal selbst zu bewältigen, so dass sich insbesondere für kleine und mittlere Versicherungsunternehmen ein Outsourcing der eigenen Kapitalanlagen (Asset Management) als unausweichliche Alternative abzeichnet.

## Die Asset-Management-Wertschöpfungskette

Nun ist das Thema „Aufbrechen der Wertschöpfungskette im Asset Management“ womöglich kein neuer Trend; dies mag auch stimmen, wenn man die Diskussionen in der Asset Management Branche verfolgt. Interessanterweise sieht aber die Umsetzungspraxis ganz anders aus. Kaum ein Anbieter nutzt die Möglichkeiten, die sich mittlerweile bieten, um in der Wertschöpfungskette durch zunehmende Spezialisierung Wettbewerbsvorteile aufzubauen.

Fakt ist dabei auch, dass Deutschland dem in Europa zu beobachtenden Trend des Outsourcings von Asset Management Leistungen weit hinterherhinkt. Dies ist insbesondere durch die deutsche Gesetzgebung begründet, die erst seit 2002 (4. Finanzmarktförderungsgesetz) und insbesondere seit Januar 2004 durch § 16 Investmentgesetz die Auslagerung von Aktivitäten aus der Asset-Management-Wertschöpfungskette (u.a. Kerntätigkeiten des Fondsmanagements, des Fondscontrollings und der Fondsadministration) erlaubt.

**Fakt ist, dass Deutschland dem in Europa zu beobachtenden Trend des Outsourcings von Asset Management Leistungen weit hinterherhinkt**

Erstaunlich ist auch, dass in Deutschland bezüglich des Asset Managements kaum eine allgemeingültige Sicht der so genannten Wertschöpfungskette besteht, was oftmals die Basis vieler Probleme ausmacht, die sich durch ein Engagement im Asset Management ergeben. Um diesem Manko entgegenzuwirken, wird in der vorliegenden Darstellung ein prototypisches Bild der Asset-Management-Wertschöpfungskette zugrunde gelegt, das grundsätzlich aus vier Teilprozessen besteht:

1. dem Vertriebsprozess,
2. dem Investmentprozess,
3. dem Produktionsprozess sowie
4. dem Abwicklungsprozess.

Jedem Teilprozess werden dabei ineinander greifende Aktivitäten zu geordnet, die letztlich die gesamte Wertschöpfungskette ausmachen. Die Abbildung 3 verdeutlicht diesen Ablauf und zeigt die Vielschichtigkeit und Komplexität der Problematik.

Es ist darauf hinzuweisen, dass es nicht die Wertschöpfungskette gibt, sondern dass in der Praxis durchaus unterschiedliche Ausprägungen der Wertschöpfungskette zu finden sind. Diese unterscheiden sich jedoch weniger durch die Gesamtheit der dargestellten Aktivitäten, sondern eher durch die Ansiedlung einzelner Aktivitäten innerhalb der Wertschöpfungskette. Im Ergebnis kommt es so zu einer Reihe von Rollen und damit Organisationsstrukturen verschiedener Anbieter-Geschäftsmodelle, die in der Wertschöpfungskette mittlerweile ihren Platz haben.

Um einen Überblick zu geben, welche Rollen mittlerweile in der Wertschöpfungskette gelebt werden, verdeutlicht die Abbildung 4 (S. 150), welche Marktteilnehmer sich derzeit die Wertschöpfungskette aufteilen und an welchen Punkten sich Versicherungsunternehmen als Anbieter positionieren können bzw. müssen und mit wem Versicherungsunternehmen in ihrer Rolle als Nachfrager im Asset Management eine Geschäftsbeziehung aufbauen können.

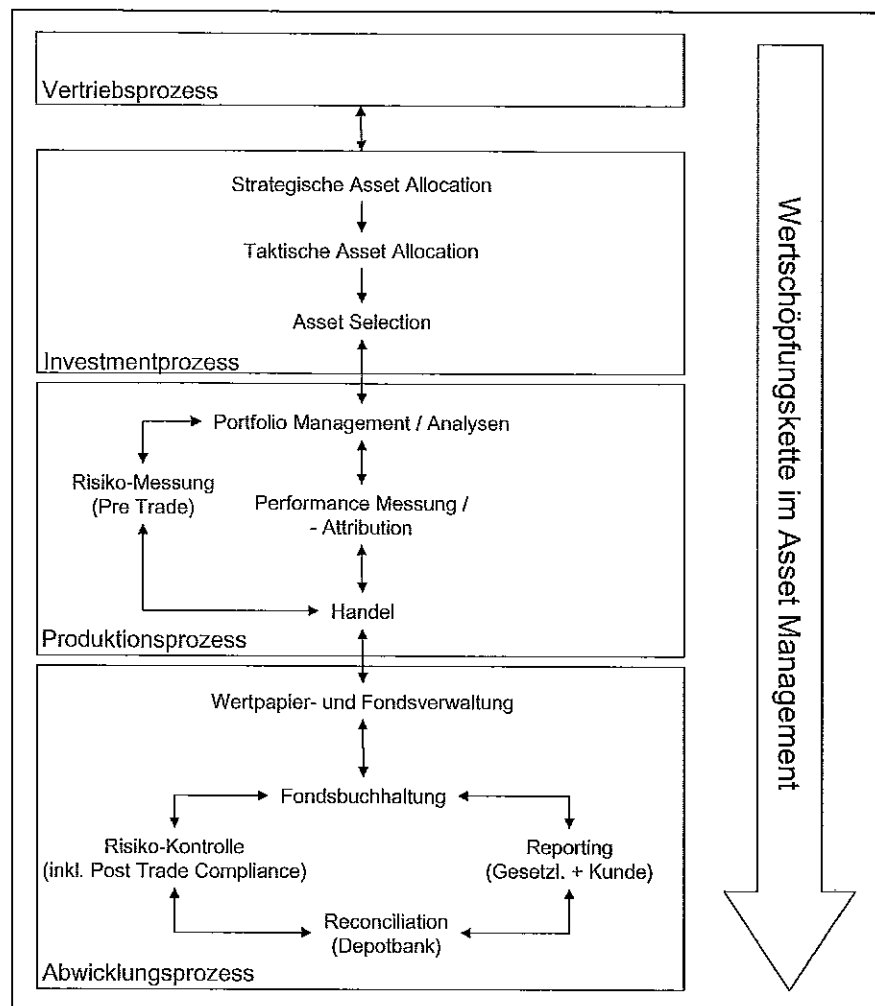


Abb. 3: Prototypische Wertschöpfungskette im Asset Management

Die Vielzahl der Marktteilnehmer, die mit den unterschiedlichen Strukturen auch unterschiedliche Geschäftsmodelle verbinden, zeigt, dass sich der Markt „Asset Management“ auch in Deutschland einem immer schärferen Wettbewerb unterworfen sieht, wovon nicht zuletzt auch die Versicherungsunternehmen sowohl auf der Nachfrager- als auch auf der Anbieterseite betroffen sind:

- Aus der Nachfragersicht ist die Verschärfung des Wettbewerbs eher positiv zu bewerten, da durch den zunehmenden Wettbewerbsdruck die Kosten der Kapitalanlagen sinken.
- Aus der Anbietersicht ist die Verschärfung des Wettbewerbs eher negativ zu bewerten, da die Entscheidung für oder gegen ein Engagement im Asset Management mit einer grundlegenden organisatori-

schen Positionierung in einem immer mehr aufbrechenden Markt verknüpft werden muss.

### Versicherungsunternehmen als Nachfrager (Anleger) im Asset Management

Die Art der Fragestellung eines Versicherungsunternehmens, das Asset-Management-Leistungen nachfragt, zielt primär darauf ab, bei welchen Anbietern diese Leistungen nachgefragt werden sollen. Dies beinhaltet gerade vor dem Hintergrund der Abbildung 4 nicht eine Entscheidung für Anbieter A oder gegen Anbieter B, sondern bezieht sich vielmehr auf die Grundsatzentscheidung, ob man beispielsweise einen Anbieter sucht, der einen Full-Service anbietet, oder ob man sich für jeden Teilprozess im Wege eines Cherry Picking verschiedene Anbieter sucht.

Teil der Wertschöpfungskette Prozessschritt		Beteiligte in der Asset-Management-Wertschöpfungskette						
		Fonds- plattform	Klassische KAG	Master KAG	Fonds- advisor (Consultant)	Depotbank (Custodian)	Asset Manager	Anleger
Vertriebsprozess	Eigenfonds		x					
	Drittfonds	x	x					
Investmentprozess	strategische Asset Allocation		x		x			x
	taktische Asset Allocation		x		x			x
	Asset Selection		x		x			x
Produktionsprozess	Portfolio Management / Analysen		x				x	
	Performance Messung und -attribution		x	x		x	x	
	Handel	x	x				x	
	Risiko-Messung	x	x	x		x	x	
Abwicklungsprozess	Wertpapier- und Fondsverwaltung	x	x	x		x		
	Fondsbuchhaltung	x	x	x		x		
	Risiko-Kontrolle	x	x	x		x		
	Compliance		x	x		x		
	Reporting	x	x	x		x	x	x
	Depotbankaufgaben (Reconciliation)					x		

Legende: x = bietet Leistungen in dem jeweiligen Teil der Wertschöpfungskette an  
 = sinnvolle Rollen aus Sicht eines Versicherungsunternehmens

Abb. 4: Beteiligte in der Asset-Management-Wertschöpfungskette

Ziel ist hier der Aufbau der eigenen individuellen Wertschöpfungskette für das eigene Asset Management (bzw. die eigenen Kapitalanlagen), wobei auch jede individuelle Ausprägung sich grundsätzlich immer an den Ablauf in Abbildung 3 anlehnen muss, da das Investmentaufsichtsrecht hier klare Rahmenbedingungen setzt, wie z.B. die festgelegte Rolle einer unabhängigen Depotbank in den §§ 20 ff. InvG.

Da ein Versicherungsunternehmen als Nachfrager in erster Linie im Spezialfondsumfeld aktiv wird (auch wenn beispielsweise in Dachfondskonstruktionen durchaus Investmentanteile von Publikumsfonds erworben werden), reduziert sich der Aufbau der eigenen Wertschöpfungskette auf die drei Teilprozesse:

1. Investmentprozess,
2. Produktionsprozess sowie
3. Abwicklungsprozess.

Der Vertriebsprozess ist aus Sicht des anlegenden Versicherungsunternehmens nur insofern von Interesse, als dass sich hier die potenziellen Anbie-

ter um das Mandat des jeweiligen Versicherungsunternehmens bemühen.

Vor der Vergabe eines Investmentmandates und damit der Umsetzung der eigenen Wertschöpfungskette muss das Versicherungsunternehmen – wie oben bereits angesprochen – grundsätzlich die folgende Entscheidung treffen:

1. die Entscheidung für einen Full-Service-Anbieter bzw.
2. die Entscheidung für eine Best-of-Breed-Wertschöpfungskette (für jede Aktivität der Wertschöpfungskette wird ein Spezialist beauftragt).

Beide Ansätze sind für ein anlegendes Versicherungsunternehmen mit Vor- und Nachteilen verbunden, die in Abbildung 5 dargestellt werden und als Entscheidungshilfe dienen sollen.

Es gibt bei der Grundsatzentscheidung Full-Service-Anbieter oder Best-of-Breed-Ansatz kein richtig und kein falsch. Vielmehr muss die organisatorische Entscheidung, wie das Engagement abgewickelt werden soll, einhergehen mit einer fundier-

ten Anlageentscheidung, die die Ziele der Kapitalanlage ausreichend reflektiert. Jedes anlegende Versicherungsunternehmen muss sich bei jedem neu zu vergebenden Mandat oder der Überprüfung bestehender Mandate einer Vielzahl komplexer Fragen stellen, die insbesondere durch das Aufbrechen der Wertschöpfungskette um die organisatorische Komponente ergänzt werden muss:

*A. Organisatorische Fragen:*

- Welche Ziele werden mit dem Mandat verfolgt?
- Welcher/welche Anbieter erfüllt/erfüllen die Ziele am Ehesten?
- Welche Reporting-Anforderungen müssen erfüllt werden?
- Welche Teile der Wertschöpfungskette (z.B. im Investmentprozess) können von dem Versicherungsunternehmen selbst unterstützt werden?

*B. Anlagepolitische Fragen:*

- Welches Rendite-Risiko-Profil wird angestrebt?

- Passt die Entwicklung vorhandener bzw. angestrebter Finanzanlagen (noch) zu den Rahmenbedingungen des Versicherungsunternehmens?

- Welche rechtlichen (insbesondere aufsichtsrechtlichen) Anforderungen bestehen an die jeweilige Kapitalanlage?

- Welche Anlagen sind im Rahmen der Anforderungen eines Asset-Liability-Managements überhaupt möglich?

	Vorteile	Nachteile
Full-Service-Anbieter	<ul style="list-style-type: none"> <li>• geringe organisatorische Anforderungen, da nur ein Ansprechpartner</li> <li>• transparentes Leistungsportfolio</li> <li>• kaum Schnittstellenprobleme innerhalb der Wertschöpfungskette</li> <li>• schnellerer Entscheidungsprozess für den Anbieter</li> <li>• geringere Kosten, da Margen nicht mehrfach anfallen müssen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Abhängigkeit von einem Anbieter</li> <li>• Wechsel des Asset Managers bei schlechten Leistungen meist schwierig</li> <li>• oftmals intransparente Gebührenmodelle</li> <li>• oftmals inflexible Abläufe (z.B. im Reporting)</li> </ul>
Best-of-Breed-Ansatz	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Steigerung der Prozessqualität durch Expertenansatz</li> <li>• höhere Flexibilität beim „Auswechseln“ einzelner Teile der Wertschöpfungskette</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• höhere Kosten durch die Einbindung einer Vielzahl an Anbietern</li> <li>• Schnittstellenproblematik</li> <li>• höhere organisatorische Anforderungen</li> </ul>

Abb. 5: Vor- und Nachteile eines Full-Service-Anbieters im Vergleich zu einem Best-of-Breed-Ansatz

Viele Versicherungsunternehmen sehen sich mit der Beantwortung solcher Fragen zunehmend überfordert und gehen lieber klassische und bekannte Wege, die meist auf einen Full-Service-Anbieter und/oder eine konzern-eigene Gesellschaft zielen. Nicht selten werden die Potenziale unterschätzt, die durch einen Expertenansatz insbesondere im Bereich der Performance und des automatisierten Reportings erzielt werden können. Ein erster hilfreicher Schritt zur Optimierung der eigenen Kapitalanlagen kann hierbei die frühzeitige Einbindung so genannter Fondsconsultants sein, die oftmals die notwendige Unabhängigkeit und Markttransparenz mitbringen, um im Sinne der anlegenden Versicherungsunternehmen die jeweils beste mandatspezifische Wertschöpfungskette zu kreieren, die dann Full-Service-Charakter haben oder auch einen Best-of-Breed-Ansatz umfassen kann.

**Versicherungsunternehmen als Anbieter im Asset Management**

Nicht selten folgt das Engagement eines Versicherungsunternehmens als Anbieter im Asset Management dem Engagement dieses Versicherungsunternehmens als Nachfrager im Asset Management. Die strategische Überlegung, die dahinter steht, ist einfach: Warum die eigenen Mittel in die Hände Dritter geben, wenn man konzernintern mit einer eigenen Gesellschaft einerseits die eigenen Kapitalanlagen vornehmen und gleichzeitig auch Drittkunden außerhalb des Konzerns gewinnen kann.

Vor 2002 und insbesondere vor 2004 war die Entscheidung, welche Art Anbieter gegründet werden soll, sehr einfach. Es war die klassische KAG mit ihrem umfassenden Angebotsportfolio wie es in Abbildung 4 skizziert wird. Aktuell stehen jedoch viele Versicherungsunternehmen, die mit eigenen Kapitalanlagegesellschaften am Markt aktiv sind, vor der Entscheidung, ob die Strategie eines Full-Service-Anbieters in einem sich zunehmend fragmentierenden Markt noch die richtige ist. Einerseits wird der Ertragsdruck auf die Kapitalanlagegesellschaften immer größer, andererseits steigen die Qualitätsansprüche

insbesondere der institutionellen Anleger und die Anforderungen der Aufsichtsbehörden rapide an. Neben einer hohen Erwartung an die Performance zielen die Anlegeranforderungen vor allem immer stärker auf hervorragende Serviceleistungen im Umfeld von Reporting und Controlling. Um diesem Spannungsfeld zu begegnen, ist es auch für Kapitalanlagegesellschaften von Versicherungsunternehmen unerlässlich, über die Tiefe der eigenen Asset-Management-Wertschöpfungskette nachzudenken. Nicht selten kommen dabei viele zu dem Entschluss: Outsourcing!

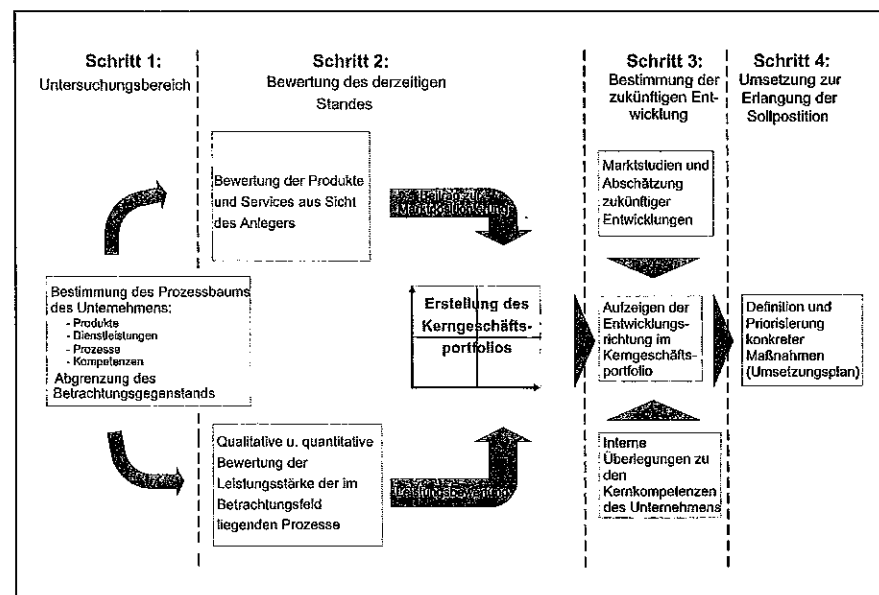


Abb. 6: Idealtypisches Vorgehen im Rahmen eines Outsourcings

Dieser Entschluss führt aber sehr schnell zu vielen komplexen Fragen, deren Beantwortung die Umsetzung eines Outsourcings derzeit noch allzu oft im Keim erstickt:

1. Wo liegen die Kernkompetenzen des angestrebten Geschäftsmodells?
2. Was soll demzufolge outgesourct werden?
3. Was darf überhaupt outgesourct werden?
4. Welche Kosten entstehen an welchen Stellen der eigenen Wertschöpfungskette?
5. Wer ist der geeignete Outsourcing Partner?

Die Komplexität einer solchen Outsourcing-Umsetzung kann an dieser Stelle nicht umfassend beleuchtet werden. Stattdessen illustriert die Abbildung 6 den idealtypischen Ablauf der Umsetzung eines Outsourcings.

Eine wichtige Voraussetzung für die Umsetzung eines Outsourcings ist schlicht die Kenntnis der eigenen Stärken und Schwächen sowie der eigenen Kostenstruktur, um gesichert eine Aussage darüber zu treffen, welche Kernkompetenzen die Basis für das neue Geschäftsmodell ausmachen. Insbesondere im Hinblick auf die immer stärker werdenden aufsichtsrechtlichen Regelungen (auch im Vorgriff auf Solvency II) wird für viele Versicherungsunternehmen das Thema „Outsourcing der eigenen Kapitalanlagen“ eine noch stärkere Bri-

sanzen erhalten, da die Struktur der eigenen Kapitalanlagen sehr schnell zu einem zusätzlichen aufsichtsrechtlichen Kapitalbedarf führen kann und somit der Anspruch an die Kompetenz bei den Kapitalanlagen weiter steigen wird.

### Fazit

Führt man die beiden Rollen von Versicherungsunternehmen im Asset Management zusammen, so zeigt sich sehr schnell die Komplexität, der beide Seiten innerhalb der Asset-Management-Wertschöpfungskette ausgesetzt sind.

Wenn sich eine Versicherungs-KAG in dem immer stärkeren Wettbewerb behaupten will, muss sie vor allem in dem nach wie vor größten Anlegerkreis – nämlich den Versicherungsunternehmen selbst – erste Wahl sein. Damit wird deutlich, dass eine Versicherungs-KAG bestimmte Teile der Asset-Management-Wertschöpfungskette wie z.B. den Investmentprozess sowie die Risikokontrolle und das Reporting in jedem Fall selbst anbieten sollte, um sich hier durch spezifisches Know-how entsprechende Wettbewerbsvorteile zu verschaffen. Dies aber immer unter der entscheidenden Voraussetzung, dass die Kostensituation ein solches Engagement rechtfertigt und für die Teile, die outgesourct werden sollten (z.B. Fondsbuchhaltung), sich ein geeigneter Partner findet.

Das anlegende Versicherungsunternehmen dagegen muss sich bei einer immer stärker aufbrechenden Wertschöpfungskette seiner Bedeutung als Anleger mehr bewusst werden und vor allem klare Prioritäten an die Betreuung ihres Asset-Management-Engagements setzen. Dabei werden bei den immer komplexeren rechtlichen Anforderungen (insbesondere im Solvabilitätsumfeld) auch die Anforderungen an die Qualität des Reportings und der Risikokontrolle der anlegenden Versicherung mehr und mehr die Entscheidung für oder gegen einen Anbieter im Asset Management beeinflussen (müssen).

Tuberkulose heilen.  
Helfen Sie jetzt.

Informationen unter:  
Telefon 0931/7948-0  
www.dahw.de

**DAHW**  
Deutsche Lepra- und  
Tuberkulosehilfe e.V.