

# Pokern um geringe Margen

**Die Schnittmenge zwischen deutschen Master-KAGs und Global Custodians wird größer. Daher entbrennt der Wettbewerb zwischen global aktiven Abwicklern und den auf deutsche Belange zugeschnittenen Master-KAGs. Die Lösung könnte strukturelle Veränderungen der Arbeitsteilung sein.**

Die Anzahl der Assetklassen, die institutionelle Anleger abdecken, wächst, weil das Feld der alternativen Investments breiter wird und der Gesetzgeber größere Spielräume zulässt. Hinzu kommt eine breite Anzahl von speziellen Anlagestrategien für konventionelle Assetklassen, die an Spezialisten ausgelagert werden. Entsprechend steigt die Anzahl der Schnittstellen und der Reporting-Systeme bei gleichzeitigem Wunsch nach einem konsolidierten Berichtswesen. Master-KAGs lösen diese Probleme und erfüllen die Wünsche der Buchhalter, sie bündeln größere Vermögen mit unterschiedlichen Asset Managern und stemmen die notwendigen Investitionen für Abwicklung und Administration. Die Fokussierung auf die Administration ermöglicht eine Professionalisierung der Prozessabläufe und einen hohen Automatisierungsgrad – anders wäre ein Überleben in diesem Niedrigmargengeschäft auch nicht möglich. So weit, so gut. Doch die Global Custodians können dies teilweise ebenfalls – und sie sind durchaus an diesem Geschäft interessiert.

## Internationaler Wettbewerb

Derzeit sind Master-KAGs eine weitgehend deutsche Angelegenheit, weil auch Spezialfonds eine deutsche Besonderheit sind. Während das Feld national weitgehend abgesteckt ist, droht den Administratoren nun aber immer mehr Wettbewerb durch internationale Player. „Die könnten

eine deutsche Master-KAG einfach kaufen, wenn sie in den Markt wollen“, überlegt Frank Wehlmann, Geschäftsführer der Telos GmbH. Dass hier Markteintritte sehr kurzfristig stattfinden können, sah man am

Beispiel von State Street. Die US-Gesellschaft übernahm die Administration für rund 70 Fonds von AXA Investment Managers – Volumen: mehr als 20 Milliarden Euro. State Street übt neben der Depotbankfunktion auch Settlement-, Buchhaltungs-, Compliance- und sonstige administrative Aufgaben für AXA aus.

„Der Wettbewerb zwischen Global Custodians und Master-KAGs wird schärfer, und internationale Allianzen haben bereits stattgefunden und werden zunehmen“, beobachtet Dirk Werthmann, Geschäftsführer der BHF-Bank-Tochter BHF BNY Securities Services GmbH. Das Interesse der globalen Player am deutschen Markt ist spürbar, man denke an die Übernahme der Pionier-Master-KAG durch die Société Générale Ende 2007 oder die Aktivitäten des französischen Finanzdienstleisters Caceis, der zum Jahresende 2007 die Wertpapierabwicklung und -verwahrung der Hypo-Vereinsbank (HVB) übernommen hat. Insider sehen hier übrigens nicht nur Vorteile für die Abnehmer der Abwicklungsleistung. Auf der einen Seite überzeugt ein wohlklingender Name eines globalen Hauses, auf der anderen Seite müssen sich gerade kleinere und mittlere Investoren aber auch damit abfinden, dass bei den großen Global Custodians über ihre individuelle Wünsche gegebenenfalls in New York, London oder Paris entschieden wird. Denn die Systeme sind hier eher auf die großen Mandate und Investoren ausgerichtet und weniger auf nationale Be-

## Worauf es bei Master-KAGs ankommt

Technische Angebote wie beispielsweise besondere Bilanzierungsmöglichkeiten oder Controlling bieten keinen nachhaltigen Vorteil, da sie durch Systeminvestitionen, die allerdings erheblich sind, schnell aufholbar sind. Daher sind es neben den technischen Fakten weiche und organisatorische Faktoren, auf die Anleger bei der Auswahl einer Master-KAG achten sollten.

- **Betreuungsansatz?**  
Wird Ihnen ein direkter, persönlicher Ansprechpartner zugeteilt? („One Face to the Client“).
- Ist deutlich, dass die Gesellschaft ein nachhaltiges **Commitment** für die Master-KAG eingeht? Master-KAGs die quersubventioniert werden, werden eventuell einmal von der Muttergesellschaft geschlossen.
- Setzt die Master-KAG **neue Themen** rasch um?
- Kann alternative Assets abbilden, beispielsweise Private Equity, Mezzanine, Commodities.
- Ist die Master-KAG in der Lage, mit SWIFT zu arbeiten?
- Wie viel Erfahrung haben die Mitarbeiter der Master-KAG?
- Wie leistungsfähig sind die IT-Systeme, und wie gut funktionieren die Prozesse in der Praxis?
- Wieviel Vermögen betreut die Master-KAG?
- Gibt es Referenzadressen?
- Wird e-Reporting angeboten, sodass der Anleger direkt selbst auf die Daten zugreifen und sich Reports nach Bedarf zusammenstellen kann? Ist ein individuelles Reporting („Open Architecture“) möglich?
- Welche Add-on-Services werden geboten, die für Sie wichtig sind?
- Wie passt die Kostenstruktur zum Service?
- Wie ist die steuerliche bzw. bilanzrechtliche Expertise der Master-KAG zu beurteilen?
- Welchen Zugang zu internationalen Asset Managern ermöglicht die Master-KAG?



Im Poker um die institutionellen Mandate treten die Master-KAGs nicht gegen ihresgleichen an, sondern immer häufiger auch gegen globale Abwicklungsspezialisten.

sonderheiten. Flexibilität und lokale Verankerungen wären demnach die Verkaufsargumente der Master-KAGs, allerdings weisen sie eine ganz besondere Schwäche auf.

### Trojanisches Pferd

Die Master-KAGs sehen sich aus diesem Grund sogar dem Vorwurf ausgesetzt, ein Einfallstor für ausländische Fondsmanager darzustellen. Clemens Schuerhoff, Geschäftsführender Gesellschafter der Komm-alpha Institutional Consulting GmbH, fasst die Bedenken der deutschen Asset Manager so zusammen: „Mit dem Konzept der reinen Master-KAG, die kein Interesse daran hat, auch Asset-Management-Leistungen zu erbringen, hat sich der deutsche Markt selbst ein trojanisches Pferd vor die Tür gestellt. Denn es öffnet den institutionellen Markt überwiegend für internationale Asset Manager, die dann nicht mehr in die Niederungen der margenarmen deutschen Fondsadministration einsteigen müssen.“ Angesichts der Globalisierung sei aber Protektionismus fehl am Platz. Schließlich müsse auch der Anspruch der Anleger berücksichtigt werden, für verschiedene Assetklassen jeweils Spezialisten aus dem internationalen Manageruniversum auswählen zu können. „Letztendlich hat der internationale Wettbewerb auch für Qualitätsverbesserungen bei den deutschen Asset Ma-

nagern gesorgt. Und dies kann ja nur im Interesse der Anleger und des Finanzplatzes sein“, bemerkt Bernd Vorbeck von Universal-Investment.

### Zusätzliche Komplexität

Durch die Novelle des Investmentgesetzes haben sich die Anforderungen für Depotbanken weiter erhöht, etwa bei Rohstoffen, Hedgefonds oder Direktinvestments in Edelmetallen. Denn sie müssen zusätzliche Anforderungen in Form von Compliance und Anlagengrenzen erfüllen. Aus der Sicht von Bernd Vorbeck, Geschäftsführer der Universal-Investment, müssen die Depotbanken nun entscheiden, ob sie die dafür nötige Software kaufen wollen: „Wenn nicht, könnten die Depotbanken überlegen, die Systeme der KAGs mitzunutzen. So entstehen neue Modelle der Zusammenarbeit.“ Das wäre ein vorstellbarer Weg. In dieselbe Richtung gehen auch die Überlegungen von Werthmann: „Für einen rein deutschen Spezialfonds passt meistens eine Administration aus deutscher Hand besser. Hier geht es nicht nur um das organisch gewachsene Verständnis für deutsche Belange. Es ist auch ein Unterschied, ob es sich um ein speziell für deutsche Belange entwickeltes System handelt oder um ein weltweit agierendes System, für das man rasch ein deutsches Modul schreibt“, schlägt

Werthmann eine Bresche für deutsche Anbieter. Er hat gut lachen, schließlich nutzt die BHF BNY Securities Services die deutschen Systeme der BHF-Bank, die mit der Bank of New York Mellon seit Juli 2005 eine strategische Partnerschaft in Deutschland bildet. Die Lösung könnte lauten: Systeme und Administration aus deutscher Hand, Wertpapierabwicklung und Vernetzung durch einen Global Custodian.

Aber auch die Arbeitsteilung innerhalb Deutschlands verändert sich. Neben dem Master-KAG-Geschäft fungieren die meisten Master-KAGs auch als Service-KAGs und bieten anderen KAGs die Möglichkeit, Back-, Middle- und Front-Office-Aufgaben auszulagern. Sie agieren dabei als externe Auflageplattform oder als Insourcer für verschiedene Fondsadministrationsdienstleistungen. Erst Anfang 2008 hat die SEB Asset Management die Administration ihrer 70 deutschen Wertpapierfonds mit einem Volumen von rund neun Milliarden Euro an die Universal-Investment ausgelagert. Universal ist zukünftig für Fondsbuchhaltung und Berichtswesen der SEB-Fonds zuständig. Ein Trend, der sich wohl noch verstärken und auch auf Depotbanken übergreifen wird. Denn angesichts des Margendrucks und der steigenden Anforderungen der Kunden wird zwischen Asset Manager, Master-KAG und Depotbank künftig arbeitsteiliger agiert.

## Keine Konsolidierung

Die immer wieder erwartete Konsolidierung des Master-KAG-Marktes in Deutschland hat noch nicht eingesetzt. Zwar hat JPMorgan ihre KAG auf dem deutschen Markt geschlossen, aber ansonsten ist der Markt stabil verteilt: Es gibt eine gute Handvoll klassischer Master-KAGs, die bei Fremdmandaten in einem echten Wettbewerb stehen. Dazu gehören Universal-Investment, Metzler, Helaba Invest, INKA, AGI und die DeAM. Und es gibt die kleineren Anbieter wie Cominvest, Ampega Gerling, West AM, die auf dem Markt eher opportunistisch agieren. „Die Frage ist, ob nicht in einer nächsten Stufe die sogenannten ‚Opportunisten‘ aufgrund des Margendrucks in Zukunft ihre Mandate an die Marktführer mit Kerngeschäftsfeld Master-KAG übertragen werden“, meint Markus Hill, unabhängiger Asset Management Consultant. Das würde dann zu der vielzitierten Marktkonzentration führen.

Die Tatsache, dass bei den Master-KAG-Tätigkeiten Skaleneffekte eine enorme Rolle spielen, spricht tatsächlich für eine Konsolidierung. „Die Assets unter Administration sollten schon im zweistelligen Milliardenbereich liegen, damit eine Master-KAG kostendeckend arbeitet“, schätzt Dr. Frank


Wehlmann, Geschäftsführer der Ratingagentur Telos. Beim Kampf um Mandate und Volumen geraten die Preise unter Druck. Die Margen sind daher recht dünn und liegen für die Master-KAGs bei etwa fünf bis sieben Basispunkten. Für zusätzliche Leistungen – dazu zählen zunehmend auch Consulting-Aufgaben – sind gesonderte Zahlungen fällig.

## Markchancen?

Rund die Hälfte des Gesamtmarktes ist verteilt. Telos-Experte Wehlmann schätzt die noch zu erwartenden Volumina: „Ich gehe davon aus, dass von den 700 Milliarden Euro Spezialfondsvolumen in Deutschland bereits ungefähr 300 bis 350 Milliarden Euro bei den Master-KAGs liegen. Wenn über kurz oder lang 70 bis 75 Prozent des Marktes bei Master-KAGs landen, sind noch 150 bis 200 Milliarden Euro zu vergeben.“ Die großen Tickets der DAX-Unternehmen und großen Versorgungswerke sind bereits verteilt, aber die dritte Welle von institutionellen Anlegern, die sich an eine Master-KAG anschließen, rollt derzeit. Dr. Marc Herzog, Geschäftsführender Gesellschafter von Frontiers Management Consulting (FMC), schätzt, dass innerhalb der nächsten zwei bis drei Jahre das Gros

der noch nicht vergebenen Master-KAG-Mandate verteilt wird. Letzteres ist eine eher neue Dienstleistung der Master-KAGs. Es ist die Hilfe beim Wechsel eines Asset Managers und bei der häufig damit einhergehenden Umstrukturierung des Portfolios auf die Zielstruktur, was für den Anleger sogar bilanzneutral geschehen kann. Diese Add-on-Dienstleistungen sind daher kein wirkliches Unterscheidungskriterium mehr.

So hat jeder Anbieter seine aktuellen Baustellen, um sich vom Wettbewerb zu unterscheiden. Die Helaba Invest arbeitet dieses Jahr an einer transparenteren Darstellung von institutionellen Publikumsfonds und strukturierten Produkten im Reporting eines Masterfonds. Auch eine Stilanalyse soll in absehbarer Zeit das Angebot abrunden.

Der Marktführer Universal-Investment hingegen arbeitet an komplexen Fondsstrukturen unter Einbindung alternativer Assetklassen: „Für uns stehen in diesem Jahr insbesondere aufwendige Fondsmandate wie Private-Equity-, Holz- und Infrastruktur-Investments, die flexibel über die Standorte Deutschland und Luxemburg und das notwendige Anlagevehikel aufgelegt werden sollen, im Vordergrund“, erklärt Bernd Vorbeck, Sprecher der Geschäftsführung der Universal-Investment. 

## Die führenden deutschen Master-KAGs im Überblick

Gesellschaft	Aktiv seit	Mitarbeiter	Verw. Vermögen	Davon AM	Dienstleistungsstärken laut Eigendarstellung
			31. 12. 07 Mio. Euro	31. 12. 07 Mio. Euro	
Allianz Global Investors (AGI)	2002	180	29.079 <sup>2)</sup>	4.796	Full-Service-Anbieter, Overlay Management, umfangreiches Reporting
AmpegaGerling Investment	2003	k. A.	k. A.	k. A.	
BayernInvest Master KAG	2003	64	23.520	13.405	Hoher Grad an Individualisierung, Risikomanagement, Risiko-Overlay
Cominvest	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	
Deka FundMaster	2004	172	192.239	184.500	Performanceattribution, Overlay, Risikomanagement, Asset Allocation
DB Advisors / DeAM	1998	193	40.732 <sup>2)</sup>	21.369	Allokationsberatung, Overlay Management, Managerselektion
Frankfurter Service KAG	2002	68	34.076	14.783	Trading Desk, Risikomessung inkl. Abbildung komplexer Instrumente
Helaba Invest	2002	151	32.892 <sup>1)</sup>	8.579	Transition Management, Allokationsberatung, Abb. komplexer Instrumente
Internationale KAG (Inka)	2001	158	56.571	k.A.	Nachhaltigkeit und stetige Investitionen, Flexible Reportings (z. B. IFRS/VAG)
Metzler Investment	1994	221	39.500	11.700	E-Reporting und IFRS Reporting, Risiko-Overlay und Transition Management
Nordcon Investment	2000	47	8,2	3,7	Risikomessung, Performanceattribution, flexibles Reporting
Société Générale Securities Services	2007	170	45.797	keine	Overlay und Transition Mgmt., Bew. kompl. Instrumente, Managerauswahl
Universal-Investment	1992	270	74.649	3.980	Risikomgmt. u. -reporting, regelgebundenes AM, Trans. Mgmt., WP-Leihe
WestLB Mellon AM (vormals WestAM)	2002	179	31.300	28.000	Transition Management, Overlay Management

<sup>1)</sup> nur Spezialfonds-Volumen, institutionelle Publikumsfonds und Managementmandate nicht enthalten

<sup>2)</sup> im Geschäftsbereich Master-KAG

Quelle: Angaben der Gesellschaften und eigene Recherchen