



---

November 2007

# **Analyse offener Produkt- und Dienstleistungsarchitekturen im Fondsgeschäft**

WWZ Forschungsbericht 08/ 07

Michael Pohl, Simon Zaby

---

Der Autor/ die Autoren:

**Dr. rer. pol. Michael Pohl**

Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Abteilung für Bankmanagement und Controlling

Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum (WWZ) der Universität Basel  
Abteilung Bankmanagement und Controlling  
Petersgraben 51, CH-4003 Basel  
michael.pohl@unibas.ch

**Dipl.-Kfm. Simon Zaby**

Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Abteilung für Bankmanagement und Controlling

Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum (WWZ) der Universität Basel  
Abteilung Bankmanagement und Controlling  
Petersgraben 51, CH-4003 Basel  
simon.zaby@unibas.ch

---

Eine Publikation des Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums (WWZ) der Universität Basel.

Diese Publikation und das in ihr dargestellte Forschungsprojekt wurde durch den Förderverein des WWZ finanziell unterstützt.

© WWZ Forum 2007 und der Autor/ die Autoren. Eine Reproduktion über die persönliche Nutzung des Papiers in Forschung und Lehre hinaus, bedarf der Zustimmung des Autors/ die Autoren.

**Contact:**

WWZ Forum | Petersgraben 51 | CH-4003 Basel | [forum-wwz@unibas.ch](mailto:forum-wwz@unibas.ch) | [www.wwz.unibas.ch](http://www.wwz.unibas.ch)

## **Inhaltsverzeichnis**

<b>Einleitung</b> .....	<b>5</b>
<b>A. Der Fondsmarkt und dessen Wertschöpfungskette</b> .....	<b>6</b>
<b>I. Anlagefonds und deren Entwicklung</b> .....	<b>6</b>
1. Begriff und Typologie.....	6
2. Historische Entwicklung des Fondsgeschäfts .....	8
3. Zukünftiges Wachstumspotential für das Fondsgeschäft.....	9
<b>II. Analyse der Wertschöpfungskette im Rahmen offener Architekturen</b> .....	<b>12</b>
1. Alternative Ausgestaltungsformen des Fondsmanagements.....	14
2. Charakteristiken des Transaktionsmanagements.....	16
3. Alternative Vertriebswege.....	16
<b>B. Umsetzung offener Produkt- und Dienstleistungsarchitekturen in der Praxis</b> .....	<b>21</b>
<b>I. Aufbau der empirischen Erhebung</b> .....	<b>21</b>
<b>II. Outsourcing in der Fondsherstellung</b> .....	<b>22</b>
1. Outsourcing im Rahmen der Untersuchung.....	22
2. Outsourcing im internationalen Vergleich.....	23
<b>III. Relevanz und Durchlässigkeit alternativer Vertriebskanäle</b> .....	<b>24</b>
1. Anzahl der Vertriebspartner als Indikator offener Architektur .....	24
2. Verteilung des Vertriebsvolumens auf internen und externen Vertrieb .....	27
3. Untersuchung alternativer externer Vertriebswege im Rahmen der Untersuchung und im internationalen Vergleich .....	28
<b>C. Möglichkeiten und Grenzen der konsequenten Umsetzung des Open-Architecture-Gedankens</b> .....	<b>31</b>
<b>I. Kostentransparenz und Kostenhöhe für den Anleger</b> .....	<b>31</b>
1. Umsetzung der Kostentransparenz durch Schaffung einheitlicher Kennzahlen .	31
2. Der Einfluss von Skaleneffekten auf die Kostenhöhe .....	33
<b>II. Anforderungen an Mitarbeiter und Systeme</b> .....	<b>34</b>

---

1. Mitarbeiterbezogene Anforderungen .....	34
2. Systembezogene Anforderungen .....	35
<b>III. Regulatorische Hemmnisse im Fondsgeschäft.....</b>	<b>35</b>
1. Hemmnisse auf Herstellungsebene .....	36
2. Gesetzliche Grenzen bei der Dekomposition der Wertschöpfungskette .....	37
3. Regulatorische Grenzen im Fondsvertrieb .....	38
<b>Fazit.....</b>	<b>39</b>
<b>Anhang.....</b>	<b>41</b>
<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>43</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>44</b>

## Einleitung

Das Anlagefondsgeschäft zählt, nicht zuletzt aufgrund der demographischen Entwicklung, zu einem der am stärksten wachsenden Segmente innerhalb der Finanzdienstleistungsindustrie. Dabei ist die zukünftige Entwicklung einerseits durch eine zunehmende Konkurrenzierung durch alternative Anlagevehikel wie Zertifikate geprägt. Andererseits sehen sich auch die klassischen Absatzkanäle von Anlagefonds – die Banken und Versicherungen – zunehmender Konkurrenz neuer Vertriebsformen ausgesetzt.

Um in diesem zunehmend kompetitiven Umfeld bestehen zu können, setzen sowohl die Produzenten als auch die Vertriebsgesellschaften verstärkt auf offene Architekturen. Deren Ausgestaltungsformen, der aktuelle Stand der Umsetzung sowie die Möglichkeiten und Grenzen, die sich durch diese sogenannten Open-Architecture-Konstruktionen ergeben, werden im vorliegenden Forschungsbericht beleuchtet.

Ausgangspunkt der Untersuchung ist dabei die Möglichkeit zur Aufspaltung der Wertschöpfungskette im Fondsgeschäft. Diese bringt für den Fondsanbieter die Möglichkeit mit sich, nicht mehr die vollständige Palette von Fondsmanagement, Transaktionsmanagement und Vertrieb anbieten zu müssen, sondern sich auf einzelne Elemente innerhalb der Wertschöpfungskette spezialisieren zu können. Kleinere Marktteilnehmer können auf diese Weise verstärkt Skaleneffekte realisieren. Für den Vertrieb ergibt sich wiederum die Möglichkeit auf ein breiteres Angebotsspektrum zugreifen zu können, da nicht nur eigene Produkte, respektive Produkte des eigenen Konzerns, berücksichtigt werden müssen.

Die Frage, inwiefern der Grundansatz der Aufspaltung der Wertschöpfungskette und der Spezialisierung – insbesondere für den Schweizer Markt – bereits umgesetzt ist, stellt den Kern der Analyse dar. Hierzu wurde ein Fragebogen an 37 Anbieter auf dem Schweizer Markt versandt, der aufgrund einer Rücklaufquote von knapp über 40 % zwar kein marktabdeckendes Bild darstellt, aber einen weitgehenden Einblick in den derzeitigen Umsetzungsstand ermöglicht. Dabei werden sowohl die Relevanz des Outsourcings für die Fondsherstellung, als auch die Relevanz und Durchlässigkeit der Vertriebskanäle für einzelne Anbieter betrachtet. Gleichzeitig werden die durch die Marktteilnehmer tatsächlich implementierten Outsourcing-Aktivitäten erfasst.

Zur Schaffung eines Überblicks hinsichtlich der Möglichkeiten und Grenzen einer konsequenten Umsetzung des Open-Architecture-Gedankens werden in einem ersten Schritt aus Anlegersicht die Kostentransparenz sowie die Realisierung von Skaleneffekten betrachtet. Daran anschliessend wird auf die sich für Anbieter ergebenden Anforderungen an Mitarbeiter und Systeme eingegangen. Abschliessend werden die bestehenden regulatorischen Hemmnisse sowohl aus einer theoretischen Sicht als auch auf Basis der Ergebnisse der Umfrage beleuchtet.

## A. Der Fondsmarkt und dessen Wertschöpfungskette

Die Bedeutung offener Produkt- und Dienstleistungsarchitekturen („Open Architectures“) für Hersteller, Anbieter sowie Abnehmer von Anlagefonds kann aus mehreren Treibern abgeleitet werden. Einerseits ist die bisherige und zukünftig zu erwartende Marktentwicklung – auch vor dem Hintergrund konkurrenzierender neuer Produkte – zu beachten, um den Übergang zu offenen Architekturen als Teil dieser Entwicklung zu erkennen. Andererseits ist die Wertschöpfungskette des Fondsvertriebs in ihre Kernelemente zu zerlegen, um die einzelnen Spezialisierungsmöglichkeiten und die daraus resultierenden Anforderungen betrachten zu können. Vorab gilt es jedoch Anlagefonds gegenüber anderen verwandten Produkten abzugrenzen.

### I. Anlagefonds und deren Entwicklung

#### 1. Begriff und Typologie

Ein Anlagefonds wird gemeinhin definiert als

- ein Vermögenspool („Sondervermögen“),
- der aufgrund öffentlicher Werbung (Ausnahme: „Fonds für professionelle Anleger“ in der Schweiz bzw. „Spezialfonds“ in Deutschland)
- von Anlegern durch Einzahlungen gespeist wird und
- von einer Fondsleitung,
- in der Regel nach dem Grundsatz der Risikoverteilung,
- kollektiv (für gemeinschaftliche Rechnung), aber in eigenem Namen
- in gesetzlich zulässige bzw. vertraglich vereinbarte Vermögenswerte anlegt wird.<sup>1</sup>

Dabei zeichnen sich Anlagefonds in der Regel – beispielsweise im Gegensatz zu zahlreichen Zertifikaten – durch eine sogenannte Open-End-Struktur aus. Das heisst, dass Fondsanteile laufend neu emittiert werden können, solange der Anlagefonds nicht formell geschlossen wird. Der Anleger fungiert hierbei als passiver Investor, da das Sondervermögen getrennt vom Eigenkapital der Fondsgesellschaft zu halten ist, so dass die Fondsanteile keine Anteile an der Kapitalbeteiligungsgesellschaft darstellen und somit nicht mit einem Stimmrecht ausgestattet sind. Durch die Konstruktion als Sondervermögen besteht – ebenfalls im Gegensatz zu Zertifikaten – für den Anleger keine Verlustgefahr im Fall der Insolvenz der Kapitalbeteiligungsgesellschaft.

Mit diesen Aussagen wird deutlich, dass Anlagefonds klar von verwandten Anlageformen abzugrenzen sind, wie zum Beispiel Anteilen an Investment-/Kapitalanlagegesellschaften oder Trusts, Index- und Aktienkorbzertifikaten sowie auch Anteilen an Immobilienaktiengesellschaften.

---

<sup>1</sup> In Anlehnung an Kollektivanlagengesetz (KAG) Art. 8 - 12; Den Otter (2003), S. 22.

Bezüglich der Ausgestaltung von Anlagefonds kann insbesondere zwischen Einzelfonds, welche den Regelfall darstellen und Dachfonds (Funds of Funds) sowie Umbrella-Fonds unterschieden werden. Hierbei stellen die beiden letzteren entweder ein in Einzelfonds investierendes (Dachfonds) oder ein aus Einzelfonds bestehendes (Umbrella-Fonds) Konstrukt dar. Einzelfonds können dabei in drei Ebenen erstens hinsichtlich der Anlageinstrumente, zweitens hinsichtlich der rechtlichen Ausgestaltung sowie der technischen Funktionsweise und drittens hinsichtlich der Domizilierung unterschieden werden (vgl. Abb. 1).

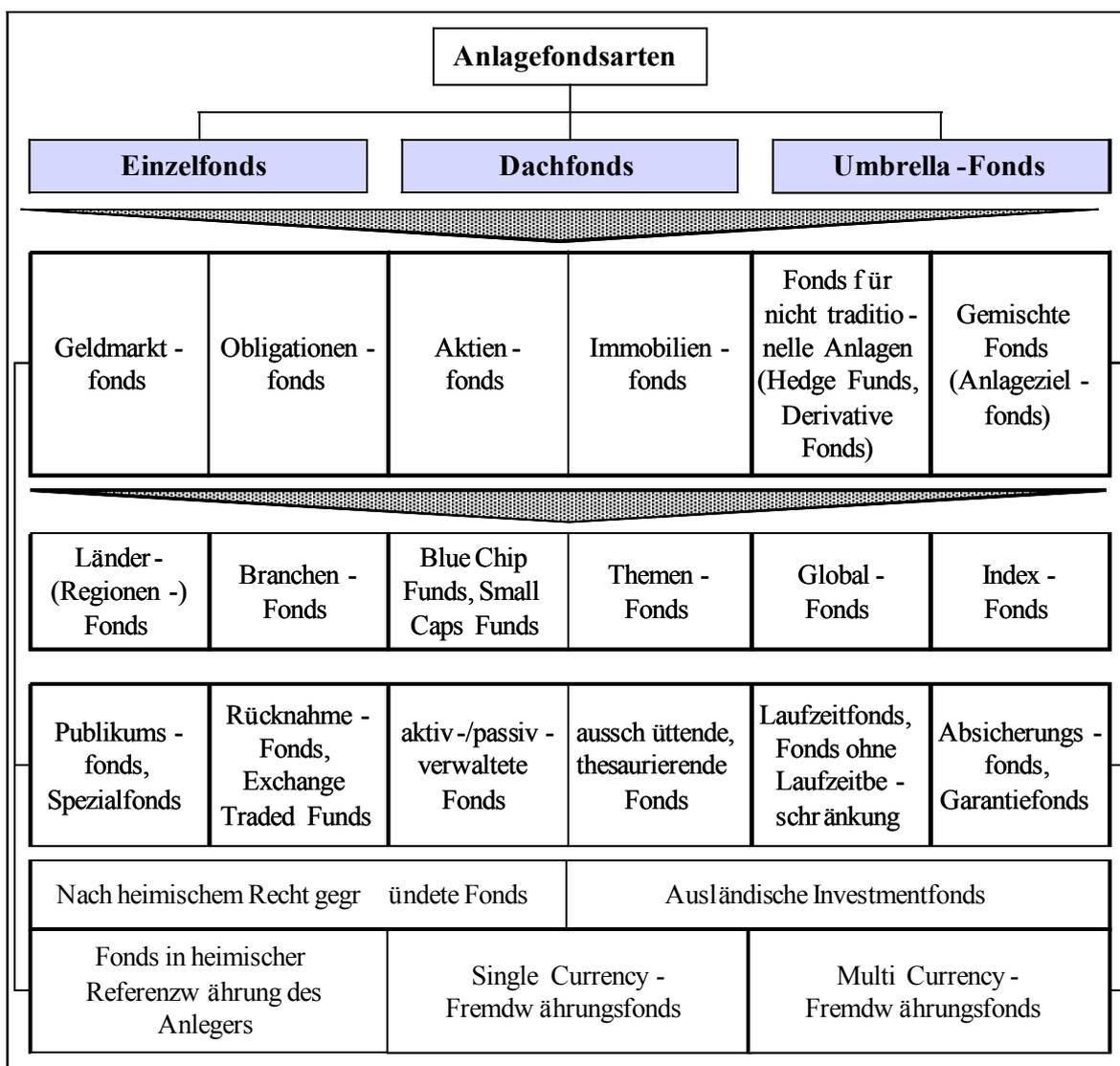


Abb. 1: Gestaltungsvarianten für Anlagefonds

Steht beim Vertrieb nicht im Vordergrund die (haus)eigenen Produkte absetzen zu können, sondern dem potentiellen Abnehmer das für ihn bestmögliche Konstrukt – unabhängig von dessen Hersteller – offerieren zu können, so spricht man von einer offenen Vertriebs- oder Dienstleistungsarchitektur. Hierbei spielen nicht zuletzt Transparenz, Informationsbereitstellung bzw. Betreuungsqualität des Anlagegeschäfts (z. B. hinsichtlich Kosten, Risiko, Fondszusammensetzung) eine wichtige Rolle.

## 2. Historische Entwicklung des Fondsgeschäfts

Betrachtet man das weltweite Fondsgeschäft, so ist festzustellen, dass Ende 2006 über 61.000 Anlagefonds existierten, die gesamthaft ein Vermögen von über 21.765 Mrd. USD verwalteten.<sup>2</sup> Die wachsende Bedeutung von Anlagefonds – trotz zunehmender Konkurrenzierung durch alternative Anlagevehikel wie beispielsweise Zertifikate – wird anhand dieser Zahlen, aber auch auf Basis der Entwicklung des Anlagevolumens in Anlagefonds während der zehn letzten Jahre deutlich (vgl. Abb. 2). Der hierbei festzustellende Rückgang des verwalteten Vermögens vom Jahr 2000 bis 2002 ist primär auf das damalige schwache Börsenumfeld und die gestiegene Risikoaversion nach dem Platzen der New-Economy-Blase zurückzuführen.

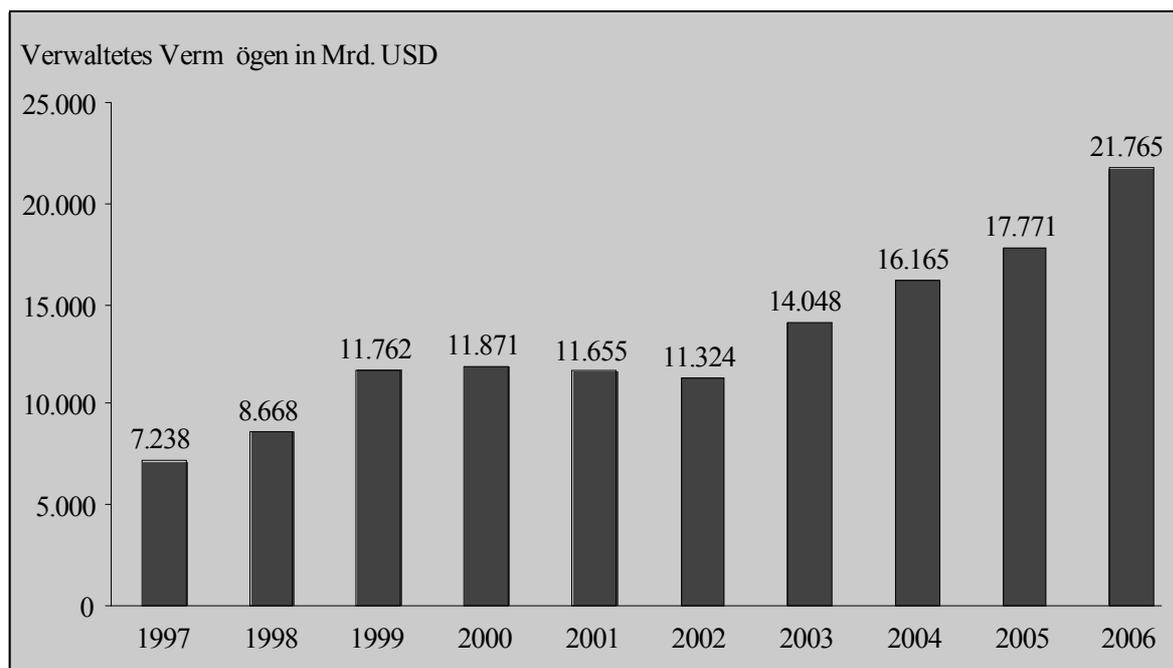


Abb. 2: Entwicklung des in Anlagefonds weltweit verwalteten Vermögens<sup>3</sup>

Unterstellt man für das gesamthaft verwaltete Vermögen des Jahres 2006 in Höhe von 21.765 Mrd. USD im Sinne einer sogenannten All-in-Fee-Definition (vgl. hierzu auch Abb. 20, S. 32) einen zu verrechnenden Kostensatz von 1,5 %<sup>4</sup>, so ergibt sich ein auf das weltweite Fondsvermögen verrechnetes Kostenvolumen von 326,5 Mrd. USD. Das Marktvolumen weckt somit verständlicherweise Begehrlichkeiten und die absoluten Auswirkungen möglicher Synergieeffekte sind immens.

<sup>2</sup> Hierbei sind Dachfonds – ausser in Frankreich, Italien und Luxemburg – nicht berücksichtigt. Vgl. Investment Company Institute (2007), S. 140 f.

<sup>3</sup> Vgl. Investment Company Institute (2002), S. 98; Investment Company Institute (2007), S. 140.

<sup>4</sup> Dies entspricht der durchschnittlichen Kostenbelastung von Anlagefonds gemäss einer Erhebung auf Basis der Daten von Lipper sowie Feri durch das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung für das Jahr 2005. Vgl. Schröder et al. (2006), S. 17.

### 3. Zukünftiges Wachstumspotential für das Fondsgeschäft

Aus heutiger Sicht wird die Zukunft der Fondsbranche im Wesentlichen durch drei Entwicklungstendenzen gekennzeichnet:

- zunehmende Diversifikationsaspekte in den Anlageportfolien,
- die Anforderung nach privater Altersvorsorge, die für den Fondssektor im positiven Sinne immer mehr an Bedeutung gewinnen sowie
- die Entwicklung strukturierter Produkte, die ein Risiko für das Fondsgeschäft darstellt.

Investmentfonds sind ihrer Natur nach Finanzprodukte, die erhebliche Möglichkeiten für **Portfoliodiversifikation** bieten. Dadurch, dass Fonds in mehrere, oft auch gänzlich unterschiedlichen finanziellen Einzelinstrumente investieren, ergibt sich für den einzelnen Fonds eine gewisse, je nach Fondstyp und Fondsmanagement unterschiedlich hohe Risikostreuung. Mit dem Kauf von Fonds können Anleger den Diversifikationsgrad ihrer Portfolios steigern und somit für Risikominderung sorgen. Vor allem aber die Kostenaspekte machen Fonds für kleine Anlagevolumina und periodische Sparpläne attraktiv. Die mit Hilfe von Fonds erzielbare Risikostreuung ist durch Einzelgeschäfte nur bei relativ hohen Volumina sowie Transaktionskosten erreichbar. Genau diese Tatsache erweist sich als ausschlaggebend für Kleinanleger, die einen gewissen Grad an Diversifikation anstreben, aber über ein relativ knappes Anlagevolumen verfügen.

Die – nicht zuletzt aus Diversifikationsaspekten resultierende – Zunahme des Fondsgeschäfts in der Zukunft entspricht auch den Erwartungen der Marktteilnehmer. Diese wurden in einer Studie der Unternehmensberatung BBW Marketing untersucht. So wird auf der Angebotsseite ein immer stärkerer Produktwettbewerb (56 % der Befragten) als auch ein immer höher werdender Anteil ausländischer Fondsanbieter (63 % der Befragten) erwartet.<sup>5</sup> In dieser Hinsicht ist und bleibt die Produktvielfalt in Verbindung mit Produktinnovationen im Fondsgeschäft ein wesentlicher Treiber für die Erhöhung des Fondsvolumens.

Ein zentrales Thema im Fondsgeschäft ist, wie bereits erwähnt, auch die **private Altersvorsorge**. Heutzutage existieren in den entwickelten Ländern der Welt unterschiedliche Rentenfinanzierungssysteme, was wiederum erhebliche Auswirkungen auf das Fondsgeschäft mit sich bringt. Während auf europäischer Ebene die Altersvorsorge in vielen Ländern zum grössten Teil auf dem Umlageverfahren basiert, liegt in den USA primär das Kapitaldeckungsverfahren zugrunde. Dies kann als eine der Hauptursachen für den „Vorsprung“ des US-Amerikanischen Fondsmarktes betrachtet werden. Wie sich die Unterschiede zwischen den Kontinenten darstellen, belegen die Angaben über das Pro-Kopf-Fondsvolumen: Ende 2006 betrug das Pro-Kopf-Fondsvermögen in den USA 26.849 Euro, während es sich in Europa auf etwas mehr als 15.457 Euro belief.<sup>6</sup>

Der Blick auf Europa ergibt eher ein gemischtes Bild. Einerseits ist vor allem in den grössten Volkswirtschaften die Aufforderung nach mehr privater Vorsorge zu vernehmen. Der Druck auf das in Europa vorherrschende Umlagesystem der Rentenfinanzierung ergibt sich sowohl aus der ungünstigen demographischen Entwicklung als auch aus den steigenden Kosten des Gesundheitswesens. Eine Umkehr dieses seit Jahren bekannten Trends ist nicht abzusehen. Dementsprechend

---

<sup>5</sup> Vgl. Sieweck (2004), S. 281.

<sup>6</sup> In Anlehnung an EFAMA (2007a), S. 32 - 39.

kann die Fondsbranche als Anbieter langfristig ausgelegter Anlagevehikel als Hauptnutznießer dieser Entwicklung angesehen werden. Andererseits bestehen hinsichtlich des Fondsgeschäfts immer noch teilweise erhebliche Unterschiede unter den Ländern Europas sowohl bei den regulatorischen Rahmenbedingungen als auch bei den persönlichen Risikoeinstellungen. Während sich Ende 2006 das Pro-Kopf-Fondsvermögen in der Schweiz auf rund 52.216 Euro belief, betrug es in Frankreich 14.821 Euro. Deutschland dagegen wies lediglich ein Pro-Kopf-Vermögen in Höhe von 6.007 Euro aus.<sup>7</sup>

Es sind aber nicht nur die unterschiedlichen Rentensysteme als Faktor zu nennen, der in Europa zu einem geringeren Umfang des Fondsgeschäfts im Vergleich zu den USA führen. Eine Studie von AXA Investment Managers im deutschsprachigen Raum kommt zu dem Schluss, dass sowohl die tatsächlichen als auch die potentiellen Kunden aus Sicht der Fondsgesellschaften zu schlecht informiert sind.<sup>8</sup> Dies spiegelt sich auch in einer Untersuchung von Cash und Swissca für den Schweizer Markt aus dem Jahr 2002 wider, welche ergab, dass lediglich 47 % der in einer repräsentativen Umfrage Befragten in der Lage waren korrekt zu definieren, was ein Anlagefonds ist.<sup>9</sup> Analog verhält es sich vermutlich für weite Teile Europas. Betrachtet man den Anteil von Anlagefonds am Finanzvermögen der EU-Bürger im Durchschnitt, so betrug der Anteil von Investmentfonds im Jahr 2006 durchschnittlich 11,6 %, wobei in den letzten Jahren Länder wie Schweden und Frankreich die 20-%-Marke bereits durchbrochen haben.<sup>10</sup> In den Vereinigten Staaten liegt der Anteil der Investmentfonds am Finanzvermögen seit dem Jahr 2004 bei über 20 % und erreichte 2006 einen Spitzenwert von 23,2 %.<sup>11</sup> Auch in der Schweiz liegt der in Fonds investierte Anteil des Geldvermögens deutlich über dem europäischen Durchschnitt. Gemäss einer Studie der Allianz Dresdner Economic Research betrug das Geldvermögen der Schweizer Haushalte zum Ende 2006 etwas mehr als 1.803 Bio. CHF.<sup>12</sup> Davon waren etwa 33,5 % in Anlagefonds investiert, was nicht zuletzt auf das Drei-Säulen-Modell der Schweizer Altersvorsorge zurückzuführen ist.

Neben dem Wachstumspotential gilt es, auch auf die Risiken der zukünftigen Entwicklung des Fondsmarktes einzugehen. Eine allgemeine Gefahr für das Wachstumspotential der Investmentfonds stellt die relativ rasche Entwicklung des Marktes für strukturierte Produkte dar. Dieser Zusammenhang wird sowohl anhand der Entwicklungstendenzen in Deutschland als auch der Schweiz deutlich. Im Zeitraum von März 2005 bis Januar 2007 wuchs der Markt für strukturierte Produkte in Deutschland um fast 163 %, während der Fondsvolumen um etwas mehr als 26 % stieg (vgl. Abb. 3).<sup>13</sup> Im selben Zeitraum wuchs der Schweizer Fondsmarkt um knapp über 32 %, wohingegen das Anlagevolumen in strukturierten Produkten um etwa 104 % zugenommen hat (vgl. Abb. 4).<sup>14</sup>

---

<sup>7</sup> In Anlehnung an DWS (2006), S. 3. Für Deutschland und die Schweiz beinhalten die Zahlen auch den Anteil von luxemburgischen Fonds am nationalen Fondsmarkt.

<sup>8</sup> Vgl. AXA Investment Managers (2007).

<sup>9</sup> Vgl. Cash/Swissca (2002), S. 6.

<sup>10</sup> Vgl. EFAMA (2007b), S. 1.

<sup>11</sup> Vgl. Investment Company Institute (2007), S. 12.

<sup>12</sup> Gemäss Allianz Dresdner Economic Research (2007) betrug das Geldvermögen der Schweizer Haushalte zum Ende 2006 371 % vom BIP. Laut dem Bundesamt für Statistik belief sich das nominale BIP im Jahre 2006 auf 486.178 Mio. CHF.

<sup>13</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2007), S. 52.

<sup>14</sup> Vgl. SNB (2007), S. 41.

Für beide Länder ist somit in der jüngeren Vergangenheit ein deutlicher Wachstumsvorteil für derivative Produkte erkennbar. Gerade für die Schweiz als weltgrösstem Markt für Zertifikate,<sup>15</sup> in welchem im Februar 2007 das in Zertifikaten angelegte Volumen erstmals über 50 % des in Fonds angelegten Volumen ausmachte, offenbart sich somit die Gefahr, dass eine deutliche Konkurrenzierung für Anlagefonds zu erwarten ist, sofern das Anlagevolumen in Zertifikaten weiterhin so stark wie in der Vergangenheit ansteigen sollte.

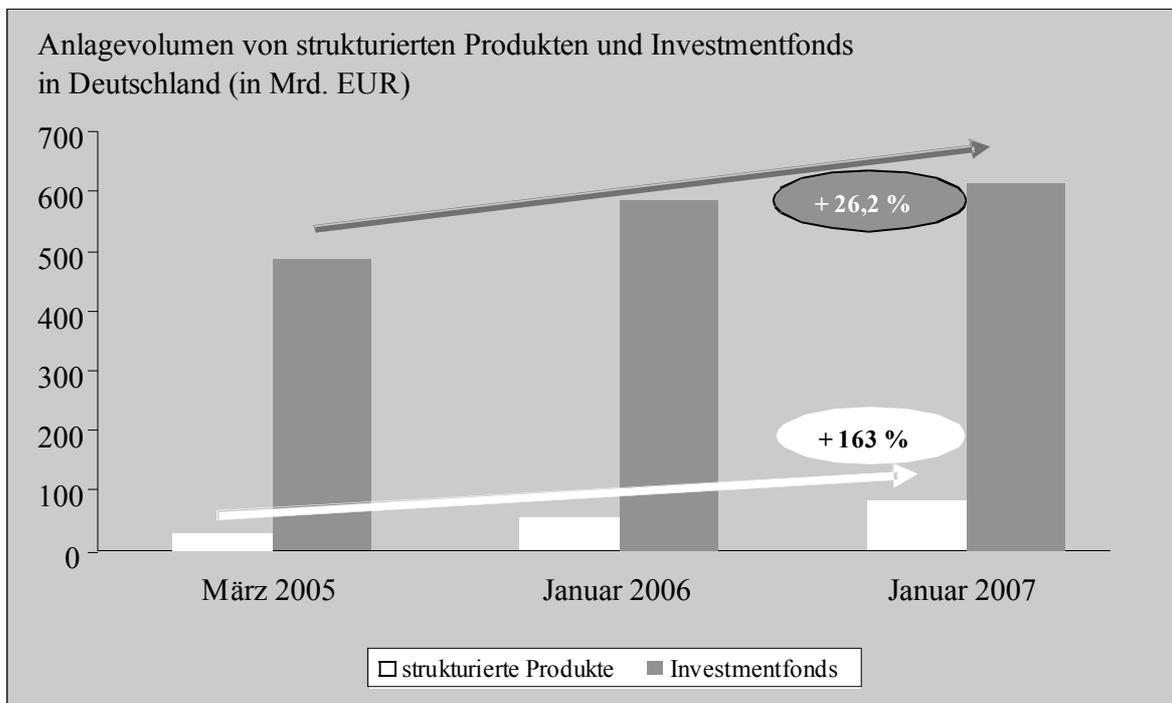


Abb. 3: Entwicklung des Anlagevolumens von strukturierten Produkten und Investmentfonds in Deutschland im Zeitraum zwischen März 2005 und Januar 2007<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Vgl. o. V. (2006).

<sup>16</sup> Datenbasis: Deutsche Bundesbank (2007), S. 52.

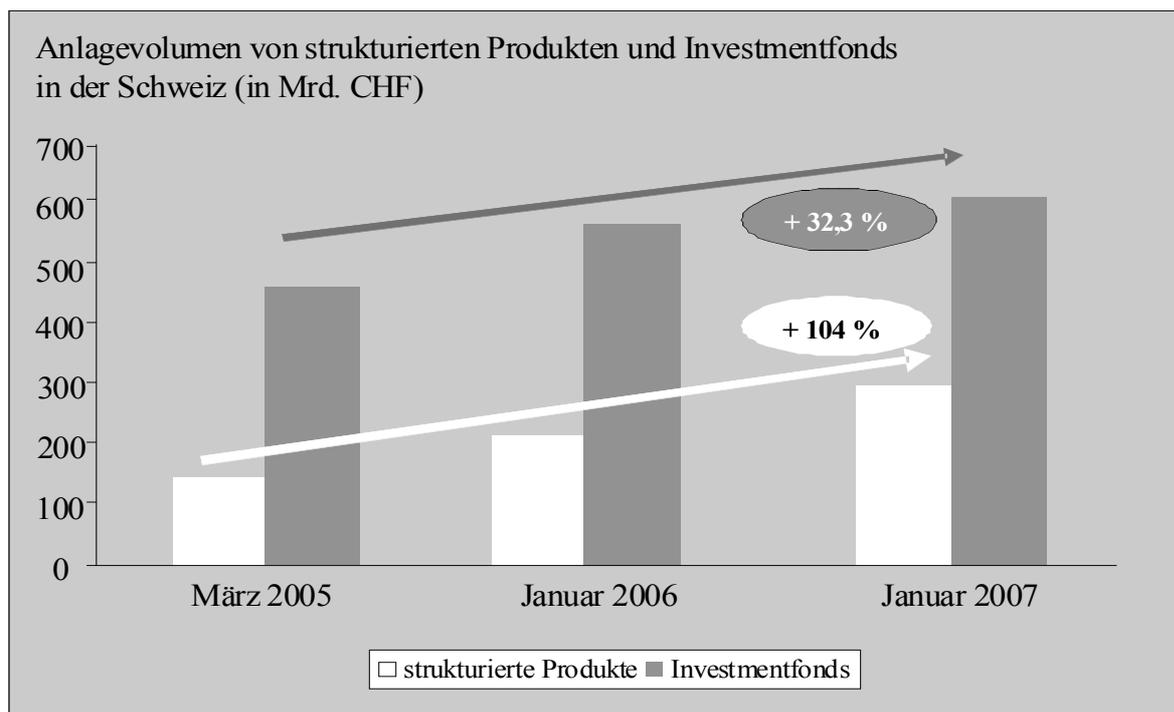


Abb. 4: Entwicklung des Anlagevolumens von strukturierten Produkten und Investmentfonds in der Schweiz im Zeitraum zwischen März 2005 und Januar 2007<sup>17</sup>

## II. Analyse der Wertschöpfungskette im Rahmen offener Architekturen

Grundlegend kann die Wertschöpfungskette der Fondsindustrie in fünf Aufgabenbereiche unterteilt werden. Dabei kann unterschieden werden zwischen:

- der Verwahrung,
- dem Trading,
- dem Research,
- dem Fondsmanagement und
- der Beratung und dem Vertrieb.

Klassischerweise wurde in Banken in der Vergangenheit die gesamte Wertschöpfungskette durch den eigenen Konzern abgedeckt. So wurde in der Regel das Fondsmanagement in einer Tochtergesellschaft des Bankkonzerns vorgenommen, da aufgrund gesetzlicher Vorschriften hierfür eine rechtlich selbständige Gesellschaft erforderlich ist. Diese Fondsgesellschaft wählte üblicherweise die Muttergesellschaft als Depotbank und liess auch die Wertpapieraufträge durch diese durchführen. Des Weiteren wurde überwiegend auf das bankeigene Research zurückgegriffen. Die Beratung

<sup>17</sup> Datenbasis: SNB (2007), S. 41.

und der Vertrieb der Fonds erfolgte über das in der Regel grosse stationäre Vertriebsnetz der Bank (vgl. Abb. 5).

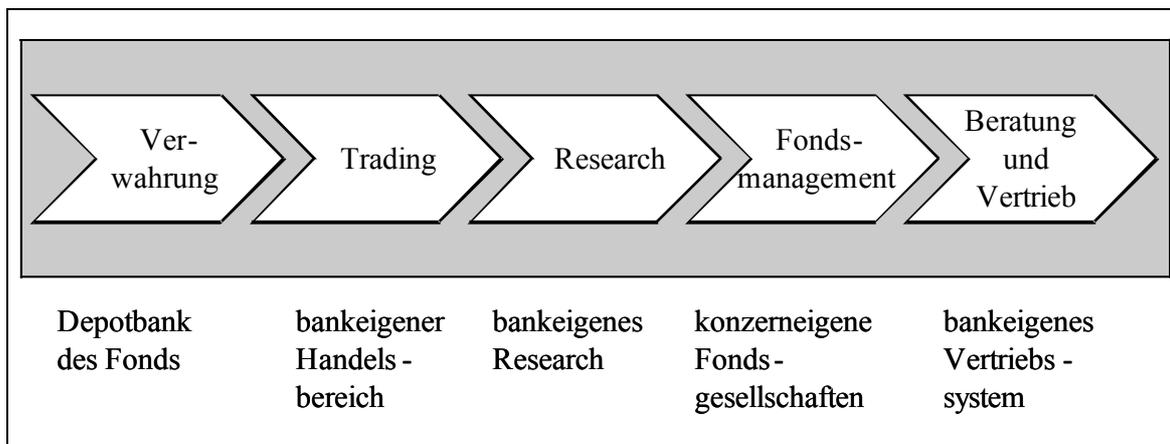


Abb. 5: Traditionelle Wertschöpfungskette im Fondsgeschäft von Bankkonzernen

Dieses traditionelle Geschäftsmodell, insbesondere das des integrierten Bankvertriebs von Anlagefonds, kommt zunehmend ins Wanken. Dabei erfolgt im Wesentlichen die Trennung in drei Hauptbestandteile:

- das Fondsmanagement,
- das Transaktions-Management und
- den Vertrieb.

Das Fondsmanagement umfasst in dieser Dreiteilung die der traditionellen Wertschöpfungskette vorgelagerte Fondsherstellung, das Research und das klassische Fondsmanagement im Sinne der Entscheidung über Portfoliozusammensetzung (und –umschichtung). Verwahrung und Handel werden hingegen unter dem Hauptbestandteil Transaktions-Management subsumiert. (vgl. Abb. 6).

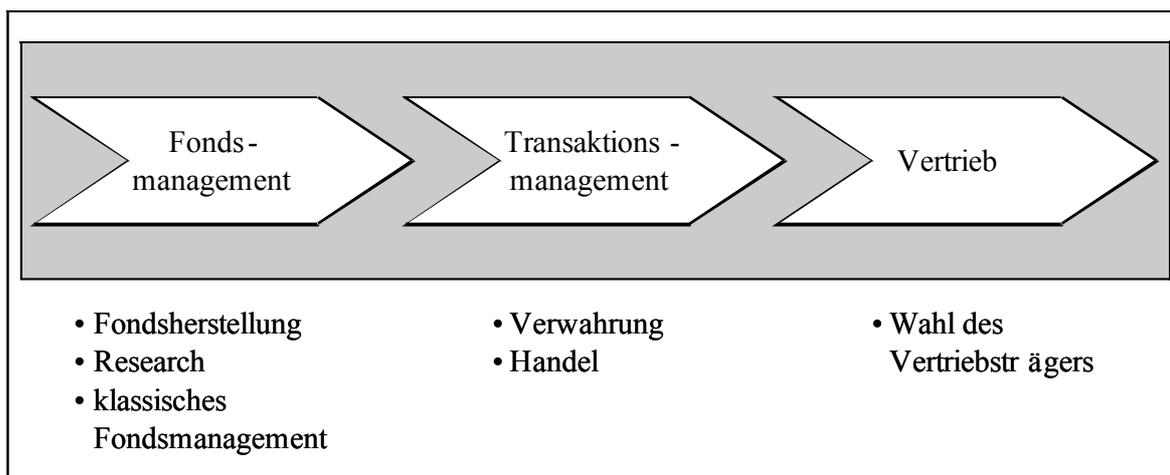


Abb. 6: Die drei Hauptbestandteile der modernen Wertschöpfungskette

Die drei Hauptbestandteile der Wertschöpfungskette gilt es im Folgenden eingehender auf deren mögliche Ausgestaltungsformen zu untersuchen.

## 1. Alternative Ausgestaltungsformen des Fondsmanagements

Die **Fondsherstellung** wird durch den sogenannten Product Provider wahrgenommen. Ihm obliegen die Entwicklung der Fondsidee, die Formulierung des Verkaufsprospekts sowie des Fondsreglements und die Wahl des Domizils. Hierbei sind im Wesentlichen drei Arten der Fondsherstellung zu unterscheiden. Dies sind einerseits das Direct Labelling, das Private Labelling sowie der Fund of Funds.

Beim Direct Labelling firmiert der Fonds unter dem Namen des Fondsherstellers. Es handelt sich hierbei somit um die klassische Art der Fondsherstellung. Demgegenüber werden bei einem Private Labelling (auch White Labelling oder Auftragsfonds genannt) fondsbasierte Anlagelösungen auf Bestellung für interessierte Banken, Versicherungen oder Unternehmen aus dem Bereich der Vermögensverwaltung aufgelegt. Dabei liegen das Vermarktungs- und Namensrecht sowie alle Entscheidungen bezüglich Anlage-, Vertriebs- und Preispolitik beim jeweiligen Auftraggeber.

Im Falle eines Fund of Funds handelt es sich schliesslich um ein Konstrukt, welches die ihm zufließenden Mittel vollständig, oder in wesentlichem Umfang, in Primärfonds investiert. Gegenüber Auftragsfonds geht für den Anbieter des Fund of Funds jedoch ein erheblicher Teil der Entscheidungsfreiheit hinsichtlich der Preispolitik verloren, da die durch die Fonds, in welche investiert wird, verrechneten Kosten in jedem Fall weiterzuerrechnen sind und im Sinne der zu kommunizierenden Gesamtkostenbelastung zu erfassen sind.

Für die drei Konzepte ergeben sich schliesslich erhebliche Unterschiede bezüglich der vorzuhaltenden Kapazitäten als auch der notwendigen Volumina, welche für eine effiziente Fondsherstellung vonnöten sind. Während sich ein Fund of Funds mit relativ geringem Mitarbeiterereinsatz realisieren lässt und für ein Private Label sogar ein nahezu vollständiges Outsourcing erfolgt, sind für eine Direct Labelling Lösung erhebliche Kapazitäten und ein breites Know-How – insbesondere in rechtlicher Hinsicht – vorzuhalten, so dass sich entsprechende Lösungen nur dann lohnen, wenn die Kosten auf ein hinreichendes Fondsvolumen umgelegt werden können oder durch eine Vielzahl von Fonds entsprechende Skaleneffekte realisiert werden können.

Die Zuweisung der **Research**-Aufgabe ist entscheidend von der Art der Fondsherstellung abhängig. So ist im Fall des Direct Labellings sowie des Private Labellings das Research der Gesellschaft zuständig. Im Fall der Funds of Funds ist das Research von untergeordneter Bedeutung. Sofern die Zusammensetzung des Funds of Funds ab Auflegungszeitpunkt unveränderlich ist, besteht „lediglich“ zu jenem Zeitpunkt die Aufgabe, den Fonds aus vielversprechenden Teilfonds zusammenzustellen. Ist hingegen eine fortlaufende Anpassung vorgesehen, besteht auch für einen Dachfonds die Notwendigkeit eines permanenten Researchs, welches jedoch in der Regel weniger aufwändig ist, sofern beispielsweise festgelegte Kriterien vorhanden sind wie die Vorgabe, dass die Zusammensetzung des Fonds aus den Top-Performern einer bestimmten Anlagekategorie zu erfolgen hat.

Für das **klassische Fondsmanagement**, welches die Anpassungserfordernisse, die aus Research-Ergebnissen resultieren, umzusetzen hat, ergeben sich schliesslich analog zum Research unterschiedliche Aufgabenintensitäten. Wie im Falle des Research liegt aber auch das Transaktionsmanagement beim Product Provider und im Fall eines Private-Label-Fonds somit nicht beim Auftraggeber.

Ein entscheidender Faktor im Rahmen des Fondsmanagements im Zusammenhang mit einer offenen Architektur ist es schliesslich, für die Fondsherstellung eine Innovationsführerschaft zu erreichen. Nur derjenige, der in der Lage ist ein Nischenprodukt *vor* den Wettbewerbern am Markt zu platzieren, kann mit ausreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, die notwendigen Volumina zu erzielen, um die anfallenden Kosten durch die vereinnahmten Gebühren decken zu können. Obgleich in Befragungen durch Anleger der Innovationscharakter von Produkten teilweise als nahezu unbedeutendes Kriterium angegeben wird (vgl. Abb. 7), kann in der Praxis häufig das Gegenteil festgestellt werden. Dies konnte in jüngerer Vergangenheit beispielsweise bei den BRIC-Produkten beobachtet werden, bei denen Investitionen lediglich in die Schwellenländer Brasilien, Russland, Indien und China getätigt werden. So wiesen die fünf in Deutschland vertriebenen Produkte im Jahr 2006 so starke Mittelzuflüsse aus, dass die HSBC ihren Fonds mangels Anlagemöglichkeiten von Juli 2006 bis März 2007 sogar für Neugeld geschlossen hatte.

Dabei sollte wo immer möglich auf ein Baukastenprinzip in der Fondszusammensetzung zurückgegriffen werden, um die Kostenbelastung durch zusätzliche Fonds möglichst gering zu halten und somit Skaleneffekte nutzen zu können. Als entscheidender Erfolgsfaktor hinsichtlich der Verkaufsfähigkeit stellt sich auch immer mehr das Branding der Fondsgesellschaft heraus. So hat eine Umfrage der BBE-Beratung im Jahr 2004 das Standing der Fondsgesellschaft bereits als viertwichtigstes Kaufkriterium nach Performance, Rating und Professionalität der Berater ausgemacht (vgl. Abb. 7). Von diesem Ergebnis ausgehend wird jedoch auch deutlich, dass das entscheidendste Kriterium für das Fondsmanagement sein muss, durch Research, Produktgestaltung und Entscheidungen über Portfoliozusammensetzungen und -umschichtungen gegenüber der Konkurrenz die „Best Performance“ zu erzielen. Führt diese doch in der Regel auch zu guten Ratings, da diese zu einem entscheidenden Teil auf der Performance der Vergangenheit beruhen.

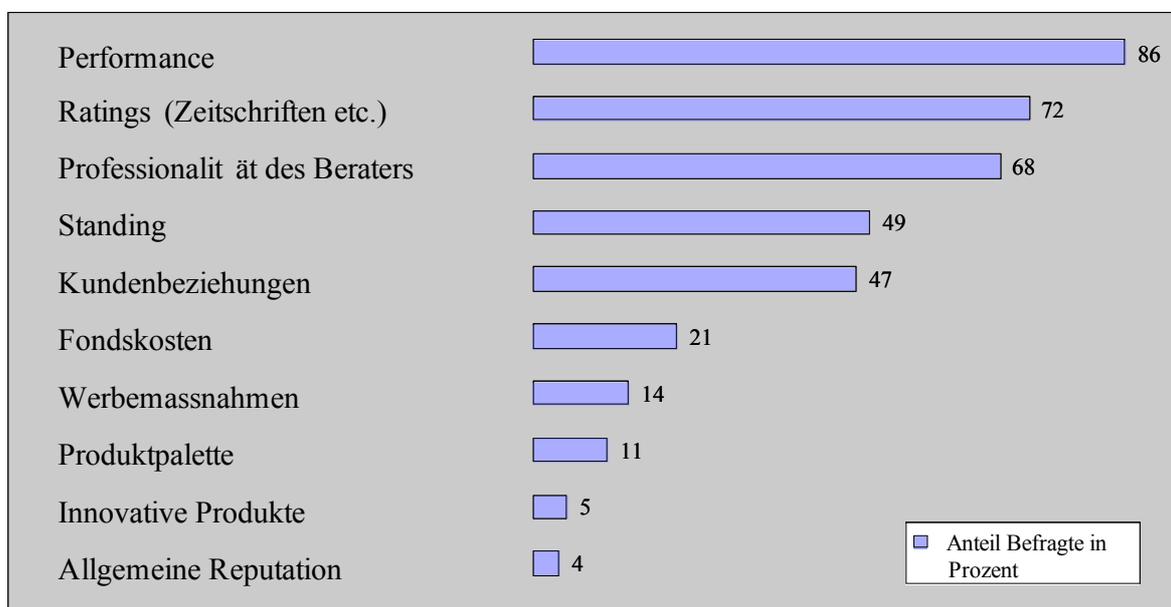


Abb. 7: Kaufkriterien für Investmentfonds<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Vgl. Sieweck (2004), S. 279.

## 2. Charakteristiken des Transaktionsmanagements

Das Transaktionsmanagement als zweiter Hauptbaustein der Wertschöpfungskette des Fondsmanagements hat die **Depotverwahrung**, welche auch als (Global) Custody bezeichnet wird, sowie den Handel der zu kaufenden und zu veräussernden Anlagen zu umfassen. Hierbei ist einerseits eine ausreichende Angebotsbreite durch möglichst direkte Präsenz und Zulassung an zahlreichen Handelsplätzen vonnöten. Diese kann jedoch nur bei ausreichenden Volumina kosteneffizient erzielt werden. Das Transaktionsmanagement kann daher als jener Bereich innerhalb der Wertschöpfungskette gelten, bei welchem Skaleneffekte besonders stark zum Tragen kommen. Analog der Konzentrationstendenz im Zahlungsverkehr, bei welcher insbesondere in Deutschland derzeit die Deutsche Postbank AG Skaleneffekte nutzt, indem sie nicht nur den eigenen Zahlungsverkehr, sondern auch jenen für die Deutsche Bank, die Dresdner Bank und die HVB abwickelt und damit pro Jahr 7,2 Mrd. Transaktionen ausführt, ist auch im Rahmen des Transaktionsmanagements eine ähnliche Entwicklung für die Zukunft zu erwarten. Dabei ist insbesondere eine höchstmögliche Automatisierung anzustreben, um eine absolute Kostenführerschaft zu erreichen.

Die Qualität der Prozesse kann im Rahmen des Transaktionsmanagements kaum als Erfolgsfaktor dienen, da eine absolute Verlässlichkeit der Systeme in Verbindung mit einer Null-Fehler-Toleranz sowie Ausführungen an Börsenplätzen mit best-execution ohnehin als Grundanforderung zu stellen ist. Einzig die Sicherstellung einer möglichst hohen Service-Qualität, durch die ein auf das Transaktionsmanagement spezialisierter Anbieter für in der Wertschöpfungskette vor- und nachgelagerte Teilnehmer über den direkt in Rechnung gestellten Kostenfaktor hinaus Mehrwerte generieren kann, indem bei Transaktionsfehlern beispielsweise rund um die Uhr Ansprechpartner zur Verfügung stehen sowie Schnittstellen möglichst vermieden oder standardisiert werden, um manuelle Eingriffe zu minimieren, bleibt als nennenswerter Erfolgsfaktor zu berücksichtigen.

## 3. Alternative Vertriebswege

Der dritte Hauptbaustein der Wertschöpfungskette ist schliesslich der Vertrieb. Er stellt die Schnittstelle zum Kunden dar. Grundsätzlich können für den Fondsvertrieb vier Hauptabsatzwege festgestellt werden. Diese sind der Vertrieb über Banken, Versicherungen, über sogenannte unabhängige Vertriebsgesellschaften sowie der Direktvertrieb (vgl. Abb. 8). Dabei kann der Vertrieb über Banken und jener über Versicherungen aufgrund der grossen Gemeinsamkeiten hinsichtlich des Vertriebsablaufs im Folgenden zusammengefasst betrachtet werden

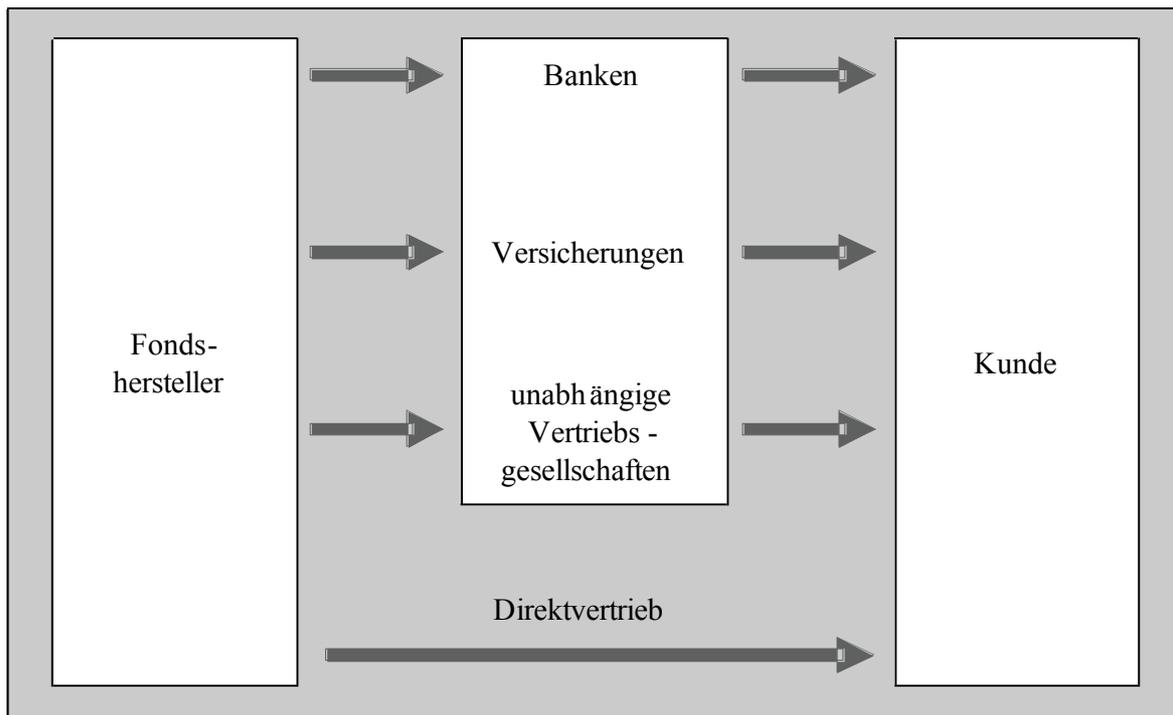


Abb. 8: Vertriebswege im Fondsgeschäft

#### a) Banken und Versicherungen als Vertriebsträger

Den primären Absatzkanal für Fondsprodukte stellen nach wie vor Banken sowie Versicherungen dar. Diese nutzen hierbei ihr starkes und häufig flächendeckendes Netz von Filialen sowie mobilen Mitarbeitern. Während in der Vergangenheit die Beschränkung auf Fonds des eigenen Konzerns oder eines speziellen, assoziierten Fondspartners – häufig ein Unternehmen aus dem gleichen Finanzverbund – die Regel war, ist in jüngerer Vergangenheit eine Abkehr hiervon erfolgt. Dabei bieten Banken und Versicherungen entweder dem Open-Architecture-Gedanken folgend alle im jeweiligen Land zugelassenen Fonds an oder im Sinne einer sogenannten Guided Architecture Fonds aus einer vordefinierten Auswahl von Anbietern. Hierbei findet in der Regel eine Konzentration auf wenige Kernpartner statt, deren Produkte in der Folge sowohl in den Filialen als auch durch Mailings aktiv beworben werden. Während dies für Grossbanken und Institute aus Finanzverbänden eine neue Entwicklung darstellt, setzten Privatbanken sowie kleinere Versicherungsgesellschaften mangels eigener Fondsgesellschaften schon seit längerem auf Drittfonds.

Versicherungen treten als Verkäufer von Anlagefonds vermehrt im Zusammenhang mit Altersvorsorgeprodukten wie beispielsweise fondsgebundenen Lebensversicherungen am Markt auf. Als wesentlicher Unterschied des Vertriebs durch Versicherungen gegenüber jenem durch Banken ist – unabhängig von allfälligen Allfinanz-Bestrebungen –, dass der Vertrieb durch Banken primär über die Filiale oder online erfolgt, wohingegen der Versicherungsvertrieb nach wie vor meist vor Ort beim Kunden durch Aussendienstmitarbeiter geschieht.

Der Fondsvertrieb ist für Banken insofern interessant, als einerseits ein Teil des Ausgabeaufschlags und andererseits ein Teil der jährlichen Verwaltungsvergütung als Erstattung für die „Pflege“ der Kundenbeziehung in Form von Rückzahlungen der Fondsgesellschaft an den Vertriebspartner (so-

genannte Retrozessionen) an die Bank fließt. Des Weiteren verrechnen Banken in der Regel für das zu führende Depot noch weitere Gebühren.

### **b) Fondsvertrieb durch unabhängige Vertriebsgesellschaften**

Die im englischen als „independent financial advisers“ bekannten unabhängigen Vertriebsgesellschaften stellen in sich eine äusserst heterogene Gruppe dar. Während hierunter klassischerweise die privaten Vermögensverwalter zu zählen sind, treten in jüngerer Vergangenheit vermehrt Strukturvertriebe, sogenannte Fondsmakler, Fondsshops oder Fondsboutiquen sowie gänzlich marktferne Anbieter wie beispielsweise Kaffeeröster als Marktteilnehmer im Fondsvertrieb auf. Letztere zeichnen sich dabei vor allem durch geringe oder nicht vorhandene Ausgabeaufschläge aus, bieten in der Regel jedoch nur Fonds eines einzigen Anbieters an und dies meist auch nur für begrenzte Zeit. Sie sind somit im Wesentlichen zu vernachlässigen und eher als Ausweitung des noch zu behandelnden Direktvertriebs zu betrachten, da die gesamte Abwicklung üblicherweise über die Fondsgesellschaft läuft und der Vertriebspartner nur als Werbeplattform dient.

Fondsmakler, Fondsshops oder Fondsboutiquen, die auf Basis einer Internetplattform eine breite Palette – in der Regel gar alle zugelassenen Fonds – vertreiben, stellen hingegen eine Reinform des Open-Architecture-Gedankens dar, da die Auswahl hier meist ohne Beratung direkt dem Kunden überlassen wird und somit unbeeinflusst von Interessen des Vertriebs erfolgt. Gegenüber Banken versuchen sich Fondsshops durch Reduktionen der Ausgabeaufschläge sowie geringe oder nicht vorhandene Depotgebühren abzuheben.

Strukturvertriebe und private Vermögensverwalter geben hingegen meist dem Kunden gegenüber Empfehlungen für den Kauf eines bestimmten Fonds ab. Hierbei wird häufig auf Fonds-Ratings zurückgegriffen. Aufgrund der bereits erwähnten Retrozessionen besteht jedoch häufig der Verdacht, dass die Wahl nicht auf den für den Kunden vorteilhaftesten Fonds fällt, sondern Fonds von Gesellschaften empfohlen werden, die höhere Retrozessionen bezahlen. Im Fall der Vermögensverwalter wurde jedoch in der Schweiz durch einen Bundesgerichtsbeschluss vom März 2006 festgestellt, dass allfällige Retrozessionen – sofern dies im Vermögensverwaltungsvertrag nicht explizit abweichend festgehalten ist – dem Kunden zustehen.<sup>19</sup> In ähnlicher Richtung hat auch der Bundesgerichtshof in Deutschland im Dezember 2006 geurteilt, der Banken auferlegt hat, ihre Kunden über die Höhe der erhaltenen Retrozessionen aufzuklären.<sup>20</sup> Die Gefahr einer beeinflussten Empfehlung würde somit von vornherein begrenzt.

### **c) Direktvertrieb**

Der Begriff des Direktvertriebs kann im Fondsgeschäft alternativ Anwendung finden. Einerseits können alle Vertriebsformen, bei denen kein persönlicher Kontakt zwischen Berater und Kunde entsteht, als Direktvertrieb bezeichnet werden. Somit würde der Direktvertrieb sämtliche über Internet, Telefon sowie den Postweg verkauften Produkte umfassen. Hierbei ergibt sich jedoch ein

---

<sup>19</sup> Vgl. Bundesgericht v. 22.03.2006, 4C.432/2005 /ruo, [www.bger.ch](http://www.bger.ch).

<sup>20</sup> Vgl. Bundesgerichtshof v. 19.12.2006, XI ZR 56/05, [www.juris.bundesgerichtshof.de](http://www.juris.bundesgerichtshof.de).

Abgrenzungsproblem, da beispielsweise durch Banken nicht nur Fonds in den Vertriebsstellen, sondern ebenfalls auf alternativen Vertriebswegen veräussert werden. Eine anbieterspezifische Differenzierung wäre somit nicht mehr möglich. Andererseits besteht in Anlehnung an die Wertschöpfungskette die Möglichkeit als Direktvertrieb jenen Fondsvertrieb zu definieren, bei welchem kein Mittler zwischen Product Provider und Kunde zwischengeschaltet ist. In diesem Fall hält der Anleger direkt bei der Fondsgesellschaft ein Fondsdepot und ordert in der Regel per Internet, Telefon oder auf dem Postweg.

Von der Möglichkeit des Direktabschlusses haben Anleger jedoch häufig keine Kenntnis, da eine Vielzahl der Europäischen Fondsgesellschaften zu Bankkonzernen gehören und die durch den Direktvertrieb entstehende Konkurrenzierung zum bestehenden Filialnetz sowie den Online-Aktivitäten der Institute nicht erwünscht ist. Auch aus diesem Grund ist der Direktvertrieb in Europa von untergeordneter Bedeutung. Ebenso wählen ausländische Fondsgesellschaften meist den Weg über unabhängige Vertriebsgesellschaften oder Banken.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass im Fall einer personifizierten Kundenbeziehung die Kernaufgabe des Kundenbetreuers, der in diesem Zusammenhang auch als Relationship Manager bezeichnet werden kann, in der Beratung und Zufriedenstellung der Kundenwünsche liegt. Hierzu kann er im Fall einer umgesetzten Open Architecture Philosophie die Produkte aber über das Netzwerk von verschiedenen Product Providern beziehen. Dabei ist er nicht an die Fonds eines einzigen Fondsanbieters gebunden. Es resultiert somit die Forderung nach einem „Best Advice-Konzept“, welches auch häufig werbewirksam in der Kommunikationspolitik der Banken Anwendung findet.

#### **4. Das „Best-Konzept“ für die drei Stufen der Wertschöpfungskette**

Für die drei Bausteine der Wertschöpfungskette kann schliesslich ein „Best-Konzept“ abgeleitet werden, in welchem die Teilaspekte Best Performance, Best Execution Price und Best Advice als die Hauptelemente für nachhaltigen Erfolg im Fondsgeschäft herauszustellen sind. Dieses ist in der folgenden Abb. 9 zusammenfassend dargestellt.

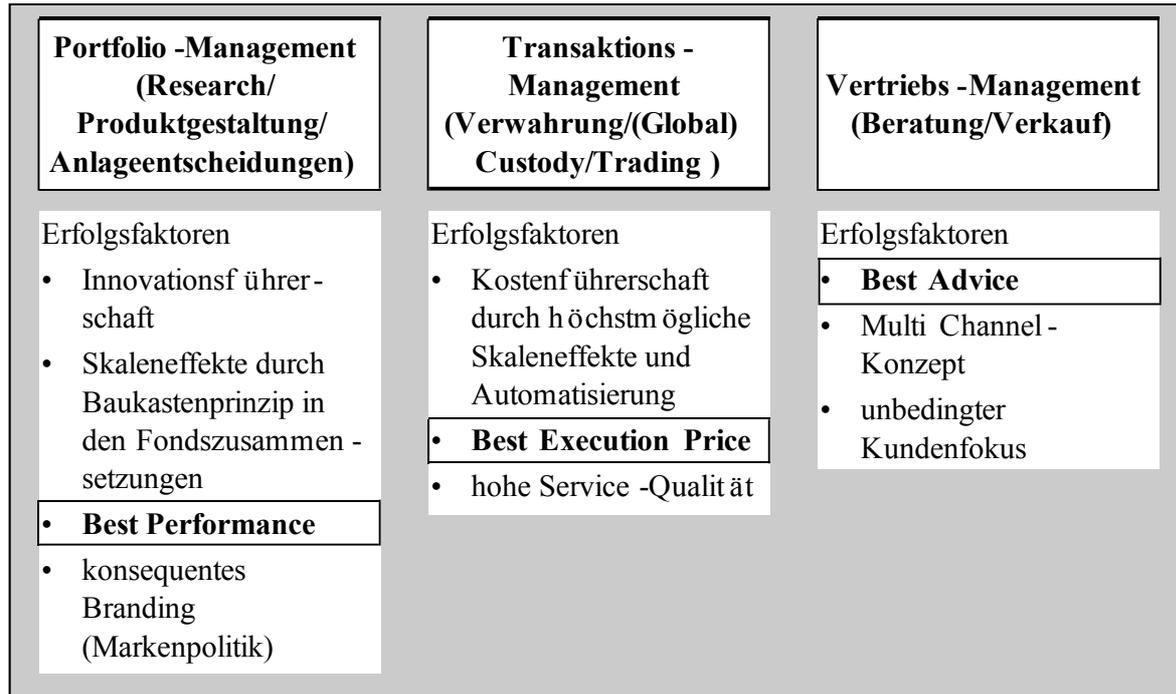


Abb. 9: Das „Best-Konzept“ für die drei Stufen der Wertschöpfungskette

## **B. Untersuchung der Umsetzung offener Produkt- und Dienstleistungsarchitekturen in der Praxis**

Ausgehend von der dargestellten Wertschöpfungskette ist zu ermitteln, ob eine Dekomposition der Wertschöpfungskette in der Praxis tatsächlich erfolgt und inwiefern alternative Ausgestaltungsformen einander kompetitiv gegenüber stehen. Hierzu wurde eine empirische Erhebung durchgeführt, deren Aufbau im Folgenden kurz dargestellt wird. Im Anschluss wird auf Basis der Erhebung sowie internationaler Studien dargestellt, inwiefern im Rahmen der Fondsherstellung eine Auslagerung von Teilaktivitäten erfolgt und die Relevanz und Durchlässigkeit alternativer Vertriebskanäle untersucht.

### **I. Aufbau der empirischen Erhebung**

Die durchgeführte empirische Erhebung erfolgte mittels eines Fragebogens (vgl. Anhang), der an 36 am Schweizer Fondsmarkt aktive Fondsgesellschaften versandt wurde. Hierbei konnten 16 Rückläufe verzeichnet werden, was einer Rücklaufquote von 44,4 % und damit einem erfreulich hohen Wert entspricht. Positiv ist ebenfalls zu vermerken, dass die Fondsgesellschaften, welche an der Umfrage teilgenommen haben, gesamthaft ein verwaltetes Vermögen von knapp 1,5 Bio. CHF (Stand 31.12.2006, wobei sowohl in der Schweiz als auch im Ausland domizilierte Fonds der Gesellschaften berücksichtigt wurden) aufweisen. Die Standardabweichung des verwalteten Vermögens der Gesellschaften lag dabei bei 188 Mrd. CHF und die Spanne zwischen 275 Mio. CHF und 773 Mrd. CHF, womit sowohl kleine als auch grosse Gesellschaften in die Erhebung Eingang gefunden haben.

Hinsichtlich der Untersuchungsgegenstände wurde in einem ersten Teil die Verteilung des Vertriebs untersucht. Hierzu wurde einerseits nach der Anzahl der Finanzdienstleister gefragt, durch welche die Fonds der jeweiligen Fondsgesellschaft angeboten werden. Diese in vielen Fällen nur in der Tendenz zu beantwortende Frage wurde bewusst gestellt, um die bereits bestehenden Open-Architecture Konzepte abbilden zu können. Auf das gleiche Ziel sind die Fragen nach der Verteilung des Vertriebsvolumens auf die alternativen Vertriebswege sowie der Anteil des intern vertriebenen Fondsvolumens zu sehen. Abschliessend wurde hinsichtlich des Vertriebs die subjektive Einschätzung ermittelt, inwiefern die Beratung durch Banken in der Schweiz als offen und unabhängig gegenüber den einzelnen Anbietern betrachtet wird.

Als zweiter Teil wurde abgefragt, inwiefern Teile der Abwicklung ausgelagert werden, womit ermittelt werden kann, ob das Transaktionsmanagement bereits als separater Teil der Wertschöpfungskette betrachtet wird. Um sicherzustellen, dass eine klare Trennung in der Ermittlung von reinem Outsourcing von Teilen des Transaktionsmanagements gegenüber dem Outsourcing von Teilen des Portfolio-Managements erfolgen kann, wurde für den Fall der positiven Antwort eine weitere Spezifizierung verlangt.

Abschliessend galt das Augenmerk den regulatorischen Hemmnissen. Diese wurden sowohl hinsichtlich des Vertriebs als auch der Möglichkeiten zum Outsourcing erhoben – jeweils mit entsprechender Spezifizierung der tatsächlichen Hemmnisse.

## II. Outsourcing in der Fondsherstellung

### 1. Outsourcing im Rahmen der Untersuchung

Hinsichtlich des Outsourcings von Teilen der Abwicklung gaben 50 % der teilnehmenden Fondsgesellschaften an, dies bereits aktiv umzusetzen (vgl. Abb. 10). Der Trend, fixe Kosten zu variablen Kosten zu machen und gleichzeitig eine Fokussierung auf die Kernaktivität – das Portfolio-Management – umzusetzen, wird somit bei den Schweizer Fondsanbietern deutlich.

	Ja	Nein	Keine Angabe
Haben Sie Teile Ihrer Abwicklung outgesourced?	8	8	0

Abb. 10: Haben die Umfrageteilnehmer Teile der Abwicklung outgesourced

Betrachtet man die outgesourceten Elemente der Abwicklung näher, so ist festzustellen, dass 6 der 8 Fondsgesellschaften, die angegeben haben Teile der Abwicklung ausgelagert zu haben, die Fondskontoführung bzw. -buchhaltung outgesourct haben. Kernbereich der Auslagerung ist somit tatsächlich das Transaktionsmanagement, womit die Hypothese der Fokussierung auf Kernaktivitäten bestätigt wird. In die gleiche Richtung – die Fokussierung auf Kernaktivitäten – zielt auch die einmal genannte Auslagerung der Archivierung.

Nicht eindeutig ist die zweimal genannte Auslagerung der gesamten Administration. Hierbei kann es sich je nach Anbieter um eine reine Auslagerung der Fondsbuchhaltung handeln oder aber um ein Private-Labeling-Konzept, bei dem der Auftraggeber nur noch als Namens- und Ideengeber fungiert. In die gleiche Richtung ist die einmal gemachte Aussage der Auslagerung des Asset Managements zu interpretieren.

In einem Fall wurde sogar die gesamte Abwicklung ausgelagert, wobei es sich hierbei nicht um ein klassisches Outsourcing an ein anderes Unternehmen, sondern lediglich an eine andere Tochtergesellschaft innerhalb des gleichen Konzerns aufgrund der Vorteile eines anderen Domizils des Fonds – in diesem Fall Luxemburg – handelt.

	Nennungen
Fondskontoführung/-buchhaltung	6
Administration	2
Archivierung	1
Asset Management	1
Gesamte Abwicklung (Luxemburg)	1

Abb. 11: Welche Teile der Abwicklung wurden von wie vielen Teilnehmern outgesourced

## 2. Outsourcing im internationalen Vergleich

Die in der Untersuchung bei der Hälfte der teilnehmenden Fondsgesellschaften festgestellte Tendenz zum Outsourcing deckt sich auch mit internationalen Erhebungen. So hat das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung im Jahr 2006 eine Studie durchgeführt in deren Rahmen für Staaten der Europäischen Union der Anteil der Fondsgesellschaften ermittelt wurde, die Teile ihrer Administration auslagern.<sup>21</sup>

Dabei lag für das Jahr 2005 die Spannweite zwischen 0 % (für Länder wie Polen, die Tschechische Republik und Ungarn, in denen sich die Fondsindustrie erst im Aufbau befindet) und einem Spitzenwert von 89 % in Italien gefolgt von 78 % für Luxemburg (vgl. Abb. 12). Der gewichtete Durchschnitt lag schliesslich bei 55 % und entspricht somit etwa dem in der Untersuchung für die Gruppe der teilnehmenden Fondsgesellschaften ermittelten Wert.

Auf Basis eines Zeitvergleichs von 2001 bis 2005 kann insgesamt eine Tendenz zunehmender Auslagerung festgestellt werden.

---

<sup>21</sup> Vgl. Schröder et al. (2006), S. 12 f.

	2001	2002	2003	2004	2005
Belgien	46 %	52 %	52 %	63 %	62 %
Dänemark	17 %	25 %	24 %	26 %	25 %
Deutschland	36 %	51 %	54 %	58 %	55 %
Finnland	9 %	9 %	12 %	11 %	11 %
Frankreich	55 %	62 %	63 %	68 %	75 %
Griechenland	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Grossbritannien	49 %	50 %	51 %	53 %	53 %
Irland	46 %	54 %	50 %	54 %	55 %
Italien	86 %	90 %	93 %	92 %	89 %
Luxemburg	63 %	70 %	75 %	80 %	78 %
Niederlande	15 %	15 %	16 %	17 %	18 %
Österreich	46 %	46 %	48 %	49 %	46 %
Polen	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Portugal	19 %	24 %	27 %	30 %	30 %
Schweden	38 %	38 %	15 %	14 %	14 %
Spanien	14 %	16 %	15 %	16 %	14 %
Tschechische Republik	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Ungarn	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Gewichteter Durchschnitt	44 %	50 %	50 %	54 %	55 %

Abb. 12: Anteil der Fondsgesellschaften, die Teile der Administration ausgelagert haben<sup>22</sup>

Die Aufspaltung der Wertschöpfungskette ist somit nicht eine rein theoriegetriebene Überlegung, sondern deckt sich mit den realen Veränderungen im Fondsmarkt.

### III. Relevanz alternativer Vertriebskanäle

#### 1. Anzahl der Vertriebspartner als Indikator offener Architektur

Zweiter Schwerpunkt der Erhebung war es zu ermitteln, wie offen die Vertriebskanäle für die einzelnen Anbieter sind. Hierbei fällt auf, dass 3 Fondsanbieter ihre Produkte über mehr als 200 Finanzdienstleister absetzen. Dem stehen 6 Fondsanbieter gegenüber, die ihre Produkte über weniger

<sup>22</sup> Vgl. Schröder (2006), S. 12.

als 50 Finanzdienstleister verkaufen (vgl. Abb. 13). Gesamthaft kann hieraus aber geschlossen werden, dass die meisten Anbieter innerhalb der Untersuchung über ein breites Vertriebsnetz verfügen und für sie ein ausreichender Zugriff auf mehrere Vertriebspartner gewährleistet ist.

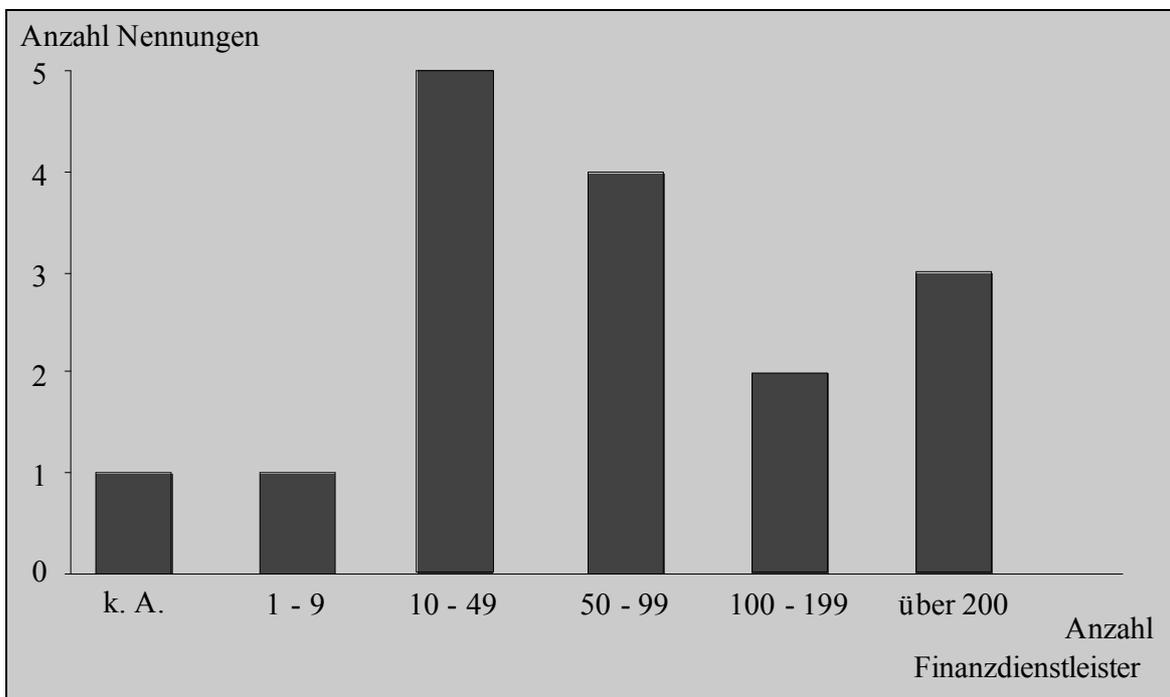


Abb. 13: Anzahl der Finanzdienstleister über die Fonds der Untersuchungsteilnehmer vertrieben werden

Stellt man die Anzahl der Finanzdienstleister, über welche die Fonds abgesetzt werden, dem verwalteten Vermögen gegenüber, so ergibt sich ein uneinheitliches Bild (vgl. Abb. 14). Führt man eine lineare Regression durch, so ergeben sich für die 15 Merkmalsträger eine Steigung der Regressionsgeraden sowie ein Bestimmtheitsmass von nahezu Null. Es wäre somit kein Zusammenhang zwischen der Grösse des Fondsanbieters und der Anzahl der Vertriebspartner festzustellen.

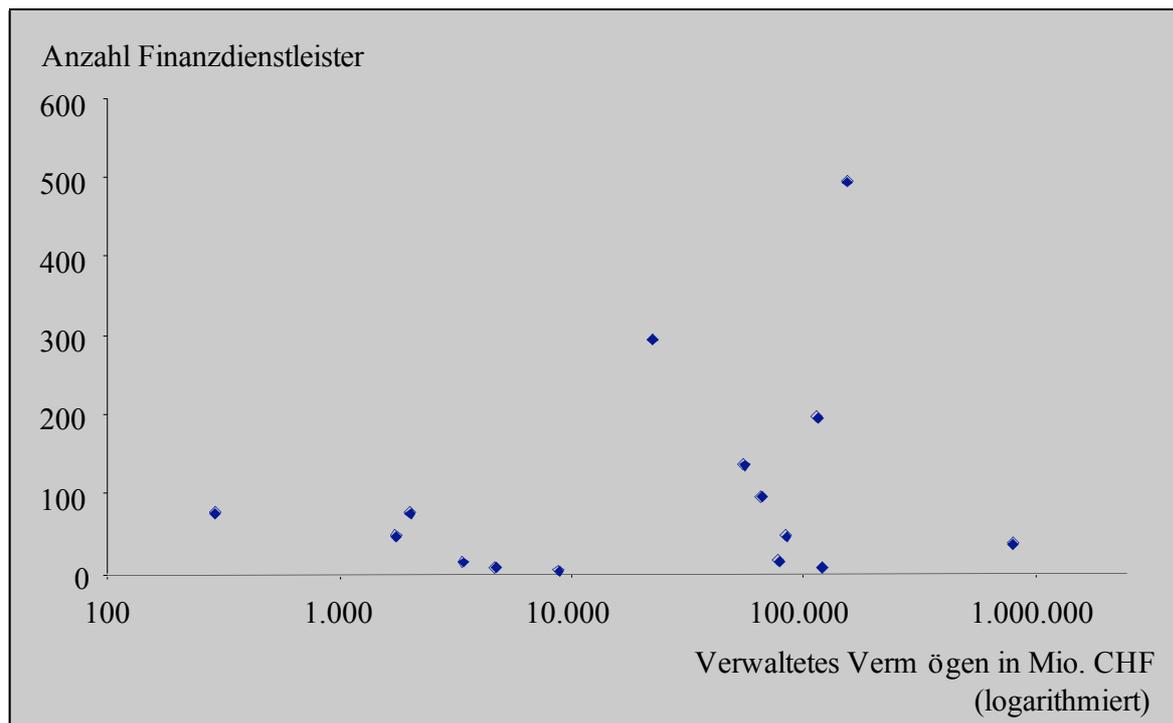


Abb. 14: Anzahl der Finanzdienstleister über die der Vertrieb erfolgt, im Verhältnis zum verwalteten Vermögen (logarithmiert)

Entfernt man aus der Beobachtung den Anbieter, welcher bei einem verwalteten Vermögen von über 773 Mrd. CHF 40 Vertriebspartner aufweist, so ergibt sich in diesem Zusammenhang eine deutliche Veränderung (vgl. Abb. 15). Die Regressionsgleichung weist dann einen positiven Trend auf, wobei die Funktionsgleichung zum Ergebnis führt, dass die Zahl der Vertriebspartner bei einer Zunahme des verwalteten Vermögens um 1 Mrd. CHF um 1,4 zunimmt. Das Bestimmtheitsmass ( $R^2$ ) ist mit 0,2569 jedoch weiterhin sehr gering und der Aussagegehalt – einerseits aufgrund der geringen Stichprobe und andererseits aufgrund der sichtbar gewordenen massiven Auswirkung von möglichen Ausreißern – nur beschränkt.

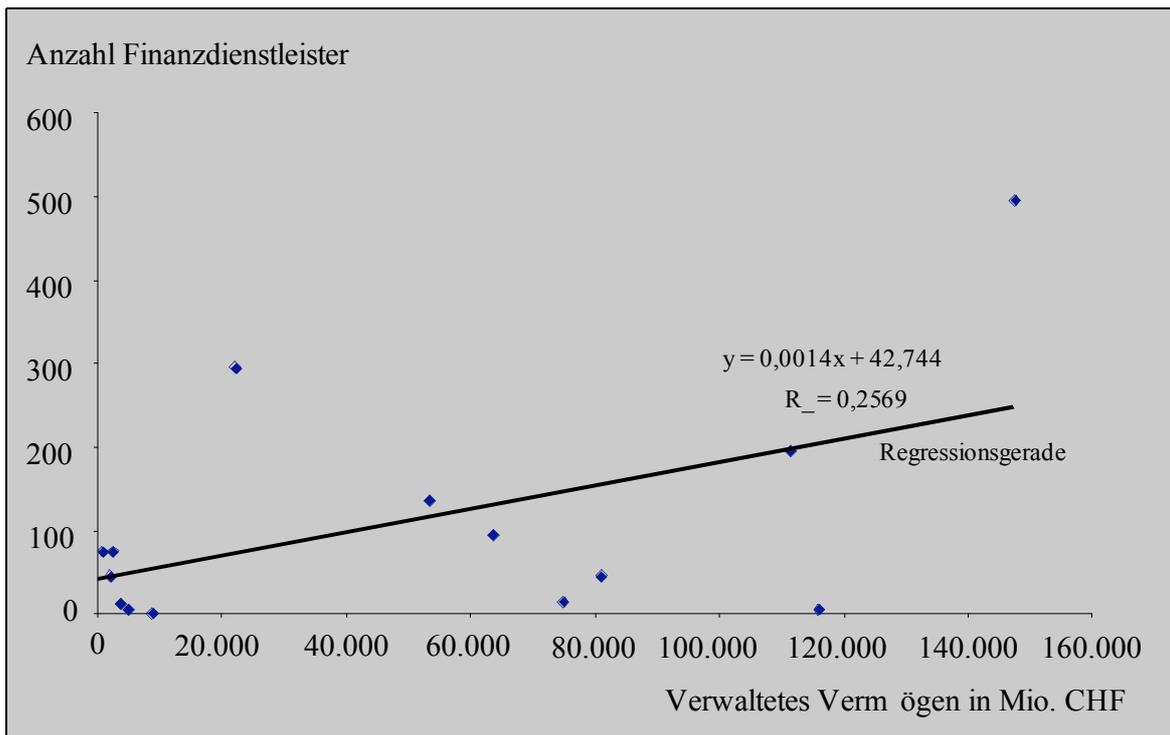


Abb. 15: Anzahl der Finanzdienstleister über die der Vertrieb erfolgt im Verhältnis zum verwalteten Vermögen (ausreisserbereinigt)

## 2. Verteilung des Vertriebsvolumens auf internen und externen Vertrieb

Hinsichtlich der Verteilung des Vertriebsvolumens auf unternehmens- und konzerninterne sowie unternehmensexterne Vertriebswege ist im Rahmen des ungewichteten Durchschnitts der Umfrageteilnehmer festzustellen, dass 52,93 % des Vertriebsvolumens auf den internen (unternehmens- oder konzerninternen) Vertrieb entfällt (vgl. Abb. 16). Führt man jedoch eine Durchschnittsbildung unter Berücksichtigung des verwalteten Vermögens der Fondsgesellschaften durch, so verschiebt sich das Verhältnis deutlich. In diesem Fall entfallen nur noch 26,21 % des Vertriebsvolumens auf den internen Vertrieb. Somit wird deutlich, dass im Fall der Umfrageteilnehmer insbesondere die grossen Anbieter einen erheblichen Teil ihres Fondsabsatzes durch externe Vertriebspartner realisieren. Offene Architekturen im Vertrieb sind also insbesondere für sie essentiell.

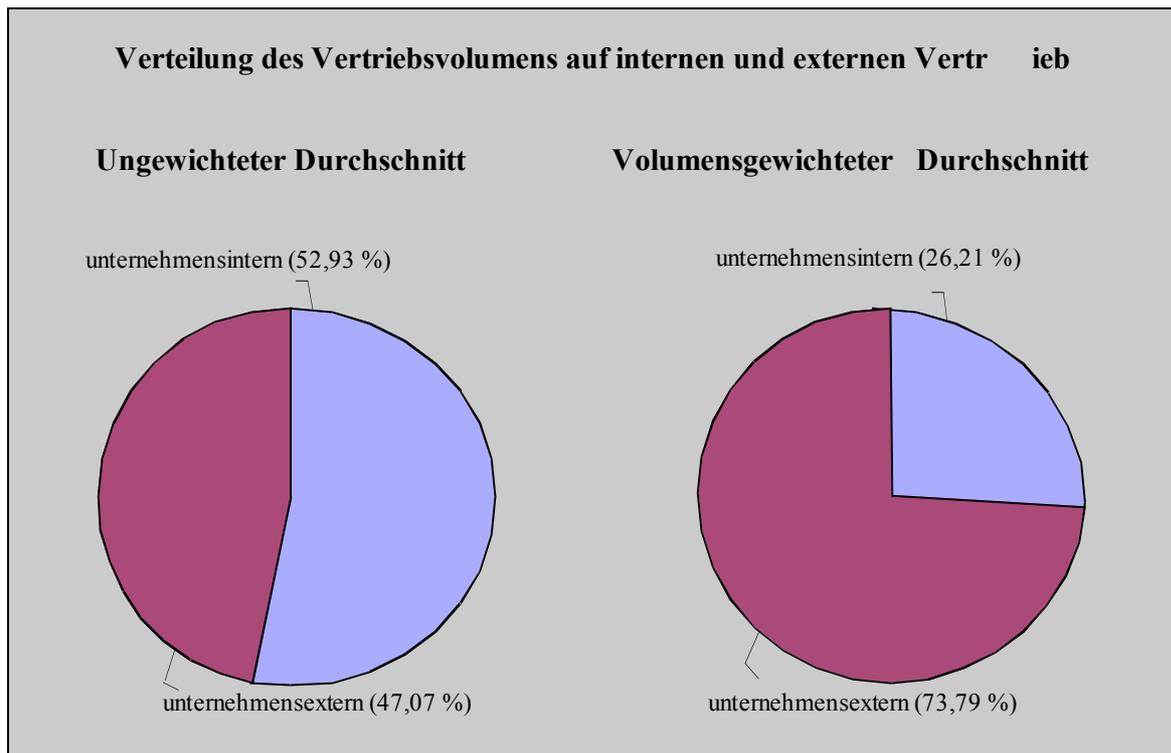


Abb. 16: Verteilung des Vertriebsvolumens auf internen und externen Vertrieb

### 3. Untersuchung alternativer externer Vertriebswege im Rahmen der Untersuchung und im internationalen Vergleich

Neben der Verteilung des Vertriebsvolumens auf interne und externe Vertriebswege ist im Rahmen der Analyse der Offenheit der Vertriebswege ebenso entscheidend, welche Vertriebswege konkret welchen Anteil am Vertriebsvolumen der Umfrageteilnehmer ausmachen. Dabei stellt sich sowohl ungewichtet als auch gewichtet eine starke Dominanz der Banken als Vertriebsweg für Fondsprodukte heraus. Auf sie entfallen 82,90 % respektive 88,88 % des Vertriebsvolumens (vgl. Abb. 17). Als zweitwichtigster Vertriebsweg stellen sich sowohl ungewichtet, als auch volumengewichtet die Versicherungen mit 10,61 % bzw. 7,48 % heraus. Gegenüber den Versicherungen liegen die unabhängigen Finanzdienstleister mit 7,89 % bzw. 3,64 % bei einem nochmals deutlich geringeren Anteil.

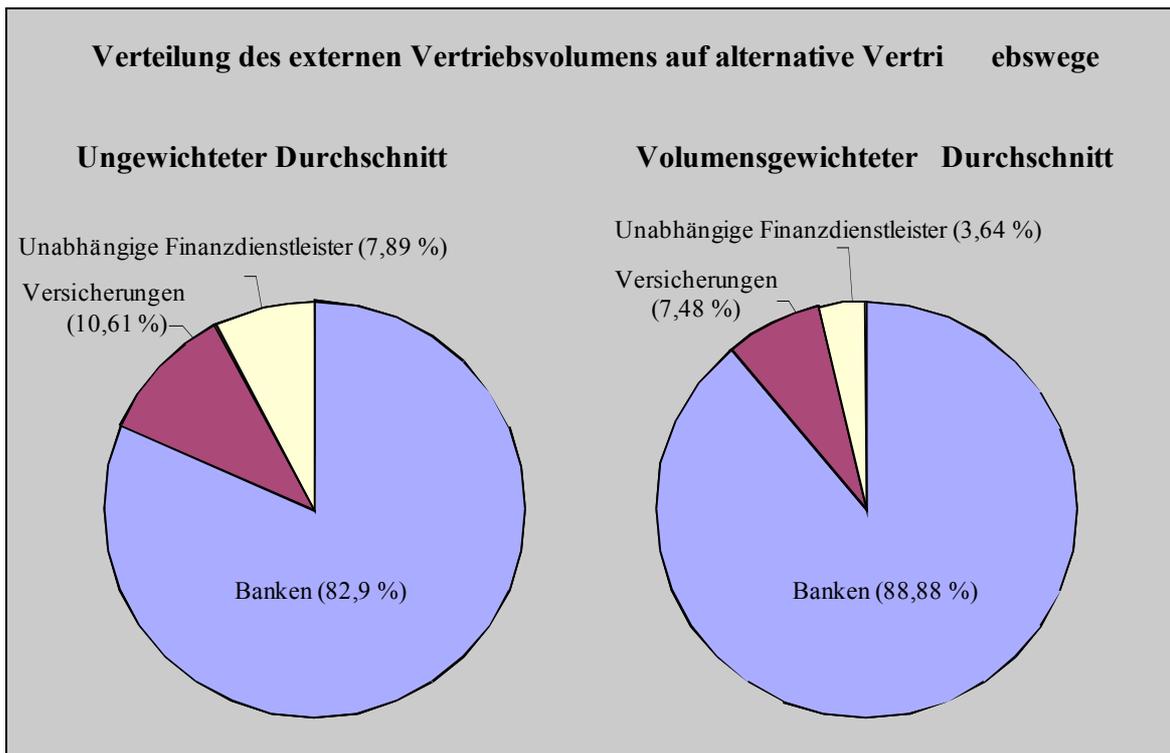


Abb. 17: Verteilung des externen Vertriebsvolumens auf alternative Vertriebswege

Aus den Unterschieden zwischen den Ergebnissen im Fall ungewichteter gegenüber gewichteter Durchschnitte wird deutlich, dass insbesondere die kleinen Anbieter einen grösseren Teil ihres Vertriebs über Versicherungen und unabhängige Finanzdienstleister abwickeln, während der Anteil des Vertriebsvolumens durch Banken für die grossen Anbieter höher liegt.

Das Ergebnis bezüglich der Beurteilung der Objektivität der Beratung durch Banken ist gemischt. Während 8 Teilnehmer diese allen Anbietern gegenüber als objektiv einschätzen empfinden 5 Umfrageteilnehmer die Beratung als parteiisch. Stellt man hierbei erneut das verwaltete Vermögen der Fondsgesellschaften den Antworten gegenüber, so ergibt sich für die Gruppe der Banken, welche die Beratung für objektiv halten, ein durchschnittlich verwaltetes Vermögen in Höhe von 196 Mrd. CHF wohingegen das verwaltete Vermögen der Fondsgesellschaften, die dies in Zweifel ziehen nur bei 44 Mrd. CHF liegt. Es tritt somit der Effekt zutage, dass jene Gesellschaften, die einen überproportionalen Teil ihres Absatzes über Banken realisieren, deren Beratung als objektiv einschätzen.

	Ja	Nein	Keine Angabe
Beurteilen Sie die Beratung der Schweizer Banken als offen und unabhängig gegenüber den einzelnen Anbietern?	5	8	3

Abb. 18: Unabhängigkeit der Beratung durch Banken aus Sicht der Umfrageteilnehmer

Vergleicht man die Ergebnisse der Verteilung des Fondsabsatzes mit internationalen Erhebungen, so ist festzustellen, dass innerhalb der Untersuchungsgruppe ein erheblich grösserer Anteil des Fondsabsatzes über Banken erfolgt, als dies im internationalen Vergleich der Fall ist. Bereinigt man beispielsweise eine Studie des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung<sup>23</sup> um den Absatz über Funds of Funds, so ergibt sich ein Vertriebsanteil der Banken für Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und Grossbritannien als ungewichteter Durchschnitt von 64,6 % (abgeleitet aus Abb. 19).

Markt	Vertriebskanal			
	Banken	Versicherungen	Unabhängige Finanzdienstleister	Andere (einschliesslich Funds of Funds)
Deutschland	60,7 %	16,6 %	11,4 %	11,3 %
Frankreich	40,2 %	19,5 %	4,0 %	36,3 %
Italien	72,0 %	12,2 %	9,0 %	6,8 %
Spanien	72,8 %	3,0 %	4,3 %	19,9 %
Grossbritannien	14,0 %	14,8 %	47,0 %	24,2 %
Durchschnitt	51,9 %	13,2 %	15,1 %	19,7 %

Abb. 19: Verteilung des externen Vertriebsvolumens von Anlagefonds auf alternative Vertriebskanäle im europäischen Vergleich<sup>24</sup>

Während Banken und Versicherungen – mit Ausnahme von Grossbritannien – noch immer den Hauptanteil des Vertriebsvolumens für Fonds abwickeln ist eine deutliche Verschiebung innerhalb der Verteilung während der letzten Jahre erkennbar. Während im Jahr 1990 noch 97 % des Vertriebsvolumens in Europa auf Banken und Versicherungen entfiel,<sup>25</sup> hat sich das Bild, wie in Abb. 19 deutlich wird, durch die zunehmende Entwicklung hin zur offenen Vertriebsarchitektur stark verändert. Auf Basis der Umfrageergebnisse besteht hier für den Schweizer Markt noch Nachholbedarf.

<sup>23</sup> Vgl. Schröder et al. (2006).

<sup>24</sup> Vgl. Schröder et al. (2006), S. 8.

<sup>25</sup> Vgl. Schröder et al. (2006), S. 9.

## **C. Möglichkeiten und Grenzen der konsequenten Umsetzung des Open-Architecture-Gedankens**

Betrachtet man die sich aus offenen Produkt- und Dienstleistungsarchitekturen ergebenden Möglichkeiten und Grenzen, so sind aus Kundensicht insbesondere die Auswirkung hinsichtlich der Kosten sowie der Betreuungsqualität zu sehen. Aus Anbietersicht sind insbesondere Effizienzüberlegungen als Treiber der Entwicklung, jedoch auch regulatorische Hemmnisse zu betrachten, welche gewünschte Entwicklungen derzeit verhindern.

Im Folgenden werden daher einerseits die bestehende Kostentransparenz für den Anleger sowie die potentiellen Auswirkungen auf die Kostenhöhe betrachtet. Des Weiteren gilt es, die sich ergebenden Anforderungen an Mitarbeiter und Systeme zu betrachten, welche erfüllt werden müssen, um den Best-Advice-Gedanken tatsächlich umsetzen zu können. Abschliessend werden die bestehenden regulatorischen Hemmnisse – auch auf Basis der Ergebnisse der Umfrage – beleuchtet.

### **I. Kostentransparenz und Kostenhöhe für den Anleger**

#### **1. Umsetzung der Kostentransparenz durch Schaffung einheitlicher Kennzahlen**

Die dem Anleger durch den Fondsanbieter auf das investierte Vermögen verrechneten Gesamtkosten können im Wesentlichen in drei Komponenten aufgeteilt werden:

1. Vertraglich fixierte Kosten (z. B. in Form von Gründungskosten, Administrationskosten sowie fixen und variablen Kommissionen für die Fondsleitung)
2. Nach effektivem Anfall verrechnete Kosten (z. B. Revisionskosten und Rechtsberatungskosten)
3. Transaktionskosten (z. B. Börsencourtage)

Dabei sind international Bestrebungen vorhanden, im Sinne der Transparenz die einzelnen Komponenten in einer Kennzahl – der sogenannten Total Expense Ratio (TER) – zusammenzufassen. Es sind jedoch unterschiedliche Definitionen der TER festzustellen, die einen internationalen Vergleich erschweren. So werden beispielsweise in Deutschland nach § 41 II Investmentgesetz sowie der hierzu vorliegenden Rechtsprechung Transaktionskosten nicht in der TER erfasst,<sup>26</sup> wohingegen in der Schweiz gemäss der Richtlinie zur Offenlegung der TER durch die Swiss Funds Association explizit der gesamte Betriebsaufwand zu erfassen ist, welcher die Transaktionskosten einschliesst.<sup>27</sup>

Über die durch die Fondsgesellschaft periodisch erhobenen Kosten hinaus sind durch den Anleger noch Kauf-, Verkauf- und Verwahrungskosten zu tragen. Dabei fallen Ausgabe- und gegebenenfalls Rücknahmekommissionen in der Regel nur zu einem kleinen Teil der Fondsgesellschaft zu,

<sup>26</sup> Vgl. Deutscher Bundestag (2006), S. 1.

<sup>27</sup> Vgl. Swiss Funds Association (2006), S. 1 ff.

sondern werden in Form der bereits angesprochenen Retrozessionen zu einem nicht unerheblichen Teil an die Bank, Versicherung oder den unabhängigen Dienstleister zurückgewährt, der dem Anleger den Fonds verkauft.

Die Zusammensetzung der Gesamtkosten für den Anleger ist in der folgenden Abb. 20 zusammenfassend dargestellt.

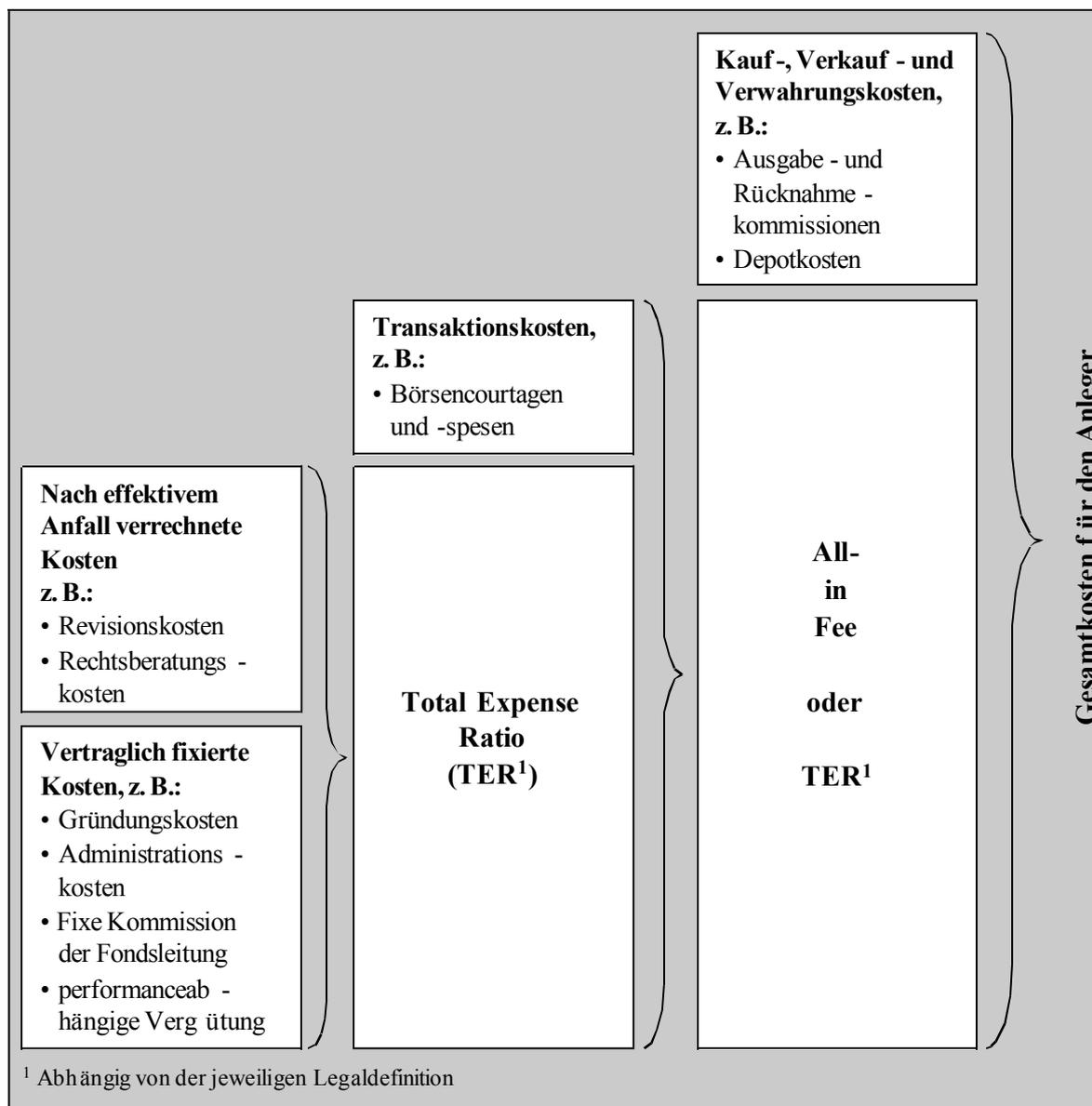


Abb. 20: Zusammensetzung der Kosten eines Anlagefonds für den Anleger

Um dem Anleger eine ausreichende Informationsbasis für die Auswahl alternativer Anlagefonds bieten zu können, ist eine einheitliche Kostendefinition, anhand derer die verschiedenen Produkte direkt beurteilt werden können, unabdingbar. Die derzeit bestehenden gesetzlichen Regelungen zur Kostentransparenz kommen jedoch der Umsetzung von Open-Architecture-Ansätzen schon dahingehend entgegen, dass dem Anleger die primären Kostenkomponenten auch für Drittfonds – also Fonds fremder Anbieter – offengelegt werden können.

## 2. Der Einfluss von Skaleneffekten auf die Kostenhöhe

Durch die zunehmende Kostentransparenz im Fondsgeschäft beschränkt sich die Forderung nach einer möglichst hohen Kosteneffizienz nicht mehr nur auf das Transaktionsmanagement, für welches die Forderung nach einem „Best Execution Price“ bereits postuliert wurde (vgl. Abb. 9, S. 20). Vielmehr resultiert auch für das Portfolio-Management nicht mehr nur ein Performance-Wettbewerb sondern gleichzeitig ein Wettbewerb um möglichst attraktive Konditionen. Dabei sind die beiden Komponenten natürlich grundsätzlich miteinander verbunden, da höhere Kosten ceteris paribus die Rendite verringern. Durch die Offenlegung der Konditionen nimmt die Bedeutung deren absoluter Höhe aber in jedem Fall zu. Für den Anleger stellen sie eine sichere Größe dar, währenddessen die Rendite der Vergangenheit allenfalls als Indikator für die Zukunft gelten kann. Ebenso hat das Vertriebs-Management seine Leistungen möglichst effizient zu erbringen, da sowohl die erhaltenen Retrozessionen, als auch verrechnete Beratungs- und Verwaltungsgebühren, wie dargelegt, offengelegt werden müssen

Insgesamt ist daher eine stärkere Standardisierung der Produkte und Prozesse zu erwarten, die durch die Nutzung von Skaleneffekten zu einem Rückgang der Kostenbelastung von Anlageprodukten führt. Durch die fortschreitende Desintegration der Produktionsstruktur in Form einer vermehrten Auslagerung bzw. dem Zukauf von Leistungen wurden die hierfür notwendigen Schritte durch die Fondsindustrie, wie auf Basis des Fragebogens festgestellt wurde, eingeleitet.

Aus Anlegersicht sind die Auswirkungen von Skaleneffekten besonders aufgrund der vermehrt langfristigen Anlagedauer – insbesondere im Fall von Altersvorsorgeprodukten – von besonderer Bedeutung. So führt eine Veränderung der Kostenbelastung von 1 auf 2 Prozentpunkte bei einer unterstellten Performance des Underlyings von 10,27 %<sup>28</sup> und einem konstanten jährlichen Sparbeitrag beispielsweise zu einem um 24 % niedrigeren Endvermögen. Der direkte Zusammenhang zwischen Fondsvermögen und der dem Anleger verrechneten TER ist jedoch nur bedingt nachweisbar. So ergab sich für Anlagefonds in der Schweiz zwar ein negativer Zusammenhang, der auf Basis einer linearen Regression der Daten von 824 Fonds zum Ergebnis kommt, dass die TER mit einer Zunahme des verwalteten Vermögens um 100 Mrd. CHF um 0,9 %-Punkte abnimmt, dies jedoch nur mit einem Bestimmtheitsmass von 0,0357 (vgl. Abb. 20). Ebenso konnten mehrere Studien zum Zusammenhang zwischen Fondsgrösse und Performance keine signifikanten Zusammenhänge feststellen. Lediglich für kleine Volumina kann aufgrund der stark ansteigenden relativen Kosten ein Break-Even angenommen werden, unter welchem Fonds auf Dauer nicht effizient operieren können.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> Dies entspricht der durchschnittlichen Rendite Schweizer Aktien von 1926 – 2006. Vgl. Pictet (2007).

<sup>29</sup> Vgl. Clark (2003); Indro (1999), S. 74 ff.

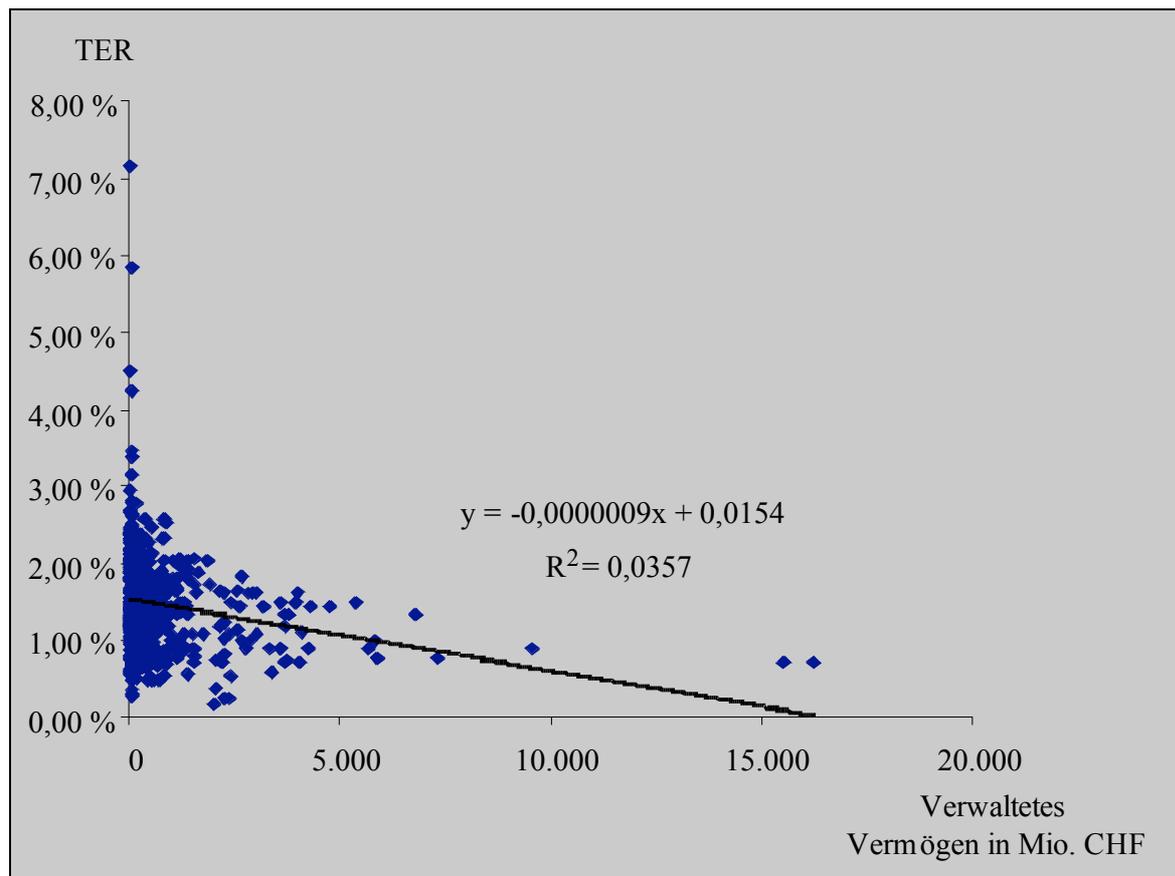


Abb. 21: Zusammenhang zwischen Fondsvolumen und TER<sup>30</sup>

Skaleneffekte sind somit nicht in erster Linie durch die reine Grösse des Fonds anzustreben, sondern vielmehr durch Standardisierung in der Abwicklung und Nutzung effizienter Strukturen zur Erstellung einer Vielzahl von Fonds.

## II. Anforderungen an Mitarbeiter und Systeme

Aus einer Umsetzung offener Architekturen ergeben sich sowohl für die Mitarbeiter – insbesondere im Vertrieb – und deren Ausbildung, aber auch für die Ausgestaltung der Informatiksysteme besondere Anforderungen. Für den Erfolg einer konsequenten Umsetzung der Dekomposition der Wertschöpfungskette stellt die Bewältigung dieser Anforderungen einen entscheidenden Baustein dar.

### 1. Mitarbeiterbezogene Anforderungen

Sofern ein Anbieter im Vertriebsbereich sich von der klassischen Form des Rückgriffs auf die eigene bzw. die aus dem Finanzverbund stammende Fondsgesellschaft hin zu einer offenen Ver-

<sup>30</sup> Eigene Darstellung auf Basis der Daten von 824 Fonds aus dem Jahr 2004. Die Fondsdaten stammen aus Lipper (2005).

triebsarchitektur entwickelt, ergeben sich für den Vertriebsmitarbeiter verständlicherweise neue Herausforderungen. Während er zuvor ein in der Regel überschaubares Fondsuniversum anzubieten hatte, muss er nach der Umstellung wesentlich weitergehende Kenntnisse über die Zusammensetzung einzelner Fonds sowie deren steuerlichen und risikorelevanten Auswirkungen besitzen. Hierzu ist eine permanente Weiterbildung unumgänglich.

Ebenso ist im Sinne einer wirklichen offenen Struktur das Entlohnungssystem so anzupassen, dass Provisionen nicht von der Höhe der Retrozessionen des einzelnen Anbieters abhängig sind, sondern eine objektive Beratung durch den Vertriebsmitarbeiter sichergestellt wird. Von einer kurzfristigen Verkaufsförderung zu Lasten der langfristigen Kundenbeziehung sollte in jedem Fall Abstand genommen werden.

## **2. Systembezogene Anforderungen**

Neben der Weiterbildung der Mitarbeiter ist jedoch auch ein Ausbau der Systeme vonnöten, der sicherstellt, dass der Vertriebsmitarbeiter alle relevanten Informationen (beispielsweise bezüglich Fondszusammensetzung, Risikostruktur und Kostenbelastung) direkt verfügbar hat. Ebenso sind möglichst objektive Entscheidungskriterien für die Empfehlung bestimmter Fonds zu liefern. Dies kann beispielsweise durch die Integration unabhängiger Fondsratings erfolgen.<sup>31</sup>

Die systembezogenen Anforderungen gehen jedoch im Gegensatz zu den mitarbeiterbezogenen Anforderungen über die Ebene des Vertriebs und die Schnittstelle zwischen Vertrieb und Fondsgesellschaft hinaus. So müssen auch zwischen Portfolio-Management und Transaktions-Management einheitliche Schnittstellen geschaffen werden, die eine effiziente und möglichst automatisierte Abwicklung ermöglichen.

## **III. Regulatorische Hemmnisse im Fondsgeschäft**

Bei der praktischen Umsetzung von Open-Architecture-Ansätzen sehen sich Hersteller, wie auch Vertreiber mannigfach regulatorischen Beschränkungen gegenüber. Begründung findet die besondere Regulierung von Fonds in deren Eigenschaft, gerade Privatanlegern die Möglichkeit zu bieten eine diversifizierte und möglichst sichere Anlage zu tätigen.

Die Regulierungsflut beginnt aus Herstellersicht damit, dass beim Marktauftritt je nach Land die jeweiligen gesetzlichen Publikations- und Registrierungsspflichten erfüllt werden müssen, was gegebenenfalls die Anzahl der Anbieter auf kleineren Märkten einschränken kann. Ebenso ergeben sich Probleme aus Restriktionen bezüglich des Anlageuniversums. Des Weiteren können sich beim Aufspalten der Wertschöpfungskette Schwierigkeiten bezüglich des Datenschutzes im Allgemeinen und des Bankheimnisses im Besonderen ergeben.

Auf Seite des Vertriebs können ebenfalls regulatorische Hemmnisse erwachsen. Diese können einerseits aus Beratungspflichten und der daraus resultierenden Verantwortung erwachsen aber auch aus der Komplexität, die die vertragliche Verknüpfung mit einem Drittanbieter mit sich bringt. In

---

<sup>31</sup> Zum Einsatz von Fondsratings in der Beratung vgl. bspw. Brammer (2003), S. 302 ff.

diesem Zusammenhang soll besonders auf die Situation im deutschen und im Schweizer Markt eingegangen werden.

Insgesamt sind jedoch bereits seit den Neunziger Jahren zwei gegenläufige Trends zu beobachten. Einerseits werden nationale Märkte für ausländische Anleger geöffnet sowie die Liberalisierung und die Deregulierung der Märkte vorangetrieben. Andererseits ist eine Tendenz zu einer Verstärkung und Verbesserung vorhandener Regulierungen betreffend den Vererbraucherschutz festzustellen.<sup>32</sup>

## 1. Hemmnisse auf Herstellungsebene

Im gegenwärtigen Marktumfeld, das durch eine starke Konkurrenz alternativer Anlageprodukte geprägt ist, können regulatorische Einschränkungen in Bezug auf die Festlegung des Anlageuniversums für das jeweilige Produkt entscheidenden Einfluss haben. So gilt es im Fondsbereich derzeit zu beachten, dass er durch das wachsende Zertifikate-Angebot einer Konkurrenz ausgesetzt ist, die weit weniger stark reguliert ist. In der Europäischen Union steht ausgehend von dieser Tatsache in der Diskussion eine Erweiterung der Anlageklassen, in die ein Fonds investieren kann, vorzunehmen.<sup>33</sup> Ebenso wurde durch Matthäus Jan Den Otter, Geschäftsführer der Swiss Funds Association (SFA), im Jahr 2005 bereits als eines der wichtigsten Anliegen auf Herstellungsebene gefordert, dass die Gesetzgebung Konkurrenzprodukte ebenso in die Regulierung einbezieht wie Fonds.<sup>34</sup>

Derzeit ergeben sich Beschränkungen hinsichtlich der Zusammensetzung von Anlagefonds innerhalb der EU aus der Richtlinie (RL) 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, die am 21. Januar 2002 in Kraft gesetzt wurde, sowie deren nationale Umsetzungen. Für Deutschland ist dies das Investmentgesetz (InvG) vom 15. Dezember 2003. Beispielsweise darf gemäß Art. 22 der RL 2001/108/EG ein „Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“ (OGAW) höchstens 5 % seines Vermögens in Titel ein und desselben Emittenten anlegen. Für Investmentfonds beläuft sich der Satz gemäß Art. 25 auf 10 %. Da dieser Satz bei der Nachbildung von Indizes stark restriktiven Charakter ausüben würde, besteht gemäß Art. 22 a Abs. 1 jedoch eine Ausnahme für Indexfonds, bei denen der Anteil eines einzelnen Titels auf 20 % angehoben werden kann. Darüber hinaus besteht für Mitgliedsstaaten nach Art. 22 a Abs. 2 für einen einzigen Titel die Möglichkeit diese Grenze im Falle „außergewöhnlicher Marktbedingungen“ auf 35 % anzuheben. Des Weiteren regelt beispielsweise Art. 19 die Anlagemöglichkeiten, indem Beschränkungen für einzelne Anlageklassen erlassen sind. Analog hierzu finden sich in der nationalen Umsetzung für Deutschland beispielsweise Begrenzungen für den Einsatz von Derivaten (§ 51 InvG).

Allgemein ist aber festzustellen, dass sich Hemmnisse, vor allem in Bezug auf Unterschiede zwischen den einzelnen Staaten innerhalb der EU, im Abnehmen befinden. Als exemplarisch dafür kann die Einführung des „europäischen Passes“ gelten. Dieser ermöglicht es, dass ein Fonds innerhalb der Mitgliedsstaaten der EU angeboten werden kann, ohne eine separate Zulassung für jeden Staat zu benötigen.<sup>35</sup>

---

<sup>32</sup> Vgl. Pfeiffer (2000), S. 7.

<sup>33</sup> Vgl. Theisinger (2006).

<sup>34</sup> Vgl. Matthäus Jan Den Otter in Franz Schneider (2005).

<sup>35</sup> Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften (2005), S. 4 ff.

Wie in der durchgeführten Umfrage festgestellt werden musste, werden die Entwicklungstendenzen aber nicht nur positiv und als Vereinfachung durch die Marktteilnehmer aufgefasst. So gab eine der an der Umfrage teilnehmenden Investmentgesellschaften auf die Frage nach regulatorischen Hemmnissen im Fondsvertrieb an, dass sie sich durch die Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)<sup>36</sup> in Ihrer Tätigkeit beschränkt sieht.

Weniger restriktiv in Bezug auf die Zusammensetzung von Fonds stellt sich die Regulierung in der Schweiz dar. Obgleich eine starke Anlehnung an EU-Richtlinien sichtbar ist, ergeben sich durch das Grundkonstrukt teilweise grössere Spielräume. So ist das Bundesgesetz über die Anlagefonds (AFG) lediglich ein Rahmengesetz, das durch Verordnungen des Bundesrates ergänzt wird. Die eigentliche Regulierung wird im Wesentlichen in Form der Selbstregulierung durch die SFA wahrgenommen.<sup>37</sup> Als Aufsichtsbehörde fungiert die Eidgenössische Bankenkommission (EBK).

Teilweise nimmt die Schweiz aber auch eine Vorreiterrolle ein. Dies war beispielsweise im Bereich der Kostentransparenz erkennbar. So ist es Wertschriftenfonds bereits seit dem 31. Dezember 2003 durch die Richtlinie zur Berechnung und Offenlegung der Total Expense Ratio (TER) vom 13. Juni 2003 vorgeschrieben, in ihren Jahres- und Halbjahresberichten die entsprechende Kennzahl zu veröffentlichen. In Europa erfuhr die Offenlegung – auch von Retrozessionen – hingegen erst durch die Finanzmarktrichtlinie (MiFid) zum 1. November 2007 merklichen Nachdruck.

## 2. Gesetzliche Grenzen bei der Dekomposition der Wertschöpfungskette

Betrachtet man die gesetzlichen Grenzen im Zusammenhang der Dekomposition der Wertschöpfungskette, so liegen diese primär im Datenschutz begründet. So fällt auch in den Umfrageergebnissen zu Frage 6.b) (vgl. Anhang 1) auf, dass von den 17 Teilnehmern lediglich einer angab, dass er sich regulatorischen Hemmnissen bezüglich des Outsourcings der Abwicklung ausgesetzt sieht. Wie in Abb. 22 zu sehen ist, war darüber hinaus eine Enthaltung zu verzeichnen. Angesichts der Tatsache, dass bereits die Hälfte der Teilnehmer (vgl. Abb. 10, S. 22) angegeben hat, Teile der Abwicklung outgesourced zu haben, stellt dies einen positiv niedrigen Wert dar.

	Ja	Nein	Keine Angabe
Sind Sie regulatorischen Hemmnissen bezüglich des Outsourcings Ihrer Abwicklung ausgesetzt?	1	14	1

Abb. 22: Beurteilung regulatorischer Hemmnisse im Outsourcing durch die Umfrageteilnehmer

<sup>36</sup> Die UCITS I bis IV stellen die jeweiligen Sammlungen der Europäischen Richtlinien dar, die zu den einzelnen Zeitpunkten in Kraft getreten sind.

<sup>37</sup> Vgl. [www.sfa.ch](http://www.sfa.ch)

Als Hemmnisse für mögliche Outsourcing-Aktivitäten wurden durch den Teilnehmer genannt:

- Datenschutz und
- Bankgeheimnis.

Somit sind gesetzliche Grenzen bei der Dekomposition der Wertschöpfungskette von untergeordneter Bedeutung betrachtet werden.

### 3. Regulatorische Grenzen im Fondsvertrieb

Wesentlich entscheidender sind für die Umfrageteilnehmer hingegen die regulatorischen Grenzen im Fondsvertrieb. So gaben von den 16 teilnehmenden Fondsgesellschaften auf die Frage, ob sie sich regulatorischen Hemmnissen im Fondsvertrieb ausgesetzt sehen, die sie in Ihrer Tätigkeit beschränken, 8 an, dass dies der Fall sei (vgl. Abb. 23). Des Weiteren gab es eine Enthaltung. Sieben Gesellschaften sehen sich hingegen keinen regulatorischen Hemmnissen im Vertrieb ausgesetzt.

	Ja	Nein	Keine Angabe
Sind Sie regulatorischen Hemmnissen im Fondsvertrieb ausgesetzt, die Sie in Ihrer Tätigkeit beschränken?	8	7	1

Abb. 23: Beurteilung regulatorischer Hemmnisse im Fondsvertrieb durch die Umfrageteilnehmer

Von den 8 Gesellschaften, die sich durch regulatorische Vorgaben in Ihrer Tätigkeit beschränkt fühlen, wurde im Weiteren erhoben, welcher Art die wahrgenommenen Hemmnisse sind. Dabei wurden folgenden Faktoren angeführt:

- Als überzogen empfundene Regulierungsvorschriften der EBK in Bezug auf Namensgebung und Risikointerpretation.
- Organisatorische Vorschriften wie die Notwendigkeit der Revisionsbestätigungen von Vertriebsträgern sowie die Vorschriften betreffend Geldwäschereischutz.
- Der hohe administrative Aufwand zur Erlangung der Vertriebszulassung.
- Die Stempelsteuer auf Luxemburger Fonds.
- Die als langwierig empfundenen Bewilligungsprozesse.

Im Wesentlichen lassen sich die empfundenen Beschränkungen somit auf einen hohen Umsetzungsaufwand zurückführen, nicht jedoch darauf, dass die Dekomposition aufgrund dieser Vorschriften verunmöglicht würde. Aufgrund der Breite des Vertriebs, die in Abb. 13 auf S. 25 sichtbar wurde, scheinen die regulatorischen Erfordernisse, die an den Vertrieb gestellt werden, den Wettbewerb jedoch nur begrenzt einzuschränken.

## Fazit

Die Fondsindustrie sieht sich einerseits einem steigenden Wettbewerb durch alternative Anlageformen ausgesetzt. Gleichzeitig sehen sich die Anbieter einem steigenden Angebot durch neue Marktteilnehmer gegenüber. Als Möglichkeit in einem zunehmend kompetitiven Umfeld bestehen zu können wird bereits seit längerem die Etablierung offener Produkt- und Dienstleistungsarchitekturen im Fondsgeschäft gefordert. Dies bedingt eine Aufspaltung der Wertschöpfungskette und eine Öffnung bestehender Vertriebskanäle für die Produkte anderer Anbieter.

Im vorliegenden Forschungsbericht wurden in einem ersten Schritt die bisherige und die mögliche zukünftige Entwicklung des Fondsmarktes betrachtet. Hierbei wurde nicht nur die stark positive Entwicklung des Anlagevolumens deutlich, sondern ebenfalls das gegenüber Zertifikaten weit geringere Volumenswachstum, welches für die Zukunft zu einer Gefahr für die Fondsindustrie werden könnte. Hinsichtlich der Wertschöpfungskette konnte eine Dreiteilung in Fondsmanagement, Transaktionsmanagement und Vertrieb festgestellt werden. Dabei kann ein Best-Konzept abgeleitet werden, wonach an das Fonds- bzw. Portfolio-Management die Forderung nach Best Performance, an das Transaktionsmanagement nach einem Best Execution Price und an das Vertriebsmanagement nach Best Advice zu stellen ist.

Der zweite Schritt gilt der Untersuchung des Grades der Umsetzung offener Produkt- und Dienstleistungsarchitekturen durch die Praxis. Hierzu wurde eine empirische Erhebung durchgeführt, an der 16 auf dem Schweizer Markt aktive Fondsgesellschaften teilgenommen haben. Dabei wurde festgestellt, dass die Hälfte der teilnehmenden Gesellschaften bereits Teile der Abwicklung outsourced haben. Dieses Ergebnis deckt sich mit internationalen Erhebungen, wobei in der Vergangenheit eine stetige Zunahme des Anteils der Fondsgesellschaften, die Teile ihrer Administration outsourced haben, zu verzeichnen war. Hinsichtlich der alternativen Vertriebskanäle ist festzuhalten, dass die meisten Anbieter ihre Fonds über eine Vielzahl von Anbietern vertreiben, wobei ein – wenn auch nicht signifikanter – Trend festzustellen ist, dass Anbieter mit einem grossen verwalteten Vermögen auf mehr Vertriebspartner zurückgreifen.

Der Grossteil der Vertriebs wird zwischenzeitlich über externe Vertriebskanäle abgewickelt, wobei grosse Anbieter wesentlich stärker auf den externen Vertrieb setzen als kleinere Fondsgesellschaften. Das externe Vertriebsvolumen konzentriert sich wiederum zu einem erheblichen Teil auf den Bankensektor. Dessen Beratung wird von den Anbietern differenziert beurteilt. Die Hälfte der Umfrageteilnehmer beurteilt die Beratung nicht als unabhängig. Dies trifft insbesondere für die Gesellschaften zu, die einen unterproportionalen Anteil ihres Absatzes über Banken realisieren.

In einem dritten Schritt wurden die Möglichkeiten und Grenzen hinsichtlich der Umsetzung des Open-Architecture-Gedankens betrachtet. Entscheidend für den Anleger ist es, einen objektiven Vergleich alternativer Fonds vornehmen zu können. Hierbei ist die Kostentransparenz von entscheidender Bedeutung. Während eine Offenlegung der verrechneten Kosten grundsätzlich durch die Regulierung vorgeschrieben ist, bestehen im internationalen Vergleich durchaus Definitionsunterschiede für die gleiche Kennzahl. Ein statistisch signifikanter Einfluss des Fondsvolumens auf die verrechneten Kosten in Form der Total Expense Ratio (TER) konnte nicht festgestellt werden. Obgleich grundsätzlich für die Gesellschaft Skaleneffekte vorhanden sind und ein Mindestvolumen für die Effizienz eines Fonds unterstellt werden kann, wird diese Komponente offenbar nicht auf den Kunden umgewälzt. Entscheidend für Skaleneffekte aus Konsumentensicht sind vermutlich

eher eine Standardisierung der Fonds durch den Anbieter und ein Aufbau effizienter Abwicklungsstrukturen.

Regulatorische Hemmnisse, die die Umsetzung offener Architekturen behindern, werden von den Umfrageteilnehmern vor allem im Bereich des Vertriebs gesehen. Explizit wird vor allem ein als überhöht empfundener administrativer Aufwand vorgebracht. Aufgrund der festgestellten Breite des Vertriebs scheinen die regulatorischen Beschränkungen jedoch nur von untergeordneter Bedeutung zu sein. Hinsichtlich des Outsourcings sieht sich nur eine teilnehmende Fondsgesellschaft Hemmnissen ausgesetzt, womit in diesem Bereich vorhandenen Einschränkungen nicht geschäftsbeschränkend wirken.

Gesamthaft kann festgehalten werden, dass offenen Produkt- und Dienstleistungsarchitekturen nicht nur ein theoretisches Konstrukt sind, sondern auf Basis der durchgeführten Umfrage als existent, bedeutsam und aktuell nachgewiesen wurden.

## Anhang

### Fragebogen

1. Bei wie vielen Finanzdienstleistern (Banken, Versicherungen, unabhängige Finanzdienstleister) werden Ihre Fonds angeboten?

Anzahl:

2. Können Sie Angaben über das anteilige Vertriebsvolumen Ihrer Fonds über die alternativen Vertriebswege machen?

Banken	
	%

Versicherungen	
	%

Unabhängige FD	
	%

3. Falls ein eigener Vertriebsweg vorhanden ist (unternehmensintern, konzernintern, über Muttergesellschaft) geben Sie bitte an, welcher Anteil Ihres Fondsvertriebes über diesen Vertriebsweg erfolgt.

unternehmensintern	
	%

unternehmensextern	
	%

4. Beurteilen Sie die Beratung der Schweizer Banken als offen und unabhängig gegenüber den einzelnen Anbietern?

Ja       Nein

5. Haben Sie Teile Ihrer Abwicklung outgesourced? Ja       Nein

Wenn ja, welche? \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

6. a) Sind Sie regulatorischen Hemmnissen im Fondsvertrieb ausgesetzt, die Sie in Ihrer Tätigkeit beschränken? Ja       Nein

Wenn ja, welcher Art? \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

b) Sind Sie regulatorischen Hemmnissen bezüglich des Outsourcings Ihrer Abwicklung ausgesetzt?                      Ja                       Nein

Wenn ja, welcher Art? \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Gestaltungsvarianten für Anlagefonds.....	7
Abb. 2:	Entwicklung des in Anlagefonds weltweit verwalteten Vermögens.....	8
Abb. 3:	Entwicklung des Anlagevolumens von strukturierten Produkten und Investmentfonds in Deutschland im Zeitraum zwischen März 2005 und Januar 2007 .....	11
Abb. 4:	Entwicklung des Anlagevolumens von strukturierten Produkten und Investmentfonds in der Schweiz im Zeitraum zwischen März 2005 und Januar 2007.....	12
Abb. 5:	Traditionelle Wertschöpfungskette im Fondsgeschäft von Bankkonzernen .....	13
Abb. 7:	Kaufkriterien für Investmentfonds .....	15
Abb. 8:	Vertriebswege im Fondsgeschäft .....	17
Abb. 9:	Das „Best-Konzept“ für die drei Stufen der Wertschöpfungskette.....	20
Abb. 10:	Haben die Umfrageteilnehmer Teile der Abwicklung outsourced.....	22
Abb. 11:	Welche Teile der Abwicklung wurden von wie vielen Teilnehmern outsourced .....	22
Abb. 12:	Anteil der Fondsgesellschaften, die Teile der Administration ausgelagert haben .....	24
Abb. 13:	Anzahl der Finanzdienstleister über die Fonds der Untersuchungsteilnehmer vertrieben werden.....	25
Abb. 14:	Anzahl der Finanzdienstleister über die der Vertrieb erfolgt, im Verhältnis zum verwalteten Vermögen (logarithmiert) .....	26
Abb. 15:	Anzahl der Finanzdienstleister über die der Vertrieb erfolgt im Verhältnis zum verwalteten Vermögen (ausreisserbereinigt).....	27
Abb. 16:	Verteilung des Vertriebsvolumens auf internen und externen Vertrieb .....	28
Abb. 17:	Verteilung des externen Vertriebsvolumens auf alternative Vertriebswege .....	29
Abb. 18:	Unabhängigkeit der Beratung durch Banken aus Sicht der Umfrageteilnehmer .....	29
Abb. 19:	Verteilung des externen Vertriebsvolumens von Anlagefonds auf alternative Vertriebskanäle im europäischen Vergleich.....	30
Abb. 20:	Zusammensetzung der Kosten eines Anlagefonds für den Anleger .....	32
Abb. 21:	Zusammenhang zwischen Fondsvolumen und TER.....	34
Abb. 22:	Beurteilung regulatorischer Hemmnisse im Outsourcing durch die Umfrageteilnehmer	37
Abb. 23:	Beurteilung regulatorischer Hemmnisse im Fondsvertrieb durch die Umfrageteilnehmer	38

## Literaturverzeichnis

- ALLIANZ DRESDNER ECONOMIC RESEARCH (2007): Vermögensreport 2007, Working Paper Nr. 89, 5. September 2007.
- AXA INVESTMENT MANAGERS (2007): Medienmitteilung von 14. Mai 2007.
- BRAMMER, RALF (2003): Unabhängige Beratung und Financial Planning mit Fondsratings, in: ACHLEITNER, ANN-KRISTIN / EVERLING, OLIVER (Hrsg.): Fondsrating, Wiesbaden.
- CASH/SWISSCA (2002): Fondsmarkt Schweiz 2002.
- CLARK, ANDREW (2003): Does Fund Size Affect Performance?, Lipper Research Study.
- DEN OTTER, MATTHÄUS (2003): Investmentfonds: Grundlagen, Risiken, Chancen, 2. Auflage, Zürich.
- DEUTSCHER BUNDESTAG (2006): Antwort der Bundesregierung auf die Anfrage „Anlegerschutz durch Transparenz bei Investmentfonds“, Drucksache 16/3523, Berlin.
- DWS (2006): Analyse der internationalen Fondsmärkte, Frankfurt.
- EFAMA (2007a): Annual Report 2006-2007, Brüssel.
- EFAMA (2007b): Press Release, 26. September 2007, Brüssel.
- INDRO, DANIEL C. ET AL. (1999): Mutual Fund Performance : Does Fund Size Matter?, in: Financial Analysts Journal, Vol. 55, No. 3, S. 74 - 87.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (2002): ICI Fact Book: A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry, 42. Auflage, Washington.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (2007): ICI Fact Book: A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry, 47. Auflage, Washington.
- KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN (2005): Grünbuch; Ausbau des europäischen Rahmens für Investmentfonds, SEK (2005) 947.
- LIPPER SCHWEIZ AG(2005): Fondsführer Schweiz 2004, 12. Jahrgang, Zürich.
- O. V. (1999): Kosten bei Anlagefonds (Fondskosten), Generelle Erläuterungen, Swiss Funds Association, 12. Oktober 1999.
- O. V. (2006): Zertifikate erobern die Bankschalter, in: Handelsblatt, 25. Oktober 2006.

- PFEIFFER, HERMANNUS (2000): Regulierung von Investment- und Pensionsfonds im internationalen Vergleich, Gutachten für die Enquete-Kommission des Deutschen Bundestages, AU Stud 14/03.
- PICTET & CIE(2007): Die Performance von Aktien und Obligationen, Genf.
- SCHNEIDER, FRANZ (2005): Die SFA an der Schnittstelle zwischen Fondswirtschaft, Investoren und Behörden – „Regulierung ist mit Kosten verbunden“, in: Finanz und Wirtschaft vom 1. Juni 2005, S. 25.
- SCHRÖDER, MICHAEL ET AL. (2006): Current Trends in the European Asset Management Industry Lot 1, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim.
- SIEWECK (2004): Investmentfondsmarkt bleibt trotz Gegenwinds auf Wachstumskurs, in: Sparkasse, Juni 2004.
- SNB (2006, 2007): Statistisches Monatsheft, Ausgaben Januar 2006 bis März 2007, Zürich.
- SWISS FUNDS ASSOCIATION (2006): Richtlinie zur Offenlegung der TER und PTR, 25. Januar 2006, Basel.
- THEISINGER, MARTIN (2006): Anbieter fürchten mehr Bürokratie, in: Handelsblatt, 3. März 2006, B 14.