

# TELOS

Die Master-KAG  
Aktuelle Entwicklungen  
auf dem deutschen Spezialfondsmarkt  
aus der Sicht von Anbietern,  
Asset Managern und Investoren (2007)

Stand: Oktober 2007

Mit freundlicher Unterstützung durch



TELOS GmbH ist eine  
Schwestergesellschaft von RCP GmbH

# Inhaltsverzeichnis

<b>Teil 1: Sponsorenbeiträge</b> .....	<b>4</b>
<b>dbi Allianz Dresdner Global Investors:</b> .....	<b>5</b>
Profitieren Sie vom Know-how unseres globalen Expertennetzes. ....	5
<b>Deutsche Asset Management:</b> .....	<b>6</b>
Von der Master-KAG zur ganzheitlichen Betreuung? .....	6
<b>DekaBank:</b> .....	<b>9</b>
Master-KAG: Differenzierungen doch noch möglich .....	9
<b>Helaba Invest:</b> .....	<b>12</b>
Vorstellung der Helaba Invest.....	12
<b>Pioneer Investments Fund Services GmbH:</b> .....	<b>16</b>
Globalisierung nun auch im Master-KAG Markt? SGSS geht den ersten Schritt. ....	16
<b>Robeco</b> .....	<b>19</b>
ROBECO – Partner institutioneller Anleger seit 1929.....	19
<b>Universal-Investment-Gesellschaft mbH:</b> .....	<b>22</b>
Master-KAG - die nächste Stufe ist gezündet .....	22
<b>Teil: 2 Studie</b> .....	<b>25</b>
<b>I Ausgangslage</b> .....	<b>26</b>
<b>II Definition des Begriffs Master-KAG</b> .....	<b>28</b>
<b>II.1 Definition des Begriffs durch die Anbieter selbst</b> .....	<b>28</b>
<b>II.2 Erforderliche Dienstleistungen zur professionellen Master-KAG–Abwicklung</b> ....	<b>29</b>
<b>II.3 Vor- und Nachteile für die Anleger aus Sicht der Master-KAGen</b> .....	<b>30</b>
<b>II.4 Verständnis für das Geschäftsmodell Master-KAG</b> .....	<b>33</b>
<b>II.5 Klassische Adviser-Modelle oder Outsourcing-Modelle?</b> .....	<b>35</b>
<b>II.6 Administration zusätzlicher Assetklassen durch die Master-KAG</b> .....	<b>36</b>
<b>III Der Markt für Master-KAGen</b> .....	<b>36</b>
<b>III.1 Beurteilung des künftigen Marktpotentials „Master-KAG“ durch die Anbieter..</b>	<b>36</b>
III.1.a Marktpotential .....	37
III.1.b Verteilungszeitraum .....	38
<b>III.2 Wettbewerb im Bereich Master-KAG</b> .....	<b>38</b>
<b>III.3 Global Custodians, Spannungsfeld mit Master-KAGen</b> .....	<b>39</b>
III.3.a Die aktuelle Situation .....	39
III.3.b Quo vadis deutsche Master-KAG?.....	40
<b>III.4 Kriterien für die Auswahl einer Master-KAG und Hilfsmittel zur Auswahl</b> .....	<b>40</b>
III.4.a Master-KAG–Auswahlkriterien (aus Sicht d. Master-KAGen u. d. Investoren)	40
III.4.b Hilfsmittel zur Selektion (Consultants, Direktansprache, Ratings).....	42
<b>IV Status quo und Strategie der Master-KAGen</b> .....	<b>43</b>
<b>IV.1 Master-KAGen – eigene Gesellschaft oder Integrationsmodell</b> .....	<b>43</b>
<b>IV.2 Status quo der Master-KAGen: Position des eigenen Hauses</b> .....	<b>44</b>
IV.2.a Aktuelle Situation im eigenen Haus .....	44
IV.2.b Strategische Überlegungen zum Kundenservice .....	46
<b>IV.3 Strategien der Master-KAGen und künftige Positionierung</b> .....	<b>49</b>
IV.3.a Allgemeine Herausforderungen im Kundenservice .....	49
IV.3.b Strategische Überlegungen zur Kundenakquisition .....	51
<b>V Administration und Infrastruktur</b> .....	<b>53</b>
<b>V.1 Infrastruktur</b> .....	<b>53</b>

<b>V.2</b>	<b>Buchhaltung und Rechnungslegung.....</b>	<b>54</b>
<b>V.3</b>	<b>Brokerage und Investment Controlling.....</b>	<b>55</b>
<b>VI</b>	<b>Ausblick und Zusammenfassung.....</b>	<b>57</b>

# Teil 1: Sponsorenbeiträge

**dbi Allianz Dresdner Global Investors:**  
Profitieren Sie vom Know-how unseres globalen Expertennetzes.

**Profitieren Sie vom Know-how  
unseres globalen Expertennetzes.**

**Allianz Global Investors: Deutschlands Nr. 1  
im institutionellen Asset Management.**

Über 800 Investmentprofis an 25 Standorten weltweit suchen für unsere Anleger nach profitablen Investments. Gerade institutionelle Anleger schätzen unsere Expertise, wenn es um individuelle Anlagekonzepte in Spezial- oder Publikumsfonds sowie ganzheitliche Lösungen für die betriebliche Altersvorsorge und den Komplettservice einer Master-KAG geht. Das Vertrauen unserer Anleger hat dazu geführt, dass wir Deutschlands Marktführer im institutionellen Asset Management sind. Wann dürfen wir Sie beraten? [www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de)

Deutschlands globaler Fondsmanager.

**Allianz**   
Global Investors

**Allianz Global Investors. Deutschlands globaler Fondsmanager.**

-----  
Allianz Global Investors  
Advisory GmbH  
Mainzer Landstraße 11 - 13  
60329 Frankfurt am Main  
Tel.: +49.69. 263 13147  
Fax: +49.69. 263 14975  
<mailto:thomas.dittrich@allianzgi.de>  
[www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de)

## **Deutsche Asset Management:**

### Von der Master-KAG zur ganzheitlichen Betreuung?

Seit Jahren ist die Rede davon, dass institutionelle Anleger von Asset Managern zunehmend individuellen Service erwarten, also mit dem schlichten Angebot standardisierter Produkte nicht mehr zufrieden zu stellen sind. Die zugehörigen, meist anglierten Phrasen („solutions rather than products“) sind so abgegriffen, dass sie kaum noch Wirkung erzielen. Und in der Tat reden zwar viele Anbieter von individueller, ganzheitlicher Betreuung, stoßen aber sehr schnell an ihre Grenzen, wenn ein Kunde wirklich individuelle Anforderungen hat. Daraus folgt allerdings nicht, dass kein entsprechender Bedarf besteht – sichtbar wird hier lediglich, dass die Angebotspalette vieler Asset Manager noch nicht in angemessenem Maße kundenorientiert ist.

### *Komplexere Aufgabenstellung als Herausforderung an institutionelle Anleger*

Die Anforderungen an ein professionelles Management von (Pensions-)Assets gehen inzwischen weit über die klassischen Spielwiesen von Asset Managern hinaus; es geht für viele institutionelle Anleger längst nicht mehr nur (und noch nicht einmal mehr in erster Linie) um Alpha-Management, sondern auch um Asset Liability-Management, um strategische und taktische Asset Allokation, um Managerauswahl, Risk Management, Reporting, Performance-Messung etc. Alle diese Elemente der Wertschöpfungskette müssen nicht nur abgedeckt, sondern auch miteinander verzahnt und in ihren Wechselwirkungen berücksichtigt werden. Der Apparat, den ein Pensionsfonds, eine Pensionskasse oder Versicherung im eigenen Hause unterhalten muss, um alle diese Aufgaben zu erfüllen bzw. deren Erfüllung zu koordinieren, wenn die entsprechenden Dienstleistungen einzeln bei unterschiedlichen Providern eingekauft werden, wird folglich immer größer. Die kritische Masse, von der ab sich dieser Aufwand lohnt, wird durch neue und strengere Regularien, durch wachsende Bedeutung des Zusammenhangs von Assets und Liabilities, durch komplexe Finanzinstrumente usw. immer höher.

### *Von der Konfektion zur Maßschneiderei*

Diese Entwicklung bedeutet für das Asset Management im Allgemeinen eine signifikante Ausweitung seiner Aufgabenfelder. Selbstverständlich wird es auch in Zukunft noch Nischenplayer geben, die ein bestimmtes Produkt erfolgreich vermarkten. Aber jeder Anleger hat einen eigenen Hintergrund, was seine Verbindlichkeiten, seine Ertragsziele, sein regulatorisches Umfeld, seine Serviceanforderungen u.a. betrifft; deshalb werden immer mehr – vor allem kleinere und mittlere - institutionelle Anleger nach ganzheitlicher Betreuung suchen, bis hin zum kompletten Outsourcing des Asset Management an einen Anbieter, der dann ggf. Teilmandate subdelegiert oder bestimmte Services von Drittanbietern einkauft. Dabei kann die Arbeitsteilung zwischen Asset Manager, (Global) Custodian und ggf. Consultant durchaus unterschiedlich ausgestaltet sein, je nach Wunsch des Anlegers, bzw. je nach den regulatorischen und traditionellen Gegebenheiten des jeweiligen Marktes. Aber je mehr der Asset Manager kann, umso besser kann er – auch grenzüberschreitend – auf besondere Bedürfnisse der Anleger eingehen. Erfolg versprechend aus Sicht des Asset Managers ist demnach ein individueller, am Kunden orientierter Service-Ansatz, der maßgeschneiderte Lösungen entwickelt und umsetzt. Zuverlässige Administration, nutzerfreundliches Reporting, modernes Risikomanagement und steuerlich effiziente Vehikel sind hier die Basisvoraussetzungen, ohne die nachhaltiger Erfolg kaum möglich ist. Auf dieser Basis differenzieren kann sich ein Asset Manager dann vor allem durch sein Know How im Bereich Asset Liability Management und der strategischen Asset Allokation sowie durch nachhaltig positive Performance der taktischen Allokation und der Managerauswahl. Selbstverständlich wird nicht jeder Kunde alle diese Services aus einer Hand beziehen wollen; aber nur derjenige Anbieter, der die gesamte Wertschöpfungskette in kompetitiver Qualität anbieten kann, ist in der Lage, dem jeweiligen Kundenwunsch entsprechende Servicepakete zu schnüren.

Die besprochene Entwicklung kommt in einer Reihe einzelner, teilweise auf bestimmte Märkte begrenzter Trends zum Ausdruck:

### *Master-KAG*

In Deutschland (und Österreich), wo der sog. „Spezialfonds“ ein für das Angebot von Global Custodians unzugängliches Reservat für Asset Manager geschaffen hat, wird das Konzept der Master-KAG um immer mehr Zusatzdienstleistungen ergänzt und erweitert; dieses Konzept ist erfolgreich und zukunftsfähig, aber wegen der

besonderen regulatorischen Voraussetzungen, die anderswo nicht bestehen, wohl kaum auf andere Märkte zu übertragen: Der deutsche Spezialfonds ist seit Jahrzehnten das erfolgreichste Vehikel für die Geldanlage institutioneller Investoren. Gegenüber der Direktanlage zeichnen ihn zahlreiche Vorteile aus, insbesondere die Vereinfachung der Administration, außerdem die Möglichkeit der Bildung stiller Reserven sowie die Verminderung der Gefahr von Abschreibungen. Die konsequente Fortsetzung dieses Konzepts ist der sog. Master-Fonds (oder: Master-KAG), der seit Mitte der 90er-Jahre auf dem Vormarsch ist. Während ein größerer institutioneller Anleger traditionell eine Reihe verschiedener Spezialfonds bei unterschiedlichen Kapitalanlagegesellschaften unterhalten hatte, werden nunmehr sämtliche Assets eines Anlegers in einem Fonds gebündelt. Der Fonds wird dann virtuell segmentiert, das Management der einzelnen Segmente wird an Spezialisten ausgelagert. Dieses Konzept kombiniert die administrativen und bilanziellen Vorzüge des Spezialfonds mit den Anforderungen an modernes Asset Management:

So verschafft das Modell der Delegation des Portfolio Management Zugang zu „Best of Class“ Asset Managern unabhängig von deren Herkunft, Sitz und Lizenzierung, ohne dass das für deutsche Anleger nach wie vor optimale Vehikel des Spezialfonds aufgegeben werden muss. Außerdem können Gewinne und Verluste nach HGB und in der Steuerbilanz über alle Segmente des Masterfonds hinweg saldiert werden, weil rechtlich nur ein einziger Fonds besteht. Auch die Asset Allokation kann bilanziell komplett neutral revidiert werden, solange die Umschichtung zwischen verschiedenen Segmenten eines Masterfonds stattfindet.

In der jüngeren Vergangenheit wird das Servicepaket einer Master-KAG durch immer mehr Zusatzdienstleistungen erweitert, die über reine Administration und Reporting hinausgehen, insbesondere qualifiziertes Risikomanagement, taktische Asset Allokation (ggf. auch mittels Overlay-Management), regulatorisches und IFRS-Reporting etc. Die Master-KAG ist somit auf dem Weg vom Administrationsvehikel zum Instrument eines Quasi-Outsourcings.

### *Outsourcing des Asset Management von Versicherungen*

In verschiedenen Ländern denken kleinere und mittlere Versicherungen verstärkt über eine Reorganisation ihres Asset Management nach, weil die (naturgemäß limitierten) internen Ressourcen den gestiegenen Anforderungen an professionelles Management nicht mehr uneingeschränkt genügen können. Einerseits erzwingt der Markt eine effiziente Allokation von Risikokapital; andererseits stellen die Aufsichtsbehörden immer höhere Ansprüche an Risikomanagement und Reportings. Einige Asset Manager bieten Versicherungen daher neben ihren klassischen Produkten verschiedene Zusatzdienstleistungen an, die in einem kompletten Outsourcing gipfeln können. Zu diesen Leistungen gehören insbesondere kundenspezifische Asset-Liability-Analysen, die Administration versicherungstypischer Kapitalanlagen (z.B. Namenspapiere), ertragsorientiertes Portfolio-Management unter Berücksichtigung von Bilanz- und Erfolgsrechnungsvorgaben, kundenspezifisches, umfangreiches Reporting inkl. Risikokennzahlen sowie eine elektronische Schnittstelle zum Kunden zur Lieferung täglicher Transaktionsdaten.

### *Pension Pooling*

Europaweit wird auch das sog. „Pension (Asset) Pooling“ diskutiert, mit dem grenzüberschreitend aufgestellte Konzerne das Asset Management ihrer Pensions-Assets bündeln wollen, um einerseits einheitliche Performance- und Risikostandards zu erreichen und um andererseits die Administration vereinfachen bzw. effizienter zu gestalten. Außerdem kann das Gesamtportfolio wegen des höheren Volumens sinnvoller gegliedert, das Investment-Universum kann eher auf kleine, aber performance-starke Märkte ausgedehnt werden. Die Schwierigkeiten bei der Realisierung des Pension Pooling liegen naturgemäß in den unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen der einzelnen Länder; auch steuerliche Überlegungen sind zu berücksichtigen. Jedoch zeigen die Beispiele einiger Großkonzerne (z.B. Unilever), dass das Ziel nicht unerreichbar ist; Pension Pooling hat mithin durchaus das Zeug zum Euro-Trend.

### *Fiduciary Management als ganzheitliches Konzept*

In den Niederlanden hat sich das Konzept des Fiduciary Management etabliert, das dem Kunden professionellen, koordinierten Service aus einer Hand entlang der gesamten Value Chain bietet: Unterstützung beim ALM sowie bei der strategischen Asset Allokation, komplette Übernahme der taktischen Asset Allokation sowie ggf. der Managerauswahl, Koordinierung der (externen) Manager, Risikomanagement und Reporting.

Die Absatzerfolge einiger Anbieter in den Niederlanden belegen den steigenden Bedarf nach solchen integrativen Lösungen; und schon werden für die Wachstumsraten des Fiduciary Management in den nächsten Jahren dreistellige Milliardenbeträge prognostiziert. Man muss sicherlich abwarten, ob die Konzepte halten, was sie versprechen; aber nach einer Eintagsfliege sieht die Entwicklung der letzten 2 Jahre nicht aus.

Nur auf den ersten Blick ist es überraschend, dass dieses Konzept ausgerechnet in einem hoch entwickelten Pensionsfondsmarkt wie den Niederlanden erfolgreich ist (könnte man doch annehmen, dass eher die noch wenig entwickelten Märkte Bedarf nach „Rundum-sorglos-Paketen“ haben). Aber es ist eben gerade die Komplexität des entwickelten Pensionsfondssystems, die solche Nachfrage hervorbringt. Insofern ist das holländische Modell durchaus exportfähig.

Ansprechpartner:

Michael Fuss  
Managing Director  
Head of Distribution Master-KAG  
**Deutsche Asset Management  
Investmentgesellschaft mbH**  
Mainzer Landstraße 178 - 190  
60325 Frankfurt

Phone: +49 69 71706 3688  
Fax: +49 69 71706 3451  
Mobile: +49 173 6615190

Email: [michael.fuss@db.com](mailto:michael.fuss@db.com)



### **DekaBank:**

#### **Master-KAG: Differenzierungen doch noch möglich**

Der Trend zur Master-KAG ist weiterhin ungebrochen, das belegen nicht zuletzt aktuelle Marktstudien und -analysen. Umgesetzte Master-KAG-Konzepte haben mittlerweile einen Marktanteil, der noch vor wenigen Jahren von vielen als unrealistisch bezeichnet wurde. Nun, da man im Lebenszyklus der Master-KAG weiter vorangeschritten ist, gelten viele der bisherigen Herausforderungen technischer und prozessualer Natur als weitestgehend gelöst. Dazu zählen zum Beispiel Reporting-bezogene Fragen (IFRS, VAG, E-Reporting etc.), aber auch Themen wie STP-Fähigkeit oder Anlagegrenzprüfungen. Spielraum für eine Differenzierung im Wettbewerb scheint für Anbieter in diesen als Standard angesehenen Bereichen kaum noch vorhanden zu sein.

Auch Dienstleistungen wie Wertsicherungskonzepte und Overlay-Management werden oft diesen Standardleistungen zugeordnet. Diese im Markt immer noch festzustellende eher geringe Beachtung des Themas Overlay-Management im Gesamtkontext von Master-KAG-Überlegungen überrascht allerdings ein wenig vor dem Hintergrund seiner Bedeutung.

Während sowohl bei der Auswahl der Master-KAG als auch der einzelnen Asset Manager die Wettbewerber fast schon akribisch auf Herz und Nieren geprüft werden, scheint das Thema Overlay-Management stiefmütterlich behandelt zu werden. Dabei können die Auswirkungen unterschiedlicher Ansätze im Overlay-Management selbst bei eher einfachen Wertsicherungskonzepten erheblich sein; bei aktiven Overlaystrategien zur Generierung von Zusatzerträgen sind sie es ohne Zweifel. Für den Investor ist daher auch die Herangehensweise an eine solche Thematik und die Fokussierung auf die entscheidenden Faktoren bei der Nutzung von Overlaystrategien von großer Bedeutung.

Overlaystrategien können wie erwähnt sowohl zur Risikosteuerung als auch zur Generierung von Zusatzerträgen genutzt werden. Sinnvoll ist es, in einem Master-KAG-Konzept für derartige Overlaystrategien zusätzliche Segmente zu schaffen. Sie nehmen die Derivatepositionen auf und gewährleisten die Erfüllung der Marginverpflichtungen.

Die Ausprägungen von Overlaystrategien reichen dabei von reinen zur Risikosteuerung verwendeten Strategien wie CPPI-Modellen, über passive Währungssicherungen bis zu aktivem Währungsmanagement und komplexen Ansätzen wie die Globale Taktische Asset Allocation (GTAA). Aktive Overlaystrategien sollten nicht nur eine attraktive Sharpe-Ratio aufweisen, sondern auch immer im Portfoliokontext beurteilt werden. So können beispielsweise Trendfolgestrategien sehr interessante Diversifikationseffekte liefern.

Die grundsätzliche Frage, unabhängig von der jeweiligen Overlaystrategie, lautet jedoch: Welcher Anteil des vorhandenen Risikobudgets wird innerhalb der Segmente der einzelnen Asset Manager verwendet und wie viel wird auf eine Overlaystrategie allokiert? Sie steht am Anfang aller Überlegungen zur Overlaystrategie, gefolgt von der Entscheidung bezüglich der Aufteilung zwischen aktiven Risiken und dem Risiko der strategischen Benchmark.

Dies führt dazu, dass Investoren bereits bei der Aufstellung der strategischen Ausrichtung die Risikobudgets vergeben. Damit legen sie fest, wie viel Risiko auf die strategische Position allokiert werden soll und wie viel auf die Alpha Beiträge. Risikoverständnis und Korrelationsinformation über die verschiedenen Prozesse sind hierbei zwingend notwendig. Wenn es mit derartigen Ansätzen gelingt, die langfristige strategische Ausrichtung mit den kurzfristigen Erfordernissen einer Sichtweise auf Bilanzjahre oder der Erfüllung unterjähriger Stresstests zu vereinbaren, ist dies sicher die günstigste Art des Risikomanagement .

Die Realität sieht jedoch anders aus. Die kurzfristige Verlustaversion und die langfristige Risikoaversion stehen oft nicht im Einklang miteinander (Zielkonflikt). Als Folge sind die statistischen Verlustwahrscheinlichkeiten der strategischen Ausrichtung kurzfristig (z.B. auf Ende des Bilanzjahres) zu hoch. In diesen Fällen ist es notwendig, eine kurzfristige Risikokontrolle hinzuzunehmen, die eine Begrenzung der Verluste ermöglicht.

Allen derartigen Absicherungsmethoden ist gemein, dass sie Marktrisiken sehr gut hedgen können. Das Alpha des Asset Managers, also das mit seiner Managementleistung verbundene Risiko dagegen, lässt sich nicht absichern.

Das heißt: Von der Absicherungslogik her muss man das Portfolio in einen hedgbaren Anteil und einen nicht hedgbaren Anteil zerlegen. Letzterer erfordert gegebenenfalls eine gesonderte Betrachtung, was in ähnlicher Form auch für vergleichsweise illiquide Positionen im Portfolio gilt. Hierfür müssen entweder Sonderregelungen getroffen oder ausreichende Risikopuffer berücksichtigt werden. Entscheidend ist, dass man sich diesen Fragen und damit verbundenen Auswirkungen bewusst ist und gemeinsam mit dem Overlay Manager hierfür ein individuell geeignetes Regelwerk erstellt.

Die Begrenzung des Verlustrisikos ist auf der anderen Seite aber auch unweigerlich mit Kosten verbunden. Jede Art einer Wertsicherungsstrategie führt - beinahe unabhängig von der tatsächlichen Implementierung - zu einer Vorgehensweise, die Risiken in fallenden Märkten reduziert und in sich erholenden Märkten zumeist wieder ausdehnt. Die Höhe der entstehenden Kosten ist dabei nicht immer leicht zu erkennen. Einfacher wäre es, Sicherheit durch den Erwerb einer Option zu erhalten. In einem solchen Fall wären die Kosten ex ante bekannt und an der Optionsprämie ablesbar. Bei den in der Praxis verwendeten komplexeren Sicherungsmethoden ist es daher unverzichtbar, Transparenz über die Auswirkungen einer Wertuntergrenze herzustellen. Zudem ist die Kenntnis über die Auswirkungen kurzfristiger risikobegrenzender Maßnahmen ein wichtiges Element, um die oben genannte entscheidende Frage des Investors nach der Verteilung des vorhandenen Risikobudgets beantworten zu können. Diese Transparenz kann im einfachsten Fall über Simulationen hergestellt werden.

Da die Benchmarks der verschiedenen Segmente bekannt sind, kann eine Simulation die Unterschiede in den Ergebnisverteilungen mit und ohne Wertsicherungsstrategie greifbar machen. Diese Unterschiede werden dabei mit zunehmender Diskrepanz zwischen kurzfristiger Verlustaversion und strategischer Risikopräferenz immer signifikanter. Insbesondere zeigt sich, dass bei steigender kurzfristiger Verlustaversion der Verteilungscharakter der strategischen Ausrichtung verloren geht - mit teilweise einschneidenden Folgen.

Es kann durchaus passieren, dass die Wahrscheinlichkeit, eine moderate Rendite zu erzielen, stark abnimmt und sich zwei Cluster herausbilden (siehe Abbildung 1): Eine Konzentration von Ereignissen bei Renditen in der Nähe der Mindestrendite und eine breite flache Verteilung bei höheren Renditen. In der Praxis führt dies zu stark schwankenden Ergebnissen, die oft deutlich unterhalb der Erwartungen liegen, aber seltener darüber. Bessere Ergebnisse lassen sich erzielen, wenn zusätzlich in einem zweiten Schritt eine Optimierung der strategischen Benchmark im Hinblick auf die Auswirkungen der kurzfristigen Verlustbegrenzung erfolgt.

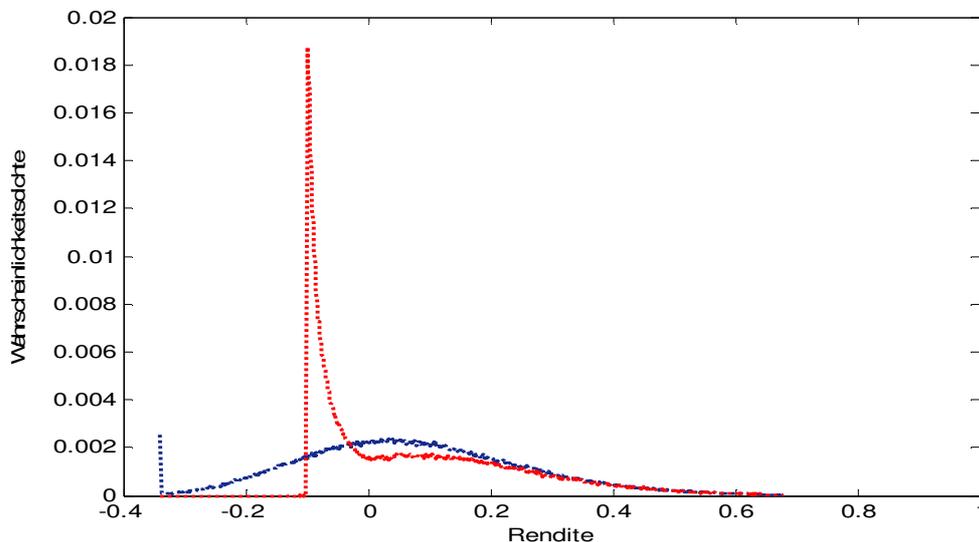


Abbildung 1

Die Erfassung der unterschiedlichen Risiken eines Masterfonds bildet die Basis für ein verantwortungsvolles Risikomanagement. Die Auflösung des Zielkonflikts zwischen kurzfristiger Verlustaversion und strategischer Risikopräferenz durch Verwendung von Absicherungsstrategien ist daher eine zentrale Aufgabe des Overlay-Managements. Bei der Ausgestaltung der strategischen Positionierung ist neben der Risikobudgetierung auf aktive Strategien in jedem Fall die Beschreibung der Auswirkungen konkreter risikobegrenzender Strategien auf die kurzfristige und auch langfristige Ergebnisverteilung eine wesentliche Information für den Investor.

Wertsicherungsstrategien werden seit etwa 15 Jahren bei der Deka Investment angewendet. In den vergangenen Jahren haben wir zunehmend diese Herangehensweise in realen Mandaten genutzt und damit stabilere und vorhersehbarere Ergebnisse erzeugt.

Die Nutzung einer Overlaystrategie ist unzweifelhaft eine wichtige Komponente zur Gesamtsteuerung der Kapitalanlagen. Die Entscheidung für eine solche Strategie sowie auch die Umsetzung bedarf jedoch einer Reihe von individuell auf den Investor abgestimmten Überlegungen. Die großen Auswirkungen auf die gesamte Kapitalanlage rechtfertigen eine sehr intensive, detaillierte Auseinandersetzung damit. Im Markt dürfte sich daher die Einschätzung durchsetzen, dass Overlay-Management weit mehr als eine Standarddienstleistung ist und sich seinen verdienten Platz als eigenständiges Produkt in der Angebotspalette der Asset Manager erkämpfen wird.

Und nicht zuletzt zeigt die intensivere Auseinandersetzung mit dem Thema Overlay-Management, dass auch im gereiften Markt der Master-KAGen Differenzierungen über Dienstleistungen weiterhin möglich sein werden.

## **Deka FundMaster Investmentgesellschaft mbH**

Die Deka FundMaster ist die Master- und Service-KAG im DekaBank-Konzern. Mit circa 1.000 Spezial- und Publikumsfonds und einem administrierten Volumen von rund 140 Milliarden Euro ist die Deka FundMaster einer der größten Fondsadministratoren auf dem deutschen Markt.

Das Angebot der Deka FundMaster umfasst dabei alle Leistungen im Bereich der Fondsadministration:

- Master-KAG-Lösungen für institutionelle Anleger,
- das Angebot an Kapitalanlagegesellschaften, Leistungen aus dem Back- oder Middle-Office auf die Deka FundMaster als Service-KAG auszulagern und
- das Angebot an Asset-Manager, die Deka FundMaster zur Auflegung von Fonds zu nutzen.

Das Geschäftsmodell der Deka FundMaster fokussiert sich auf die Kundeninteressen und die eigenen Kernkompetenzen. Fokussierung auf die Kundeninteressen heißt: Im Rahmen einer Master-KAG-Lösung für institutionelle Anleger beziehungsweise als Auflegungsplattform positioniert sich die Deka FundMaster neutral gegenüber Asset Managern und Depotbanken und kontrolliert die vom Kunden gewählten Partner im Interesse des Kunden.

Möglich wird diese Neutralität dadurch, dass sich die Deka FundMaster auf ihre Kernkompetenz Fondsadministration konzentriert und kein eigenes Asset Management anbietet. So werden Interessenkonflikte von vornherein vermieden und Kundeninteressen in den Mittelpunkt gestellt.

Bei der Fondsadministration ist es selbstverständlich, für jeden Kunden eine individuelle Zusammenstellung der gewünschten Back- und Middle-Office-Leistungen vorzunehmen und Daten verschiedener Kunden durch "Chinese Walls" klar voneinander zu trennen.

Das Dienstleistungsangebot für institutionelle Anleger und externe Investmentgesellschaften basiert auf der jahrelangen Erfahrung der Deka FundMaster als konzerninterner Fondsadministrator für die KAGen des DekaBank-Konzerns in Deutschland, Luxemburg und Irland.

Die Position als führende KAG, eine leistungsfähige 200-köpfige Mannschaft und hochperformante IT-Systeme sind ideale Voraussetzungen, um Skaleneffekte zu realisieren.

### **Deka FundMaster Investmentgesellschaft mbH**

Hahnstraße 55  
60528 Frankfurt am Main

#### Ansprechpartner:

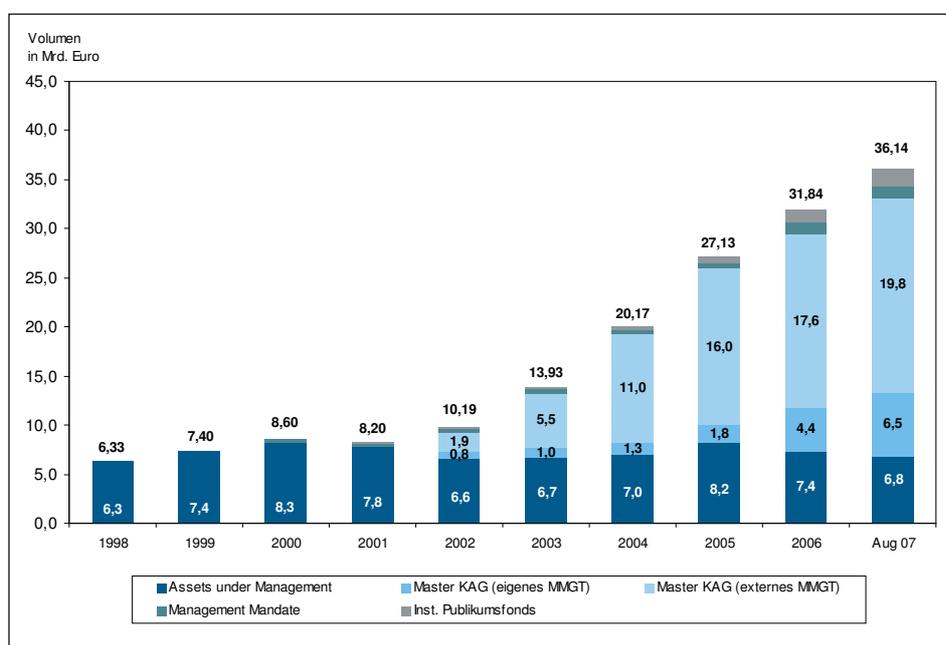
Norbert Ziemer  
Leiter Kundenbetreuung Master- und Service-KAG  
Telefon: +49(0) 69-7147-17-67  
E-Mail: [norbert.ziemer@fundmaster.de](mailto:norbert.ziemer@fundmaster.de)  
Internet: [www.fundmaster.de](http://www.fundmaster.de)  
Fax: +49-69-7147-1589

## Helaba Invest:

### Vorstellung der Helaba Invest

Die Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft wurde 1991 als 100%-ige Tochtergesellschaft der Landesbank Hessen-Thüringen gegründet. Mit einem verwalteten Volumen von über 36 Mrd. € zählt die Helaba Invest im deutschen Markt zu den führenden Kapitalanlagegesellschaften im institutionellen Asset Management.

Die Unternehmensstrategie der Helaba Invest basiert auf zwei Säulen: dem aktiven Fondsmanagement auf der Grundlage quantitativer Investmentkonzepte und der Dienstleistung als Master-KAG. Die Qualität der Produkte sowie eine ganzheitliche Kundenbetreuung bilden dabei die Grundlage für langjährige Kundenbeziehungen und erfolgreiche Akquisitionen, die in den unterschiedlichen Branchen erzielt werden konnten. Dies hat dazu geführt, dass die Helaba Invest in den vergangenen Jahren Wachstumsraten erzielen konnte, die deutlich über dem Marktdurchschnitt lagen.



Im Bereich des quantitativen Asset Managements bietet die Helaba Invest eine umfassende Produktpalette für nahezu alle Anlagekategorien an – von Aktien über Anleihen und Asset Allokation Fonds bis hin zu Absolute Return Produkten und Overlay-Strategien. Dabei versteht sich die Helaba Invest als spezialisierter Anbieter von Asset Management Produkten und entwickelt innovative Investmentkonzepte, die auf methodisch disziplinierten Anlageentscheidungen basieren. Das bedeutet, wir handeln im eigenen Asset Management frei von fallbezogenen, persönlichen Einschätzungen.

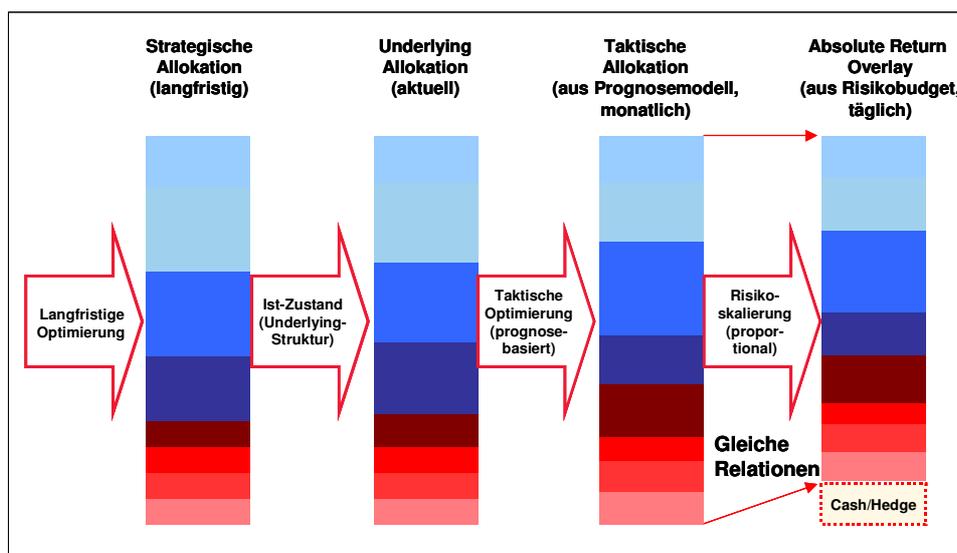
Die verschiedenen Investmentansätze der Helaba Invest können in Form von Spezialfonds, institutionellen Publikumsfonds sowie auch in Advisory-, Outsourcing- oder Verwaltungsmandaten umgesetzt werden.

In der Funktion als Master-KAG bietet die Helaba Invest im Back- und Middle Office alle Dienstleistungen rund um die Fondsadministration. Hierzu zählen eine leistungsfähige Buchhaltung, ein detailliertes Risikomanagement sowie ein umfassendes Reporting. Als erste Kapitalanlagegesellschaften hat die Helaba Invest bereits vor Beginn ihrer Tätigkeit als Master-KAG in 2001 ein passwortgeschütztes Internetreporting angeboten, das auch heute noch Branchenstandards setzt. Das eReporting ermöglicht dem Anleger, tagesaktuell Einblick in die Struktur seines Spezialfonds zu nehmen und bietet dem Investor über die klassische Vermögensaufstellung, Ertrags- und Wertentwicklung der einzelnen Teilportfolios hinaus eine Vielzahl detaillierter Informationen über sein Gesamtportfolio. Mit einem verwalteten Volumen von über 26 Mrd. € zählt die Helaba Invest in diesem Geschäftsfeld zu den führenden Anbietern.

Mit der Implementierung eines Masterfonds verbinden viele Anleger nicht nur die Absicht, ihre Kapitalanlagen bei einer KAG zu bündeln, sondern auch die Asset Allokation zu optimieren, um einen Mehrertrag zu erzielen und das Risiko auf Gesamtfondsebene zu steuern.

Neben der Kernfunktion als Master-KAG hat die Helaba Invest in den vergangenen Jahren eine Expertise sowohl in der strategischen Asset Allokation Beratung als auch in der Umsetzung von Overlay-Strategien aufgebaut, mit dem i.d.R. zwei Ziele verfolgt werden:

1. die Steuerung der Anlagerisiken nach einem vorgegebenen Risikobudget und
2. die Generierung von Zusatzerträgen für den Kunden über die passive Rendite der Strategischen Asset Allokation (SAA) und den aktiven Beitrag der Segmentfondsmanager hinaus.



Der Gesamtprozess des Overlay Managements ist in folgender Grafik dargestellt:

Ausgangspunkt einer Overlay Steuerung ist immer die Strategische Asset Allokation eines Mandates. Gleichzeitig ist es im Sinne einer erfolgversprechenden Umsetzung der Overlay Strategie wichtig, einen Abgleich der Ist- und Sollstruktur vorzunehmen. In Abhängigkeit davon, welche Freiheiten dem einzelnen Manager gewährt werden (Veränderung des Investitionsgrades, max. Tracking Error), können die Abweichungen erheblich sein. Darf ein Asset Manager beispielsweise die Duration verändern, muss der Overlay Manager das tatsächliche Ausmaß der Veränderung einbeziehen, da es sonst zu einer Übersicherung kommen kann.

#### *Taktische Asset Allokation Overlay (TAA)*

Das Taktische Overlay Management verfolgt das Ziel, durch Nutzung kurzfristiger Marktchancen eine Outperformance zu erwirtschaften. Um dies zu erreichen, erstellt die Helaba Invest monatliche Renditeprognosen. Basierend auf diesen Prognosen wird im Anschluss eine aktive Gewichtung (Über- oder Untergewichtung) der entsprechenden Assetklassen vorgenommen.

Die Prognosen werden aus einem quantitativen Modell abgeleitet, welches für jede der einbezogenen Assetklassen die zum Entscheidungszeitpunkt relevanten Erklärungsgrößen (Einflussfaktoren) enthält. Der Vorteil eines rein systematischen Ansatzes besteht darin, dass die Ergebnisse der Methodik, aus der die Prognosen abgeleitet und darauf aufbauend die Allokationsentscheidungen getroffen werden, historisch zurückgerechnet werden können.

Grundidee des Prognosemodells ist es, dass ein Faktor, der in der jüngeren Vergangenheit für die Rendite des Folgemonats bedeutsam war, auch in naher Zukunft noch einen gewissen Erklärungsgehalt besitzt und damit für die Prognose verwendet werden kann.

## Absolute Return Overlay

Ein Absolute Return Overlay ist der letzte Teilschritt und verfolgt das Ziel, zu einem vorab festgelegten Zeitpunkt eine Wertuntergrenze (gegeben durch das Risikobudget) für das Gesamtportfolio nicht zu unterschreiten. Dabei muss das vorhandene Risikobudget effizient auf die einzelnen Manager verteilt werden.

Eine Absicherung eines Mindestportfoliowertes kann grundsätzlich durch den Einsatz von Optionen oder durch eine Dynamisierung der Asset Allokation erreicht werden. Die Helaba Invest sieht eine Dynamisierung der Asset Allokation als vorteilhafter an, da dadurch Risikobudget freigegeben wird, das zu einer Erhöhung des Aktienanteils oder anderer gleichfalls chancen- und risikoreicher Anlageklassen genutzt werden kann. Auf diese Weise kann beispielsweise einem Anleger, der sich bei fixer Allokation kein Aktienrisiko leisten kann, der Wiedereinstieg in den Aktienmarkt ermöglicht und somit die langfristige Performanceerwartung erhöht werden. Die Allokation wird laufend an das verfügbare Risikobudget angepasst, um das Erreichen der Wertuntergrenze nicht zu gefährden.

Grundsätzlich kann das Absolute Return Overlay hinsichtlich verschiedener Parameter individuell an die Bedürfnisse des Kunden angepasst werden (z.B. Wertuntergrenze, Sicherungszeitpunkt, Assetklassen, die Maximalquoten der Assetklassen, die Duration sowie die Instrumente für die Marktrisikosteuerung). Eingeschränkt werden diese Wahlmöglichkeiten lediglich in Bezug auf die Hedgemöglichkeiten sowie die Liquidität bestimmter Anlageklassen. So lassen sich z. B. die Risiken von Immobilien und Rentenpapieren von Emittenten aus den Emerging Markets nicht durch Derivate kontrollieren. Die Einbeziehung in ein Absolute Return Overlay ist dennoch möglich, indem für diese Assetklassen andere Instrumente, beispielsweise institutionelle Publikumsfonds eingesetzt werden. Durch Kauf und Verkauf von Publikumsfondsanteilen kann der Overlay Manager auch mit diesen Assetklassen die Allokation flexibel steuern.

Im Falle eines zu geringen Risikobudgets werden die Gewichte gemäß TAA proportional reduziert und so an das vorhandene Risikobudget angepasst. Diese Vorgehensweise sichert die Einhaltung der Wertuntergrenze, unabhängig von der Richtigkeit der TAA. Die proportionale Reduktion des Gesamtportfolios hat gegenüber einer einseitigen Risikoreduktion (beispielsweise durch Reduktion allein der Aktienquote) den Vorteil, dass die angestrebten Diversifikations- und Korrelationseffekte nach wie vor voll zum Tragen kommen können.

Die Umsetzung des Overlay Managements durch die Master-KAG bietet dabei verschiedene Vorteile:

- 1.) Aktualität:** Die Master-KAG verfügt zeitnah über die aktuellen Bestände, da die Umsätze der externen Managern direkt an sie geliefert werden und damit in den Systemen zur Verfügung stehen.
- 2.) Bewertung:** Die Master-KAG sorgt für die Bewertung der Fonds und der Einzelinstrumente und hat damit für angemessene Preisquellen und Preise zu sorgen. Die Fehlbewertung eines nicht bekannten Produktes kann zu Verzerrungen der Messung von Risikobudgets usw. führen.
- 3.) Anlagerichtlinien:** Mit der Master-KAG als Overlay Manager ist die Abstimmung der Overlay-relevanten Anlagerichtlinien einfacher durchzuführen als unter Einbeziehung eines fremden Managers.
- 4.) Schnittstellen:** Die für den Datentransfer notwendigen Schnittstellen sind bei der Master-KAG bereits implementiert und müssen für das Overlay Mandat nicht neu aufgesetzt werden.

Die Konstruktion eines Masterfonds bietet neben der Bündelung der Kapitalanlagen nicht nur den Vorteil eines einheitlichen Reportings und einer hohen Transparenz, sondern stellt vor allem die Voraussetzung für eine ganzheitliche Steuerung der Kapitalanlagen dar.

Nach Lösung der gesetzlichen Unsicherheiten rund um die Fondsübertragung und Fondsfusion hat damit die nächste Stufe der Umsetzung der Masterfonds-Strategien begonnen, die durch das hohe Kundeninteresse für entsprechende Overlay-Strategien bestätigt wird.

## **Helaba** *Invest*

Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Junghofstr. 24  
60311 Frankfurt  
Tel: 069 / 29970-0  
Fax: 069 / 29970-630

### Ansprechpartner:

Uwe Trautmann, Sprecher der Geschäftsführung  
Dr. Hans-Ulrich Templin, Mitglied der Geschäftsführung

**Pioneer Investments Fund Services GmbH:**

Globalisierung nun auch im Master-KAG Markt? SGSS geht den ersten Schritt.

Die Pioneer Investments Fund Services ist mit einem verwalteten Vermögen von über € 51 Mrd. einer der führenden Master-KAG Anbieter in Deutschland. Hervorgegangen aus dem Master-KAG Geschäft der ehemaligen Activest ist die Pioneer Investments Fund Services ein spezialisierter Dienstleister für Fondsadministration ohne eigenes aktives Fondsmanagement. Schon in den Jahren 2002/2003 - den Anfangsjahren der Master-KAG - haben "die fundierte Expertise und das umfassende Leistungsangebot" große institutionelle Anleger von unserem Haus überzeugt.

Die Master-KAGen verschafften zum Nutzen der Investoren internationalen Asset Managern den Zugang zum deutschen Markt und haben damit die Internationalisierung des Asset Managements in Deutschland vorangetrieben. Um Kunden grenzüberschreitend begleiten zu können und internationalen Usancen gerecht zu werden, ist nun auch für Master-KAG Anbieter ein internationales Set-up wichtig. Im Juli 2007 gaben die Pioneer Investments Fund Services und die Société Générale Securities Services (SGSS) ihren Zusammenschluss bekannt, der noch in 2007 vollzogen wird. Die Fondsadministration, zu der auch die Master-KAG gehört, ist ein Kerngeschäft der Société Générale Security Services. Mit über 6.000 Fonds in der Administration ist SGSS ein führender Anbieter von Dienstleistungen rund um Investmentfonds für institutionelle Anleger, Asset Manager, Banken und KAGen insbesondere in Frankreich, Luxemburg und Irland. Nun sichert sich die SGSS mit der Pioneer Investments Fund Services einen etablierten großen Player auf dem deutschen Markt.

Als zukünftige Tochtergesellschaft der Société Générale Securities Services wird die Pioneer Investments Fund Services Teil eines weltweit agierenden Dienstleisters sein, der sich auf die Erbringung von Investor Services spezialisiert hat. Das Zusammengehen bündelt unterschiedliche Kompetenzen und verbessert die Aufstellung für die erwartete Konsolidierung der Anbieter auf dem deutschen Master-KAG Markt.

<b>Pioneer Investments Fund Services GmbH im Überblick</b>	
Gesellschafter	Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH
Aufsicht	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Anzahl Mitarbeiter	180
Verwaltetes Vermögen	€ 51 Mrd.
Masterfonds	über 50
Haupt- und Subfonds	über 500
Asset Manager	72 nationale und internationale Adressen
Depotbanken	16
Kontakt	Marco Wunderlich, Tel.: 089 - 992 26 44 10

Mit der Übernahme der Fondsadministration von Pioneer Investments steigt die Société Générale zum größten europäischen Fondsadministrator auf. Das Unternehmen legt damit den Grundstein für sein Ziel, bis 2010 Marktführer in Deutschland zu werden.

### **Das Modell der Master-KAG**

Société Générale und Pioneer Investments sehen im Modell der Master-KAG großes Potenzial gerade für den deutschen Markt. Institutionelle Investoren, die eine Vielzahl verschiedener Fonds auflegen, waren bis vor wenigen Jahren gezwungen, jeden einzelnen ihrer Fonds separat verwalten zu lassen. Dieses Vorgehen erschwerte nicht nur die Handhabung, sondern auch den Vergleich zwischen den einzelnen Fonds, da sich auch die Reportings in vielen Details unterschieden und nicht ohne weiteres auf einen Nenner zu bringen waren.

Im Jahr 2002 erweiterte der Gesetzgeber mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz die erlaubten Nebentätigkeiten der Kapitalanlagegesellschaften. Das Gesetz und die damit verbundene Änderung der Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erlauben eine von der Verwaltung eines Fondsmandats unabhängige Anlageberatung. In der Praxis bedeutet dies, dass eine Kapitalanlagegesellschaft Kernbereiche ihrer Tätigkeit an externe Anbieter ausgliedern darf, so auch das Fondsmanagement.

Die Master-KAG bündelt die Fondsmanagement-Dienstleistungen für viele verschiedene Spezialfonds und vereinheitlicht das Prozedere. Der Investor kann so verschiedene Asset Manager für die einzelnen Spezialgebiete besetzen oder Anlagestile und Assetklassen diversifizieren, ohne dafür jeweils ein komplettes Spezialfonds-Mandat vergeben zu müssen. Er hat nur noch einen einzigen Ansprechpartner und ein einheitliches Reporting. Die eingebrachten Spezialfonds werden bei der Master-KAG in der Regel als Segmente eines einzigen Masterfonds geführt, was für den Anleger eine Reihe von Vorteilen mit sich bringt:

- Das einheitliche Reporting schafft einen erheblichen Gewinn an Transparenz und Vergleichbarkeit zwischen den einzelnen Segmenten (den eingebrachten Spezialfonds).
- Einheitliche Bewertungskennziffern verbessern das Controlling.
- Der Masterfonds ermöglicht eine aggregierte Gesamtbetrachtung der Segmente.
- Bei einem Wechsel des Portfolio-Managers braucht kein Spezialfonds aufgelöst oder übertragen zu werden. Stattdessen wird lediglich der Übergang vom alten zum neuen Manager vertraglich geregelt – die Verwaltung des Fonds verbleibt beim ursprünglichen Dienstleister.

Zwar nutzen mit den Dax30-Konzernen die Schwergewichte hierzulande dieses Modell bereits, doch immer noch stehen viele Unternehmen der deutschen Wirtschaft vor der Auswahl einer Master-KAG. Ein wichtiger Grund dürfte in der Unübersichtlichkeit des Marktes liegen, auf dem Anbieter unterschiedlicher Größe teilweise stark divergierende Geschäftsmodelle verfolgen.

### **Auswahlkriterien für einen Master-KAG**

Die Master-KAG ist eine junge Entwicklung in der Fondsadministration, so dass hier weitere Entwicklungsschritte in absehbarer Zukunft zu erwarten sind, sowohl in Bezug auf die Ausgestaltung der Dienstleistung als auch auf das Erscheinungsbild der Branche insgesamt. So gehen Marktbeobachter davon aus, dass sich der Markt für Fondsadministrations-Services in den kommenden Jahren konsolidieren wird. In diesem Prozess werden sich nur wenige Anbieter etablieren.

Für die Auswahl eines Anbieters im Bereich Fondsadministration ergeben sich daraus besondere Anforderungen an Beständigkeit und Flexibilität zugleich.

- Solide Größe: Eine breite Kundenbasis, ein versiertes Team, langjährige Mitarbeiter und nicht zuletzt eine hochmoderne Infrastruktur sichern Qualität und Zuverlässigkeit – und sind der beste Garant dafür, dass der Anbieter aus dem kommenden Konsolidierungsprozess gestärkt hervorgeht.
- Spezialisierung: Der Anbieter sollte sich auf Fondsadministration als Kernkompetenz konzentrieren. So ist er in der Lage, in der schnellen Entwicklung den Überblick zu behalten und neue Services frühzeitig in sein Angebot zu integrieren.
- Service- und Qualitätsmanagement: Ein System regelmäßiger Selbstkontrolle und die Erörterung der Ergebnisse zusammen mit dem Kunden helfen dabei, das Service-Niveau konstant zu steigern und an jeweils aktuellen Erfordernissen auszurichten.
- Zusatzleistungen: Der Anbieter sollte in der Lage sein, das komplette Projektmanagement bei Fondsaufgaben, Übertragungen und Umstrukturierungen zu übernehmen und weitere Leistungen wie etwa die Schulung von Personal des Auftraggebers übernehmen.

Bei den für den institutionellen Investor wichtigen Kernleistungen erscheint es auf den ersten Blick so zu sein, dass alle großen Anbieter das Spektrum gleichermaßen abdecken: Performance Messung, Reporting, IFRS Reporting, Risiko Management, Anlageausschuss-Services, Vertragsmanagement, etc. Die Unterschiede ergeben sich aber erst auf den zweiten Blick, bei der Frage:

- wie die konkreten Leistungsmerkmale aussehen,
- wie kundengerecht der Service und die angebotenen Zusatzdienstleistungen wirklich sind,
- welche Flexibilität und Geschwindigkeit der Administrator bei der Umsetzung der Kundenwünsche aufbringen kann und
- mit welchen Zusatzkosten dieses verbunden ist.

### **Ausblick**

Die Spezialisierung der Anbieter und das geforderte Leistungsspektrum werden in absehbarer Zeit weiter zunehmen. SGSS ist gut aufgestellt, um diese Entwicklung nicht nur zu begleiten, sondern aktiv voranzutreiben.

### **Ansprechpartner:**

Marco Wunderlich  
 Leiter Vertrieb und Kundenbetreuung  
 Pioneer Investments Fund Services Kapitalanlagegesellschaft mbH  
 Apianstraße 5 in 85774 Unterföhring

Telefon: 089 / 992 26 44 10  
 Email: marco.wunderlich@pioneerinvestment.com



## Robeco

ROBECO – Partner institutioneller Anleger seit 1929

Das Unternehmen	Die Expertisen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ein kurzer Rückblick</li> <li>- Ein kurzer Ausblick</li> <li>- Robeco in Deutschland</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Robeco - ein Multiexperte</li> <li>- Anlagephilosophie</li> <li>- Produktpolitik: 130/ 30 und High Conviction</li> </ul>

### Ein kurzer Rückblick

Robeco ist eine der ältesten Kapitalanlagegesellschaften Europas und verfügt heute über fast 80 Jahre Erfahrung im professionellen Asset Management. Robeco wurde als unabhängige Gesellschaft bereits im Jahre 1929 in Rotterdam gegründet. Heute verfügt Robeco über Anlageteams in Rotterdam, Paris, New York, Boston, Mumbai (Indien), London und ab 2008 auch in Hongkong. Von den Niederlassungen in Frankfurt, Zürich, Brüssel, Tokio, Madrid, Paris, Hongkong, Warschau, Bahrain und London werden institutionelle Anleger lokal betreut. Seit dem Jahr 2001 ist Robeco eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Rabobank, der weltweit einzigen privaten Geschäftsbank mit einem AAA-Rating aller maßgeblichen Rating-Gesellschaften. Mit individuellen und innovativen Investmentlösungen deckt Robeco heute für institutionelle Kunden das gesamte Ertrags-/Risikospektrum im Sinne der gewünschten Kundenrestriktionen ab.

### Ein kurzer Ausblick

Robeco baut seine internationalen Aktivitäten bereits seit den 80er Jahren kontinuierlich aus. Hinsichtlich der strategischen Weiterentwicklung des Unternehmens bildet der verstärkte Ausbau der internationalen Aktivitäten auch weiterhin den Kern der Aktivitäten. Dabei stehen die Märkte Nordamerika, Europa (hier insbesondere Frankreich, Deutschland und die Schweiz), Asien (Indien und China) sowie der Nahe Osten (Emirate und Ägypten) im Fokus. Über ein Joint Venture mit der indischen Canara Bank wird beispielsweise der indische Markt künftig mit Anlageprodukten versorgt, die auch vor Ort gemanagt werden. Neben der Verzahnung und Ausweitung der internationalen Aktivitäten steht die punktuelle Ergänzung des Angebotes im Vordergrund: Ende 2006 wurde eine Mehrheitsbeteiligung an der auf nachhaltige Geldanlagen spezialisierten SAM-Group in Zürich erworben. Die Expertise auf dem Gebiet des Intraday-Währungshandels wurde durch einen weiteren Zukauf im Jahr 2006 ergänzt, als die belgische Analytic Investment Management (AIM) übernommen wurde. Über die Gründung einer Plattform für Emerging Managers in London wird die Expertise im Bereich Alternative Investments weiter gestärkt.

### Robeco in Deutschland

In Deutschland ist Robeco bereits seit 2002 mit einer Niederlassung in Frankfurt vertreten. Von hier aus werden institutionelle Anleger wie Versicherungen, Pensionskassen, Banken und Sparkassen betreut. Ein auf Versicherungen, Pensionskassen und Unternehmen spezialisiertes Vertriebssteam sowie ein auf Betreuung von Banken und Sparkassen in der Eigenanlage spezialisiertes Vertriebssteam stellen die Betreuung auf hohem Niveau sicher. Institutionellen Investoren stehen damit insgesamt 6 kompetente Ansprechpartner zur Verfügung.

### Robeco – ein Multiexperte

Über zahlreiche spezialisierte Asset-Management-Einheiten in Europa, den USA, Asien und dem Nahen Osten ist Robeco auf allen wesentlichen Feldern des aktiven Asset-Managements tätig. Robeco fördert und kultiviert individuelle, lokale Expertisen. Gleichzeitig wird dem kulturellen Austausch und der Verzahnung verschiedener Asset-Management-Einheiten, wie beispielsweise im Rentenfondsmanagement, große Bedeutung beigemessen. Die unterschiedlichen Expertisen werden heute an den Standorten Rotterdam, Zürich, New York, Boston, Chicago, Brüssel, Paris, Mumbai, ab 2008 Hongkong und Zug weiterentwickelt. Sie dokumentieren den Anspruch der Robeco-Gruppe ein echter Multiexperte zu sein, der Kunden eine Vielzahl an voneinander unabhängigen Investmentexpertisen bietet. Das Kompetenzzentrum der Robeco-Gruppe für nachhaltige Anlagen bildet beispielsweise die SAM-Group in Zürich. Geldmarktprodukte sowie europäische Small-Caps werden in Paris gemanagt und werthaltige Anlagestrategien schwerpunktmäßig am Standort Boston.

Style \ Regionen	Global	Europe	US	Asia, Pacific	Emerging Markets
<b>Aktiv / Passiv (auch ETFs)</b>	X/X <sup>1</sup>	X/X <sup>1</sup>	X/-	X/-	X/-
<b>Fundamental/Technisch</b>	X/-	X/-	X/-	X/-	X/-
<b>Quantitativ / Qualitativ</b>	X <sup>2</sup> /X	X <sup>2</sup> /X	X/X	-/X	X/X
<b>Small Cap / Large Cap</b>	-/X	X/X	X/X	-/-	-/-
<b>Growth / Value</b>	X/X	-/-	-/-	-/-	-/-
<b>Bottom-up / Top-Down</b>	X/X	X/X	X/X	-/-	X/X
<b>Long-Only / Long-Short</b>	X/X	X/X	X/X	X/	X/X
<b>Absolut / Relative Return</b>	X/X	X <sup>3</sup> /X	/X	/X	X <sup>3</sup> /X
<b>Nachhaltigkeit</b>	X/X	X/-	-/-	-/-	-/-

**Tabelle 1: Aktienportfolios**

<sup>1</sup>enhanced indexing <sup>2</sup>incl. enhanced indexing Strategien

<sup>3</sup>inkl. VaR –gesteuerter High Conviction/ benchmarkloser Strategien

Die Tabellen 1 bis 3 geben dem Leser einen Überblick über das Angebotsspektrum der Robeco-Gruppe. Nicht aufgeführt sind Geldmarktprodukte, die in nahezu allen Merkmalsausprägungen verfügbar sind sowie Overlay-Strategien im Bereich Durationsmanagement, Global Tactical Asset Allocation (GTAA) und Währungen.

Style \ Regionen	Global	Europe	US
<b>Staatsanleihen</b>	X	X	X
<b>Corporate Bonds</b>	X	X	
<b>High Yield</b>	X	X	
<b>ABS/MBS</b>	X	X	X
<b>Strukturierte Produkte</b>	X	X	X

**Tabelle 2: Rentenportfolios**

	Hedge-fonds	Private Equity	Currency	Commo-dities
<b>Fund of Funds</b>	X <sup>1</sup>	X <sup>2</sup>		
<b>Managed Futures/CTA</b>	X		X	X

**Tabelle 3: Alternative Investments**

<sup>1</sup> Zwei Dach-Hedgefonds, und 15 Single-Hedgefonds mit unterschiedlichen Strategien an den Standorten Boston, New York und London, <sup>2</sup> Global Private Equity (PE), European PE, Clean Tech PE, Eastern European PE, Renewable Energies PE

## Anlagephilosophie

Die Anlagepolitik folgt in der gesamten Robeco-Gruppe folgenden Grundprinzipien:

- Researchgetriebener Anlageprozess
- Gleichmäßige Verwendung qualitativer und quantitativer Analysemethoden
- Risikomanagement ist integraler Bestandteil des Anlageprozesses
- Teamansatz

Bereits Ende der 80er Jahre begann Robeco beispielsweise seine Investmentprozesse um quantitative Elemente zu ergänzen, was bis heute zu einer Vielzahl quantitativer Entscheidungshilfen für das Aktien- und Rentenfondsmanagement in Form von Modellen geführt hat. Das quantitative Modell zur Steuerung der Portfolioduration von Anleiheportfolios befindet sich bereits seit 13 Jahren im praktischen Einsatz. Daneben werden u.a. Modelle zur Aktienauswahl, ein Modell zur Größenrotation bei Aktien und ein Modell für die Ermittlung der Asset Allocation angewendet. Die quantitative Expertise des Hauses wird auch in Zusammenarbeit mit der Wissenschaft konsequent ausgebaut. Robeco ist davon überzeugt, dass quantitative und qualitative Methoden zur Prognoseerstellung sich ergänzen und in Kombination auch in Zukunft zu besseren Ergebnissen führen.

### **Produktpolitik**

Die sukzessive Ergänzung der Aktienfondspalette steht für Robeco in den kommenden Monaten im Vordergrund. Dazu zählt die intensivere Nutzung von vorhandenen Alpha-Engines durch Implementierung von Short-Extension-Strategien nach dem 130/30-Prinzip. Als stark quantitativ geprägtes Investmenthaus, das über langjährige Shorting-Erfahrung sowohl auf der Aktien- als auch auf der Rentenseite verfügt, stellt dieser Schritt eine logische Weiterentwicklung der Produktpalette dar. Produkteinführungen sind geplant oder sind bereits umgesetzt für die Märkte Global, Europa, USA und Schwellenländer. Daneben wird auf den weiteren Ausbau des Produktangebotes im Bereich High Conviction Strategien gesetzt. Die Aktienportfolios folgen hier nicht mehr dem Relative-Return-Konzept, das sich an einer Benchmark orientiert, sondern steuern ihr Risiko über Value-at-Risk-Limite. Gleichzeitig handelt es sich um Portfolios, die verglichen mit Standardprodukten eine verhältnismäßig hohe Konzentration hinsichtlich der Anzahl der Titel aufweisen. Die Ende 2006 aufgelegten Portfolios Robeco European Opportunities und Robeco Emerging Stars Equities beschränken sich auf 30 bis 55 bzw. 30-35 Werte.

### **Ihr Kontakt zu Robeco**

#### **Versicherungen, Pensionskassen, Unternehmen:**

Dirk Skarba, Tel.: 069-95908577

Olaf Körper, Tel.: 069-95908570

Karsten Mathiebe, Tel.: 069-95908533

#### **Banken Eigenanlage:**

Michael Fink (Region Nord), Tel.: 069-95908560

Mark Flügel (Region Süd), Tel.: 08024 – 60 88 699

#### **Alternative Investments:**

Jan Hubert van Heusden, Tel.: 069-95908570



### **Universal-Investment-Gesellschaft mbH:**

Master-KAG - die nächste Stufe ist gezündet

Von Markus Neubauer, Geschäftsführer Universal-Investment

Die das bisherige Kerngeschäft einer deutschen Master-KAG bildenden Bausteine Fonds-Buchhaltung, -Bewertung, -Administration sowie Schnittstellen- und Daten-Management wurden längst von den Kundenanforderungen überholt. War es zunächst nur die Integration von Direktanlagen in die buchhalterische und administrative Abwicklung, insbesondere im Rahmen von konsolidierten Reportings, formulieren institutionelle Investoren mittlerweile ganz andere Anforderungsprofile.

Aufgrund von Performancedruck und Risiko-Diversifizierung haben professionelle Anleger verstärkt neue Finanzinstrumente, beispielsweise alternative Investments, unterschiedliche Zertifikatestrukturen oder komplexe Derivate, im Blick. Zusätzlich kommt durch zukünftig erweiterte gesetzliche Rahmenbedingungen zusätzlich Bewegung in die Master-KAG-Landschaft. Auch die kontinuierlich steigende Komplexität der Anlageinstrumente zwingt die Anbieter zur Reaktion: Die von den Kunden gewünschten Finanz-Innovationen müssen in ihren IT-Strukturen automatisiert abbildbar sein. Das setzt erfolgreich implementierte und zukunftsfähige IT-Systeme sowie Straight-through-processing voraus. Der Anforderungskatalog institutioneller Investoren an ihre Master-KAG beinhaltet in immer stärkerem Umfang aber auch Funktionen im Bereich Asset Management. Aufgrund seiner Bedeutung für die Anleger ist das damit verbundene Leistungsspektrum der einzelnen Master-KAG-Anbieter bereits heute ein wesentliches Differenzierungskriterium.

Zunehmend finden auch Publikumsfonds, über die sich Institutionelle spezialisiertes Investment-Know how (z.B. aus dem Bereich Fondsboutiquen) zukaufen, Berücksichtigung in deren Asset Allokation. Hieraus ergeben sich zusätzliche Anforderungen für das Gesamt-Reporting. Stichwort Reporting: Standardisierte Lösungen entsprechen den Erwartungen großer Marktteilnehmer in der Regel nicht. Aktuelle Marktanforderungen sind vielmehr maßgeschneiderte Reportings (z.B. VAG, IFRS, ggf. inkl. Direktanlagen), ausgefeilte Risikoreports und Szenario-Analysen sowie detaillierte Performanceanalysen.

### **Erweitere Gestaltungsmöglichkeiten durch neue gesetzliche Rahmenbedingungen**

Die anstehende Novellierung des Investmentgesetzes, deren Inkrafttreten für Ende 2007 / Anfang 2008 angekündigt ist, bietet zukünftig wesentlich bessere Gestaltungsmöglichkeiten, insbesondere durch eine deutliche Ausweitung des Katalogs der so genannten „eligible assets“, also den für einen Fonds erwerblichen Finanzinstrumenten. Daraus resultieren deutlich höhere Freiheitsgrade speziell bei den alternativen Investments wie Rohstoffen, Edelmetallen, Hedgefonds, Private Equity und Immobilieninvestments.

Darüber hinaus plant das Bundesfinanzministerium im überarbeiteten Investmentgesetz die Einführung des „Sonstigen Sondervermögens“ als „deutsche Plattform“ für innovative Finanzinstrumente. Vorteile dieses neuen Fondstyps: Er kann grundsätzlich Derivate jeder Ausgestaltung und erstmals Edelmetalle erwerben, darf sich an nicht börsennotierten Unternehmen beteiligen und kann in deutlich höherem Umfang als bisher in Single- oder Dach-Hedgefonds, Private Equity sowie anderen Sondervermögen investieren.

### **Mehrertrag durch Nutzung von Risikobudgets**

Institutionellen Investoren wird zunehmend bewusst, dass sie vorhandene Risikobudgets noch nicht effizient genug ausschöpfen. Die Master-KAG und die beauftragten Asset Manager können hier gemeinsam für den Anleger einen Zusatznutzen durch Arbeitsteilung schaffen: Während die Asset Manager „klassisch“ Alpha generieren, steuert die Master-KAG auf Basis ihres Überblicks der gesamten Assets die Marktrisiken des Gesamtportfolios.

Universal-Investment bietet ihren Kunden hierzu eine risikobasierte taktische Asset Allokation für eine am individuellen Risikobudget orientierte Form des Portfolio-Managements an. Im Vordergrund stehen hierbei Risikoüberlegungen - allerdings ohne die Chancen auf Outperformance zu vernachlässigen. Verfolgt wird damit der derzeit seitens vieler Investoren klar favorisierte Absolute-Return-Gedanke, der durch ein asymmetrisches Risikoprofil zum Ausdruck kommt. Zentrales Element ist hierbei zunächst die Definition einer Wertuntergrenze mit dem Anleger. Moderne quantitative Steuerungssystematiken gewährleisten die Einhaltung des im Rahmen der Strategischen Asset Allokation definierten Risikobudgets und ermöglichen eine Verbesserung der Ergebniskenn-

zahlen des Gesamtportfolios. Die Risikosteuerung innerhalb eines separaten Overlay-Segments erhöht u.a. die Transparenz der Teilergebnisse der einzelnen Sub-Segmente.

Interessant ist in diesem Kontext eine weitere Entwicklung: Während in der Vergangenheit das aktive Asset Management klar im Vordergrund stand, fragen Institutionelle zunehmend passives Management bei ihrer Master-KAG nach. Der Erwerb von ETF scheint für dieses Anlegersegment weniger interessant – vermutlich, weil diesen Kunden bewusst ist, dass die passive Index-Nachbildung im Spezialfonds gegenüber ETF deutliche Vorteile hat, nicht zuletzt wegen höherer Flexibilität und geringerer Kosten.

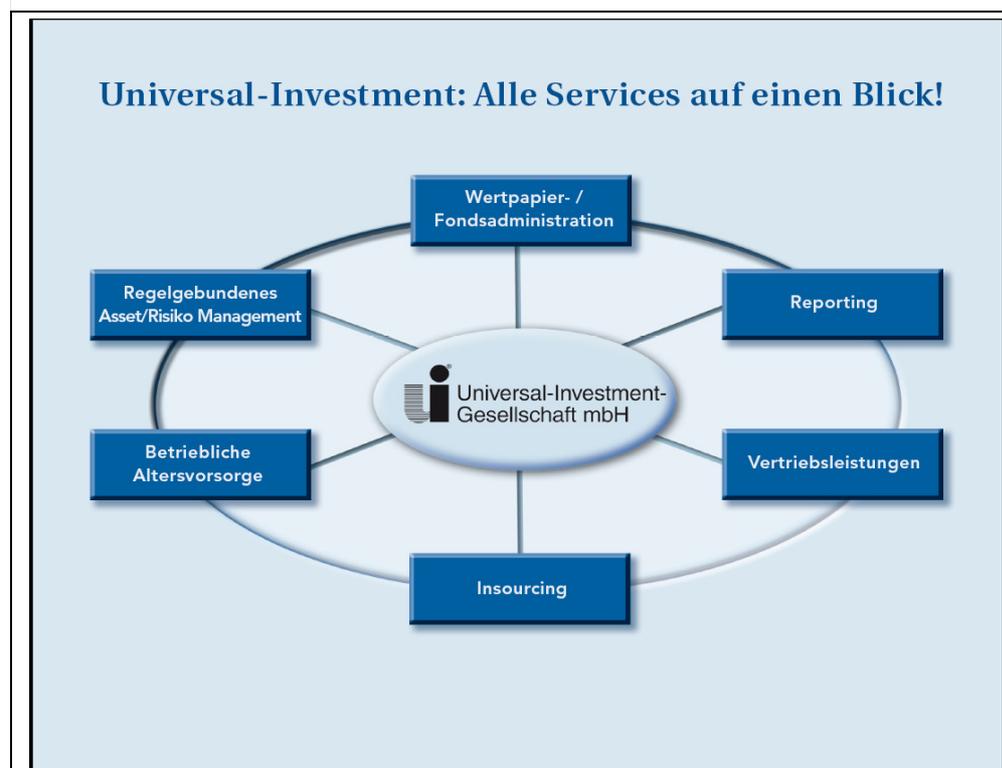
### Aktive Begleitung von Transition Management

Zu den derzeit stark gefragten Zusatzleistungen zählt „Transition Management“. Darunter versteht man das kostenbewusste, risikoorientierte und systematische Management von Portfolioumschichtungen. Auslöser hierfür sind beispielsweise Investmentstrategie- oder Stilwechsel sowie Allokationsänderungen, z.B. aufgrund eines Wechsels von Asset Managern innerhalb einer Master-KAG-Struktur. Weitere Gründe liegen in der zunehmenden Komplexität institutioneller Portfolios und der steigenden Integration alternativer Anlageklassen in die Gesamtstruktur. Aber auch in der Investitionsphase komplett neuer Portfolien bietet das Transition Management Investoren deutliche Vorteile bei Kosten und Risiken.

Während sich Transition Management im angelsächsischen Raum bereits etabliert hat, befassen sich in Deutschland zunehmend mehr Anleger mit der Notwendigkeit und den Vorteilen eines Transition Managements. Universal-Investment bietet ihren Kunden bereits seit langem ein professionelles Transition Management an. Das Haus kooperiert seit nahezu zehn Jahren mit verschiedenen Transition Managern. Mit deren Leistungsumfang ist Universal-Investment bestens vertraut. Zudem wurden gemeinsam standardisierte Vertragswerke erarbeitet, wodurch die Abläufe klar definiert sind. Interessenten erhalten von Universal-Investment ein entsprechend ihren Vorgaben individuell zugeschnittenes Angebot von geeigneten Transition Managern. Darüber hinaus begleitet Universal-Investment die komplette Restrukturierung bzw. den Portfolio-Aufbau inklusive der gesamten technischen Abwicklung aktiv. Universal Investment gewährleistet in der schwierigen Phase der Transition, welche häufig mit einem Wechsel der Portfoliomanager verbunden ist, zu jeder Zeit die Vertretung der Kundeninteressen. Der Kunde erhält dadurch eine kostengünstige und risikokontrollierte Portfolioumschichtung, verbunden mit einer reibungslosen Umsetzung.

### Universal-Investment – ausgezeichnete Master-KAG mit Mehrwert

Universal-Investment-Gesellschaft mbH wurde 1968 von renommierten Privatbanken und Bankiers als Gemeinschaftsgründung in Leben gerufen. Als konzernunabhängige Investmentgesellschaft mit Fokus auf alle Services rund um die Fonds-Administration gehört sie mittlerweile zu den größten deutschen Kapitalanlagegesellschaften.



Im Januar 2007 unterzog sich Universal-Investment dem Master-KAG-Rating durch Telos. Telos bewertete Universal-Investment mit der Note 2+ („sehr gut“), dem besten bislang von Telos an eine Master-KAG vergebenen Rating. Im Rahmen der Analyse der gesamten Geschäftsabläufe (Management, Kunden, Produktion, Infrastuktur) schnitten alle Bereiche mit „sehr gut“ oder besser ab. Der Ausblick sieht aus Sicht Telos mit einer 1-sogar exzellent aus.

#### **Erfahrung und Neutralität – Pluspunkte für Investoren**

Universal-Investment ist sowohl Pionier als auch Marktführer im Bereich Master-KAG in Deutschland und hat innerhalb weniger Jahre das verwaltete Vermögen auf aktuell rd. 71 Milliarden Euro gesteigert. Gemeinsam mit der Tochtergesellschaft Universal-Investment-Luxembourg S.A. werden aktuell mehr als 750 Mandate verwaltet. In den Bereichen regelgebundenes Asset / Risiko-Management und Direktanlagen (Reporting) betreut Universal-Investment derzeit jeweils rund 4 Mrd. Euro. Für mehr als 20 Anleger und Mrd.-schwere Mandate erbringt das Haus umfangreiche Services im Bereich Risiko-Reporting mit Spezial-Reports (z.B. VAG, IFRS, Direktanlagen) und Stresstests / Backtesting.

Einer der großen Vorteile der Universal-Investment als Partner für anspruchsvolle und komplexe Fondsprojekte ist die Neutralität des Unternehmens. Der Gesellschafterkreis setzt sich aus einer Gruppe führender Privatbanken zusammen: Baden-Württembergische Bank, Bankhaus Lampe KG, Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG, Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA und Merck, Finck & Co.

#### **Weltweites Netzwerk – hochprofessionelles Schnittstellen-Management**

Wesentliches Element der fokussierten Geschäftstätigkeit ist die Offenheit für Kooperationen mit externen Partnern bei der Konzeption von Spezial- oder Publikumsfonds. Durch die Zusammenarbeit mit externen Spezialisten (Asset Manager oder Advisory) kann Universal-Investment Fondslösungen anbieten, die individuell auf die Anlegerbedürfnisse zugeschnitten sind. Gegenwärtig kooperiert Universal-Investment weltweit mit rund 180 Asset Managern, davon mehr als 50 % aus dem Ausland, sowie 24 Depotbanken, davon 4 Global Custodians.

#### **Kontakt:**

Universal-Investment-Gesellschaft mbH  
Erlenstr. 2  
60325 Frankfurt am Main  
[www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de)

#### **Ansprechpartner:**

Markus Neubauer  
Geschäftsführer  
Tel.: +49 (0)69 71043-102  
Email: [markus.neubauer@ui-gmbh.de](mailto:markus.neubauer@ui-gmbh.de)

## **Teil: 2 Studie**

## I Ausgangslage

Wenn eine Studie wie die vorliegende Master-KAG-Studie von TELOS nunmehr zum dritten Male seit 2005 durchgeführt wird, so stellt sich bei der Erstellung der „neuen“ Erhebung zuerst die Frage: „Was hat sich gegenüber den beiden Vorjahresstudien geändert und was sind die auffälligsten Neuentwicklungen?“ Kurz beantwortet: Es gibt zwei mit Händen greifbare „Veränderungen: zum einen spitzt sich das Master-KAG-Geschäft immer mehr zu einem Wettbewerb gut einer Handvoll Gesellschaften zu; zum anderen nehmen die administrierten Assets weiter in rapidem Tempo zu. Als „auffälligste Neuentwicklung“ lässt sich das erweiterte Spektrum der Master-KAGen als Full Service Provider festhalten. Wer als KAG ab 2002 herum – wie wir es in unserer Vorjahresstudie genannt haben – den „richtigen Riecher hatte, in das Master-KAG Business einzusteigen, hat im Grunde alles richtig gemacht; vorausgesetzt, er hat seinen Business-Plan konsequent umgesetzt und dies auch in Bezug auf die ständig höheren Anforderungen seitens der Aufsicht und seiner Kunden, also der Anleger, beispielsweise im Hinblick auf die DerivateVO und die Durchführung von Stress-Tests bis hin zum e-Reporting. Doch nicht jeder Master-KAG-Anbieter ist das Tempo mitgegangen. Immer deutlicher wird, dass wir es mit drei Gruppen von Anbietern zu tun haben. Die erste Gruppe bilden die Gesellschaften, die das Geschäftsfeld zu ihrem eigentlichen Kerngeschäft auserkoren haben; Beispiele: Universal Investment, Helaba Invest oder INKA. Die zweite Gruppe besteht aus Gesellschaften, die sich eigentlich dem Asset Management verschrieben haben, also dem Management von Fonds, die aber das Thema Master-KAG auch aus strategischen Gesichtspunkten für bedeutend halten. Sie möchten – von ihren Kunden auf diesen Service angesprochen – ungerne mit leeren Taschen gegenüberstehen. So wird aus der Not eine Tugend und die Master-KAG bildet bei dieser zweiten Gruppe ein wichtiges Geschäftsfeld – neben dem Asset Management. Hierzu zählen Gesellschaften wie DeAM, AGI, Deka oder Metzler. Dies ist auch der Unterschied zur dritten Gruppe, die das Master-KAG-Geschäft eher als opportunistische Aufgabe sieht, also eher auf eine konkrete Nachfrage ihrer Kunden sich zur Übernahme der Administration der Segmente bereit erklärt. Beispiele hierfür sind die Cominvest oder die WestAM.

### Der Markt für Master-KAGen:

Nach dem berühmten Rundschreiben des BAKred, 11/2001 vom Dezember 2001 zum eigentlichen „Outsourcing“ bestimmter Dienstleistungen, wurde mit Beginn des Jahres 2004 die Master-KAG durch das Investmentmodernisierungsgesetzes auch gesetzlich hoffähig. Der Markt für Master-KAGen hat sich ausgesprochen dynamisch in den letzten Jahren entwickelt. Sprachen wir Ende 2003 noch über 132 Mrd. € administrierter Assets bei Master-KAGen, so waren es in 2004 schon 192 Mrd. €. Inzwischen hat sich der Markt von 250 Mrd. € in 2005 auf heute etwa 300 Mrd. € noch oben geschraubt. Dies entspricht etwa 40% der in Spezialfonds versammelten Gelder (2007: 694 Mrd. €). In eine griffige Formel gepackt könnten wir von der 70: 40: 30 – Regel sprechen. Nach allen gewonnenen Erkenntnissen und Erfahrungen aus den letzten Jahren können wir davon ausgehen, dass 70% des gesamten Spezialfondsmarktes am Ende des Tages von der einen oder anderen Master-KAG abgedeckt werden. Derzeit sind 40% bezogen auf den Gesamtmarkt bereits vergeben. Bleiben also noch 30% des gesamten Spezialfondsmarktes, die noch aufzuteilen sind.

Wie wir schon erwähnt haben, bleibt das Master-KAG-Geschäft aber nicht stehen. „Stillstand ist Rückschritt“: dieses Stichwort trifft derzeit nirgends mehr zu als im Master-KAG Business. Ob man dies nun als strategische Meisterleistung der einen oder anderen Master-KAG verkaufen mag, sei dahingestellt. Fakt ist, dass die Master-KAG Getriebene ihrer Kunden und damit unmittelbar verbunden aufsichtsrechtlicher oder gesetzlicher Zwänge geworden ist. Die strategische Meisterleistung einer Master-KAG beginnt also eigentlich erst danach und besteht darin, wie man immer ein Tick besser oder innovativer als der Wettbewerb sein kann. Nicht umsonst investieren die Master-KAGen einen Großteil ihrer Budgets in IT, Fondsbuchhaltung, Verbesserung des Risikomanagements sowie last but not least, die Kundenbetreuung. Wir werden darauf später im Detail eingehen.

Im letzten Jahr sind wir bereits auf die zunehmenden Aufgaben der Master-KAGen über ihr eigentliches Administrationsgeschäft eingegangen. Die These lautete: die Master-KAGen steigen in das Beratungsgeschäft ein! Die These heute lautet: Das war erst der Anfang. Der nächste Schritt wird der konsequente Ausbau des Bereichs Asset Management sein! Im Grunde ist die Gleichung ja ganz einfach: die Master-KAGen sind die Instanz, die den besten Überblick über die Mandate und damit die Asset Allocation ihrer Kunden haben. Damit schlüpft sie

ganz automatisch in die Rolle des Ansprechpartners bei übergeordneten Themen seitens der institutionellen Anleger. Wie kann die Allokation optimiert werden? Welche Assetklassen sind zur Diversifikation für das Gesamtportefeuille eines Investors empfehlenswert? Uns schließlich: welche Asset Manager kommen für ein solches Mandat in Betracht? Auch hier wird natürlich aus der Not – wie kann ich als Master-KAG meinen Kunden am besten unterstützen? – eine Tugend gemacht, also, wo kann die Master-KAG aus dieser Gesamtgemengelage heraus ihre Angebotspalette und damit ihr Profil stärken? Der letzte Schritt ist dann nicht mehr weit. Warum soll eine „Master-KAG“ nicht auch eigene Dienstleistungen im ureigensten Asset Management anbieten? Dieses Unterfangen könnte allenfalls dann scheitern, wenn Investoren sich bewusst dafür entscheiden, ihre Anbieter im Master-KAG-Geschäft und im reinen Fondsmanagement strikt zu trennen. Dafür gibt es aber derzeit keine klaren Anzeichen. Eher das Gegenteil ist der Fall. „Alles aus einer Hand“ ist die Devise, die aktuell überwiegt. Und so könnten die Master-KAG-Anbieter, die vor Jahren auf das Pferd „Administration“ gesetzt haben, jetzt zu den Gewinnern der Branche gehören.

Unsere Studie bezieht die Ergebnisse der letzten zwei Jahre mit ein. Insofern lassen sich bestimmte - zum Teil schon zuvor angedeutete - Entwicklungen, nachvollziehen und vielleicht schon in die Zukunft fortschreiben. Neben der Markteinschätzung der Master-KAG-Anbieter haben wir auch ein Stimmungsbild der Teilnehmer eingefangen, die unmittelbar oder mittelbar mit dem Produkt Master-KAG in Verbindung kommen. Aus diesem Grunde haben wir parallel wie in den Vorjahren institutionelle Anleger (Versicherungen, Pensionskassen, Banken, Kirchen, Industrieunternehmen etc.) zu ausgesuchten Themen im Bereich Master-KAG befragt. Die Gegenüberstellung von „Eigenbild“, nämlich aus Sicht der Anbieter, und „Fremdbild“, nämlich der institutionellen Anleger, rücken die Sichtweise des anderen meist wieder in realistische Bahnen. Um das Gesamtbild weiter abzurunden, haben wir mit den Asset Managern, die ja täglich und bei steigendem Volumen immer mehr im Tagesgeschäft mit den Master-KAGen in Berührung kommen, eine dritte Gruppe in unsere Markterhebung einbezogen. Die Ergebnisse dieses Vergleichs „Eigen-/Fremd-Bild“ fließen an den entsprechenden Stellen in die vorliegende Untersuchung ein.

Die folgenden dreizehn Master-KAG-Anbieter haben an unserer Markterhebung teilgenommen:

- Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH
- COMINVEST Asset Management GmbH
- Deutsche Asset Management Investmentgesellschaft mbH
- dbi Dresdnerbank Investment Management Kapitalanlagegesellschaft mbH (neuer Name?)
- Deka FundMaster Investmentgesellschaft mbH
- Helaba Invest KAG
- Metzler Investment KAG
- Nordcon Investment Management AG
- Universal Investment-Gesellschaft mbH
- WestLB Asset Management KAG mbH.

Für die hervorragende Beteiligungsquote möchten wir uns bei allen teilnehmenden Gesellschaften, den institutionellen Anlegern sowie den Asset Managern ganz herzlich bedanken! Unser besonderer Dank gilt auch den Gesellschaften, die unsere diesjährige Studie durch einen Beitrag unterstützt haben. Über den eigentlichen Inhalt dieser Studie hinaus finden die interessierten Leser einige Gastbeiträge zum Leistungsbild der Anbieter und aktuellen Themen.

### **Hier die Titel der Textbeiträge:**

- Profitieren Sie vom Know-how unseres globalen Expertennetzes  
Von Thomas Dittrich, Geschäftsführer, dbi Allianz Dresdner Global Investors
- Von der Master-KAG zur ganzheitlichen Betreuung?  
Von Michael Fuss, Direktor, Deutsche Asset Management

- Master-KAG: Differenzierung doch noch möglich  
Von Norbert Ziemer, Leiter Kundenbetreuung Master- u. Service-KAG, Deka FundMaster Investmentgesellschaft mbH
- Vorstellung der Helaba Invest  
Von Uwe Trautmann, Sprecher der Geschäftsführung, Helaba-Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH
- Robeco - Partner institutioneller Anleger Seit 1929  
Von Kai Werner Röhr, Direktor Marketing und PR, Robeco Asset Management
- Globalisierung nun auch im Master-KAG Markt? SGSS geht den ersten Schritt.  
Von Marco Wunderlich, Head of Sales, Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH
- Master-KAG - die nächste Stufe ist gezündet  
Von Markus Neubauer, Geschäftsführer, Universal-Investment-Gesellschaft mbH

Es sei an dieser Stelle noch einmal darauf hingewiesen, dass der Zweck dieser Studie in keiner Weise darin besteht, bestimmte Gesellschaften besonders hervorzuheben oder gar zu kritisieren. Es geht vielmehr darum, den Lesern und Interessierten einen Marktüberblick zu verschaffen und einen Eindruck zu vermitteln, wo die ja schon weit fortgeschrittene Reise hingehen könnte und was sie von den Dienstleistungspaketen der Master-KAGen erwarten dürfen.

Die Fragen aus unserem Fragebogen sind zum Teil offen gestellt, zum ganz überwiegenden Teil wurden Antworten aber vorgegeben. Durch die Erfahrungen und Erkenntnisse aus den Vorjahresstudien war es uns möglich, jetzt mehr auf das Multiple Choice-Verfahren überzugehen. Bei den offen zu beantwortenden Fragen wurden die wesentlichen genannten Aspekte herausgefiltert. Die Anzahl der Nennungen kann selbstverständlich dort nur eine Indikation für die Bedeutung eines Punktes sein. Wenn ein Teilnehmer bestimmte Aspekte nicht von sich aus genannt hat, kann nicht automatisch unterstellt werden, dass dies für ihn nicht doch von Bedeutung sein kann.

Die Studie untergliedert sich in vier Teilbereiche, die auch der Aufteilung des Fragebogens entsprechen:

Teil II: Definition des Begriffs Master-KAG

Teil III: Markt für Master-KAGen

Teil IV: Status quo und Strategie der Master-KAGen

Teil V: Administration und Infrastruktur

## **II Definition des Begriffs Master-KAG**

### **II.1 Definition des Begriffs durch die Anbieter selbst**

Die Anbieter unterscheiden ganz grundsätzlich zwischen den Dienstleistungen, die ein Muss für das Vorhalten einer Master-KAG sind und bestimmten Zusatzleistungen, die sicher ein Differenzierungsmerkmal auch gegenüber dem Wettbewerb sein können. Unstreitig hat eine Master-KAG ein bestimmtes Minimum an Funktionen und Aufgaben zu bedienen. Die schnelllebigen Entwicklungen im Asset Management und die damit unmittelbar verbundenen erhöhten Anforderungen der Investoren haben die Master-KAG-Anbieter dazu gezwungen, dieses Tempo mitzugehen. Wer das nicht tat, ist in dem Wettbewerbsstrudel untergegangen.

Bei der Definition des „Mindeststandards“, den eine Master-KAG anzubieten hat, weisen die Teilnehmer ausnahmslos auf die Bündelungsfunktion hin. Danach führen die Master-KAGen alle Assets eines institutionellen Investors unter einem Dach, nämlich dem der Master-KAG, zusammen. Hervorgehoben wurde die herausragende Stellung der Master-KAG in dem Dreigestirn mit den eigentlichen Asset Managern und der Depotbank im Zuge des Aufbrechens der Wertschöpfungskette.

- Bündelung verschiedener Spezialfonds bei einer KAG in einem juristischen Sondervermögen (Spezialfonds),
- Administrative Verwaltung und weitere Services,
- Bereitstellung eines einheitlichen Reportings im Rahmen von Haupt- und Subfonds,
- Schnittstellenmanager zu Advisern (Asset Managern) und Depotbanken sowie
- Generelle Funktion als zentraler Ansprechpartner und Verwalter.

Im letzten Jahr wiesen wir darauf hin, dass die (Master-) Kapitalanlagegesellschaften neben ihrem Geschäft als Administrator auch den Bereich Fondsmanagement als zusätzliche Produktvariante anboten. Damals noch als Add-on verstanden, gehen die Master-KAGen immer mehr dazu über, das Managen von Fonds auch als Standard anzubieten. Dies gilt unbeschadet dessen, ob die Gesellschaften schon per se wie etwa DeAM, AGI oder Metzler eine breite Palette an Publikumsfonds oder Spezialfonds anbieten oder wie im Fall der Helaba Invest die Fondspalette quasi nachgelagert zum Hauptgeschäftsfeld Master-KAG ausgebaut wurde. Dieses Geschäft nimmt an Gewicht tendenziell erheblich zu. Natürlich wehren sich alle Master-KAG-Anbieter heftig gegen den Vorwurf, ihre Master-KAG-Tätigkeit durch andere Zweige quersubventionieren. Ehrlicher Weise muss man jedoch eingestehen, dass die Margen aus dem reinen Master-KAG-Business sehr eng bemessen sind und jede außergewöhnliche Assetklasse oder nur die Zusammenarbeit mit einer exotischen Depotbank das Rechenmodell ins Wanken bringen kann. Hinzu kommt, dass die Investoren heute gar nicht mehr so abgeneigt sind, die durch das Aufbrechen der Wertschöpfungskette gestiegene Zahl von Anbietern wieder auf ein Normalmaß an Ansprechpartnern zurückzuführen. Und was bietet sich da mehr an, als die Funktionen bei der Master-KAG zu stärken und noch mehr zu bündeln. Diese Entwicklung hat stark zugenommen im Vergleich zum letzten Jahr. Ein Grund hierfür mag darin liegen, dass institutionelle Anleger seit dem letzten Jahr auch Publikumsfonds in ihre Portefeuilles integrieren. Schauen wir uns die Master-KAG-Anbieter genauer an, so finden wir immer mehr Häuser, die zwischenzeitlich über eigene Fondsprodukte verfügen, die als institutionelle Share-Klassen gegründet wurden. Dazu nimmt das Angebot an verschiedenen Assetklassen, die mittels Publikumsfonds offeriert werden, mit dem weltweit zunehmenden Angebot ebenfalls weiter zu. Inzwischen beläuft sich der Publikumsfondsmarkt bereits auf 660 Mrd. €. Institutionelle Anleger nehmen in diesem klassischerweise dem Retailmarkt zuzuordnenden Produkt eine immer bedeutendere Rolle ein. Der Spezialfondsmarkt liegt mit etwa 694 Mrd. € nur noch knapp vor seinem Rivalen Publikumsfonds. Neben dem aktiven Angebot, sich als Asset Manager zu betätigen, verwenden die Master-KAGen zur Umschreibung ihres Produktangebotes Begriffe, die in vorigen Jahren eher nicht auf der Tagesordnung standen; so werden die eigenen Dienstleistungen in Termini wie „zentraler Ansprechpartner“, „Risikoanalytiker“, ganz offen als „Berater“, als Anbieter von „Hybrid-Lösungen“ oder ganz allgemein formuliert als Master-Fonds mit „weiteren Gestaltungsalternativen“ zusammengefasst. Unter Hybrid-Lösungen wird verstanden, über die Fonds hinaus die Direktanlagen des Anlegers wie Rentenpapiere oder auch Immobilien zu integrieren. Das Rollenverständnis der Master-KAG hat sich seit Gründung der ersten Master-KAGen damit grundlegend geändert. Eine sich heute als „Vollanbieter“ darstellende Master-KAG übernimmt auch das Overlay und damit einen wesentlichen Teil des Risikomanagements für ihren Kunden. Gründe hierfür sind zum einen der vorhandene und ständig steigende Erfahrungsschatz der Master-KAG im Umgang mit deutschen wie internationalen Managern und natürlich der nicht zu unterschätzende Vorteil, als einziger Teilnehmer einen optimalen Überblick über die Gesamtanlagen des Investors zu haben. Auf diese Weise kann sich der Master-KAG-Kunde die ständig sich erweiternde Kompetenz seiner Master-KAG zunutze machen. Automatisch wird so auch die Kundenbindung, erhöht, was wieder die zentrale Rolle der Master-KAG illustriert. Mit dieser Entwicklung hin zum Rund-um-Anbieter haben die Master-KAG-Anbieter im Grunde zwei Fliegen mit einer Klappe geschlagen. Zum einen übernehmen sie immer größere Teile der vormals als Konkurrenz eingeschätzten Global Custodians, zum anderen sind sie – fast ohne es zu merken – immer mehr in die Rolle eines Beraters hineingewachsen. Dazu kommen wir später noch.

## II.2 Erforderliche Dienstleistungen zur professionellen Master-KAG–Abwicklung

Ergänzend zu den vorigen Ausführungen haben wir die Master-KAGen selbst sowie Asset Manager gefragt, welche der in der folgenden Tabelle aufgeführten Dienstleistungen unabdingbar sind für das Kerngeschäft einer Master-KAG. Neu aufgenommen haben wir den Punkt „online reporting“ sowie „Flexibles Reporting“. Bei dieser ebenfalls offenen Frage kristallisierten sich folgende Services heraus, die aus Sicht der Teilnehmer von Bedeutung sind:

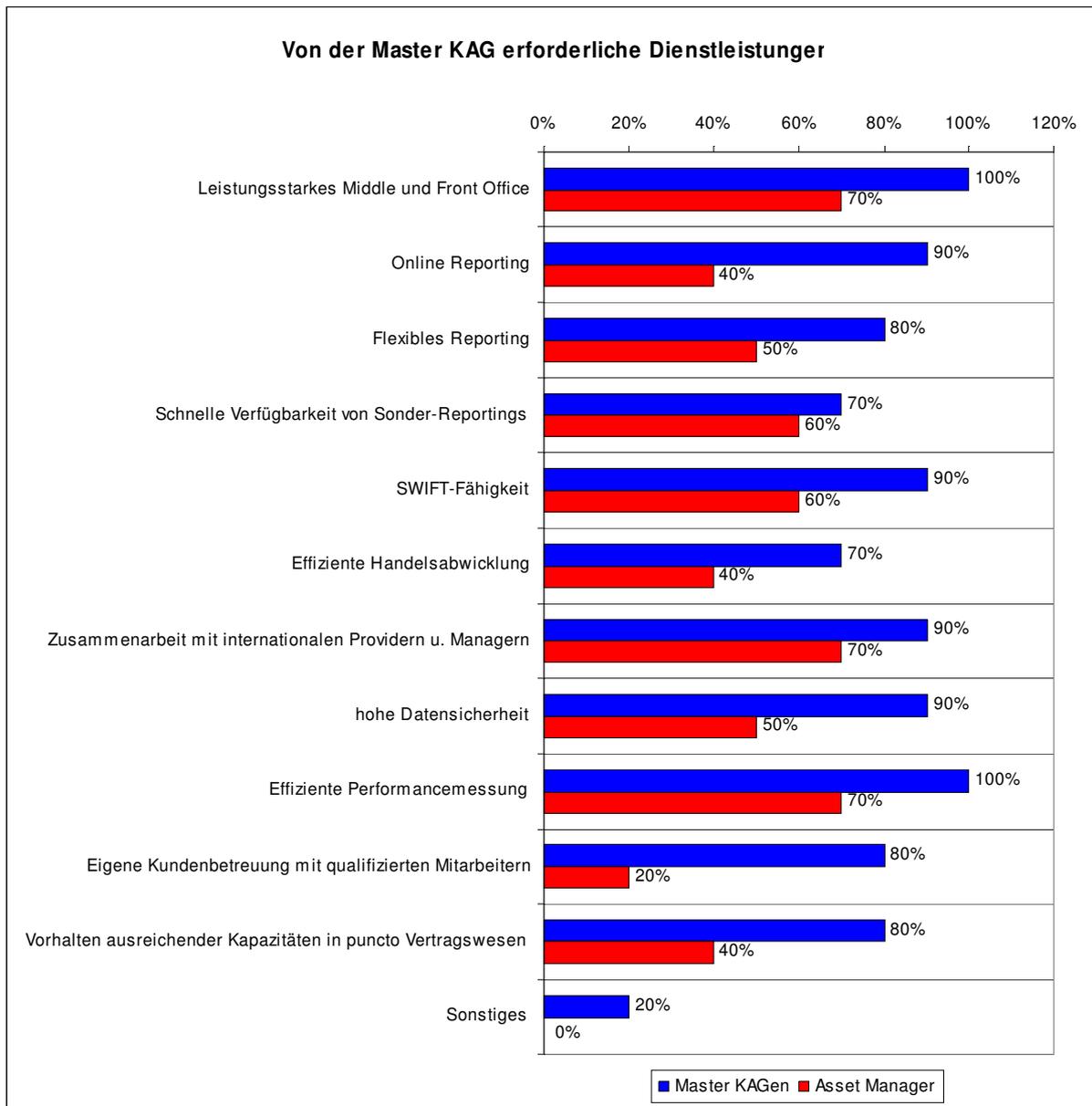
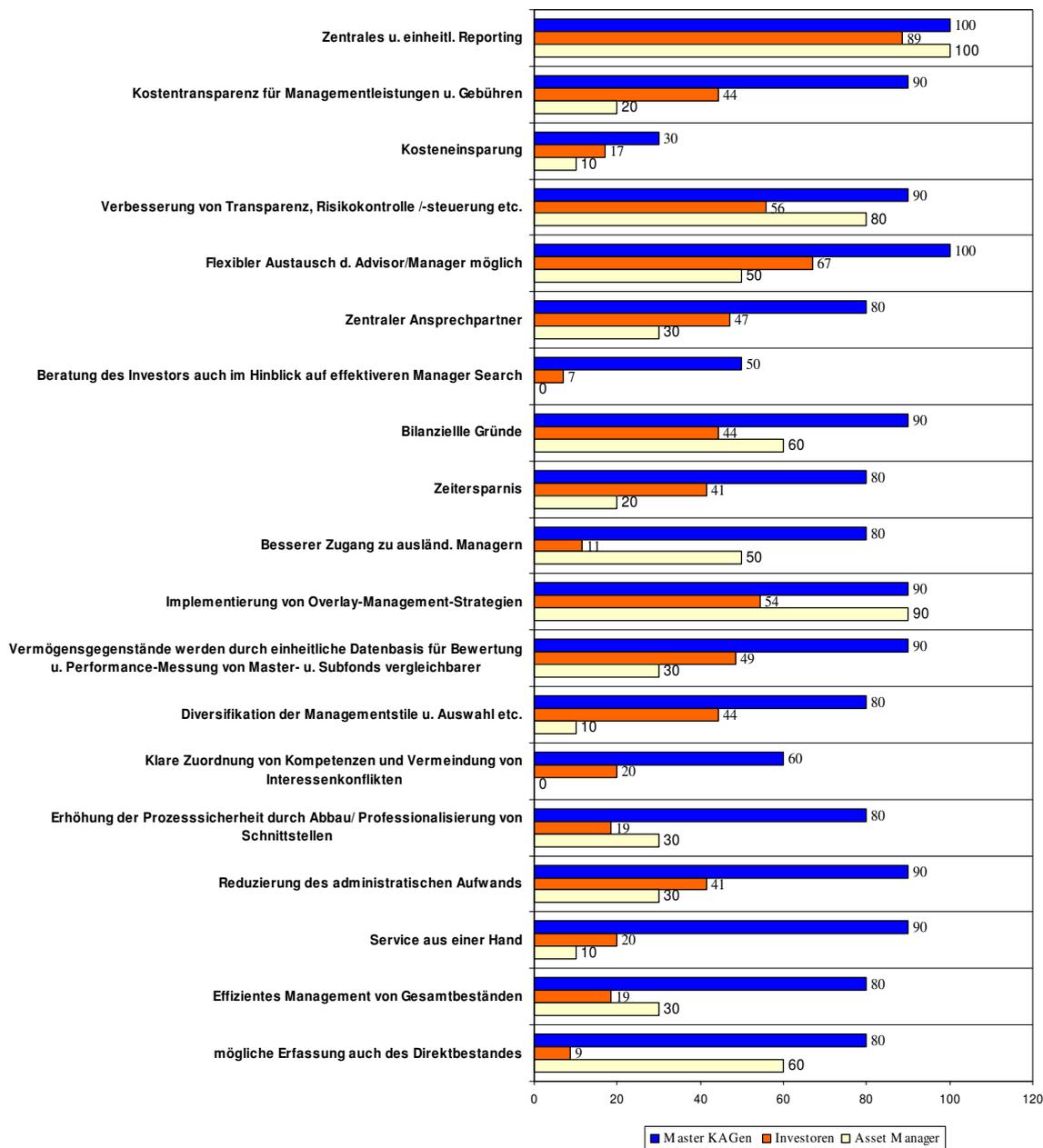


Abbildung 1: Erforderliche Dienstleistungen (in % der Teilnehmer)

### II. 3 Vor- und Nachteile für die Anleger aus Sicht der Master-KAGen

Wir haben in diesem Jahr unseren Katalog an möglichen Alternativen zum Ankreuzen der Vorteile um fünf auf jetzt neunzehn erweitert. Bei den Nachteilen standen sieben Kriterien zur Auswahl. Natürlicherweise betrachten die Anbieter, also die Master-KAGen selbst, insbesondere die Vorteile, die sich für den Investor aus einer Master-KAG ziehen lassen, als besonders offenkundig. Aus diesem Grund haben wir die gleiche Frage auch den institutionellen Anlegern sowie den Asset Managern gestellt. Die Erweiterung unseres Fragenkatalogs bezog Vorteile wie etwa die "zunehmende Prozesssicherheit" oder auch die Möglichkeit der „Einbeziehung der Direktanlagen“ mit ein. Die Ergebnisse insbesondere aus der Warte der Investoren fiel allerdings etwas ernüchternd aus. Hier die Ergebnisse der Umfrage:

Abbildung 2: Vorteile aus Sicht der Master-KAGen sowie der Asset Manager in % der Teilnehmer



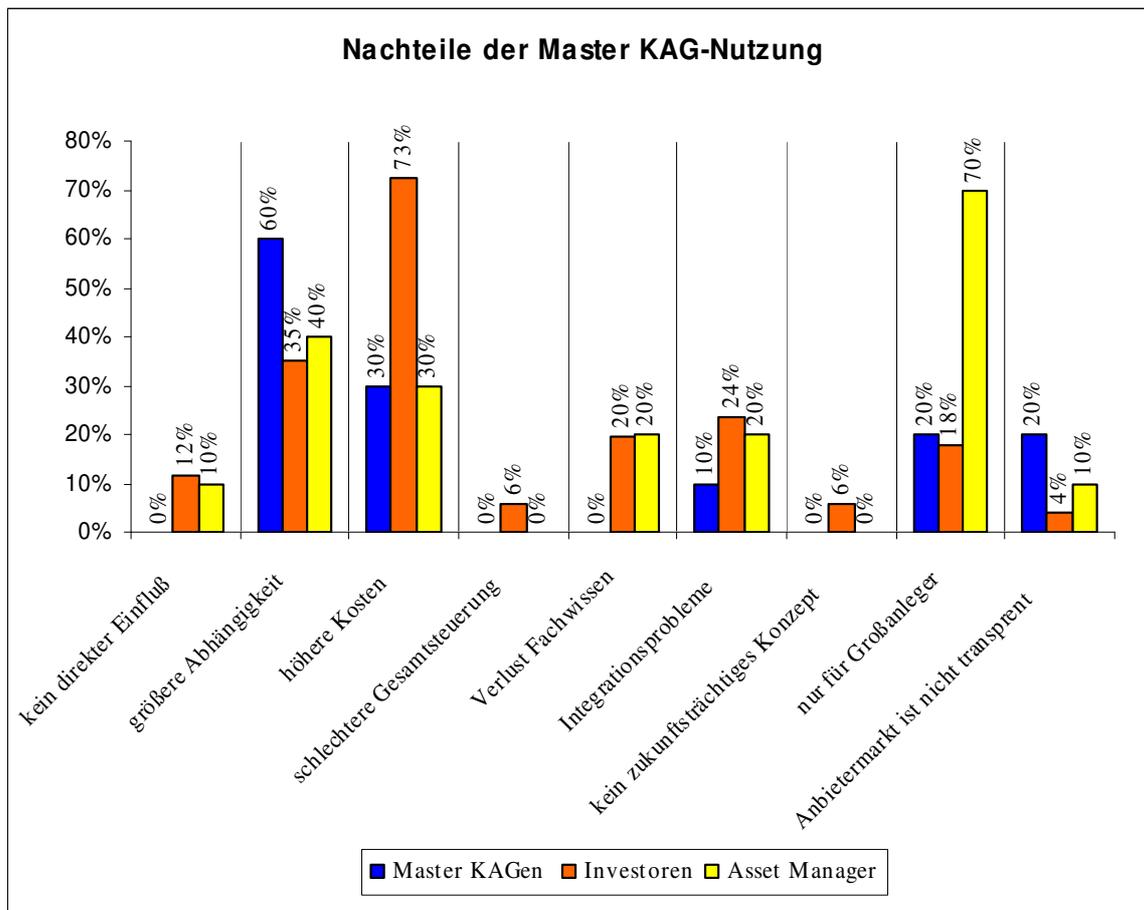


Abbildung 3: Nachteile aus Sicht der Master-KAGen, sowie der Asset Manager der Investoren

Die höchste Übereinstimmungsquote bei allen drei befragten Gruppen ergab sich wiederum beim „Reporting“. Immer mehr wird die Master-KAG auch für die Risikokontrolle eingesetzt. Transparenz wird etwa im Zusammenhang mit der DerivateVO verlangt. Eines auch gegenüber dem Vorjahr noch größeren Zuspruchs konnte sich der Punkt „leichterer Managerwechsel“ erfreuen. Immerhin zwei von drei Investoren kreuzten dies als Vorteil an (Vorjahr 56%). Offenbar haben diverse Anleger bereits Manager ausgewechselt und die Vorteile verspürt im Vergleich zu dem doch recht umständlichen und formalen Verfahren noch vor einigen Jahren. Aufgeholt hat auch der Punkt „Implementierung von Overlay-Strategien“. In diesem Beratungssegment erblicken die Master-KAGen eines der zukunftsweisenden Felder, verbunden mit der Hoffnung auf noch engere Bindung des Investors an ihr Haus. Waren es 2006 noch unterhalb 50% der Investoren, die diesem Ruf folgten, so sind es jetzt immerhin 54%; alles in allem also ein sich langsam, aber stetig entwickelnder Prozess. Ob sich ausländische Asset Manager verstärkt Hoffnung auf mehr Geschäft über die Schiene Master-KAG machen dürfen, muss allerdings angezweifelt werden. Das sehen zwar die Master-KAGen selbst so. Auch bei den Managern glauben jetzt immerhin 50% nach 30% im letzten Jahr daran. Bei den Anlegern scheint dieser Gesichtspunkt andererseits auf gar keine Resonanz zu stoßen, wenn gerade einmal 11% hier ein Kreuz machten (Vorjahr: 16%). Neben dem Angebot von Overlay-Strategien setzen die Master-KAGen auch auf die Administration der Direktbestände der Investoren im Rahmen des Master-KAG-Mandates. Der Markt in diesem Bereich ist von gigantischem Ausmaß, so dass es sich lohnt, darüber nachzudenken. Diese Ansicht teilt jedoch nur knapp jeder zehnte institutionelle Anleger, was wiederum zeigt, dass die Master-KAGen um neue Gelder heftig kämpfen müssen. Das Einfallstor scheint die Reduzierung des administrativen Aufwandes bei den Anlegern zu sein. Immerhin 41% der Investoren sehen hierin einen entscheidenden Vorteil der Master-KAG.

Im Vergleich zum Vorjahr werden die Nachteile gerade von den Investoren nicht mehr als so gravierend angesehen. Die Kostenfrage stellt sicher den sensibelsten Bereich dar. So beklagen auch 73% der Investoren (nach 62%

in 2006) die zusätzlichen Kosten. Hingegen glauben die Master-KAGen selbst sowie die Manager gegenüber der Lage vor einem Jahr immer weniger, dass dies ein kritisches Thema sein könnte für die Anleger. Das Problembewusstsein lässt bei diesen beiden Gruppen also deutlich nach. Dagegen gehen die Master-KAGen sehr selbstkritisch mit dem Argument um, dass aufseiten der Investoren eine „größere Abhängigkeit“ von der Master-KAG eintritt. Dies sehen immerhin 60% der Anbieter so. Nach wie vor ein Thema ist die Frage, ob eine Master-KAG sich nur für „Großanleger“ eignet. Was genau darunter zu verstehen ist, ist nicht leicht zu fassen. Gemeint sind aber sicher institutionelle Anleger mit mindestens mehreren hundert Millionen € Anlagepotential bzw. mehreren Spezialfonds. Genau genommen widerspricht diese Betrachtung dem Anspruch vieler Master-KAGen, die angabegemäß gerne bereit sind, auch Anleger mit zum Beispiel zwei Fonds als Kunden zu bedienen. Wir werden die Vorstellungen der Master-KAGen zu der Mindestzahl an zu integrierenden Mandaten später sehen. Auffällig ist, dass tatsächlich nur 4% der befragten Anleger der Meinung sind, dass der Master-KAG-Markt nicht transparent sei. Dies war im letzten Jahr noch fast jeder vierte Anleger. Also in dieser Hinsicht hat sich im Laufe der letzten zwölf Monate einiges zugunsten der Master-KAG-Anbieter getan. So wenig die Investoren die „Integration von Direktbeständen“ als Vorteil gesehen haben (nur 9%!), so drastischer sehen sie konsequenterweise die Probleme bei der Integration des Direktbestandes als echten Malus an. Diese Negativsicht vertreten immerhin 24% der institutionellen Anleger. Die anderen Nachteile, die wir als Möglichkeiten vorgaben, wie etwa einen „mangelnden Einfluss auf das Mandat“ werden nur noch vereinzelt als kritischer Punkt angesehen. Wenn wir einen globalen Vergleich mit der Vorjahresstudie in puncto Vorteile versus Nachteile einer Master-KAG anstellen, so können wir festhalten, dass aus Sicht der Investoren – und dies ist hier entscheidend – die empfundenen Vorteile eher zunehmen und die mögliche Nachteile tendenziell abnehmen. Dies können wir als sehr gutes Zeichen pro Master-KAG werten, was den Schluss zulässt, dass sich das Angebot bzw. das Produkt Master-KAG in Deutschland endgültig gesetelt hat.

## **II.4 Verständnis für das Geschäftsmodell Master-KAG**

Wenn wir zuvor davon gesprochen haben, dass sich das Modell Master-KAG etabliert hat, so bedeutet dies nicht automatisch eine komplette Marktdurchdringung. Auf unsere Frage, wie viele institutionelle Anleger bereits über eine Master-KAG verfügen, bejahten dies immerhin 52% nach 51% im Vorjahr. Dazu wollten wir von den Investoren, die noch keine Master-KAG beauftragt haben, wissen, inwieweit Chancen bestehen, dass sie das bald nachholen.

Mit über 70 Teilnehmern auf Seiten der Anleger freuen wir uns über eine hervorragende Response auch bei dieser Gruppe.

Unser Teilnehmerkreis verteilt sich auf die Branchen wie folgt, siehe nächste Seite:

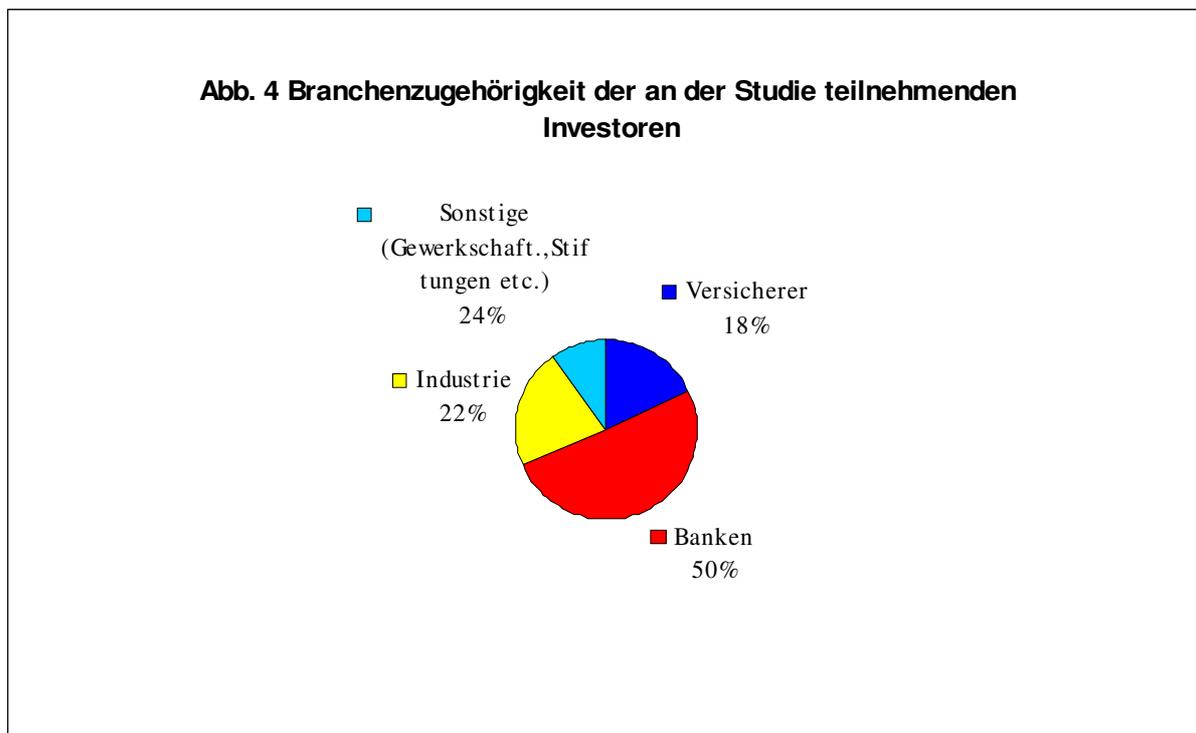


Abbildung 4: Branchenzugehörigkeit der an der Studie teilnehmenden Investoren

Von den oben genannten Teilnehmern, die eine Master-KAG nutzen, wurden folgende weiteren Angaben gemacht:

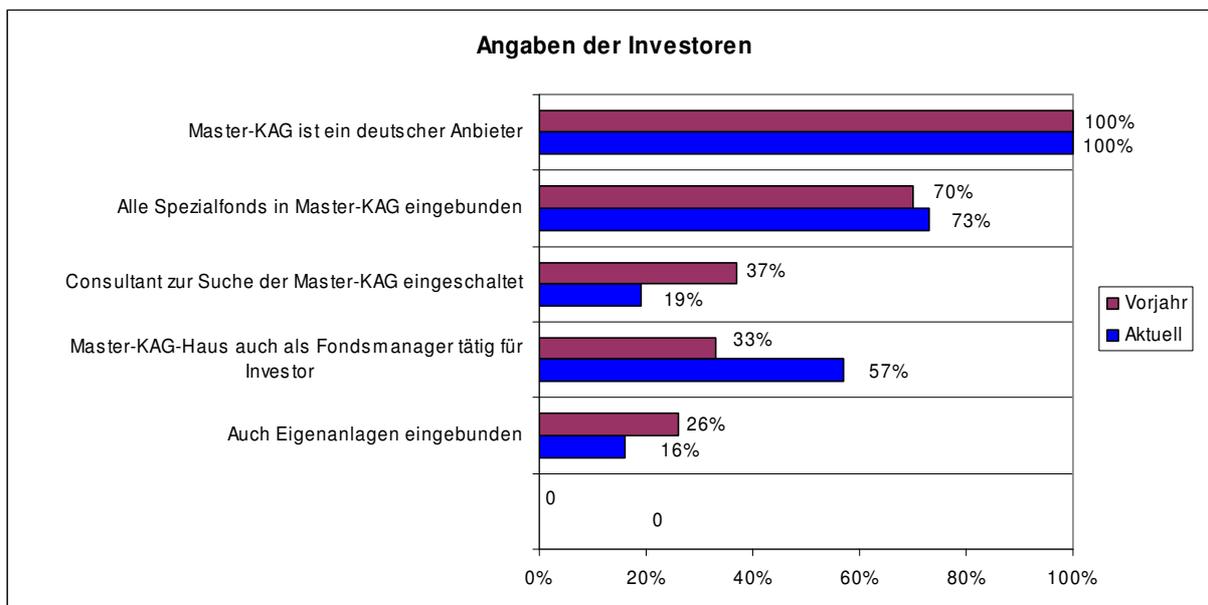


Abbildung 5: Angaben der Investoren zu den von ihnen genutzten Master-KAGen

Die Master-KAG – Branche durchlebt ein Wechselbad der Gefühle. Waren es im letzten Jahr nur jeder dritte institutionelle Anleger, der es zuließ, dass seine Master-KAG sich auch als Fondsmanager für seine Portefeuilles benötigte, so schnellte die Prozentzahl jetzt auf immerhin 57 hoch. Eine saubere Trennung zwischen den Geschäftsfeldern Fondsmanagement und Administration scheint vor dem Hintergrund des zunehmenden Performancedruckes in den Hintergrund zu treten. Und so erfreuen sich immer mehr Master-KAGen auch eines zunehmenden Zuwachses ihrer Volumina über das klassische Fondsgeschäft. Hat sich der Anleger für eine Master-KAG entschieden, so lässt er den überwiegenden Teil seiner Spezialfonds hierin verwalten. Allerdings trifft dies noch nicht auf die Direktanlagen zu. Die festgestellten 16% in diesem Jahr bestätigen unsere kritische Würdigung zuvor. Offenbar korreliert die Feststellung, dass die Investoren den Master-KAG – Markt als sehr transparent sehen mit einer schwächeren Beauftragung von Consultants zur Suche des richtigen Anbieters. Consultants werden nur noch in etwa jedem fünften Search eingesetzt.

Schauen wie uns die für die künftige Markteinschätzung noch interessantere Gruppe der institutionellen Anleger an, die noch keine Master-KAG haben, so gaben

- von dieser Gruppe 40% an, dass sie dieses Konzept in 2007/2008 einzuführen gedenken,
- weitere 14%, dass sie dies ab 2009 vorhaben und
- 46% dieser Gruppe können sich gar nicht vorstellen, eine Master-KAG in Anspruch zu nehmen.

Zur Klarstellung sei noch einmal gesagt, dass die genannten Prozentzahlen sich ausschließlich auf Investoren beziehen, die noch keine Master-KAG in Anspruch nehmen.

Welche Beweggründe spielen nun bei denjenigen eine Rolle, die von einer Master-KAG gar nichts wissen wollen, also unsere oben genannte 46%-Gruppe? Die Teilnehmer konnten natürlich mehrere der folgenden drei Argumente ankreuzen. Das Ergebnis fiel wie folgt aus:

- |   |     |
|---|-----|
| • ich habe als Investor zu wenige AuM/Spezial-Fondsmandate    | 47% |
| • eine Master-KAG ist zu teuer                                | 35% |
| • ich sehe keinen Zusatznutzen im Vergleich zur jetzigen Lage | 53% |

## II.5 Klassische Adviser-Modelle oder Outsourcing-Modelle?

Auch in diesem Jahr fragten wir die Teilnehmer danach, ob sie eher eine Präferenz für das sog. Adviser-Modell oder das Outsourcing-Modell haben. Nochmal zur Verdeutlichung des Unterschiedes: Beim „Adviser-Modell“ übermittelt der externe Anlageberater eine Kauf- oder Verkaufsempfehlung für eine Wertpapierposition an die Master-KAG. Diese überprüft anschließend selbständig und eigenverantwortlich, ob gesetzliche oder vom Kunden vorgegebene Anlagerestriktionen auch eingehalten werden (sog. „Pre trade check“). Gibt es keine Beanstandungen, so wird die Anlageempfehlung durch die Master-KAG zur Ausführung weitergeleitet. Beim „Outsourcing-Modell“ hingegen fällt der externe Berater die Anlageentscheidung autonom. Statt eines pre trade checks findet im Nachhinein (sog. „Post trade check“), also nach Durchführung des Wertpapierauftrags, eine Überprüfung im Hinblick auf die Einhaltung der Anlagegrenzen statt. Das Outsourcing-Modell bedeutet für die Master-KAG natürlich weniger Aufwand. Denn letztlich liegt die Verantwortung beim externen Fondsmanager, der auch über Know-how der in Deutschland gegebenen gesetzlichen Anlagerestriktionen verfügen sollte.

Das Ergebnis überrascht vor diesem Hintergrund nicht:

- alle Teilnehmer kreuzten wie im Vorjahr das Outsourcing-Modell an,
- keine einzige Adresse entschied sich nur für das klassische Adviser-Modell, auch nicht als Alternative zum Outsourcing-Modell.

Im letzten Jahr war es immerhin noch jede vierte Adresse, die beide Möglichkeiten ankreuzte. Offenbar hat sich damit das Outsourcing-Modell gegenüber dem Advisory-Modell zumindest nach dem Wunschkatalog der Master-KAGen selbst durchgesetzt.

## II.6 Administration zusätzlicher Assetklassen durch die Master-KAG

Vor dem Hintergrund eines „endlichen“ Marktes Master-KAG für reine Spezialfonds kommt immer mehr die Frage auf, inwieweit auch besondere Assetklassen von Master-KAGen gemanagt werden sollten. Im Allgemeinen Teil deuteten wir bereits diese Entwicklung an, wonach die Master-KAGen durch eigene Initiative, aber auch getrieben durch erhöhte Investorenwünsche, weitergehende Assetklassen in ihre Administration aufnehmen wollen. Genannt werden hier klassischerweise die Eigenanlage, Immobilienfonds, Hedge Funds und Private Equity.

Wir boten diese vier Alternativen zum Ankreuzen an. Hier das Ergebnis aus Sicht der Master-KAGen und aus der Investorenperspektive (Ergebnisse in %):

Angaben in %	Aus Sicht der Master-KAGen	Aus Sicht der Investoren
Eigenanlagen	90 (Vorjahr: 69)	54 (Vorjahr: 66)
Private Equity	50 (Vorjahr: 23)	60 (Vorjahr: 54)
Hedge Funds	60 (Vorjahr: 38)	60 (Vorjahr: 66)
Immobilienvermögen	70 (Vorjahr: 54)	67 (Vorjahr: 56)

Tabelle 1: Assetklassen

Die Tabelle 1 illustriert, dass die Einschätzung der Master-KAG-Anbieter mit der der Investoren relativ gut im Einklang steht, sehen wir einmal von der optimistischeren Meinung der Master-KAGen im Sektor Eigenanlagen ab. Das Thema Administrierung der Eigenanlagen scheint auf Seiten der Master-KAGen noch ein wenig Wunschenken zu sein, wenn sich mit dieser Idee für die Zukunft nur gut jeder zweite institutionelle Anleger anfreunden kann. Erkennbar ist eine Angleichung der Anleger sowie der Master-KAGen bei den Hedge Fonds sowie Private Equity „nach oben“. Nicht berücksichtigt in unserer Umfrage ist die aktuelle, aus dem Subprime-Markt resultierende neu zu bewertende Lage, die über die dadurch ausgelöste Liquiditätskrise unweigerlich auch die beiden Bereiche Private Equity und Hedge Fonds negativ beeinflusst haben kann. Unabhängig davon wird aber der generelle Trend zu einem erhöhten Anforderungsbedarf der Investoren gegenüber den Master-KAGen sehr deutlich.

## III Der Markt für Master-KAGen

### III.1 Beurteilung des künftigen Marktpotentials „Master-KAG“ durch die Anbieter

Das Produktangebot „Master-KAG“ hat sich zweifelsohne zu einer Erfolgsstory entwickelt. Je erfolgreicher die Master-KAGen im Markt agieren, desto interessanter wird die Frage, wie der verbleibende, noch zu verteilende, Markt aussieht.

Folgenden Fragenkomplexen sind wir wie im Vorjahr nachgegangen:

- Wie hoch ist das zu verteilende Marktpotential?
- Innerhalb welchen Zeitraums wird der Markt verteilt sein?
- Wie sieht es mit dem Wettbewerb aus?
- Über welche Wege wird der Markt verteilt, Direktansprachen oder via Consultants?
- Welche weiteren Entwicklungen dürfen wir in den kommenden Jahren erwarten?
- Wie konkurrenzfähig sind Global Custodians?

### III.1.a Marktpotential

Im letzten Jahr ermittelten wir bei unseren Master-KAG-Teilnehmern ein master-KAG-fähiges Gesamtvolumen von etwa 450 bis 500 Mrd. €. Der Spezialfondsmarkt bewegte sich zu diesem Zeitpunkt nach den Gesamtassets um die 650 Mrd. €. Der Markt umfasst aktuell um die 700 Mrd. € AuM. Davon werden etwa 300 Mrd. € an Assets in Master-KAGen administriert. Auf unsere Frage, wie hoch die Master-KAGen aus heutiger Sicht das Verteilungspotenzial einschätzen, gaben sie im Schnitt 240 Mrd. Euro an. Nicht einbezogen sind dabei die Eigenanlagen der Investoren. Die Spannweite an Schätzungen der Master-KAGen zum noch zu verteilenden Markt reicht immerhin von sehr niedrigen 35 Mrd. € bis zu 400 Mrd. € in der Spitze. Nehmen wir die Eigenanlagen dazu, so können diese Schätzungen natürlich noch weit übertroffen werden. Das dies realistisch ist, belegen unsere Zahlen aus dem vorigen Kapitel, wonach 54% der Investoren an der Administration der Eigenanlagen zumindest interessiert sind – wenn auch die niedrige tatsächliche Quote von 16% der Anleger, die derzeit auch Eigenanlagen administrieren lassen, zeigen, dass sich hier noch Einiges tun muss. Unter dem Strich der Bilanz bleibt jedenfalls ein Gesamtvolumen an master-KAG-fähigen Assets in Höhe von ungefähr 500 Mrd. €, also etwa 70% des Spezialfondsmarktes.

#### Befragung der Asset Manager:

Wir befragten auch die Fondsgesellschaften, welches Gesamtmarktpotential (aller Spezialfonds) sie als Investmentgesellschaften den Master-KAGen zutrauen und zwar projiziert auf die nächsten drei Jahre. Dabei wird unterstellt, dass um die Hälfte des Marktes bereits verteilt ist. Hier das Ergebnis:

	<b>In % der Asset Manager</b>	
bis 40%		70% der Teilnehmer
bis 50%	<b>Zusatzwachstum</b>	10% der Teilnehmer
bis 60%		40% der Teilnehmer
über 60%		0% der Teilnehmer

Diese Schätzungen der Asset Manager, die gegenüber dem Vorjahr sehr stabil sind, geben allen Grund zu Optimismus für die Branche.

Breit gestreut fielen auch die Schätzungen zu der Anzahl der voraussichtlich in Master-KAG-Konzepte einzubindende institutionelle Anleger aus. Diese divergierten zwischen 100 und 750 Investoren. Im Durchschnitt zeichnet sich nach der Anzahl der master-KAG-offenen Investoren ein Marktpotential bei um die 340 institutionelle Anleger ab.

Nach wie vor drei Spezialfondsmandate – wie die Nennung im Vorjahr – sollten im Minimum in ein Master-KAG-Konzept integriert werden, so die überwiegende Meinung der Master-KAGen. Dabei sollte das Mindestvolumen an Spezialfondsvermögen des jeweiligen Investors insgesamt bei etwa 300 Mio. € liegen. Dies ergibt ein Mindestvolumen pro Fonds von 100 Mio. €. Die untere Grenze wird bei unseren Teilnehmern bei 150 Mio. € gesehen. Diese Zahlen haben sich gegenüber der Vorjahresstudie praktisch kaum verändert. Dies zeigt auch, dass die Geschäftsmodelle der Master-KAGen auch mit Blick auf die Mindestvolumina sehr gefestigt sind.

#### Befragung der Investoren:

Ob sich dieses optimistische Szenario bestätigen lässt, haben wir durch eine Befragung der Investoren hinterfragt. Wie wir in Kapitel II.4. gesehen haben, verfügt bereits gut jeder zweite Investor unserer Umfrage über eine Master-KAG. Alles in allem lehnen nur etwa 22% der institutionellen Anleger die Beauftragung einer Master-KAG gänzlich ab. Im vorigen Jahr lag dieser Prozentsatz bei 20%. Damit haben wir in der dreijährigen Erhebungsreihe mit 22% Master-KAG-resistenter Investoren (für die ganz überwiegend aus Gründen der Größenordnung eine solche Mandatierung auch gar keinen Sinn machen würde) eine stabile Aussage. Im Grunde wird damit unsere zuvor angestellte Schätzung über den Gesamtmarkt bestätigt, wonach der Markt sich bei 70% einpendeln kann. Nachdem wir über die Befragung aus den letzten Jahren relativ stabile Ergebnisse vorliegen

haben, stellten wir wieder die Frage, über welchen Zeitraum der noch verbleibende Marktanteil verteilt wird und wie der Wettbewerb aussieht.

### III.1.b Verteilungszeitraum

Der Master-KAG-Markt ist in den letzten Jahren mit zunehmender Dynamik weiter vorangeschritten. Damit verengt sich zum einen die noch zu verteilende Masse – wie wir gesehen haben –, andererseits wird das Zeitfenster auch kleiner. Innerhalb welchen Zeitraumes also wird das geschätzte Marktpotential verteilt werden?

60% der befragten Master-KAGen gehen von nur noch zwei Jahren aus. Als längsten Zeitzyklus wurden fünf Jahre genannt. Wir können uns auf einen Durchschnittszeitraum von gut zwei Jahren einigen. Diese Einschätzung korreliert ziemlich genau mit den Planspielen der Investoren überein. Von denen, die noch keine Master-KAG beauftragt haben, gaben ja über 54% an, bis 2009 Master-KAG-Kunde zu werden. Die Zeit drängt also. Je weiter wir fortschreiten, desto enger werden die Zeitkorridore.

### III.2 Wettbewerb im Bereich Master-KAG

In den letzten zwei Jahren musste der Markt bereits eine „Bereinigung“ im Bereich Master-KAG-Anbieter hinnehmen. Ihr Geschäftsmodell Master-KAG gänzlich eingestellt hat etwa JP Morgan Chase, die sich aus diesem Segment zurückgezogen haben. BHW Invest existiert nach der Fusion Oppenheim / BHF (Frankfurt Trust) nicht mehr. Im Sinne eines Insourcings konzentriert sich die Gesellschaft Frankfurter Service KAG mehr auf die Aufnahme von Geschäftsbereichen anderer KAGen und tritt somit als echter Master-KAG-Anbieter nicht in Erscheinung. Mehr Teilnehmer erhöhen den Wettbewerb. Weniger Teilnehmer, weniger Wettbewerb, so könnte das Fazit lauten? Nein, das Konkurrenzdenken ist immer noch gesund und es verbleiben noch genügend Anbieter zur Auswahl für die institutionellen Investoren. Aber unzweifelhaft ist der Markt konzentrierter geworden und die Spreu trennt sich vom Weizen auch bei den Master-KAGen. Also nicht alle Anbieter können in gleichem Umfang vom steigenden Marktpotential profitieren.

Konkret fragten wir die Master-KAGen danach, welche Wettbewerber sie im täglichen Geschäft am meisten wahrnehmen. Aus der Anzahl der Nennungen können keine Rückschlüsse auf die Qualität der Dienstleistung gezogen werden. Es geht hier darum, die „Visibilität“ der einzelnen Häuser zu spiegeln.

Häufigkeit der Nennungen	Anbieter
8–10	Helaba Invest INKA Universal
4 – 7	Metzler
1–3	Pioneer (Activest) Deka dbi DeAM

Tabelle 2: Wettbewerber (Anzahl der Antworten – von 10 Teilnehmern)

Es zeigt sich immer deutlicher, dass wir es mit drei Anbietern zu tun haben, die eine gewisse Omnipräsenz im Master-KAG-Markt aufweisen. Der Klarheit halber muss man in diesem Zusammenhang auch erwähnen, dass alle drei Häuser, also die Heleba Invest, die INKA sowie die Universal – ob gewollt oder ungewollt – genau

genommen als „die“ Anbieter für dieses Marktsegment betrachtet werden und dies offenbar auch von ihren Wettbewerbern. Aber darauf konzentriert sich eben ihr Geschäftsfeld auch zunächst einmal. Noch, so können wir anfügen, da sich auch diese Adressen zunehmend in der einen oder anderen Form als „Asset Manager“ im Markt zeigen. Warum ist dies so? Die anderen, ebenfalls öfter genannten Häuser, also Metzler, AGI/dbi, DeAM, Deka und Pioneer/Activest, sind – vielleicht mit Ausnahme von Pioneer (Activest) – doch eher als Asset Manager unterwegs. So wird es offenbar auch von den Master-KAGen wahrgenommen. Das heißt, bei den letztgenannten fünf Häusern steht das Asset Management eher im Fokus. Insoweit tritt die Expertise im Master-KAG-Sektor etwas in den Hintergrund. So wie diese Adressen nun darum bemüht sind, sich auch als Master-KAG stärker zu profilieren, agieren die klassischen drei Master-KAG-Anbieter umgekehrt. Sie wollen aktiver in das Asset Management einsteigen. Hierfür gibt es zwei Gründe. Zum einen lassen sich im Fondsmanagement höhere und attraktivere Margen erzielen. Und zum zweiten machen die Investoren diesen Mutationsprozess ohne Widerstände auch mit. Hieß es vor einigen Jahren noch, dass die Beauftragung einer Master-KAG streng von der des Managers getrennt sein muss, so schätzen Investoren heute nicht zu Unrecht, dass sie alles aus einer Hand erhalten: und eben nicht mit Blick auf jedes einzelne Produkt viele Einzelprovider kontaktieren zu müssen. Dies geht soweit – wie wir bereits erwähnt haben und dies auch gleich weiter ausführen werden –, dass Master-KAGen auch in das Consultant-Geschäft einsteigen.

#### Befragung Asset Manager:

Über die Sichtweise der Master-KAGen hinaus befragten wir zusätzlich die Fondsgesellschaften, also diejenigen, die mit den Master-KAGen sehr unmittelbar im Tagesgeschäft verbunden sind, wer denn aus Ihrer Sicht die bedeutendsten im deutschen Markt sind. Wir baten die Fondsgesellschaften auch anzugeben, in welcher Rangfolge (also Nr. 1, 2, 3, 4 oder 5) sie die Master-KAGen in deren Bedeutung sehen. Von den Managern, von denen wir Antworten zu dieser Frage erhielten, sahen

- 100% Universal
- 86% INKA
- 72% Helaba Invest
- 43% dbi

unter den ersten drei Anbietern. Unter den ersten fünf Genannten folgten gleich die DeAM, Metzler sowie die Deka Investment (frühere Deka FundMaster). Die Universal wurde wie im Vorjahr öfter an Nummer 1 gesetzt als ihre Wettbewerber. allerdings dicht gefolgt von INKA und Helaba Invest. Die Frage, inwieweit die Teilnehmer glauben, dass sich noch neue Master-KAG-Anbieter im deutschen Markt zeigen werden, haben wir noch einmal gestellt. Sie beantwortet sich aber fast aus sich selbst heraus. In der diesjährigen Untersuchung hielten komplette 100% dies für „eher unwahrscheinlich“. So können wir wohl davon ausgehen, dass der Markt sich jetzt ausschließlich zwischen den genannten Master-KAG-Anbietern verteilen wird.

### **III.3 Global Custodians, Spannungsfeld mit Master-KAGen**

#### **III.3.a Die aktuelle Situation**

Unzweifelhaft hat es bereits einen Bereinigungsprozess im Master-KAG-Markt gegeben. Als Thema wird zudem weiterhin diskutiert, wie sich das Spannungsfeld zwischen der rein deutschen Master-KAG und den im Ausland bekannten Global Custodians darstellt. Wie wir wissen, handelt es sich bei der strikten Trennung in der Fondsverwaltung zwischen Kapitalanlagegesellschaft und Depotbank um eine deutsche Spezialität. Die Trennung der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank als Verwahrer, ist gesetzlich in Deutschland vorgeschrieben, u. a. im KWG, im DepotG sowie im InvG. Im Ausland fungiert der Custodian oft gleichzeitig als Trustee, übernimmt also mehrere Funktionen in einem. Aus der rechtlichen Ausgangslage heraus ist ein Global Custodian nicht in der Lage, einen echten Masterfonds abzubilden. Die Master-KAG wird zudem - wie zuvor bereits ausgeführt - von den Anbietern in immer stärkerem Maße als All Round-Anbieter gesehen. Die Master-KAG geriert sich heute nicht nur als ganzheitlicher Wertpapieradministrator inklusive umfangreicher und diffiziler Reportinganforderungen im derivaten Bereich unter Einbeziehung der Schnittstellenverwaltung. Die Master-KAG heutiger Couleur agiert als Berater mit klaren Vorstellungen zu Overlay-Strategien bis hin zum Transition Management.

Durch die Weiterentwicklung der Dienstleistungen der Master-KAGen ist die Frage nach der noch im letzten Jahr aufgeworfenen Standortbestimmung zumindest vorläufig beantwortet. Die Master-KAG beschreitet in ihrem Verständnis als Full-Service-Provider neue Felder und greift damit automatisch in angestammte Geschäftsbereiche anderer Dienstleister wie etwa der Beratungshäuser ein.

Die Master-KAG übernimmt damit auch eine eher steuernde Rolle für den institutionellen Anleger, der genau weiß, dass seine Master-KAG den optimalen Ein- und Überblick über sein gesamtes Portfolio hat. Wer sonst sollte aus diesem ganzheitlichen Blickwinkel heraus in der Lage sein, die Gestaltung künftiger Anlagen zu begleiten?

### III. 3.b Quo vadis deutsche Master-KAG?

Master-KAG und das Schicksal der Spezialfonds als Sonderweg diskretionärer Mandate in Deutschland hängen natürlich stark zusammen. Allerdings ist es ruhig geworden um die noch vor wenigen Jahren lauter zu vernehmende Diskussion um das Schicksal des deutschen Spezialfonds. Ob das deutschspezifische Sondervermögen „Spezialfonds“ eines Tages nochmal auf dem Prüfstand steht, bleibt abzuwarten. Unabhängig davon nehmen wir zur Kenntnis, dass die Master-KAGen allesamt deutlich aufgerüstet haben. Zum einen beabsichtigen die Master-KAGen damit eine wirkliche Rund-um-Administration ihrer Kunden. Neben der Funktion als Super-Administrator von Spezialfonds streben die Master-KAGen aber auch die Verwaltung aller Assets der Anleger an. So will man den Custodians Konkurrenz machen, soweit die Geschäftstätigkeit dies zulässt. Wir befragten die Master-KAG-Anbieter, inwieweit sie aus heutiger Perspektive die Custodians eher als Wettbewerber oder als Option ansehen. Das Ergebnis war wie im Vorjahr sehr ausgeglichen. Sechs der zehn Teilnehmer weisen eher auf einen verstärkten Wettbewerb hin. Dies erklärt sich aus der zunehmenden Angleichung der Leistungsfelder beider Anbietergruppen. Das sieht jede zweite Master-KAG so (Vorjahr: 70%). Die andere Hälfte der teilnehmenden Master-KAGen betrachtet den Custodian eher als „Option“ und damit komplementären Baustein.

Hinzu kommt, dass wiederum jede zweite Master-KAG den Global Custodian gar nicht in der Lage sieht, einen echten Master-Fonds abzubilden. Der Trend geht mit 70% (Vorjahr: 62%) Zustimmungswahl vonseiten der Master-KAGen selbst in Richtung Allround-Anbieter. Als einen ganzheitlichen Wertpapieradministrator verstehen sich daher auch nur 30% der Anbieter. Der umfassende Beratungs- und Dienstleistungsansatz der Master-KAGen bestärkt diese auch in der Überzeugung, dass sie als Master-KAG mittel- und langfristig gegenüber den Global Custodians bestehen können.

Sicher spielen die großen und bedeutenden Custodians wie State Street oder JP MorganChase eine sehr internationale Rolle. Aufgrund ihrer konsequent erweiterten Produktpalette müssen sich die deutschen Master-KAGen aber keinesfalls hinter den internationalen Playern verstecken. Auch deutsche Master-KAGen wissen, wie IFRS geschrieben wird. Im Übrigen leisten sie sehr gute Dienste im Bereich Asset Allocation-Beratung und beim Overlay-Management, ein Gebiet, auf das sich einige Master-KAGen auch bereits spezialisiert haben. Hier liegt auch eindeutig einer der USP's, die Master-KAGen auszeichnen. Der Weg zu einer umfassenden „Service-Gesellschaft“ ist damit klar vorgezeichnet.

## III.4 Kriterien für die Auswahl einer Master-KAG und Hilfsmittel zur Auswahl

### III.4.a Master-KAG–Auswahlkriterien (aus Sicht d. Master-KAGen u. d. Investoren)

Nachdem wir zu der Erkenntnis gelangt sind, dass das Produkt Master-KAG nicht nur ex post betrachtet eine running story war, sondern auch noch erhebliches Potential in der Zukunft zu liegen scheint, wollten wir wissen, was nun die maßgebenden Gesichtspunkte für die Investoren waren, sich für die eine oder andere Master-KAG zu entscheiden. Befragt haben wir auch die Master-KAG-Anbieter nach Ihrem Empfinden für die Auswahlkriterien.

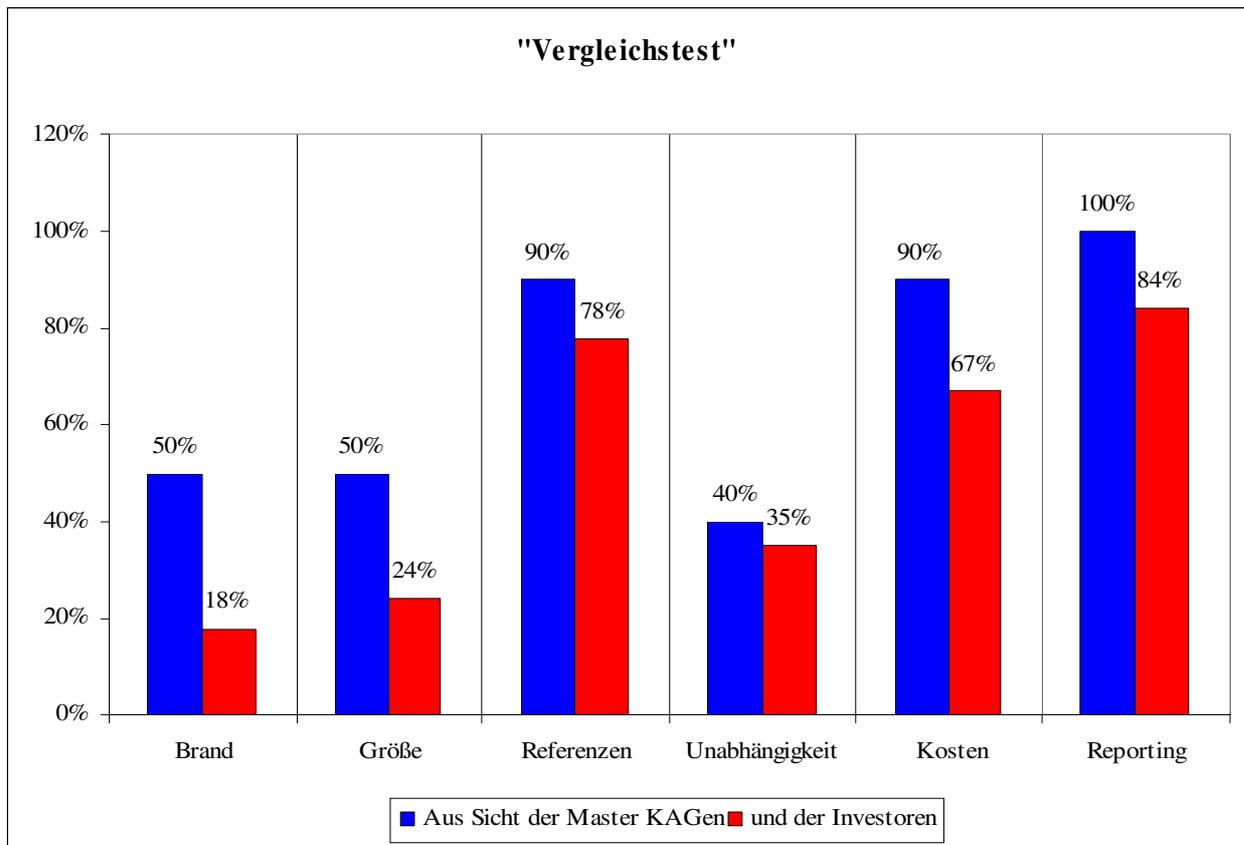


Abbildung 6: Kriterien für die Auswahl einer Master-KAG (in % der Teilnehmer)

Die Investoren fokussieren wie im Vorjahr eindeutig auf zwei Faktoren, das Reporting und die bereits vorhandenen Referenzadressen. Es existieren einige sehr große Unternehmen, großteils Industrieunternehmen, die im DAX gelistet sind, die sich einer Master-KAG anvertraut haben. Hier können wir aufgrund der von TELOS bereits bei Master-KAGen durchgeführten Ratings und den damit verbundenen Befragungen von Referenzkunden bestätigen, dass überwiegend große Zufriedenheit mit der Verwaltung der Mandate vorherrscht. Bestehende Kundenverbindungen vermitteln insbesondere bei namhaften Kunden, die ja oftmals eine Due Diligence der Master-KAGen durchführen, ein Gefühl der Sicherheit. Hinzu kommt, dass große Referenzkunden mit mehreren Segmentfonds meist eine breite Klaviatur an Assetklassen spielen. Ist die Master-KAG in der Lage, diese komplexen Vorgänge zufriedenstellend zu meistern, so darf eine entsprechende Erfahrung in aller Regel bei kleineren und wenig umfangreichen Mandaten automatisch unterstellt werden. Mit jetzt 78% der Nennungen liegt der Wert auf Vorjahreshöhe (80%). Der Prozentsatz bei dem Kriterium Reporting ist nochmals von 69% aus dem Vorjahr auf nunmehr 84% angestiegen. Bemerkbar machen sich hierbei die zunehmenden Anforderungen gegenüber Investoren, nicht nur Performance-Zahlen parat zu haben, sondern auch schriftlich dokumentierte Sonderauswertungen wie stress Tests oder Drawdown- Berechnungen durchzuführen. Auch auf der Kostenseite ist die Sensibilität der Anleger allerdings gestiegen. Der Anstieg von 54% in 2006 auf jetzt 67% der Nennungen weist darauf hin, dass das Kostenargument für die Investoren eine größere Rolle spielt. Eigentlich kann dies auch nicht überraschen. Aber wir hören insbesondere im Rahmen der TELOS-Ratings jetzt auch immer öfter von der anderen Seite, also den Master-KAGen, dass sie vereinzelt Mandate wegen nicht ausreichender Gebühren abgelehnt hätten. Natürlich versuchen die Investoren, an dieser Stelle zu sparen. Andererseits muss Leistung – insbesondere gute und zuverlässige – auch interessengerecht entgolten werden. Aber offensichtlich sind wir nach nun einigen Jahren hart umkämpften Master-KAG-Marktes doch an einem Punkt angekommen, an dem die Übernahme eines Mandates von einer Master-KAG wegen nicht auskömmlicher Basispunkte abgelehnt wird. Die Investoren sollten bei ihrer Entscheidung für oder gegen eine Master-KAG immer im Hinterkopf behalten, dass ein Wechsel von einer Master-KAG zu einer anderen mit erheblichem Aufwand verbunden ist.

Die Master-KAGen nahmen eine tendenziell ähnliche Bewertung dieser Auswahlkriterien vor. Insbesondere das Thema Kosten scheint ihnen im Nacken zu sitzen, wenn das jetzt 90% gleich nach dem Reporting als einen entscheidenden Faktor für die Auswahl erkennen.

### III.4.b Hilfsmittel zur Selektion (Consultants, Direktansprache, Ratings)

Wie aber, so müssen wir fragen, werden in einem derart dynamisch wachsenden Markt Master-KAG die Mandate an den Kunden gebracht, zumal der Wettbewerb immer spürbarer geworden ist? Grundsätzlich sind die Wege wie in den Vorjahren die gleichen. Entweder der Investor wählt die „Direktansprache“ oder er schaltet einen Vermittler also einen „Consultant“, ein. Wie im Vorjahr wurden die Teilnehmer nach der prozentualen Aufteilung zwischen „Direktansprache“ durch den Investor und „Ansprache durch einen „Consultant“ befragt. Die von den Teilnehmern genannten Prozentsätze variieren natürlich entsprechend den Erfahrungen, die die eine oder andere Master-KAG gemacht hat. Aber die weite Spanne, wie wir sie noch letztes Jahr gesehen haben, hat sich deutlich eingengt. In 2006 verzeichneten wir Extreme von 20% pro Direktansprache (d.h. 80% Vermittlung über Consultants) bis zu nur 10%, die man den Consultants noch als Marktpräsenz zutraute (d.h. 90% via Direktkontakt durch den potentiellen Master-KAG-Kunden). Im Durchschnitt kamen wir im Vorjahr so auf 52% der Teilnehmer, die meinten, dass Direktansprachen überwiegen und 48%, dass Consultants aktiver in der Vermittlung seien. Das Zutrauen gegenüber Consultants ist in der aktuellen Erhebung nach unten gegangen. Der Prozentsatz aus Sicht der teilnehmenden Master-KAGen liegt jetzt im Schnitt noch bei 36% statt vorher knapp 50%. Umgekehrt betrachtet sind jetzt 64% der Master-KAGen der Auffassung, dass die Direktansprache über den potentiellen Kunden, also den Anleger, überwiegt. Mit Ausnahme eines Teilnehmers setzten alle den direkten Zugang durch den Investor mit 50% und deutlich mehr – bis zu 80% - an. Die Konsequenz aus dieser klaren Aussage ist, dass die Master-KAGen mehr auf ihre eigenen Vertriebsaktivitäten setzen und sich nicht mehr so stark wie in den Jahren zuvor auf eine Ansprache durch einen Berater verlassen. Besonders deutlich wird diese Tendenz bei einigen der großen Master-KAGen. Zu diesem Ergebnis passt, dass nur 40% der befragten Master-KAGen eine Stärkung der Position von Consultants feststellen konnten. Das Ausmaß des Volumens an mehr über Consultants vermittelten Mandate wurde im Schnitt so auch nur bei einem Plus von 20% gesehen. Dies ergab eine Zusatzfrage.

Nach dieser rückwärtsgewandten Frage wollten wir wissen, wie die Master-KAGen den Einfluss der Consultants in der Zukunft sehen. Nur noch 49% (Vorjahr: 64%) glauben an einen größeren Einfluss der Consultants in der Zukunft. Von diesen Befürwortern geht der überwiegende Teil davon aus, dass sich der Anteil der Consultant-Vermittlung um ca. 35% (Vorjahr: 45%) steigern wird. Nach ungefähr vier Jahren intensiveren Wettbewerbs in der Branche Master-KAG und der vorgenommenen ex-post und ex-ante Betrachtung scheint der Einfluss der Consultants bei der Mandatsvergabe deutlicher abzunehmen als dies im Jahr zuvor erkennbar war.

Parallel stellten wir diese Frage den Investoren. „Würden Sie eher auf eigene Expertise und mit eigenem Fragebogen auf die Suche nach der richtigen Master-KAG gehen oder den Searchprozess ihrem Consultant überlassen?“ Zunächst betrachteten wir die Investoren, die bereits eine Master-KAG beauftragt haben. Etwa die Hälfte der Befragten gab an, mit eigener Expertise die Master-KAG ausgesucht zu haben. Immerhin neun Adressen beauftragten dafür einen Consultant. Der Rest machte keine Angabe. Für die künftigen Mandate interessanter sind natürlich die Investoren, die bislang noch keine Master-KAG beauftragt haben. Immerhin gut die Hälfte der Investoren wollen den Searchprozess über die eigene Expertise abdecken; 15% gaben an, dass sie einen Consultant beauftragen werden, der Rest macht keine Angabe.

Nun muss man bei den Consultants sicher unterscheiden. So wie die Anforderungen an Investoren gestiegen sind, müssen sich auch die Consultants Gedanken darüber machen, wie weit sie die Investoren bei allen Produktklassen begleiten wollen. Dies trifft einmal mehr auf das nicht ganz leichte Feld der Master-KAG zu. Uns so haben sich erkennbar auch nur wenige Consultants dem Thema „Search von Master-KAGen“ verschrieben. Einige wenige wie Georg Seil Consulting /GSC) haben sich allerdings spezialisiert. Wie hoch ist die Anzahl der Consultants, die von den Master-KAGen als aktive Player wahrgenommen werden? Im Schnitt gaben die Master-KAG-Anbieter nur noch drei sich ernsthaft um diesen Markt bemühende Consultants an nach fünf im Vorjahr. Die Schwankungsbreite reicht von zwei bis zu acht Consultants in der Spitze.

Inwieweit Master-KAG-Bewertungen im Sinne von Ratings eine Rolle im Markt spielen und den Searchprozess der Investoren unterstützen können, war bis zum letzten Jahr noch fraglich. Inzwischen unterziehen sich einige

Master-KAG-Anbieter einem Ratingprozess. Zu Beginn des Jahres ist der Marktführer, die Universal Investment, mit einem Rating von TELOS an die Öffentlichkeit getreten. Weitere Gesellschaften werden ein Rating durchführen lassen, um ihre Expertise durch eine objektive Analyse untermauert noch klarer herauszustellen. Die Ratingreports können auch Beratern eine Stütze sein. Sie können ebenso dem einzelnen Investor, der auf der Suche einer Master-KAG ist, einen besseren Über- und Einblick über den Master-KAG-Markt bzw. seine Anbieter vermitteln. So verwundert es auch nicht, dass nur noch 40% der Master-KAGen ein Rating ihrer Einheit noch nicht als Hilfsmittel für Consultants wie Investoren ansehen, damit Außenstehende ihr Haus besser beurteilen und im Hinblick auf einen Searchprozess zielgenauer vermitteln können.

## IV Status quo und Strategie der Master-KAGen

### IV.1 Master-KAGen – eigene Gesellschaft oder Integrationsmodell

Kapitel IV beschäftigt sich mit der Aufstellung der Master-KAG-Häuser. Die Master-KAGen wurde nach ihren Schwerpunkte, den Herausforderungen für Ihr Haus, den favorisierten Kundengruppen und ihren Ideen zu den zu intensivierenden Dienstleistungskomponenten befragt.

Nach wie vor beschäftigt sich der Markt noch mit der Frage, ob das Vorhalten einer eigenen KAG von größerer Bedeutung sein kann oder vielleicht eher das Integrationsmodell, bei dem die Master-KAG innerhalb der Einheit des Asset Managers angesiedelt ist.

Immerhin 30% (nach 23% im Vorjahr) gaben der Lösung der selbständigen KAG außerhalb des Bereichs des Asset Managers den Vorzug. 70% schwenkten auf die integrative Variante. Die Befürworter der selbständigen Einheit mit klarer Trennung der beiden Geschäftsfelder Asset Management und Master-KAG sind diejenigen, die dies auch nach außen klar betonen und das entsprechend umgesetzt haben. Doch auch hier sind – wenn auch nicht offen nach außen verlautbart – Tendenzen zu einem Shift hin zum Integrationsmodell erkennbar. Das integrative Modell setzt auf die Kombination Asset Management im klassischen Sinne und das Angebot von Serviceleistungen.

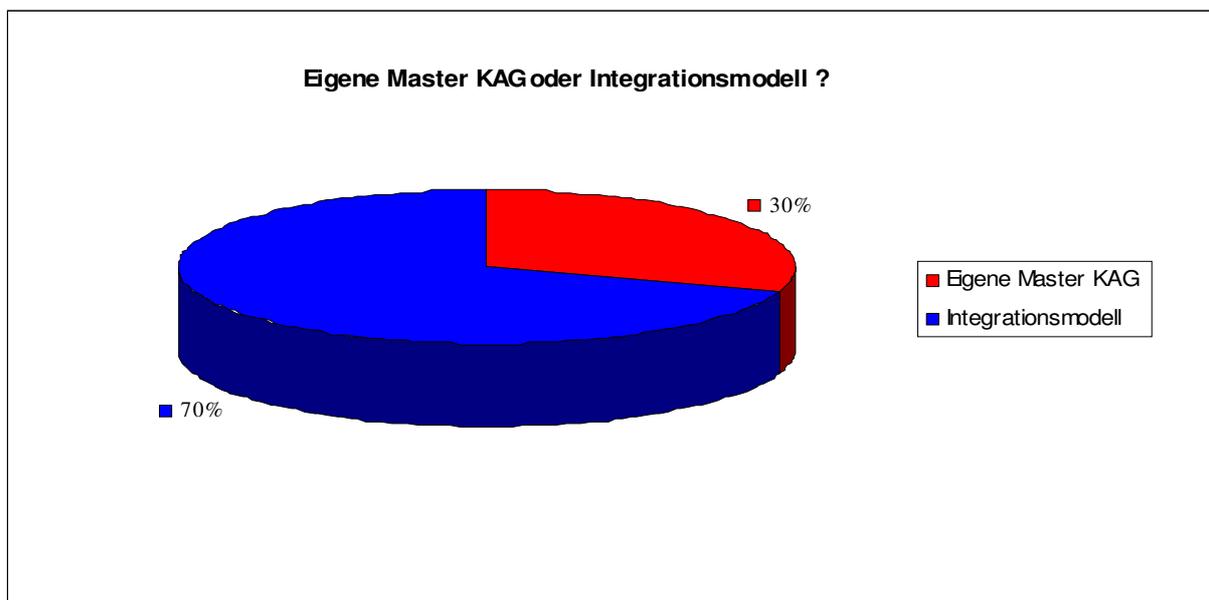


Abbildung 7: Angaben der Master-KAGen (in % der Teilnehmer)

Die Frage, welches Modell zu bevorzugen ist, ist strategischer Natur. Also ist der Investor gefragt, der letztlich das Produkt Master-KAG kaufen muss. Wie ist es nun um die Akzeptanz auf Seiten der Anleger bestellt?

Knapp 80% nach 84% im Vorjahr votierten wieder für den reinen, vom Asset Manager völlig unabhängigen, Master-KAG-Anbieter. Die Realität – so müssen wir ernüchternd feststellen - sieht aber ganz anders aus. Denn angabegemäß waren es weit über die Hälfte (Vorjahr nur 33%) unserer befragten Anleger, die Fonds auch in der Asset Management-Gruppe managen lassen, zu der auch die Master-KAG selbst gehört (s. Kapitel II.4). Hier spielen sicher auch gewachsene Kundenverbindungen mit rein. Bei den enormen formalen Anforderungen an die Investoren müssen diese auch pragmatisch vorgehen. Und so weiß man eine zentrale Steuerungseinheit wie die Master-KAG zu schätzen, die, wenn sie auch das Fondsmanagement anbietet, vielleicht gerade durch ihre Einbeziehung in das Management von Portfolios ein noch stärkeres Engagement und Interesse an der Kundenverbindung aufbaut. Eine Pro / Contra - Wertung der beiden Modelle wollen wir an dieser Stelle nicht vornehmen. Letztlich liegt die Entscheidung in den Händen des institutionellen Investors, der die Vor- und Nachteile bezogen auf seine Ausgangslage gut abzuwägen weiß.

Die tatsächliche Situation bei den Master-KAGen spiegelt dieses heterogene Bild eins zu eins. Das Spektrum reicht von einem Teilnehmer, der sein gesamtes Geschäftsvolumen ausschließlich aus Master-KAG Mandaten bezieht bis hin zu Anbietern, bei denen das Master-KAG-Volumen nur ca. 10% aller gemanagten Gelder in Fonds ausmacht. Hinter den reinen Master-KAG-Anbietern verbergen sich um die 500 Spezialfonds mit an die 100 Mrd. € Volumen. Die anderen Teilnehmer, die mehr dem Integrationsmodell folgen, vereinen ein Potential von gut über 100 Mrd. € mit über 800 Mandaten auf sich.

## IV.2 Status quo der Master-KAGen: Position des eigenen Hauses

### IV.2.a Aktuelle Situation im eigenen Haus

So nüchtern sich der Terminus „Administration“ anhört, im Segment „Master-KAG“ wird es weiß Gott nicht langweilig. Im Vorjahresvergleich von 2005 auf 2006 konnten wir einen Konzentrationsprozess auf gut eine Handvoll Anbieter konstatieren. Nach dieser ersten Bereinigung am Markt etwa durch die Aufgabe dieses Geschäftsfeldes von einigen Teilnehmern wie z.B. JP Morgan Chase dreht sich die Uhr jetzt noch einmal schneller. Es entscheiden sich immer mehr institutionelle Anleger für die Beauftragung einer Master-KAG, sei es auch großteils getrieben durch die enormen aufsichtsrechtlichen Anforderungen. Die Master-KAGen sind aber keinesfalls stehen geblieben, indem sie alleine auf die Professionalisierung der Verwaltungs-Services bauen. Sie haben im Gegenteil die Gunst der Stunde erkannt und verstehen ihre Arbeit im Sinne eines Rund-um-Dienstleisters. Dies reicht vom Overlay Management bis zur Begleitung des Searches von Asset Managern. Nach der Konsolidierungsphase aus dem letzten Jahr erleben wir jetzt eine Erweiterungsphase, nämlich den Ausbau der Services.

Wie ist das Empfinden der Master-KAG-Anbieter vor diesem Hintergrund?

Wir befragten die Teilnehmer ganz allgemein danach, ob sie sich nach diesem Jahr eher „gestärkt“ oder „geschwächt“ fühlen. Angegeben werden konnte auch „wie im Vorjahr“. Mit einer Ausnahme fühlen sich alle Master-KAGen nach dem letzten Jahr „gestärkt“; eine Adresse entschied sich für „wie im Vorjahr“. Dieses klare und selbstbewusste Bekenntnis fällt noch überzeugender aus als im Vorjahr, als immerhin drei Teilnehmer ihre Situation „auf Vorjahresniveau“ sahen. Von einer „Schwächung“ ging keiner der Teilnehmer aus.

Worauf stützt sich nun der Optimismus der Teilnehmer? Folgende Ausführungen stachen hervor:

- Erfolgreich abgeschlossene Migration der Fondsbuchhaltung ,
- Online-Reporting mit verstärktem Angebot von Risiko-Reporting,
- Weitere Schritte hin zum STP,
- Verbesserung der IT-Landschaft,
- Umfassendes Beratungsangebot wie Asset Allocation, Overlay oder Unterstützung bei der Auswahl des Managers,
- Flexible Dienstleistungsangebote (Gesamt- oder Einzellösungen),
- Mandats- und Volumenzuwächse,
- Ausbau der Personalressourcen zur optimalen Abdeckung des Kundenbedarfs..

Alle Teilnehmer arbeiten bereits erfolgreich mit Advisern zusammen. Unsere Teilnehmer verfügen über etwa 1.300 Mandate (Vorjahr: 1.200) bei Gesamtassets in Höhe von über 200 Mrd. €. Eine nähere Aufspaltung ist den untenstehenden Tabellen zu entnehmen.

Anzahl der Mandate	Anbieter
bis 50 Mandate	30%
50 bis 150 Mandate	20%
150 bis 300 Mandate	30%
Über 300 Mandate	20%

Tabelle 3: Mandate und Tabelle 4: Assets under Management

Aufteilung nach Assets under Management	Anbieter
bis 2 Mrd. €	10% (Vj. 23%)
2 bis 10 Mrd. €	10% (Vj. 31%)
10 bis 15 Mrd. €	10% (Vj. 23%)
15 bis 20 Mrd. €	50% (Vj. 15%)
über 20 Mrd. €	20% (Vj. 8%)

Tabelle 3 zeigt gerade im Vergleich zum Vorjahr, dass sich einige Anbieter von Master-KAG-Dienstleistungen volumenmäßig deutlich weiterentwickelt haben. So findet sich die überwiegende Zahl unserer befragten Teilnehmer oberhalb 15 Mrd. € AuM. Dabei reicht die Spannweite der Angaben, wie viele der Assets under Management bei den Master-KAGen dem Segment Master-KAG – und eben nicht dem Asset Management – zufallen, weit von 100% bis zu 13%. Der Durchschnitt liegt bei knapp 45% (Vorjahr: 38%). Dies bedeutete für die Master-KAG-Anbieter selbst, dass sie noch ausreichend Akquisitionspotential im eigenen Hause vorfinden. Darum anschließend wollten wir deshalb wissen, wieviel Prozent aller bei ihrer Gesellschaft verwalteten Assets sie künftig für master-KAG-fähig halten. Auch hier differierten die Werte und zwar zwischen 0% bis zu 40%. Der Durchschnittswert pendelt sich bei etwa 20% ein.

In dem Wissen, dass das Master-KAG-Geschäft recht kompetitiv ist und ein gewisses Mindestvolumen an AuM erforderlich ist zur Erzielung von Skaleneffekten, stellten wir die Frage, ab welcher Größenordnung an AuM die jeweiligen Master-KAGen ihr Geschäft für auskömmlich erachten. Obwohl die Master-KAGen jetzt doch auf einige Jahre Erfahrung zurückblicken können und sich ein Grundraster eingestellt haben sollte, gehen die Meinungen hier weit auseinander. Natürlich ist dies auch dem Umstand geschuldet, dass die Anbieter ihr Master-KAG-Geschäft unterschiedlich intensiv betreiben, je nachdem, wie die Bedeutung innerhalb der KAG für dieses Business gewichtet wird. Daran schließen sich naturgemäß auch differenzierte Investitionsvolumina an. Immerhin aber sahen zwei der Teilnehmer als Mindestvolumen zum Erreichen des Break even-Punktes bereits vier bis fünf Mrd. €; das andere Extrem gab ein Teilnehmer mit 50 Mrd. € an. Die meisten Anbieter

betrachten Mindestgrößen von zehn bis zwanzig Mrd. € als realistisch, um profitabel arbeiten zu können. So führen inzwischen auch alle Master-KAG-Anbieter Deckungsbeitragsrechnungen durch, um auf ihr spezielles Geschäft bezogen – und nicht per Quersubventionierung aus dem Fondsmanagement – effiziente Überprüfungen der Rentabilität durchzuführen.

#### IV.2.b Strategische Überlegungen zum Kundenservice

Wie wir gesehen haben, steigen die Bedürfnisse der institutionellen Anleger im Hinblick auf Risiko-Reporting und vieles mehr. Entsprechend erhöht sich der Druck auf die Master-KAGen, das Tempo mitzuhalten. Konsequenterweise werden von den verbliebenen Anbietern aufgesetzte Projekte zügig durchgezogen. Denn ein einmal verloren gegangenes Mandat zurückzugewinnen ist in diesem sehr kundenbezogenen und von vertrauensgetriebenen Markt ungeheuer schwierig. Wo sehen die Master-KAG-Anbieter derzeit ihre Stärke oder ihren Unique Selling Point (USP) aus der Master-KAG-Kundenbeziehung heraus?

Diese strategischen Überlegungen aus Sicht der Master-KAG-Anbieter sind umso wichtiger, als institutionelle Anleger heute bei bestehender Unzufriedenheit mit ihrem Manager völlig frei und unkompliziert einen Wechsel ihrer Asset Management-Mandate vornehmen können. Umso größer ist die Verantwortung der Master-KAG-Anbieter, die die zentrale Leitstelle für den Investor bilden. Dies gilt unabhängig davon, ob Spezialfonds im eigenen Konzern unter dem Dach der Master-KAG verwaltet werden oder ob dies externe Mandate betrifft. Gerade wenn Mandate aber auch im eigenen Konzern gemanagt werden, ist die herausragende Stellung der Master-KAG umso offensichtlicher. Im Bewusstsein dieser zentralen Position sagten so auch alle Teilnehmer (bei einer Enthaltung), dass sie sich von dem Angebot ihrer Master-KAG eine noch stärkere Bindung des bereits vorhandenen Kundenkontaktes versprechen. Dies klingt umso logischer, als die Master-KAGen ja angegeben hatten, dass sie etwa 20% ihrer Kunden, die bereits Spezialfonds bei der KAG als Portfolios managen lassen, auch für mögliche Kandidaten einer Master-KAG-Dienstleistung halten. Damit sind Investoren mit ihren Spezialfonds bereits eine interessante künftige Klientel für die jeweiligen Master-KAGen.

Unabhängig von der Kundenbindung sind sich alle Master-KAG-Anbieter darüber einig, dass das Relationship zu den Kunden eher gefestigt als geschwächt wird. Die Teilnehmer wurden von uns gebeten, noch einmal stichwortartig die Argumente für diese einhellig positive Sichtweise zu geben.

<b>Stärkung der Kundenbeziehung:</b>
- Strategische „Partnerschaft“ zwischen Investor und Master-KAG
- Gesamtvermögen des Investors lässt sich auch im Hinblick auf steuerrechtliche oder aufsichtsrechtliche Neuerungen besser und von einem zentralen Punkt heraus steuern
- Bedarfsgerechtere Beratung durch Master-KAG (Overlay-Steuerung, Absicherungsstrategien, Fondsfusionen, schneller und reibungsloser Wechsel des Advisers)
- Zentraler Ansprechpartner
- Großer Erfahrungsschatz der Master-KAG zur optimalen Verwaltung, Anpassung und Steuerung der Portfolios kommt dem Investor zugute

Tabelle 5: Stärkung der Kundenbeziehung

Immer klarer artikulieren die Master-KAGen ihren Anspruch auch auf eine Beraterfunktion. Im Grunde genommen kommt den Master-KAGen das aus Sicht der Anleger immer enger geschnürte Korsett aus rechtlichen und gesetzlichen Restriktionen zugute. Etwas überspitzt könnte man sagen, dass der Gesetzgeber die institutionellen Anleger in die Arme der Master-KAGen treibt. Aber ganz unzweifelhaft wächst der Beratungsbedarf und sei es nur in Bezug auf neue Produkte oder Assetklassen. Wir müssen uns nur die gerade

durchlebte Vertrauenskrise kommend aus dem amerikanischen Subprime-Markt vor Augen halten. Hier wurde als geldmarktähnliches Produkt verkauft, was dies definitiv nicht darstellte. Sicher können auch Master-KAGen hier nicht in dem Sinne beraten, ob dieses oder jenes Produkt nicht den erlebten Anfälligkeiten unterliegt. Immerhin aber können sie dem Investor einen Überblick über Anbieter für bestimmte Assetklassen vermitteln und so begleitend eine Beraterrolle einnehmen. Die breiter angebotene zentrale Betreuungsfunktion wird auch für den Bereich der Alternativen Investments, aber auch für die Frage der Einbeziehung von Direktanlagen des Anlegers immer bedeutender. Dieser „Alles-aus-einer-Hand-Service“ macht die Master-KAG zu einem unentbehrlichen Instrument in der Asset Management-Branche. Eine Stärkung bestehender Kundenverbindungen kann selbstverständlich nur durch entsprechende „Stärken“ der Master-KAG in ihrer Strategie und in den Services glaubhaft vermittelt werden.

Wie sehen sich die Master-KAGen selbst? Wo identifizieren sie ihre eigenen Stärken nach einem weiteren Jahr?

<b>Stärken des eigenen Hauses</b>	<b>der Teilnehmer</b>
- Indiv. Kundenberatung	90% (Vorjahr: 100%)
- STP / technisch hohe Standards	90% (Vorjahr: 85%)
- Gutes Personal	100% (Vorjahr: 100%)
- Reporting	90% (Vorjahr: 77%)
- Anbindung ext. Partner	90% (Vorjahr: 77%)
- Kontrolle/Risikomanagement	90% (Vorjahr: 85%)
- Unabhängigkeit	80% (Vorjahr: 62%)
- Verwaltung Altern. Investments	60%
- Verwaltung von Eigenbeständen	80%
- Transition Management	70%
- Stabilität im Unternehmen	90%

Tabelle 6: Stärken des eigenen Hauses

Im Vorjahr konnten wir noch feststellen, dass die Angaben der Master-KAGen zu ihren Stärken im Vergleich noch zu 2005 auf ein deutlich gestiegenes Selbstbewusstsein der Branche hinwiesen. Die wiederum hohen Ergebnisse unserer diesjährigen Erhebung weisen eher auf eine Stabilisierung der starken Position der Master-KAG-Anbieter hin. Diese fühlen sich in den traditionellen, unmittelbar mit einer Master-KAG in Verbindung zu bringenden, Dienstleistungen wie etwa Reporting mehr als zu Hause. In das Auge fällt der wieder als Schwerpunkt gesehene Ausbau und das Vorhalten guten Personals.

Konsequenterweise sollte der Personalbestand also im Ansteigen begriffen sein. Im letzten Jahr gaben 74% der Teilnehmer an, ihr Personal ausgebaut zu haben. Dies erklärt sich auch aus dem Umstand heraus, dass das Master-KAG-Business trotz aller Technik und Automatisierung sehr personalintensiv ist. Der Kontakt zum Kunden muss laufend gepflegt werden. Und natürlich gibt es bei einem so komplexen Sachverhalt wie der Master-KAG bedingt durch die hohe Zahl an Schnittmengen sowie das umfangreiche Reporting eine Reihe von Kundennachfragen, die individuell bearbeitet werden müssen. So verwundert es nicht, dass in unserer aktuellen Studie 90% unserer Teilnehmer über das letzte Jahr den Personalbestand ausgeweitet haben.

„Reporting“ ist meist der Begriff bzw. die Dienstleistung, die als erstes mit einer „Master-KAG“ assoziiert wird. Wie sieht nun die Expertise der Anbieter in diesem Bereich aus? Auf diesem Gebiet haben die Teilnehmer auch noch einmal zugelegt und Investitionen betrieben. Die teilweise sehr umfangreich gefassten Antworten lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Die Master-KAG-Anbieter halten für ihre Kunden zunächst ein standardisiertes Reporting vor. Dieses umfasst die

- Darstellung der Vermögensstruktur,
- Bestands- und Umsatzlisten,
- Übersicht über alle Assetklassen (z.B. bei Aktien nach Ländern und Branchen, bei Renten nach Emittenten, Ratings und Kupons)
- Ertrags-Übersichten (Ertragsdetails, Mittelaufkommen)
- Performance-Übersicht (Wertentwicklung, Fondspreisentwicklung, Attributionsanalyse)
- Länder- und Währungs-Aufteilung
- Risikokennziffern (Tracking Error, Information Ratio im Vergleich zur Benchmark)
- Stress Tests,
- Getätigte Umsätze/Transaktionen.

Das Profil der Qualitätsstandards wird demnach immer höher gezogen. Profiliert sich eine Master-KAG durch eine weitergehende Sonder-Dienstleistung, so kommen die Mitbewerber schnell in Zugzwang. Die Differenzierungsmerkmale entscheiden oft über die Vergabe eines Mandates.

Die Reports werden jeweils auf der Gesamtfondsebene sowie auf dem Level der einzelnen Segmente geliefert. Teilweise werden die Services im Baukastenprinzip angeboten, so etwa von der Deko.

Über das Standard-Reporting hinaus werden individuell angepasste Daten geliefert, u. a. Kennziffern wie Attributionsanalysen oder weitergehende Risikokennziffern wie Value at Risk, ROI, Solvabilitätskennziffern, Duration oder Restlaufzeiten der Rentenpapiere. Auch Ertragshochrechnungen und Listen über Großkredite wegen evtl. Verletzungen der Grenzen, MaH-Risikoberichte und IAS-Reporting halten die Master-KAG-Anbieter zum Teil im Köcher. Die Aufzählungen gehen teilweise über die Anforderungen laut BVI-Formblatt hinaus. Die Berichte werden von einigen Master-KAG-Anbietern sowohl in deutscher wie in englischer Fassung angeboten. Noch nicht alle Anbieter verfügen über ein e-Reporting. Dies war sicher ein Vorteil für diejenigen Master-KAGen, die diesen Service schon frühzeitig ins Feld führen konnten.

Ob die Kunden, also die Anleger, tatsächlich das gesamte Spektrum an Möglichkeiten abrufen oder benötigen, hängt natürlich von deren individueller Situation ab. Der Kunde wünscht zuallererst einen übersichtlichen und „leserlichen“ Report, um über sein Gesamtportfolio einen Überblick zu erhalten. Dabei ist es ihm selbst überlassen, was er als „Standardreporting“ benötigt und was er als Zusatzpaket in Anspruch nehmen möchte.

Dies führt uns zurück zu dem Punkt, innerhalb welcher Fristen das Reporting lieferbar ist.

Im Reportingbereich, dem ja klassischerweise das Attribut für die Master-KAG zukommt, hat sich noch einmal ein kleiner Quantensprung vollzogen. Fast alle Teilnehmer verfügen heute über ein funktionierendes e-Reporting mit täglicher Abrufoption verfügen. Im Vorjahr war es noch jede zweite Adresse. Die seinerzeit ausschließlich angebotenen üblichen Vier-Wochenrhythmen überholen sich immer mehr. Die Teilnehmer gehen auf alle Kundenwünsche in Bezug auf den Lieferzeitraum ein. Flexibilität und Individualität wird angabegemäß bei allen Häusern groß geschrieben. Dass dies so ist, dafür sprechen allerdings auch unsere zuvor gewonnen Erkenntnisse hinsichtlich der Aufrüstung der Systeme und zum Beispiel der über das letzte Jahr vorgenommenen Personalaufbau. Insoweit gilt in fortgesetzter Form auch unsere im letzten Jahr getroffene Aussage.

### IV.3 Strategien der Master-KAGen und künftige Positionierung

In diesem Kapitel wollen wir uns mit der künftigen Aufstellung der Teilnehmer im Markt beschäftigen. Nachdem der Kuchen weiter zu verteilter Masse immer kleiner wird, sollten wir annehmen, dass sich auch die strategischen Überlegungen der Master-KAGen verändern. Die Master-KAGen sollten uns beantworten,

- wo sie im Kundenservice die Herausforderungen sehen,
- wo sie die Investitionsschwerpunkte setzen möchten,
- welche Zielgruppen von primärem Interesse für Ihre Häuser sind und
- wie es darüber hinaus mit dem Mitarbeiterbestand und den Planungen diesbezüglich aussieht?

#### IV.3.a Allgemeine Herausforderungen im Kundenservice

Bei der Betrachtung, welche Dienstleistungen zum Nutzen der Kunden, also der institutionellen Anleger, weiter ausgebaut werden sollen, müssen wir natürlich berücksichtigen, dass einige Master-KAGen bereits über ein stattliches Sortiment verfügen. Insoweit darf es nicht verwundern, dass z.B. nur noch 30% der Teilnehmer den Punkt „Aufbau eines eReportings“ angegeben haben.

Wie wir alle wissen, bedeutet Stillstand Rückschritt. Worin liegen also die Ziele unsere Teilnehmer?

- 60% (Vorjahr: 69%) planen, ihre Dienstleistungspalette für die Kunden auszubauen (z.B. Overlay-Management, Abwicklung Wertpapierleihe),
- 70% (Vorjahr 62%) der Teilnehmer geht es primär um den kurzfristigen Ausbau ihrer Assets unter Management
- Zu 60% (Vorjahr: 54%) gaben die Teilnehmer an, ihre Aktivitäten im Bereich Straight-Through-Processing voranzutreiben bzw. zu optimieren.
- 40% konzentrieren sich auf die Etablierung ihres Brands ,
- Die IFRS-Fähigkeit für die Buchhaltung steht bei 20% (Vorjahr: 46%) der Teilnehmer oben auf der Agenda. In der Regel verfügen die Master-KAGen bereits über die IFRS-Fähigkeit.

Die Ergebnisse zeigen auf, dass sich bestimmte, etablierte Player jetzt sehr stark auf bestimmte Themen fokussieren, weil sie eine Reihe von Aufgaben bereits frühzeitig angepackt haben.

Auf einem anderen Blatt steht, welche Gelder konkret in bestimmte Projekte investiert werden. Alle Teilnehmer gaben ausnahmslos an, in den kommenden Jahren weitere Investitionsmaßnahmen anzugehen. Dabei gaben die Teilnehmer Prozentsätze an, wieviel von 100% sie in den einzelnen zehn vorgegebenen Dienstleistungen zu investieren gedenken. Es wurden hier die durchschnittlichen Prozentsätze ermittelt.

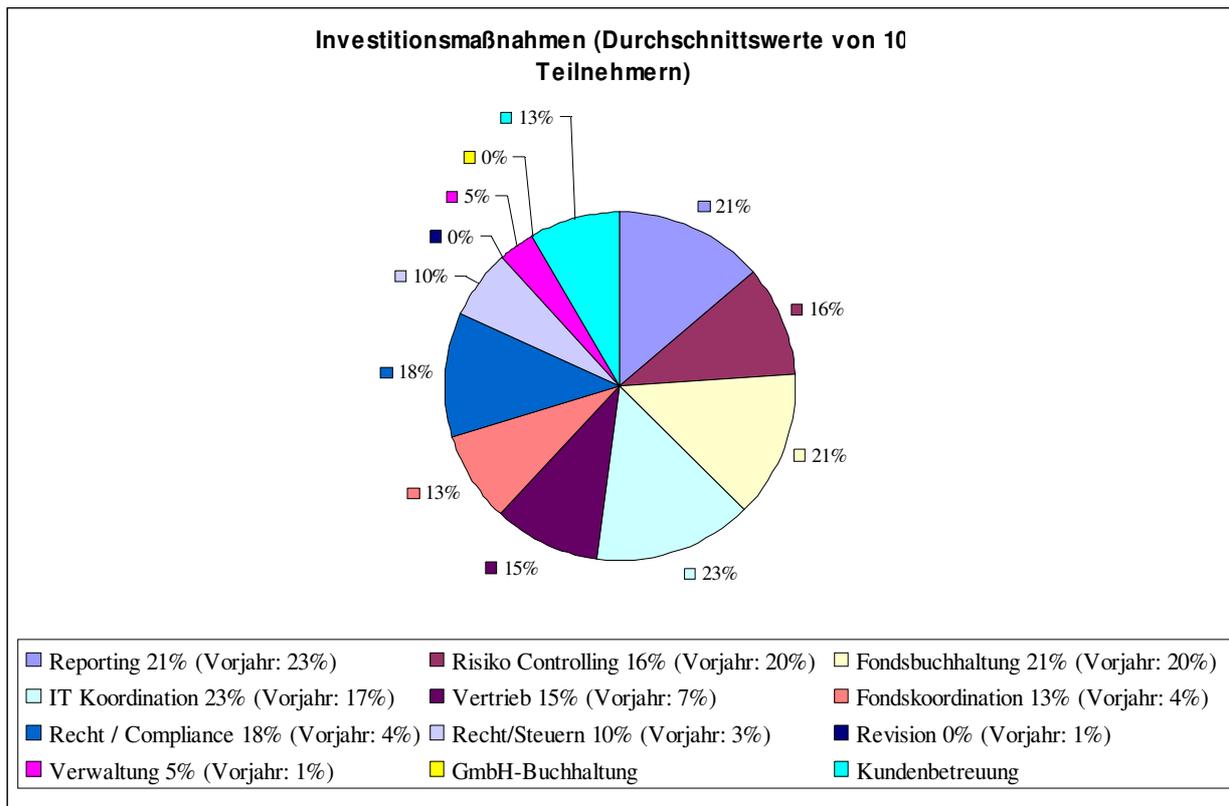


Abbildung: 8 Investitionsmaßnahmen (in % der Teilnehmer)

Diese Durchschnittswerte verdeutlichen sehr schön die Verschiebung der Schwerpunkte seit dem letzten Jahr. Nach wie vor wird größter Wert auf die Reportingsysteme und hier zuvorderst ein gut funktionierendes e-Reportingsystem gelegt. Im Zusammenhang mit dem Reporting steht das Risk Management und Controlling, da institutionelle Anleger einem zunehmenden Druck der Aufsicht unterliegen und hier zuverlässiges Zahlenmaterial vonnöten ist. Von daher spielen einige Gesichtspunkte wie das Reporting und das Risiko Controlling hier und da Hand in Hand. So lassen sich auch die hohen Investitionsplanungen für IT-Koordination und Fondsbuchhaltung erklären. Einen kräftigen Sprung machte der Bereich „Vertrieb“. Auch gute Produkte können nur über gut ausgebildetes Vertriebspersonal vermittelt werden. Aber werden die Master-KAGen den hohen Ansprüchen ihrer Kunden auch derzeit schon mit ausreichenden Personalressourcen gerecht? Mehr Geschäft bedeutet gerade im Master-KAG-Business höhere Mitarbeiterzahlen. Bei der Master-KAG lässt sich diese Formel ganz einfach anhand des enorm gewachsenen Bestandes an gutem Personal über das letzte Jahr feststellen. Im Schnitt sind 100 Mitarbeiter (nach 60 Mitarbeiter im Vorjahr) in jeder Gesellschaft mit dem Thema Master-KAG befasst. Mit einer Ausnahme haben alle Teilnehmer angegeben, dass sie mehr Personal über das letzte Jahr neu eingestellt haben. Diese Aussage passt also genau in das hier reflektierte Bild vom mitarbeitergetragenen, weil sehr betreuungsintensiven, Master-KAG-Business. Eine vollends realistische Vorstellung über die Personalstärke zu erhalten, ist jedoch nicht ganz einfach. Aus den Antworten der verschiedenen Teilnehmer war zu entnehmen, dass bedingt durch die unterschiedlichen Strukturen der Master-KAG-Anbieter eine klare Zuordnung von Mitarbeitern nicht immer eindeutig vorgenommen werden kann. Dies gilt insbesondere für die Anbieter, die das Master-KAG-Geschäft in der eigenen KAG integriert haben mit der Folge, dass Mitarbeiter einmal eher der Fondsgesellschaft zugeordnet werden und ein anderes Mal eher dem Sektor Master-KAG. Fest steht, dass im Schnitt neue Mitarbeiter im vorderen zweistelligen Bereich als neue Kräfte in den letzten 12 Monaten rekrutiert wurden. Und dieser Trend wird anhalten. Auch kurz- wie mittelfristig planen die Master-KAGen einen weiteren Ausbau ihrer Personalbestände um bis zu 40 Mitarbeiter. Sechs der 10 Teilnehmer werden kurzfristig tätig werden. Die anderen Teilnehmer wollen dies in den nächsten zwei bis vier Jahren tun.

### IV.3.b Strategische Überlegungen zur Kundenakquisition

Der Master-KAG-Markt befindet sich mitten im Verteilungskampf. Diejenigen Anbieter, die diesen Geschäftszweig konsequent ausgebaut haben, wollen nun über Skaleneffekte auch die Früchte ihrer Arbeit ernten. Wenn auch über die Hälfte des Marktes bereits vergeben ist, so bleibt doch noch ein beträchtliches Potential im Bereich mittelgroßer institutioneller Anleger. Nicht vergessen dürfen wir auch das noch schwer greifbare Business, das im Bereich der Eigenanlagen der Anleger schlummert. Umso besser für die Master-KAG-Anbieter, die nach wie vor dabei sind. Denn das eher margenenge Geschäft rentiert nur ab gewissen Mindest-Assets. Andererseits ist immer öfter zu vernehmen, dass auch vernünftige Gebührensätze durchsetzbar sind. Auch bei anfangs supereng gepreisten Mandaten konnten oftmals durch Nachverhandlungen Anpassungen nach oben vorgenommen werden. Und so hört man von den Teilnehmern, dass nicht mehr jedes Mandat um des Mandats willen angenommen wird, wenn die Basispunkte am Ende nicht auskömmlich sind. Offenbar professionalisiert sich der Markt im richtigen Sinne. Unter dem Strich sind natürlich alle Player im Master-KAG-Markt daran interessiert, ihr Volumen weiter auszubauen. Welche Überlegungen stellen die Verantwortlichen der Master-KAGen nun an, um die Kundenbindung zu festigen oder auch auszubauen? Konkret fragten wir nach, ob sich die Master-KAGen von ihrem Dienstleistungsangebot Vorteile bei der Gewinnung von neuen Kunden versprechen. Dabei haben wir danach differenziert, ob dies

- das Core Business Master-KAG betrifft oder
- sich auch auf mögliche neue Kundenkontakte im klassischen Asset Management bezieht.

Die Euphorie der Master-KAGen kennt hier auf beiden Seiten praktisch keine Grenzen. 90% der Teilnehmer waren sich darin einig, dass sie sich im angestammten Geschäft der Master-KAG durch das Vorhalten dieses Angebots aus der KAG heraus, aber auch dem Konzernverbundgedanken heraus, Neugeschäft versprechen können. Im letzten Jahr lag die Quote bei beiden Fragen noch etwas niedriger. Dies zeigt noch einmal, dass die Master-KAGen nicht zuletzt durch die Offenheit der Investoren, auch mehrere Dienstleistungen in Anspruch zu nehmen, ein über die Jahre verändertes Grundbewusstsein entwickelt haben. Sie sind als Allround-Anbieter unterwegs und nutzen die Vorteile, indem sie die gesamte Produktpalette auch offensiv spielen. Jetzt darf darüber auch laut nachgedacht und gesprochen werden, was vor einem oder zwei Jahren eher hinter vorgehaltener Hand verdeckt leise gesagt wurde. Vornehme Zurückhaltung ist danach nicht mehr angesagt.

Konkret sprechen wir an dieser Stelle auch über Cross Selling-Potentiale. Im Grunde genommen geht es nach wie vor um das Dauerthema, inwieweit man Vertreter der eher puristischen Ausrichtung ist, wonach die Master-KAG eine in sich geschlossene Veranstaltung mit einem klaren administrativen Dienstauftrag sein soll, oder ob man die Verbindung zum Fondsmanagement wohlwollend hinnimmt.

Insbesondere die Vertreter aus dem Sparkassenlager vertreten die Ansicht, dass die Master-KAG von den anderen Dienstleistungen wie dem Fondsmanagement getrennt werden sollte. Anders die übrigen Teilnehmer, die eine Art „Overlay-Management-Prinzip“ bevorzugen. Sie trennen gedanklich natürlich auch die Verwaltung vom eigentlichen Fondsmanagement; sie betrachten in einer Art Stufenmodell aber das Fondsmanagement als ein der Administration untergeordnetes Produkt, das in diese zentrale Steuerungseinheit eingebunden ist. Hierfür sprechen aus Sicht dieser Vertreter auch einige gute Gründe. Als Argument hierfür wird unter anderem vorgebracht, dass man sich als „auch aktiver Manager“ viel besser in die Situation des Investors hineinversetzen könne und so auch einen effizienteren Dienst leisten könne. Dieser Gedanke der umfassenden Beratung und ganzheitlichen Kundenbetreuung wird auch wiederbelebt bei unserer Frage, ob denn die Master-KAG-Anbieter eine zunehmende Überschneidung mit den Dienstleistungen eines Consultants sehen. Dies bejahten achtzig Prozent der teilnehmenden Master-KAGen.

Die Zielgruppen für Master-KAGen lassen sich nach verschiedenen Mustern definieren. Oftmals bedient man sich der klassischen Zuordnung nach Sektoren, also z. B. Banken, Versicherer, Altersversorgungseinrichtungen, Stiftungen, Corporates u. s. w. Bei den Master-KAGen greift man wegen der Frage der Skaleneffekte gerne auf die Größenordnungen der Investoren zurück, gemessen nach Assets under Management (AuM). Wir wollten wissen, wo die Teilnehmer ihr Kundenpotential sehen. Die folgenden Kundengruppen auf Anlegerseite waren vorgegeben. Es konnten mehrere Alternativen angegeben werden.

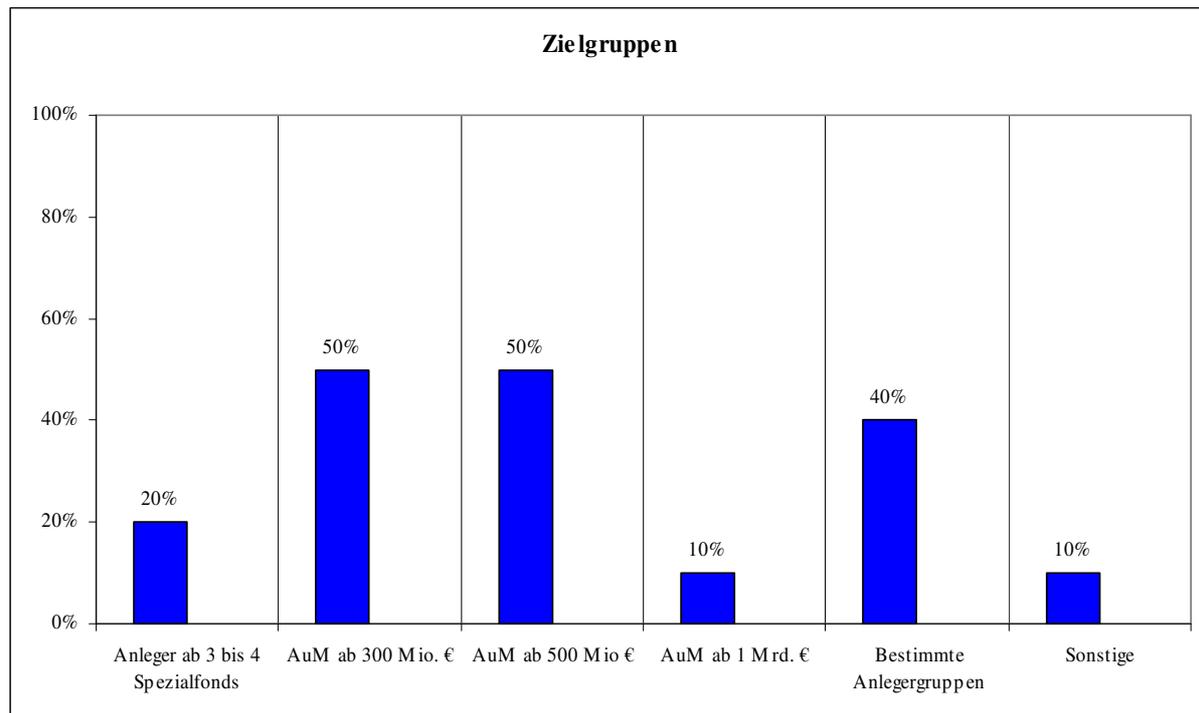


Abbildung 9: Zielkundengruppen der Master-KAGen (Anzahl der Antworten – von 13 Teilnehmern)

Investoren mit AuM ab 300 Mio. € Mindestvolumen passen sicher ideal in ein Master-KAG-Mandat. Es gibt aber auch Master-KAG-Anbieter, die Volumina darunter akzeptieren; dies nicht zuletzt deshalb, da der Markt mit den großvolumigen Adressen zum Teil bereits vergeben ist. Weniger willkommen scheinen die ganz großen institutionellen Adressen ab 1 Mrd. €. Das Problem liegt meist in den hohen Ansprüchen dieser Klientel und dem Umstand, dass dieser Mehraufwand nicht entsprechend vergütet wird. Sehr umfassende Mandate bringen meist auch einen erhöhten Abstimmungsaufwand (z. B. mit Depotbanken in Übersee) mit sich. Solche Master-KAG-Aufträge gehen meist an größere Master-KAG-Anbieter, die bereits gut im Markt gesattelt sind und über entsprechende Erfahrung verfügen.

Soweit eine Mindestanzahl an in den Masterfonds zu integrierenden Spezialfonds angegeben wurden, wurden zwischen zwei und drei (Vorjahr: zwischen drei und vier) Fondsmandaten genannt. Darüber hinaus fokussieren einige Master-KAGen bestimmte Anlegergruppen, die für eine Akquisition in Betracht kommen. Zu nennen sind hier die oben bereits aufgeführten Banken sowie Sparkassen, Versicherer, Versorgungseinrichtungen oder Corporates. Explizit hingewiesen wurden unter „Sonstige“ auch auf die CTA´s, also Contractual Trust Arrangements. Diese sind zwar genau genommen bei der Altersvorsorge einzuordnen. Aber diese CTA´s sind eigenständige Einrichtungen, die natürlich beim Asset Funding in aller Regel auf Asset Manager zurückgreifen und so auch als separate Anlegergruppe gesehen werden können.

Outsourcing ist nicht nur bei den klassischen Fondsgesellschaften ein Thema. Deshalb beschäftigen wir uns mit der abschließenden Frage in diesem Kapitel auch bei der Master-KAG mit der Outsourcing-Problematik. Im Zuge des Aufbrechens der Wertschöpfungskette müssen sich alle Dienstleister, also auch die Master-KAG darüber Gedanken machen, welche Aufgaben sie vernünftigerweise effizient als eigenes Core ansieht und was besser und kostengünstiger an einen Dritten vergeben werden kann. Wir haben verschiedene Bereiche definiert und vorgegeben, von denen wir der Überzeugung waren, dass diese Themen für eine Verlagerung nach außen sein können. Welche Service-Bereiche sind Master-KAGen bereit an dritte Provider weiterzugeben?

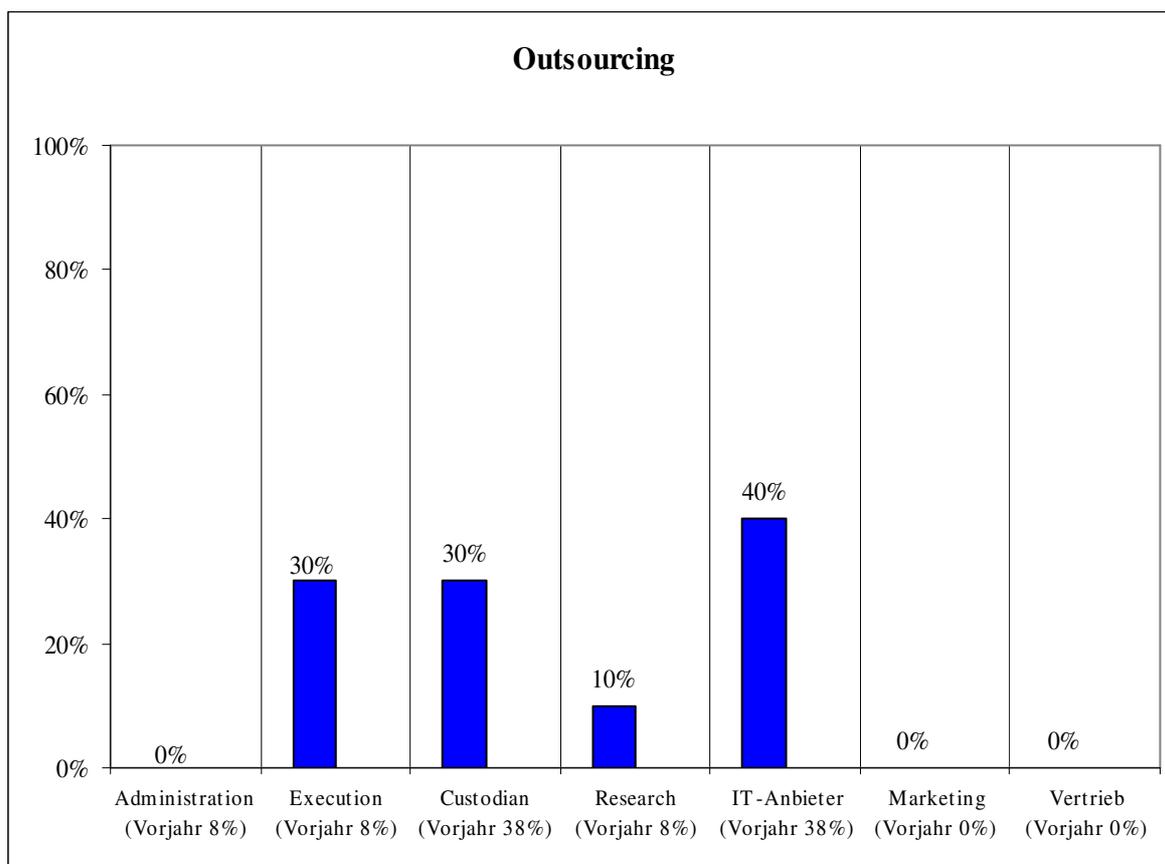


Abbildung 10: Outsourcing von Servicebereichen (in % der Teilnehmer)

Outsourcing von Dienstleistungen nimmt im Vergleich zum Vorjahr weiter rapide ab. Ausnahmen bilden der IT-Sektor sowie die Custodian-Funktionen, die man sauber vom Umfeld des eigenen Hauses getrennt wissen möchte. Im Übrigen verlassen sich die Master-KAGen auf ihre hauseigene Expertise. Vier unserer Teilnehmer schlossen denn auch das Outsourcing von Funktionen an Dritte kategorisch aus.

## V Administration und Infrastruktur

### V.1 Infrastruktur

Der BVI hat sich als zentraler Interessenverband der Branche schon vor Jahren zur Aufgabe gemacht, bestimmte Systemabwicklungsstandards zu forcieren. Dies liegt natürlich im vornehmsten Interesse aller Master-KAGen und damit ihrer Kunden. Mit einer Ausnahme wünschen sich so auch die Teilnehmer unserer Studie, dass der BVI dieses Projekt aktiv gemeinsam mit den Beteiligten der Branche vorantreibt. Zu diesem Themenkomplex gehören eine effiziente Schnittstellenverwaltung und die Systemanbindung. Seit Bestehen der Master-KAGen haben sich naturgemäß bestimmte Standards herausgebildet. Dies liegt nicht zuletzt im Interesse der Kunden, die mittelbar von einer gut funktionierenden Verwaltung auch über bessere Konditionen profitieren. Letztlich kann eine Master-KAG immer nur so gut sein wie ihre Handelspartner bzw. deren Funktionalitäten.

Da eine effiziente Schnittstellenverwaltung und die damit zusammenhängende IT-Landschaft einen ganz wesentlichen Baustein für eine Optimierung der Skalierbarkeit darstellen, fragten wir hier bei den Teilnehmern nach.

Konkret stellten wir die Frage, ob die IT-Infrastruktur eine effiziente Bedienung der Schnittstellen zu den jeweiligen Zulieferern wie den Anlegern, den Asset Managern/Advisern, Depotbanken/Custodians oder auch

Providern von Daten-, Kurs- und Börsendaten zulässt. Neun der zehn Anbieter bejahten diese Frage uneingeschränkt; eine Adresse gab „nicht vollständig“ an. Letztere Angabe machten in unserer Vorjahresstudie noch 30% der Teilnehmer. Zusätzlich wollten wir wissen, inwieweit Front-, Middle- und Back Office im Sinne einer ganzheitlichen Front-/End-Lösung miteinander vernetzt sind. Hierzu fühlen sich alle Anbieter in der Lage.

Die meisten Teilnehmer machten deutlich, dass sie die Automatisierung ständig vorantreiben und weiterentwickeln. Insoweit sehen es die Teilnehmer schon im eigenen Interesse auch als ihre Aufgabe an, die externen Unternehmen von einer Automatisierung zu überzeugen, falls entsprechende Systeme noch nicht vorgehalten werden. Soweit Standards noch nicht eindeutig definiert sind, werden die entsprechenden Regelungen in den sog. Service Level Agreements auf vertraglicher Basis festgehalten. Infrastrukturell betroffen sind von der Schnittstellenverwaltung insbesondere ein Datawarehouse als Nukleus der Datenverwaltung, Datenauswertungen, Risikocontrolling und das Fondsbuchhaltungssystem (Back Office) sowie das Front Office System mit dem Portfoliomanagement, Order Management, Compliance sowie Trading. Moderne Systeme integrieren heute auch strukturierte Produkte wie SWAPS und ABS und können auch Themen wie die Wertpapierleihe administrativ abdecken.

„Straight-Through-Processing“ oder kurz „STP“ ist einer der meistverwendeten Begriffe in der Master-KAG-Branche. STP steht stellvertretend für einen hohen Automatisierungsgrad und damit Professionalität des Anbieters. Alle Adressen, die an unserer Studie teilgenommen haben, machten ausnahmslos die Angabe, dass der Automatisierungsgrad ihrer Prozessketten als ein echtes STP bezeichnet werden kann. Bei einem vollständigen STP werden alle Daten voll automatisiert in die definierten Schnittstellen transportiert, weiterverarbeitet und versandt. Integrierender Bestandteil eines derartigen STP ist u. a. das Datawarehouse. Hierzu gehört auch eine laufende Versorgung der Kurs- und Indexdatenbanken durch entsprechende Gesellschaften wie Reuters, Bloomberg oder andere. Im Sinne des Qualitätsmanagements und des Risk Controllings müssen auch Abgleichverfahren des Datenmaterials im Datawarehouse und im Front Office System geregelt sein. Ein effizientes STP hängt immer von der Professionalität des Gegenübers, also des externen Partners wie des Asset Managers oder der Depotbank ab. Soweit bei den externen Partnern noch kein Automatisierungsgrad in dieser Vollständigkeit eingetreten ist, müssen Vorgänge auch manuell z. B. per Fax gelöst werden. Dies führt zu Zeit- und Kostenaufwand. Dann sind konkret vor allem Aufgaben wie die Erfassung der Orders und Ausgangsdaten, der Abgleich mit dem Brokerhaus oder die Kommunikation mit der Depotbank mit händischem Aufwand verbunden.

Der Weg zu einer Vollautomatisierung wird durch Abwicklungsstandards erleichtert. Die Entwicklungen sind rasant und so griffen wir die Frage wieder auf und wollten wissen, welches System sich voraussichtlich durchsetzen wird.

Alle Teilnehmer vertreten die Meinung, dass SWIFT den Standard als Kommunikations- und Abwicklungsmedium bildet. Das System FIX wird insbesondere im Front- und Middle Office-Bereich von 70% unserer Teilnehmer als echte Alternative angesehen. Vereinzelt wurde auch auf die Systeme Funds XML und Oasys hingewiesen.

## **V.2 Buchhaltung und Rechnungslegung**

Internationale Rechnungslegungsvorschriften gehören heute zu den Anforderungen gegenüber Spezialfondskunden wie Firmen bzw. Corporates. Für rechnungslegungspflichtige institutionelle Anleger ist danach die Fähigkeit der Master-KAG zum Reporting gemäß den International Accounting Standards (IAS) bzw. den IFRS (International Financial Reporting Standards) ein entscheidendes Kriterium bei der Auswahl der Master-KAG. Mit einer Ausnahme bestätigten unsere Teilnehmer, dass die Fähigkeit zur Lieferung aller Daten auf diesem internationalen Standards uneingeschränkt gegeben sei. Auf Grundlage des eReportings sind die Anbieter heute in der Lage, alle Abschlüsse nach IFRS, US GAAP und HGB zu erstellen und kundengerecht zu maßgeschneiderten Reports zu verdichten.

Die technischen Ressourcen bilden das Handwerkszeug der Master-KAGen. Sechs Kriterien wurden hinterfragt. Hier die Ergebnisse:

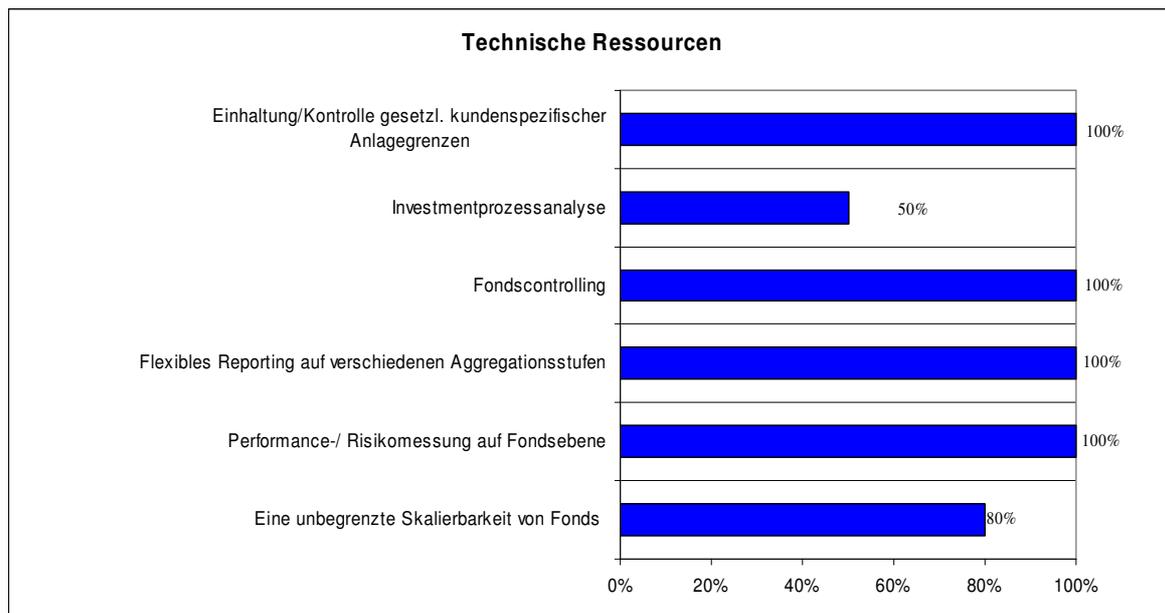


Abbildung 11: Technische Ressourcen (in % der Teilnehmer)

„Investmentprozessanalyse“ wird insbesondere von den „reinen“ Anbietern von Master-KAG-Dienstleistungen nicht als deren Core-Geschäft bewertet und mangels Relevanz den Gesellschaften überlassen, die das Fondsmangement selbst anbieten. Die beiden Lager stehen sich gleichwertig gegenüber. Zwei Teilnehmer räumten ein, eine „unbegrenzte Skalierbarkeit“ nicht vorhalten zu können. Die gesamte Abwicklung von Spezialfondsmandaten inklusive der zentralen Steuerung, Betreuung bis hin zur Integration etwa der Eigenanlagen ist Kerngeschäft der Master-KAG. Im Vorfeld muss eine Master-KAG aber häufig auch Aufgaben bewältigen, die beratender Natur sind. Dazu gehört etwa ein entsprechendes Know-how in der Übertragung der Mandate und die damit einhergehenden zu lösenden steuerlichen Konsequenzen. Dies bezeichnen wir als „Transition Management“. Gemeint ist also das Begleiten des Kunden in der Auflegungsphase eines Master-Fonds. Können dies die Gesellschaften alle auch vom Know-how her anbieten?

In der Vorjahresstudie gaben über 80% der Teilnehmer an, über diese Expertise zu verfügen. In unserer aktuellen Befragung bejahten dies alle Master-KAGen. Die steuerliche Begleitung des Kunden wird heutzutage sicher als eine wichtige Voraussetzung angesehen, um in der Vorphase der Auflegung eines Master-Fonds nicht aus dem Rennen herauszufallen.

### V.3 Brokerage und Investment Controlling

Die Broker sind natürlich ein wesentliches Glied in der Prozesskette. Welche Ansprüche stellen die Master-KAGen von daher an die Qualität für die Zusammenarbeit mit ihren Brokern?

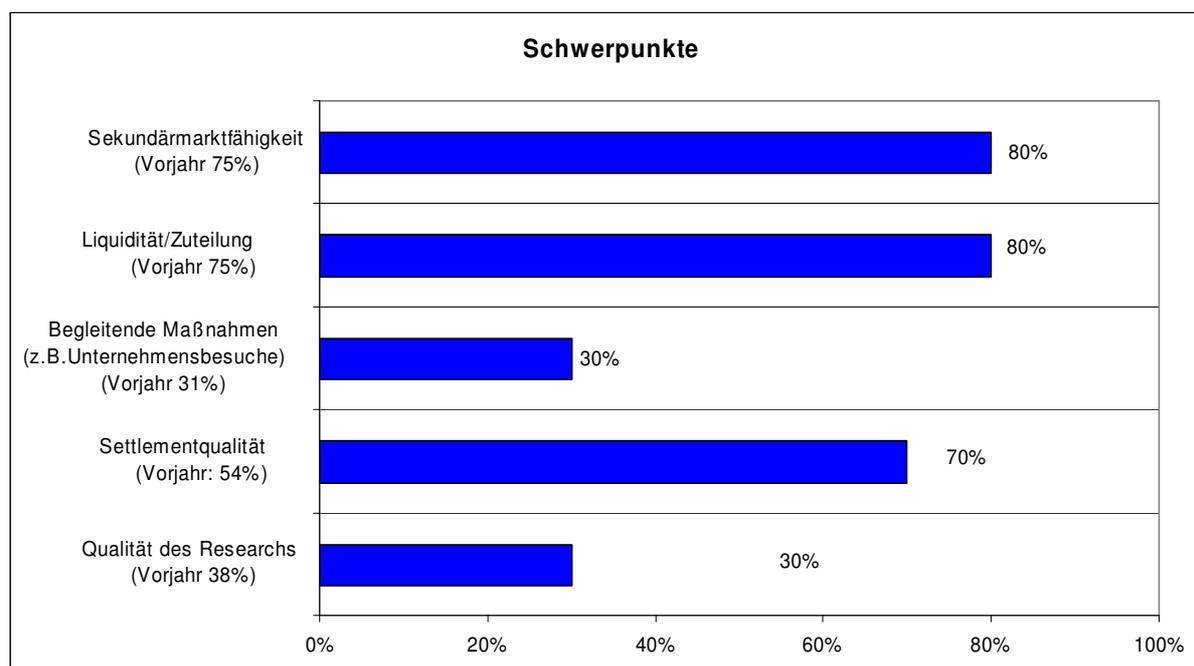


Abbildung 12: Schwerpunkte der Zusammenarbeit mit Brokern (in % der Teilnehmer)

Die „Auswahl des besten Brokers“ spielt gerade bei Master-KAGen bei den Advisory-Mandaten eine große Rolle. Zunächst halten die Master-KAGen Ausschau nach dem für die verschiedenen Assetklassen besten Broker. Broker haben sich teilweise auf bestimmte Assetklassen spezialisiert. So gibt es eine Short List für den Aktienbereich, für den Bereich Renten, Emerging Markets etc. Dabei geht es um die konkreten Trades und über welchen Broker der Short-List diese abgewickelt werden sollen. Hier beginnt der Wettbewerb auf der operativen Ebene. Üblicherweise werden sog. Brokerlisten für jedes Mandat geführt. Selbstverständlich sprechen die Expertise und die Erfahrung eines Brokers für oder gegen ihn. Es gibt weltweit agierende Manager, die mit sehr vielen Brokern zusammenarbeiten. Um eine nachhaltig effiziente Kontrolle über den Brokermarkt zu behalten, werden bei vielen Managern oder wie in unserem Falle bei der Master-KAG Personen zur ständigen Überwachung eingesetzt. Vor dem laufenden Screening muss der Broker oftmals erst eine Art Due Diligence durchlaufen. Danach wird er von Fondsmanagern etc. auf seine Zuverlässigkeit hin bewertet. Bei Defiziten kann es schnell zur Auswechslung kommen. Von überragender Bedeutung und leicht messbar ist allerdings die Preisstellung selbst. Die Master-KAGen gehen dabei schon im ureigensten Interesse ihrer Kunden vom „Best Execution“ Ansatz aus.

Das Vorhalten eines eigenen, zentralen Execution Desk gehört heute zum Standard. Alle Teilnehmer verfügen über ein Execution Desk. Natürlich sind noch Unterschiede erkennbar, wie viele Trader am Desk sitzen oder für welche Assetklassen sie handeln können. Vergleicht man die Situation mit der vor drei Jahren, so hat sich auch auf diesem Feld einiges nach vorne bewegt. Soweit nach dem Outsourcing-Modell verfahren wird, handelt andererseits der externe Manager selbst, so dass keine Notwendigkeit für ein Execution Desk im eigenen Haus besteht.

Zuletzt befragten wir die Teilnehmer nach ihrer Einstellung zum und den Umgang mit dem Thema Risiko Management. Risiko Management ist zu einen der wichtigsten Parameter für jeden Investor geworden. Und diesem Gebot müssen natürlich auch alle Master-KAGen folgen. Risiko Management ist demnach ein übergreifendes Thema entlang der Wertschöpfungskette. Zu einem effizienten Risiko Management gehören die Identifikation, die Analyse, das Reporting, das Management sowie das Monitoring von Risiken.

Risiko muss dabei aus verschiedenen Blickwinkeln betrachtet werden. Auf Fondsebene ist die exakte Einhaltung aller gesetzlichen und vertraglichen, vom Kunden vorgegebenen, Restriktionen als pre-trade- bzw. post-trade-Check zu beachten. Bei Advisory-Mandaten ist die Master-KAG verpflichtet, mit Hilfe eines Pre-Trade-Systems

einen Verstoß gegen Limite zu verhindern. Beim echten Outsourcing des Fondsmanagements an einen anderen Asset Manager muss die Master-KAG im Nachhinein direkt bei dem Manager intervenieren, der den Trade veranlasst und vollzogen hat. Die Grenzprüfung wird bei den Master-KAGen in aller Regel auf Hauptfonds- wie auf Segmentfonds-Ebene gewährleistet. Die Master-KAGen erlegen ihren Mitarbeitern im Falle der Erkennung von Grenzverstößen enge Verhaltensregeln auf, um die Verstöße so schnell wie möglich zu beheben. Dazu gehören auch klare schriftliche Anweisungen und Verhaltensregeln, die die Mitarbeiter durch ihre Unterschrift bestätigen müssen. Im Normalfall ist der zuständige Geschäftsführer der Master-KAG sofort über derartige Vorkommnisse in Kenntnis zu setzen. Oftmals sind auch ein Risk Committee bzw. der Compliance Officer involviert. Zum Standard gehören heute auch die regelmäßige Performancemessung und auch Attributionsanalysen, um den Einklang des Portfolios mit den Vorgaben zu überprüfen. Das Gleiche gilt für Stress Tests zur Überprüfung der Auswirkungen von z.B. Overnight Risks. Teilweise bedienen sich die Master-KAGen etablierter Kontrollmeßsysteme (z.B. MIG 21), teilweise werden diese aber auch unternehmensbezogen im Sinne von Ampel-Modellen eingesetzt. Bei allen Teilnehmern genießt „Risiko Management“ auch aufgrund der über die letzten Jahre gestiegenen Sensibilität und der erhöhten aufsichtsrechtlichen Erfordernisse allerhöchste Priorität.

Neben diesen Performance Risks, also die Beobachtung der Einhaltung der gesetzlichen oder vertraglichen Restriktionen, umfasst Risiko Management heute auch den gesamten operationalen Sektor. Diese möglichen Fehlerquellen werden im Rahmen von Master-KAG – Ratings genau untersucht und auf denkbare negative Auswirkungen für den Endkunden hin analysiert.

## VI Ausblick und Zusammenfassung

Die Master-KAGen nach heutigem Strickmuster sind hochprofessionelle Anbieter umfassender Dienstleistungen und Produkte. Teils aktiv vorangetrieben, teilweise durch Gesetz und Aufsicht zwangsweise verordnet, sind die Master-KAGen zu Full-Service-Providern mutiert. Stillstand bedeutet Rückschritt. Wo aber geht die Reise weiter hin? Wo sehen die Master-KAGen die Handlungsschwerpunkte „im Markt“ und „für das eigene Haus?“

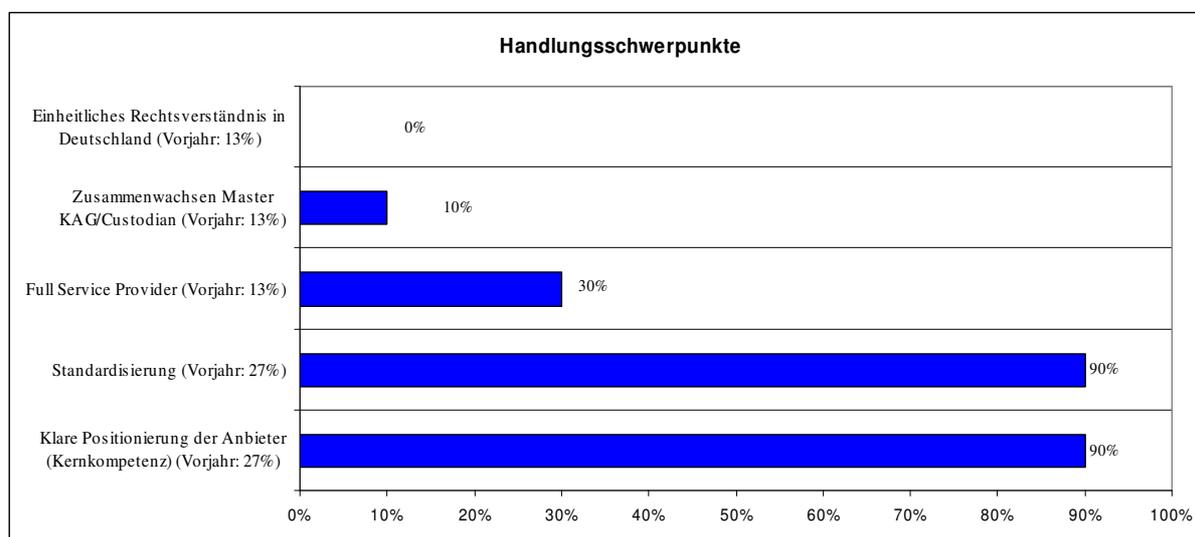


Abbildung 13: Handlungsschwerpunkte im Markt (in % der Teilnehmer)

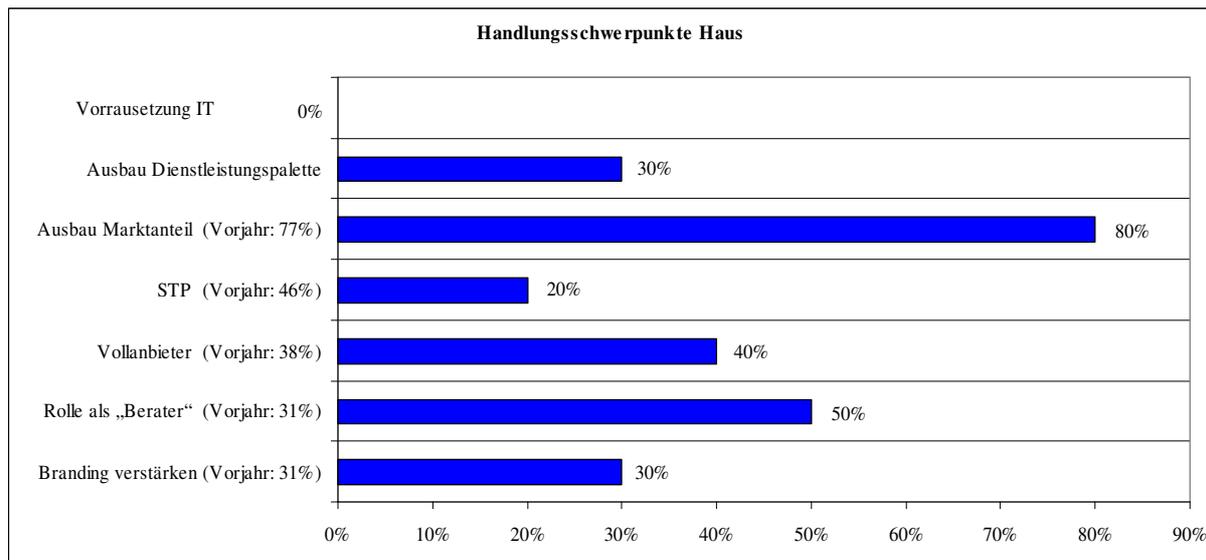


Abbildung 14: Handlungsschwerpunkte für das eigene Haus (in % der Teilnehmer)

Schauen wir uns den Vergleich zum letzten Jahr an, so haben sich doch einige Themenbereiche geändert. Die großen Themen, die im Markt gespielt werden, sind das Vorantreiben der „Standardisierung“ der Systeme hin zur reibungslosen Vollautomatisierung aller Abwicklungsprozesse sowie eine „klare Positionierung“ zu finden. Beziehen wir letzteren Punkt auf das Gesamtbild des Master-KAG-Marktes, so kann man nur sagen: well done. Denn der Master-KAG-Markt verfügt über eine insgesamt sehr gute Reputation. Das liegt zum einen daran, dass die Anleger immer mehr auf die Zulieferung wichtiger Daten wie Stress Tests durch ihre Master-KAG angewiesen sind; zum anderen eröffnen Master-KAGen aber auch erst vielen ausländischen Asset Managern den Zugang zum deutschen Markt und sorgen damit dafür, dass sich der Wettbewerb um die besten Manager in den letzten Jahren stark internationalisiert hat.

Was die Herausforderungen an das „eigene Haus“ betrifft, so liegen die Schwerpunkte offenbar darin, sich als „Vollanbieter“ und „Berater“ zu profilieren. Das Beratungs-Business, vor zwei Jahren den Master-KAGen noch eher fremd, bildet eine vertrauensfördernde Brücke und Beziehung zum Kunden. Und so hat sich fast unbemerkt die Master-KAG von einem Nischenanbieter zu einem Vollanbieter weiterentwickelt.

Die Master-KAGen haben dieses neue Rollenverständnis sehr schnell adaptiert und werden weiter daran arbeiten. Und dies mit gutem Grund, wie wir anhand der noch schlummernden Marktpotentiale gesehen haben. Ein Drittel des Marktes alleine im Spezialfondsbereich liegt den Master-KAGen nach wie vor zu Füßen. Dazu kommen die Eigenmittel der institutionellen Anleger. Ob dabei Platz für alle Anbieter sein wird, muss der Markt regeln. Aller Voraussicht nach werden sich die großen Player den Markt auch in der künftigen Phase unter sich aufteilen. Die institutionellen Anleger nehmen das Produkt Master-KAG jedenfalls positiv auf und signalisieren Wachstumsraten. Nach einem im Rahmen dieser Studie festgestellten weiteren „Zwischenspur“ an neuen Master-KAG-Mandaten innerhalb des letzten Jahres dürfen wir uns auf eine weiterhin spannende Zeit freuen. Was die Stärkung des Brands angeht, so zeigen sich alle Master-KAGen gewappnet. Die entscheidenden Maßnahmen reichen von

- verstärkter Öffentlichkeitsarbeit in der Presse (8 der 10 Teilnehmer)
- Teilnahme an Studien (10 Teilnehmer)
- Pflegen eines engeren Kontaktes zu Consultants bis zur Durchführung von Ratings (8 Teilnehmer)
- die Teilnahme an Messen und Konferenzen (6 Teilnehmer),
- Entwicklung spezieller Imagebroschüren (7 Teilnehmer).
- Erhöhung der Mitarbeiterzahl im Bereich Vertrieb/Betreuung (8 Teilnehmer) sowie
- Durchführung von Master-KAG – Ratings mit 6 Teilnehmern.

Dass Imagebildung vonnöten werden kann, zeigt das Ergebnis unserer letzten Frage an die Investoren: „Wann würden Sie konkret über einen Wechsel ihrer Master-KAG nachdenken?“

Hier das Resultat:

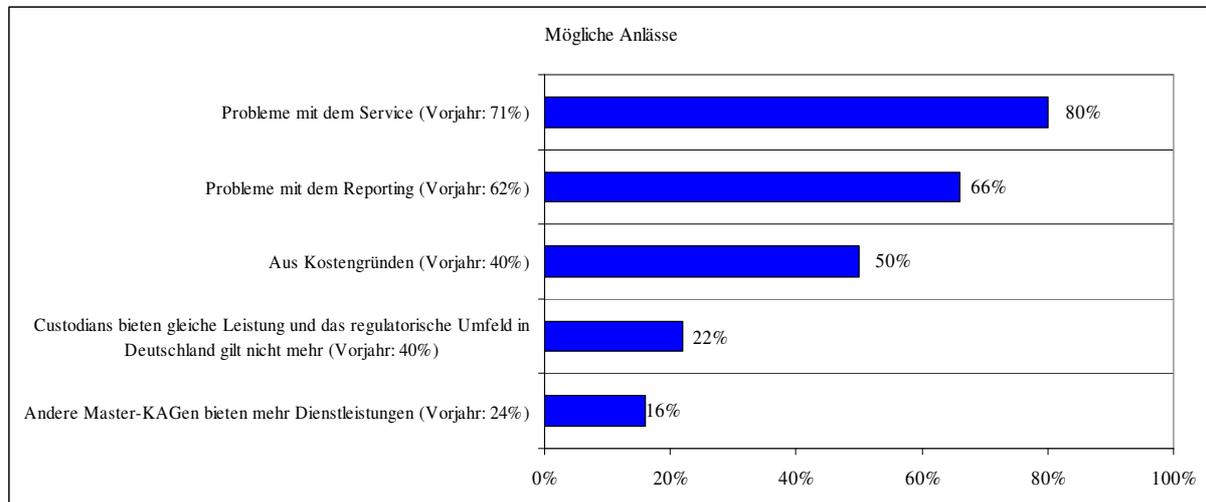


Abbildung 15: Mögliche Anlässe zum Wechsel der Master-KAG

Wechselbereitschaft besteht also für die Zukunft. Dies gilt insbesondere dann, wenn Probleme mit den Services (Reporting) auftreten. Die unverkennbare Dynamik in diesem Markt erhöht den Druck auf die Anbieter. Die vorliegende Studie soll wie immer eine Momentaufnahme darstellen. Schauen wir die Jahre zuvor noch eher in die berühmte Glaskugel, um die weiteren Entwicklungen dieses spannenden Marktes zu eruieren, so sehen wir jetzt schon sehr viel klarer. Wir hoffen, dass die Studie Ihnen einen guten und möglicherweise auch nutzbaren Informationswert geliefert hat.

Die in dieser Studie geschilderten Veränderungen in der Dienstleistungspalette der Master-KAGen lassen sich vielleicht mit dem schönen Sprichwort umschreiben:

***„Wenn wir wollen, dass alles so bleibt wie es ist, müssen wir zulassen, dass sich alles verändert.“***

Allen Anbietern wünschen wir viel Erfolg.

Ihnen und den teilnehmenden institutionellen Investoren sowie Asset Managern gebührt noch einmal unser ganz besonderer Dank!

**TELOS GmbH**  
Abraham-Lincoln-Straße 7  
65189 Wiesbaden  
Tel.: 0611 / 9742-100  
Fax: 0611 / 9742-200