

Master-KAG im Blickfeld – ein erfolgreicher deutscher Sonderweg

Seit Ende der neunziger Jahre hat sich in Deutschland ein verstärkter Trend zu so genannten Master-KAGen (auch: Masterfonds) entwickelt. Während große institutionelle Anleger traditionell (etwa bis Anfang/Mitte der neunziger Jahre) verschiedene Spezialfonds bei unterschiedlichen KAGen unterhielten, für die in der Regel die Mutterbanken der KAGen als Depotbanken agierten, setzte zunächst eine Bewegung hin zu so genannten Global Custodians ein, das heißt die Zusammenführung der Depotbankfunktionen bei einer einzigen Depotbank, allerdings unter Beibehaltung der Vielzahl von Spezialfonds bei unterschiedlichen KAGen.

Vereinheitlichung von Reporting und Administration

Hintergrund war der Wunsch der Anleger nach Vereinheitlichung des Reportings und der Administration. Außerdem versprach man sich von einer nicht mit der KAG verbundenen Bank eine unabhängiger Wahrnehmung der gesetzlich normierten Kontrollpflichten der Depotbank. Der logische nächste Schritt in dieser Entwicklung, die seit einigen Jahren immer schneller verläuft, ist die so genannte Master-KAG beziehungsweise der Masterfonds. Dabei werden alle Fonds, die bislang von verschiedenen KAGen verwaltet wurden, bei einer Master-KAG zusammengefasst (seit das neue InvG die Verschmelzung von Fonds erlaubt, ist dies auch ohne Aufdeckung der in den alten Fonds angesammelten stillen Reserven möglich). Gemeinsam mit dem Global Custodian gewährleistet die Master-KAG einheitliche Arbeitsabläufe, standardisiertes, an den Anlegerbedürfnissen ausgerichtetes Reporting sowie die steuerbilanzielle Glättung von Gewinnen und Verlusten über alle einbezogenen Vermögensanlagen hinweg.

Die weiterhin gewünschte Diversifikation hinsichtlich des Fondsmanagements wird erreicht, indem der Fonds schattenbuchhalterisch in verschiedene Segmente unterteilt wird, deren Disposition man an unterschiedliche KAGen oder Asset-Management-Gesellschaften vergibt. Dies geschieht entweder im Wege eines Anlageberatungsmandats – der dritte Manager berät die Master-KAG – oder durch Auslagerung des Fondsmanagements für das betreffende Segment, wobei sich der Trend zu letzterer Lösung seit In-Kraft-

Treten des InvG mit der gesetzlichen Regelung der Auslagerung in § 16 InvG verstärkt.

Master-KAG aus Sicht des Anlegers

Neben der bereits erwähnten, aus Anlegersicht wünschenswerten Vereinheitlichung der Reportingstandards über seine gesamte Assetpalette hinweg, die zu erheblichen administrativen Entlastungen führt, bietet die Master-KAG eine Reihe weiterer, je nach individueller Ausrichtung des jeweiligen Anlegers unterschiedlich attraktive Vorteile:

– Das Modell der Delegation des Portfoliomanagement verschafft 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

– Gewinne und Verluste können 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.

– Die Aufbrechung der Wertschöpfungskette (Custodian, Master-KAG, Portfoliomanager) resultiert in einem höheren Maß an Kostentransparenz, effizienten Kontrollstrukturen und fokussierten Dienstleistungen.

– Als zusätzlicher Service kommt – bei entsprechender Ausstattung der Master-KAG – auch die Einbeziehung der Direktanlagen des Kunden in das Master-KAG-Reporting in Frage, bis hin zur kompletten Auslagerung des Asset Management (beispielswei-

Dr. Marcus Göring, Geschäftsführer, Deutsche Asset Management (DeAM), Frankfurt am Main

Als der Begriff der Master-KAG in der Branche geprägt und vor drei Jahren in den Mittelpunkt dieser Ausgabe gerückt wurde, gab es kontroverse Ansichten über den Stellenwert dieser Entwicklung. An die Spitze der Bewegung setzten sich seither eher mittlere Gesellschaften, die bis heute einen großen Aufschwung erfahren haben. Wenn die Master-KAG nun auch aus Sicht eines der „Großen“ ohne jedes Fragezeichen als erfolgreicher deutscher Sonderweg bezeichnet wird, deutet das auf neue Einschätzungen hin. So stuft der Autor die Master-KAG als vergleichsweise stabiler Ertragsbringer ein und billigt ihr trotz IFRS-Bilanzierung und gewisser Konkurrenz zu Global Custodians in Deutschland noch viel Potenzial zu. Er teilt zwar die Meinung, dass sich der Trend zu wenigen volumenstarken Anbietern fortsetzen wird, wobei seiner Ansicht nach „allerdings nicht zwangsläufig diejenigen profitieren müssen, die in der Vergangenheit am erfolgreichsten waren.“ Jede „Innovationsrunde“, so seine These zur künftigen Marktentwicklung, bedeutet eine eigene Herausforderung, der sich alle Master-KAGen immer wieder neu zu stellen haben. (Red.)

se inklusive Taktische Asset-Allokation und IFRS-Reporting) vom Anleger an die KAG.

Aus Sicht des Anbieters

Der Master-KAG-Markt ist in den letzten Jahren trotz niedriger Margen immer stärker umkämpft. Woran liegt das?

– Die Verwaltung eines Masterfonds eröffnet der KAG die Möglichkeit, den Kunden enger an sich zu binden, als das bei herkömmlichen Asset-Management-Mandaten der Fall ist. Die Bündelung weit gestreuter, eventuell gar sämtlicher Assets des Anlegers, die breite Dienstleistungspalette und die enge administrative Zusammenarbeit zwischen KAG und Kunden führt im Erfolgsfalle zu hoher gegenseitiger Loyalität. Dies gilt umso mehr, als der Erfolg und die Qualität der von der Master-KAG erbrachten Dienstleistung naturgemäß viel stabiler ist als die Performance aktiver Mandate. Die erwünschte Folge sind stabile, langjährige Kundenbeziehungen, in denen die KAG in die Rolle eines „Trusted Advisers“ hereinwachsen kann.

– Für KAGen, die in erster Linie aktives Management anbieten, kann die Etablierung einer starken Master-KAG-Sparte helfen, schwierige Marktphasen beziehungsweise Zeiten schwächerer Performance besser zu verarbeiten, weil Masterfonds von solchen Einflüssen weitgehend unbeeinflusst, stabile Erträge generieren.

– Die besondere Kundenbeziehung, die eine erfolgreiche, servicestärke Master-KAG aufzubauen in der Lage ist, kann in vielen Fällen auch in einen Wettbewerbsvorteil beim Absatz anderer, aktiver Produkte münden. Allerdings sollten solche „Cross-Selling“-Überlegungen nicht dominant im Vordergrund stehen (schon weil ein Teil der Anleger die Verwaltung des Masterfonds vom aktiven Management trennen möchte); vielmehr wird eine erfolgreiche Master-KAG so aufzustellen sein, dass sie aus sich heraus – ohne Quersubventionierung aus solchem „Aligned Business“ – profitabel ist.

Die „Zutaten“ der erfolgreichen Master-KAG

Das Master-KAG-Geschäft bietet relativ niedrige Margen, stellt aber hohe Anforderungen an technische Ausstattung und Service-Qualität: Entscheidend im Wettbe-

werb der Anbieter sind neben der als selbstverständlich vorausgesetzten reibungslosen, effizienten Zusammenarbeit mit den externen Managern vor allem die Fähigkeit der Buchhaltungssysteme, auch komplexe Investmentprodukte abzubilden (weil externe Manager sich von Defiziten der IT-Infrastruktur der Master-KAG nicht bremsen lassen wollen). Die dynamische Entwicklung, die das Investmentrecht in den letzten Jahren hinsichtlich der Zulässigkeit innovativer Finanzprodukte (zum Beispiel Swaps, strukturierte Produkte) genommen hat, setzt insofern gerade den Anbieter von Masterfonds ständig unter Druck.

Marktübliche Kommunikationsstandards wie Swift ermöglichen das reibungslose Zusammenspiel der KAG mit einer Vielzahl von Depotbanken und erlauben den externen Managern die Nutzung ihrer jeweiligen etablierten Prozesse und Systeme. Zudem ebnet die standardisierten Swift-Nachrichtentypen den Weg für eine Automatisierung zum Beispiel des Bestandsabgleichs zwischen KAG und Depotbank und damit eine hohe Skalierbarkeit der eingesetzten Applikationen.

Ferner stellt der institutionelle Investor ständig wachsende Ansprüche an ein aussagefähiges Online-Reporting mit frei definierbaren Reporting-Zeiträumen sowie Download-Möglichkeiten über Fonds und gegebenenfalls Direktbestände hinweg, außerdem idealerweise Risikokennzahlen (Value-at-Risk) und Performance-Attributionsanalysen. Gestiegen ist schließlich auch die Nachfrage nach einem Reporting gemäß den International Financial Reporting Standards (IFRS), sei es in Form eines Excel-Spreadsheets, das beim Investor weiterverarbeitet werden kann und die wesentlichen IFRS-Inhalte wie Haltekategorien, Impairments und Anhangangaben abdeckt oder in Form einer Schnittstelle in die Buchhaltungssysteme des Investors, die diesem durch tägliche Übermittlung von Rohdaten eine einfache Konsolidierung erlaubt.

Langfristig entscheidend für den nachhaltigen Markterfolg einer Master-KAG ist insoweit auch die Fähigkeit, schnell auf steigende Anforderungen zu reagieren, also eine flexible Systemarchitektur in Verbindung mit einer vorausschauenden strategischen Planung von Weiterentwicklungen der Infrastruktur.

Die hohen Anforderungen an die Administrationsplattform der Master-KAG führen folgerichtig dazu, dass die „kritische Masse“ für die Rentabilität des Produkts relativ hoch anzusetzen ist; laut Telos-Studie 2006 setzen Master-KAGen selbst diesen Wert überwiegend um zirka zehn Milliarden Euro an. Hieran gemessen wären nur sieben der insgesamt zirka 15 am Markt operierenden Master-KAGen profitabel (Assets unter Management von neun Milliarden Euro oder mehr hatten per März 2006 laut BVI-Statistik die Master-KAGen Universal, Inka, Activest, Helaba, dbi, Metzler und DeAM).

Hierzu passt, dass nach Jahren des zahlenmäßigen Zuwachses an Anbietern in der jüngsten Vergangenheit eine Marktkonsolidierung einzusetzen scheint, im Zuge derer mit JP Morgan und BHW Invest bereits zwei kleinere Master-KAGen dieses Geschäft aufgegeben haben. Die ständig wachsenden Anforderungen lassen vermuten, dass sich der Trend zu wenigen volumenstarken Anbietern fortsetzen wird, wobei allerdings nicht zwangsläufig diejenigen profitieren müssen, die in der Vergangenheit am erfolgreichsten waren; vielmehr bedeutet jede „Innovationsrunde“ eine eigene, neue Herausforderung, der sich alle Master-KAGen immer wieder neu zu stellen haben.

Vehikel Master-KAG wächst überproportional

Per Ende 2005 wurde laut BVI-Statistik 227 Milliarden Euro (= 38 Prozent der gesamten Spezialfondsanlagen) als Masterfonds administriert. Ende 2004 waren es 190 Milliarden Euro (36 Prozent) und Ende 2003 rund 132 Milliarden Euro (26 Prozent). Das Vehikel Master-KAG partizipiert also offenbar überproportional an einem wachsenden Markt.

Das verbleibende Potenzial zur Umschichtung von „normalen“ Spezialfondsanlagen zur Master-KAG wird in der Telos-Studie 2006 auf zirka 200 Milliarden Euro geschätzt, hinzu kommen gegebenenfalls frei werdende Mittel aus der oben angesprochenen Marktkonsolidierung; insgesamt also weiterhin ein attraktives Feld für diejenigen Kapitalanlagegesellschaften, die über eine leistungsfähige Infrastruktur verfügen und die notwendige kritische Masse mitbringen beziehungsweise kurzfristig erreichen können.



Es sind verschiedentlich Zweifel gesät worden sowohl an der Zukunft des Spezialfonds insgesamt als auch an der mittel- bis längerfristigen Wettbewerbsfähigkeit der Master-KAG im Speziellen. Unter Stichworten wie „Quo vadis, Spezialfonds“ wird seit einigen Jahren diskutiert, ob die Konzernabschlüsse nach IFRS, zu denen zunehmend breite institutionelle Anleger-schichten verpflichtet sind, dem Vehikel Spezialfonds die Attraktivität rauben könnten. Nach IFRS sind Spezialfonds so genannte Special Purpose Entities, die vom Anleger bilanziell zu konsolidieren sind (wenn der Anleger die wirtschaftliche Kontrolle über den Spezialfonds ausübt, was in der Regel der Fall ist). Er muss dann jede im Fonds enthaltene Position einzeln verbuchen und bewerten, die rechtliche Hülle des Fonds ist transparent. Aus diesem Grunde, so verschiedene Stimmen in der Literatur der letzten Jahre, würden sich auch institutionelle Anleger – zulasten des Spezialfonds – verstärkt dem Publikumsfonds zuwenden.

Außerdem wird die Master-KAG von einigen Marktbeobachtern auch insoweit kritisch betrachtet, als sie – entsprechende rechtliche Änderungen vorausgesetzt – mittelfristig in Konkurrenz zu den „Global Custodians“ stehen könnte. In der Tat wird

ein erheblicher Teil der von einer Master-KAG erbrachten Leistungen im angelsächsischen Rechtskreis, der ein dem Spezialfonds vergleichbares Institut nicht kennt, von den Custodians erbracht. Es sieht indes bislang nicht danach aus, als würden sich die betroffenen institutionellen Anleger den Spezialfonds oder die Master-KAG von jenen Skeptikern ausreden lassen.

Wohl gewinnen Publikumsfondsanlagen an Bedeutung im institutionellen Asset Management; das Motiv hierfür ist jedoch in aller Regel eher die dadurch erreichte Diversifikation in eher abgelegene Märkte trotz kleinerer „Losgrößen“, als das „IFRS-Problem“. Das wird auch daran sichtbar, dass diese Anlagen in Publikumsfonds häufig innerhalb von Spezialfonds getätigt werden, man auf das Vehikel Spezialfonds also offenbar selbst dann nicht verzichten will, wenn man die Schutzmechanismen des Investmentgesetzes bereits über den Publikumsfonds genießt. Wohl aber mag das IFRS-Reporting, also die Frage, ob und inwieweit die (Master-)KAG in der Lage ist, den Kunden hierbei zu unterstützen, zum wettbewerbsrelevanten Faktor werden.

Was die potenzielle Konkurrenz der Global Custodians betrifft, so hat sich der deutliche Sonderweg über den Spezialfonds

zwar international nicht durchgesetzt, aber durchaus national bewährt, und es spricht derzeit nicht viel dafür, dass der Gesetzgeber die durch den Spezial- beziehungsweise Masterfonds erreichte höhere Kontroll-dichte und gegenseitige Überwachung von Depotbank und KAG aufgeben wird. Zudem zielt das Dienstleistungsangebot von Custodians zumindest derzeit eher auf die Erzielung von Zusatzerträgen durch Wertpapierleihe oder Commission-Capture-Programme, während die Master-KAG neben der reinen Administration in erster Linie Overlay-Strategien und Unterstützung bei der Asset Allokation anbieten wird.

Anhaltender Trend

Der Trend zur Master-KAG hält an. Sie ist aus Sicht des institutionellen Investors das optimale Vehikel, um effiziente, einheitliche Administration mit unlimitierter Manager-Diversifikation zu verbinden, und sie kann andererseits – bei leistungsfähiger, skalierbarer Infrastruktur – auch für den Anbieter langfristig stabile Erträge generieren. Dabei werden jene Master-KAGen nachhaltig erfolgreich sein, die sich auf ständig veränderte und erweiterte Anforderungen kurzfristig – beziehungsweise nach Möglichkeit antizipierend – werden einstellen können. ■■■■■