

# TELOS

Die Master-KAG  
Aktuelle Entwicklungen  
auf dem deutschen Spezialfondsmarkt  
aus der Sicht von Anbietern,  
Asset Managern und Investoren (2006)

Stand: Juni 2006

Mit freundlicher Unterstützung durch

**dbi** | Allianz Dresdner  
Global Investors

**..Deka**  
FundMaster

Deutsche Asset Management  
A Member of the Deutsche Bank Group



**Helaba Invest**

 **Investec**  
Asset Management

**M&G**  
INVESTMENTS

**NORDCON**  
Investment Management AG

 **Threadneedle**  
investments

 **Universal-Investment-  
Gesellschaft mbH**

TELOS GmbH ist eine  
Schwestergesellschaft von RCP GmbH

# Inhaltsverzeichnis

<b>Teil 1: Sponsorenbeiträge</b> .....	<b>3</b>
<b>dbi –Allianz Dresdner Global Investors</b> .....	<b>4</b>
<b>Deutsche Asset Management</b> .....	<b>7</b>
<b>Deka FundMaster</b> .....	<b>10</b>
<b>Helaba Invest</b> .....	<b>14</b>
<b>Investec Asset Management</b> .....	<b>22</b>
<b>M&amp;G Investments</b> .....	<b>26</b>
<b>Nordcon Investment Management AG</b> .....	<b>29</b>
<b>Threadneedle investments</b> .....	<b>31</b>
<b>Universal-Investment-Gesellschaft mbH</b> .....	<b>34</b>
<b>Teil: 2 Studie</b> .....	<b>38</b>
<b>I Ausgangslage</b> .....	<b>39</b>
<b>II Definition des Begriffs Master-KAG</b> .....	<b>41</b>
<b>II.1 Definition des Begriffs durch die Anbieter selbst</b> .....	<b>41</b>
<b>II.2 Erforderliche Dienstleistungen zur professionellen Master-KAG–Abwicklung</b> .....	<b>42</b>
<b>II.3 Vor- und Nachteile für die Anleger aus Sicht der Master-KAGen</b> .....	<b>43</b>
<b>II.4 Verständnis für das Geschäftsmodell Master-KAG</b> .....	<b>45</b>
<b>II.5 Klassische Adviser-Modelle oder Outsourcing-Modelle?</b> .....	<b>47</b>
<b>II.6 Administration zusätzlicher Assetklassen durch die Master-KAG</b> .....	<b>47</b>
<b>III Der Markt für Master-KAGen</b> .....	<b>48</b>
<b>III.1 Beurteilung des künftigen Marktpotentials „Master-KAG“ durch die Anbieter</b> ... <b>48</b>	
III.1.a Marktpotential.....	48
III.1.b Verteilungszeitraum.....	49
<b>III.2 Wettbewerb im Bereich Master-KAG</b> .....	<b>49</b>
<b>III.3 Global Custodians, Spannungsfeld mit Master-KAGen</b> .....	<b>51</b>
III.3.a Die aktuelle Situation .....	51
III.3.b Quo vadis deutsche Master-KAG? .....	51
<b>III.4 Kriterien für die Auswahl einer Master-KAG und Hilfsmittel zur Auswahl</b> ..... <b>52</b>	
III.4.a Master KAG–Auswahlkriterien (aus Sicht d. Master-KAGen u. d. Investoren) <b>52</b>	
III.4.b Hilfsmittel zur Selektion (Consultants, Direktansprache, Ratings).....	53
<b>IV Status quo und Strategie der Master-KAGen</b> .....	<b>54</b>
<b>IV.1 Master-KAGen – eigene Gesellschaft oder Integrationsmodell</b> .....	<b>54</b>
<b>IV.2 Status quo der Master-KAGen: Position des eigenen Hauses</b> .....	<b>55</b>
IV.2.a Aktuelle Situation im eigenen Haus .....	55
IV.2.b Strategische Überlegungen zum Kundenservice .....	57
<b>IV.3 Strategien der Master-KAGen und künftige Positionierung</b> .....	<b>60</b>
IV.3.a Allgemeine Herausforderungen im Kundenservice.....	60
IV.3.b Strategische Überlegungen zur Kundenakquisition.....	62
<b>V Administration und Infrastruktur</b> .....	<b>64</b>
<b>V.1 Infrastruktur</b> .....	<b>64</b>
<b>V.2 Buchhaltung und Rechnungslegung</b> .....	<b>65</b>
<b>V.3 Brokerage und Investment Controlling</b> .....	<b>66</b>
<b>VI Ausblick und Zusammenfassung</b> .....	<b>68</b>

# Teil 1: Sponsorenbeiträge

## dbi –Allianz Dresdner Global Investors

### Die moderne Master KAG als Katalysator für ganzheitliche Lösungen im Asset Management

Die Kundenbedürfnisse der Anleger haben sich mit der Veränderung der Zinslandschaft stark verschoben. Muss oder will ein Anleger heute einen bestimmten absoluten Ertrag erzielen, hat sich seine Situation gegenüber früheren Dekaden aufgrund des aktuell niedrigen Zinsniveaus deutlich verschlechtert. Es ist daher heute wichtiger denn je, die Investmentstrategie mit Hilfe von Asset Management Spezialisten optimal auf die Anlageziele abzustimmen, um evtl. verborgene Effizienzpotentiale zu erschließen. Das Kundeninteresse fokussiert sich immer stärker auf Absolute Return Ansätze und löst das lange verbreitete Benchmarkdenken sukzessive ab.

Mit Einführung des Investmentgesetzes inklusive Derivateverordnung haben sich die Anlagemöglichkeiten den veränderten Bedürfnissen angeglichen. Daneben wurden mit Einführung von IFRS und neuen BaFin-Anforderungen erhebliche Veränderungen beim Anleger, aber auch in der Investmentbranche ausgelöst.

#### Veränderungen im Asset Management:

##### Die „Alte Welt“ im institutionellen Asset Management

1. Hochzinsphase
2. Eher gemischte Mandate
3. Benchmarkorientierung
4. Niedrige Diversifikation in unterschiedliche Assetklassen
5. Niedrige Markt-Korrelationen
6. Anlagebeschränkung nach KAGG
7. Core Investments (Umsetzung durch Generalisten)
8. HGB
  - Institutionelles Geschäft fokussiert auf Spezialfonds
  - Retail und Institutionelles Geschäft separiert
9. Pensionsverbindlichkeiten in HGB Bilanz
10. Mismatch der Duration von Assets und Liabilities
11. Anwendung statischer ALM Modelle (geringe Berücksichtigung der Liabilityseite)
12. Absicherungen situativ

##### Die „Neue Welt“ mit den erweiterten Möglichkeiten des Investmentrechts

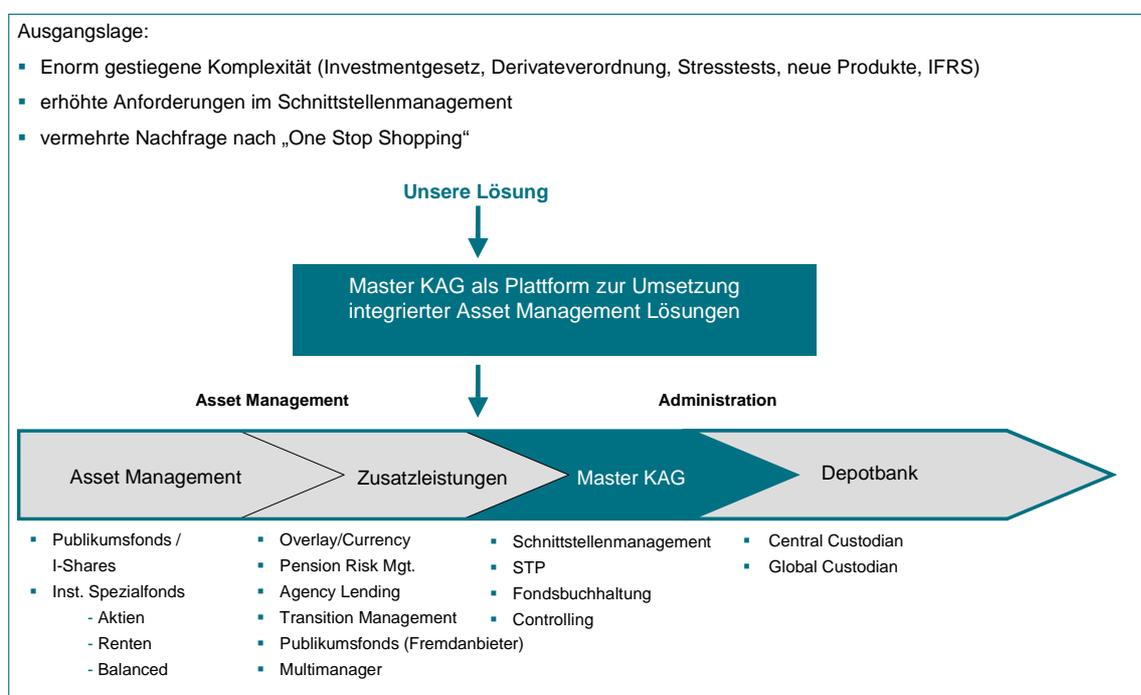
1. Niedrigzinsphase
2. Eher Spezialistenmandate
3. Absolute Return Orientierung
4. hohe Diversifikation in unterschiedliche Assetklassen
5. hohe Markt-Korrelationen
6. hohe Freiheitsgrade durch Investmentgesetz und Derivateverordnung
7. Core / Satellite Investments, Multimanager / Multiasset Konzepte (Umsetzung durch Spezialisten)
  - Hedge Fonds, Private Equity, Rohstoffe oder strukturierte Produkte bzw. Currency als eigene Assetklasse
8. IFRS / Neue Rechnungslegungsvorschriften
  - Verstärkte Nachfrage nach I-Shares (IFRS Vermeidung)
  - Zusammenwachsen von Retail und Institutional (Individual)
9. Unterlegung von Pensionsverpflichtungen mit Plan Assets
  - Ausgliederung in CTAs und/oder Pensionsfonds
10. Fokussierung auf Duration matching über Liability Driven Investments (LDI)
11. Anwendung dynamischer ALM Modelle (realitätsnahe Modellierung der Assets und Liabilities unter Berücksichtigung von regulatorischen- und Rechnungslegungsstandards)
12. systematisches Overlay Management über die gesamten AuM, Risikobudgetierung
  - strukturierte Produkte
  - Derivate
  - underlying Fonds

Da klassische Anlagelösungen für diese neuen, unterschiedlichsten Anforderungen überfordert waren, reagierte die Investmentindustrie mit **Multi Asset und Multi Manager Konzepten**, um neue, zusätzliche Ertragsquellen bei verminderten Risiken aufgrund der breiteren Diversifikation zu erschließen. Dies führte zu einer immer stärkeren Assetklassen Diversifikation auf regionaler und sektoraler Ebene. Daneben wurden den Spezialfonds immer häufiger alternative Anlageklassen wie Hedge Fonds, Private Equity oder Rohstoffe und strukturierte Produkte beigemischt. Die verstärkt nachgefragten Core Satellite Ansätze und der Wunsch vieler Anleger nach IFRS Vermeidung forcierte die Nachfrage nach I-Shares und damit ein Zusammenwachsen von institutionellem und Retail Geschäft.

Ein anderes dominierendes Thema für die Investmentindustrie stellt die von den Unternehmen aufgrund der veränderten Rechnungslegung immer häufiger praktizierte Unterlegung von Pensionsverpflichtungen mit Plan Assets bzw. die Ausgliederung von Pensionsverpflichtungen in CTAs dar. Die stark risikoaverse Ausprägung des Liability Driven Investments (LDI) sind Liability orientierte Lösungen, die aufgrund des oftmals vorhandenen Duration mismatches mit Long Duration Lösungen assoziiert werden.

Für eine adäquate Abbildung der Entscheidungssituation von Altersvorsorgeeinrichtungen ist eine realitätsnahe Modellierung der Asset und Liability Seite unter Berücksichtigung von regulatorischen und Rechnungslegungsstandards erforderlich. Dies impliziert die Ablösung von statischen Modellierungs- und Steuerungskonzepten durch dynamische Ansätze. Zur Umsetzung eines dynamischen ALM-Ansatzes bieten sich dynamische Asset Allokation Lösungen in Overlay Konzepten. Overlay Strategien lassen sich effizient über den Einsatz von Derivaten, aber auch durch dynamische Verschiebung von Underlying Fonds realisieren.

Verbunden mit dieser Entwicklung ist ein enormes Ansteigen an Komplexität und damit Schnittstellenmanagement. Aus dieser Situation entstand für den Anleger ein Bedarf an integrierten Lösungsansätzen und vollständiger Auslagerung des kompletten Schnittstellenmanagements (One Stop Shopping).



## Die Master KAG der dbi | Allianz Dresdner Global Investors verfügt über

- die nötige übergreifende **Kompetenz** und ermöglicht als **Vollanbieter** integrierte Gesamtlösungen. Damit stellen wir für den Kunden den Know how Transfer über die komplette Wertschöpfungskette sicher.
- die nötige **Erfahrung** und **Prozesssicherheit**, die sich im KAG Geschäft über die Einbindung konzerneigener Einheiten über mehr als 35 Jahre bewährt hat. Zur Einbindung externer Einheiten sind STP-Prozesse implementiert, die sich langjährig bewährt haben.
- die **Sicherheit** und **Nachhaltigkeit** aufgrund des 100 %igen Commitments und der strategischen Positionierung der Master KAG innerhalb von Allianz Global Investors.
- Den **Service** aufgrund der hochqualifizierten Mitarbeiter, die für Sie individuelle Lösungen für sämtliche Anforderungen entlang der Wertschöpfungskette garantieren.

## Vorteile der dbi-Master KAG für den Anleger

- Die Master KAG ermöglicht integrierte Asset Management Lösungen
- Die Master KAG bietet mehr Flexibilität und Sicherheit für den Anleger
  - Optimierung des Alphamanagements durch Einbindung von Spezialisten, neuen Produkten und Asset Klassen
  - integrierte Marktrisikosteuerung (Beta-Steuerung) durch Overlaymanagement über die gesamten AuM möglich
  - ganzheitliches Risikomanagement
- Master KAG als Schnittstellenmanager integrierter Asset Management Lösungen
  - Als Vollanbieter stellt die dbi den Know how Transfer über die komplette Wertschöpfungskette sicher
- Master KAG als Administrationsspezialist nach Einführung von Investmentgesetz und Derivateverordnung, IFRS Rechnungslegung
  - Einführung des neuen Fondsbuchhaltungssystems SimCorp Dimension

Die veränderten Rahmenbedingungen durch das Investmentgesetz und die geänderten Rechnungslegungsvorschriften führten in der dbi |Allianz Dresdner Global Investors auch zur Einführung des neuen Fondsbuchhaltungssystems SimCorp Dimension, das seit April 2005 für alle Spezial- und Publikumsfonds eingesetzt wird. Die Begleitung der sich ändernden Anforderungen im Asset Management ist uns stete Herausforderung, der wir uns als Lösungsanbieter gerne stellen.

## dbi I Allianz Dresdner Global Investors (ADGI) als Lösungsanbieter im Asset Management

dbi I Allianz Dresdner Global Investors hat sich mit seinem Produktangebot den veränderten Kundenwünschen angepasst und deckt die gesamte Wertschöpfungskette des Asset Managements ab. Wir bieten

- die Ausarbeitung von ALM Studien und die Ableitung von Liability Driven Investments (LDI) bzw. Absolute Return Anlagekonzepten.
- Beratung und Unterstützung bei der Ausgestaltung von CTAs und Pensionsfonds aus rechtlicher und bilanzieller Sicht.
- Umsetzung und Steuerung von Asset Management Lösungen bzw. die permanente Überprüfung der Asset Allokation versus der Liability Entwicklung und dadurch die Steuerung vorhandener Risikobudgets.
- Kundenindividuelle Garantieprodukte bzw. Zertifikatlösungen.
- Die gesamte Produktpalette des Asset Managements mit PIMCO auf der Renten- und RCM, Nicholas Applegate, Oppenheimer Capital, AGF und RAS auf der Aktienseite.
- Portfolioanalyse, Risikomessung und Stresstests zur integrierten Risikosteuerung.
- Systematisches Portfoliomanagement inklusive sämtlicher Facetten des Overlay Managements.
- Fund of Fund Management im Rahmen von z.B. Dachfondslösungen. Auf Wunsch sind wir auch bei der Manager Selektion behilflich.

### Ihr Ansprechpartner:

Thomas Dittrich, Geschäftsführer

Tel. + 49 69 263 13147

Fax + 49 69 26314975

Thomas.Dittrich@dbi.de

## Deutsche Asset Management

### Deutsche Asset Management verstärkt ihr Master-KAG-Geschäft.

#### Online Reporting Plattform „DeAM fit“ nachhaltig verbessert.

Die Deutsche Asset Management verstärkt ihr Master-KAG-Geschäft. Der Geschäftsbereich wird innerhalb der DeAM eigenständig unter neuer Führung aufgestellt. Dr. Marcus Göring, seit dem Jahr 2000 Mitglied der Geschäftsführung der DeAM, wird den Geschäftsbereich leiten.

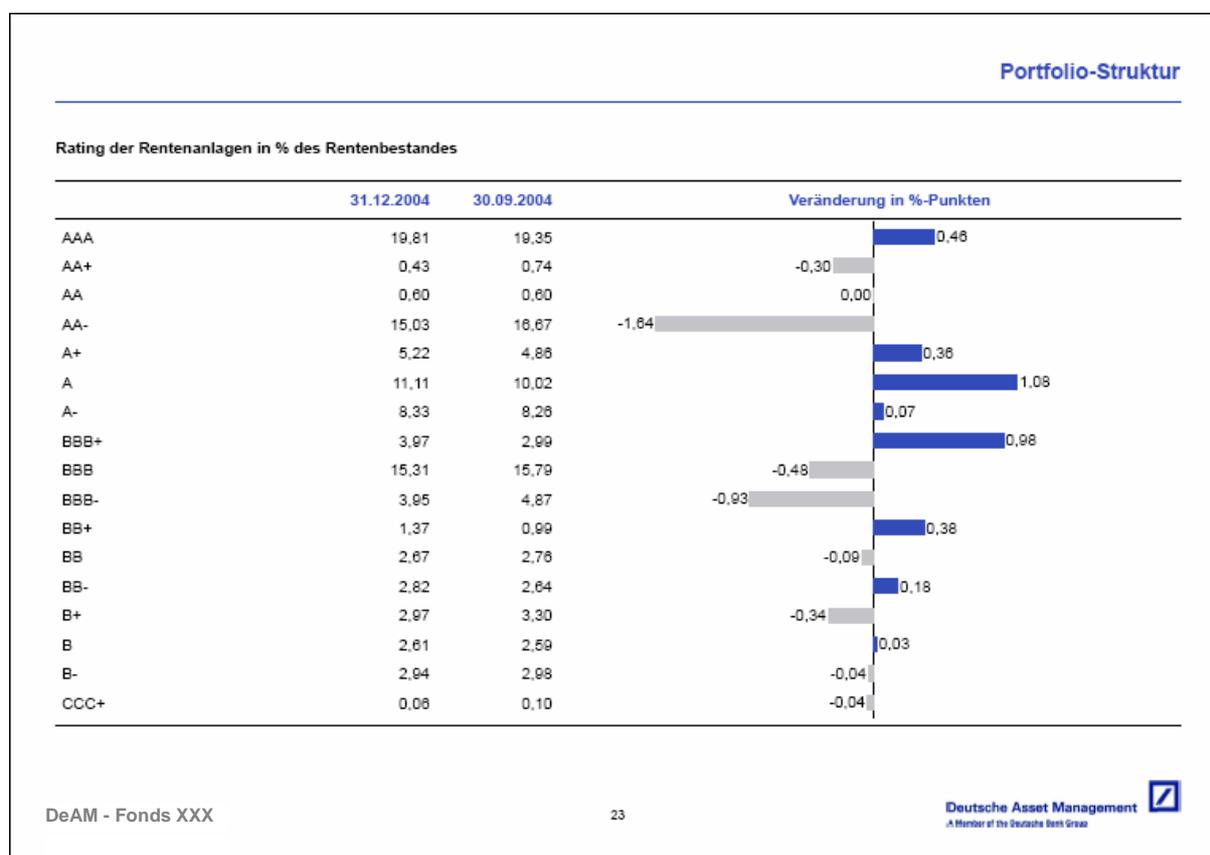
Die DeAM zählt bereits heute zu den führenden Anbietern im Markt für Master-KAGen mit einem verwalteten Volumen von über 15 Mrd. Euro. Nicht mitgerechnet werden hierbei Kapitalanlagen von Versicherern in zweistelliger Milliardenhöhe, sowie die Pensionsfonds der Deutschen Bank in Höhe von über 5 Mrd. Euro.

Auch personell wird die DeAM das Geschäftsfeld ausbauen. Mit Michael Fuss wird einer der erfahrensten Akteure im Markt für Master-KAGen die Leitung des Vertriebs übernehmen, weitere Neueinstellungen sind geplant.

Komplettiert wird die strukturelle Neuausrichtung durch die Einbindung des Bereiches „Advised Portfolios“, der als Bindeglied zwischen externen Managern und KAG fungiert und unverändert von Katja Esche geleitet wird.

Neben der personellen Aufrüstung und Fokussierung hat die DeAM in den vergangenen Jahren gezielt in die IT-Infrastruktur investiert. Durch die Einführung von SimCorp Dimension als neuem Fondsbuchhaltungssystem können künftig alle Finanzinstrumente, die nach dem Investmentgesetz zulässig sind, eingesetzt und abgebildet werden. Verbunden mit einer effizienten Administration und automatisierten Prozessen durch den Einsatz standardisierter Nachrichtenformate (SWIFT), die die DeAM-Plattform schon bisher auszeichneten, wird somit die Einbeziehung komplexer Instrumente bei unbegrenzter Segmentanzahl und hohen Transaktionsvolumina ermöglicht.

Im weiterentwickelten Online-Reporting-System „DeAM fit“ stehen für Kunden umfangreiche Reporting-Möglichkeiten zur Verfügung. Neben einer modernen Benutzeroberfläche, die dem Benutzer einen einheitlichen Zugriff auf alle Reports unabhängig von dem jeweiligen Liefersystem ermöglicht, bietet „DeAM fit“ auf Investmentschwerpunkte fokussierte Reports sowie umfangreiche Bestands- und Umsatzinformationen.



Nahezu alle Reports werden als druckfertige Print-Version oder zur Weiterverarbeitung im Excel-Format bereitgestellt.

Report Suche						
Letzte Ausführung	Portfolio	Vergleichs-stichtag	Bewertungs-stichtag	Frequenz	Report-Name	Download
<b>Ad-hoc Berichte</b>						
07.03.2006	DeAM - Fonds XXX	27.02.2006	02.03.2006	Adhoc	Multi Asset Absolute Return	 
04.03.2006	DeAM - Fonds XXX	27.02.2006	01.03.2006	Adhoc	Anleihen Corporates	 

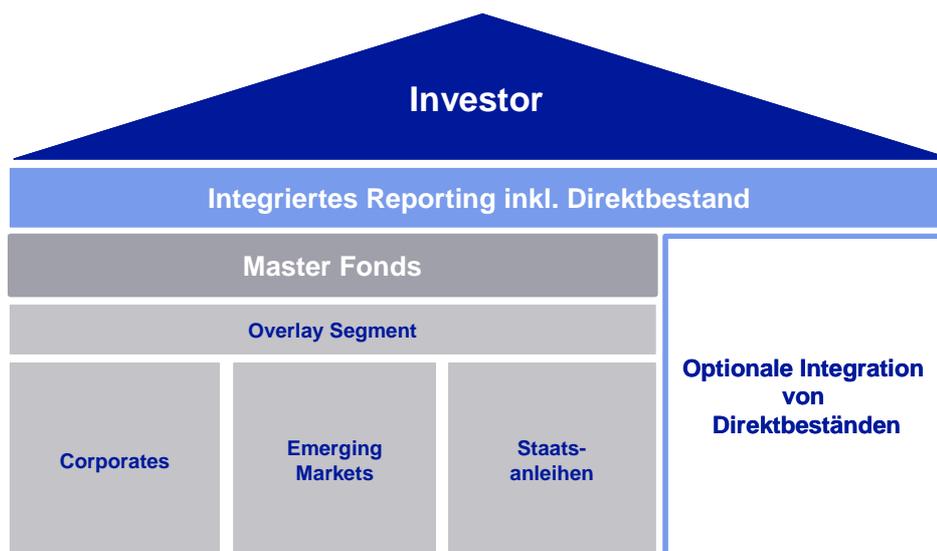
Die Reports stehen sowohl ad hoc zur Verfügung als auch in nahezu beliebiger Frequenz und zu frei definierbaren Zeitpunkten im Abonnement.

Report-Suche (0)	Report-Abo
<a href="#">Report-Bestellung</a>	Abo-ID: neuer Report
<a href="#">Report-Abo</a>	Portfolio: DeAM - Fonds
	Report-Typ: Standard-Reports
	Report: Report Aktien Benchmark-orientiert
	Frequenz des Berichtsstichtages: Monatlich
	Berichtsstichtag: Letzter Tag
	Vergleichsstichtagsregel: Ende des letzten Monats
	Falls der Berichts- oder Vergleichs-stichtag auf ein Wochenende fällt: Danach
	Start Datum: TT MM JJJJ 15 5 2006 
	End Regel: Endlos

Zukünftig kann sich der Benutzer eigene, druckfertige Reports oder Auswertungen im Excel-Format definieren, ohne über technische Kenntnisse zu verfügen. Durch eine umfangreiche Fachbibliothek, die die Reportinformationen bereitstellt, sowie die Unterstützung durch Online-Assistenten kann sich der Benutzer ohne externen Support eigene Reports definieren oder mit bestehenden kombinieren. Alle Funktionalitäten, wie zum Beispiel die Abonnement-Funktion, stehen selbstverständlich für die vom Benutzer definierten Reports zur Verfügung und können sowohl auf Master-Fonds-Ebene als auch auf Segment-Ebene verwendet werden. Die Reporting-Anforderungen für Master-Fonds im engeren Sinn werden somit vollständig durch DeAM fit abgedeckt.



Die DeAM definiert jedoch den Begriff Master-Fonds noch weiter und bezieht auch die Direktanlagen des Anlegers unter dem Dach eines virtuellen Master-Fonds mit ein. Die Einbindung der Direktanlagen wird durch DeAM fit unterstützt, so dass der Investor Reports über seine gesamten Kapitalanlagen, unabhängig ob im Fonds oder freien Vermögensverwaltungsmandat, abrufen kann.



Hier greift das Angebot einiger Anbieter, die Direktbestände im Reporting für den Investor zu konsolidieren allerdings unter Kosten- und Effizienzaspekten nicht weit genug. Wirkliche Vorteile ergeben sich erst dann, wenn die KAG zusätzlich das Management und die Abwicklung der Namenspapiere leisten kann. Dabei sind die Berücksichtigung aufsichtsrechtlicher Restriktionen, sowie das Portfoliomanagement auf Basis vorgegebener Gewinn- und Verlustkontingente für die auf spezielle Versicherungsanforderungen spezialisierte Investmentgesellschaft selbstverständlich.

### **Ihr Ansprechpartner:**

Michael Fuss  
 Director  
 Leiter Vertrieb 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

michael.fuss@db.com



## Deka FundMaster

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 120 Milliarden Euro ist die Deka FundMaster der größte Fondsadministrator auf dem deutschen Markt.

Das Angebot der Deka FundMaster umfasst dabei alle Leistungen im Bereich der Fonds-Administration:

- Master-KAG-Lösungen für institutionelle Anleger,
- das Angebot an Kapitalanlage-Gesellschaften, 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 "Chinesische Wände" 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:

Birgit Eichhorn

Geschäftsführerin

Telefon: +49-69-7147-3326

E-Mail: birgit.eichhorn@fundmaster.de

Dr. Matthias Pfeiffer

Vorsitzender der Geschäftsführung

Telefon: +49-69-7147-1963

E-Mail: matthias.pfeiffer@fundmaster.de

Wolfgang Erben

Geschäftsführer

Telefon: +49-69-7147-7942

E-Mail: wolfgang.erben@fundmaster.de

Christof Born

Leiter Kundenmanagement

Telefon: +49-69-7147-3646

E-Mail: christof.born@fundmaster.de

Internet: [www.fundmaster.de](http://www.fundmaster.de)

Fax: +49-69-7147-1589



## Risikomessung am Beispiel einer KAG – Die Sensorik verfeinert sich

### Ein Beitrag von Thomas Ketter, Leiter Fondscontrolling der Deka FundMaster Investmentgesellschaft mbH und Leiter des Projekts zur Umsetzung des Qualifizierten Ansatzes gemäß Derivateverordnung

Vergleichbar mit der Einführung von ABS, ESP, Abstandswarnern und Bremsassistenten in der Automobilindustrie erlebte auch die Fondsbranche in der jüngeren Vergangenheit einen sicherheitserhöhenden Innovationschub: Verfeinerte Mess- und Steuerungsmethoden ermöglichen mittlerweile ein verlässlicheres Sicherungssystem für Sondervermögen. Diese Entwicklung ging einher mit einer Novellierung des gesetzlichen Umfelds für Investmentfonds auf europäischer wie auch nationaler Ebene.

#### Neue gesetzliche Grundlagen des Risiko-Controllings

Die Derivateverordnung (DerivateV) vom 6. Februar 2004 hat in Verbindung mit § 51 Investmentgesetz (InvG) die EU-Richtlinien zu OGAW und UCITS III in deutsches Recht umgesetzt. Durch Hebelung mittels Derivaten darf seitdem das Marktrisiko eines Portfolios auf das Doppelte des investierten Betrags erhöht werden („leveraging“).

Zur Marktrisikomessung stehen zwei Methoden zur Auswahl: der "Einfache" Ansatz, methodisch an die bisherigen Investitionsgrad-Obergrenzen aus dem 4. FMFG angelehnt, sowie der "Qualifizierte" Ansatz. Letzterer führt wesentliche Elemente für das Risikomanagement von Banken aus dem "Grundsatz 1" als Methodik der quantitativen Risikoermittlung in das Investmentgesetz ein. Der Qualifizierte Ansatz sieht die Messung des Marktrisikos des Sondervermögens und eines derivatfreien Vergleichsvermögens (§ 9 DerivateV) mit Hilfe eines anerkannten Value-at-Risk-Modells (VaR) wie zum Beispiel der historischen Simulation oder des Varianz-Kovarianz-Ansatzes vor. Dabei darf das VaR des Sondervermögens nicht das zweifache VaR des Vergleichsvermögens überschreiten (200%-Grenze). Das Vergleichsvermögen ist in Europa eine deutsche Besonderheit: Es stellt eine Art Risikobenchmark dar. In der Regel wird dadurch nicht das absolute Risiko eines Fonds limitiert, welches sich mit dem allgemeinen Marktgeschehen ändert und in der Anlageentscheidung üblicherweise akzeptiert ist, sondern die relative Risikoallokation durch die genannte Hebelung mit Derivaten. In Luxemburg beispielsweise existiert diese Regelung nicht. Im dort "VaR-Approach" genannten Pendant zum Qualifizierten Ansatz ist nur der VaR-Betrag im Vergleich zum Fondsvolumen limitiert.

#### Was macht den Qualifizierten Ansatz interessant für den Markt?

Die Investitionsmöglichkeiten im Einfachen Ansatz sind begrenzt durch eine Positivliste zulässiger Finanzinstrumente, wie sie im wesentlichen auch in der bisherigen KAGG-Welt gültig waren. Instrumente mit komplexerem Risikogehalt, wie

- "synthetische" Asset Backed Securities (ABS) oder Mortgage Backed Securities (MBS)
- "komplexe" Zertifikate (z.B. Turbo Zertifikate)
- pfadabhängige Optionen (z.B. digitale, range, asiatische und k.o. Optionen)
- Credit Linked Notes (CLNs)
- Total Return Swaps
- Credit Spread Products

sind beispielsweise nur im Qualifizierten Ansatz zulässig.



Für den Portfoliomanager eröffnet sich hier also neben einem erweiterten Spektrum an Anlagemöglichkeiten in verschiedenen Derivatetypen die Möglichkeit des risikobasierten „Leverage“. Positiver Nebeneffekt: Neben innovativen Managementansätzen lassen sich durch den Derivateinsatz zum Teil auch Transaktionskosten sparen. Da die BaFin den Qualifizierten Ansatz zudem als Standard etablieren will, eröffnen sich einer gut aufgestellten Master- und Service-KAG mit diesem Angebot neue Marktchancen – zumal es für kleinere KAGs nicht mehr wirtschaftlich sein dürfte, die mit dem Qualifizierten Ansatz verbundenen Investitionen in Know-how und EDV-Systeme aufzubringen, wenn sie es bislang nicht getan haben.

### **Strengere Qualitätsanforderungen**

Da die gesetzliche Anlagegrenzprüfung schwerpunktmäßig auf die quantitative VaR-Risikomessung verlagert wird, bestehen dort weit reichende Anforderungen für die Qualität der eingesetzten Verfahren. Neben vergleichsweise einfach darzustellenden Aktien- und Währungsrisiken müssen Zinsänderungsrisiken zum Beispiel durch simulierte Deformationen der zugeordneten Zinsstrukturkurve errechnet werden. Die Risikoberechnung auf Ebene des Fonds integriert dann schließlich die Korrelationen zwischen den einzelnen Risikofaktoren zu einem Gesamtrisiko für den Fonds.

Zur Sicherheit sind intensive Qualitätsüberprüfungen der eingesetzten Modellierungen auf täglicher Basis gefordert, als prominenteste davon das Backtesting (§ 14 DerivateV). Hier werden laufend die prognostizierten Wertveränderungen mit tatsächlichen Kursentwicklungen verglichen (clean-Backtesting, ohne Transaktionen); die Abweichungen müssen als Indikator für die Güte des Modells an die BaFin übermittelt werden. Da es immer wieder Risikofaktoren geben kann, die noch nicht hinreichend genau modelliert werden konnten und auch ein Zusammenbruch historischer Korrelationen bei Extremereignissen im Portfoliomanagement berücksichtigt werden muss, werden zusätzlich regelmässig Stresstests durchgeführt. Diese simulieren die Wertveränderung in Ausnahmesituationen und werden auch für den Einfachen Ansatz gefordert. Ein geeignetes internes Limitsystem muss schliesslich mit klar definierten Eskalationsverfahren die Überwachung der VaR-Auslastung und der Stresstest-Limite sicherstellen.

### **Herausforderungen in der praktischen Umsetzung**

Im Rahmen der praktischen Umsetzung der Derivateverordnung in der Deka FundMaster war neben einem Software-Implementierungsprojekt auch ein umfassender organisatorischer Part erforderlich, in dem aufsichtsrechtliche Vorgaben in Arbeitsprozesse gemäß den Grundsätzen schriftlich fixierter Ordnung übersetzt werden. Ein wichtiger Meilenstein wurde mit Umstellung der ersten Fonds auf den Qualifizierten Ansatz im Oktober 2005 erreicht. Per Ende Juni 2006 befinden sich in den Gesellschaften der DekaBank etwa 150, zum Teil sehr komplexe Fonds auf dem Qualifizierten Ansatz. Die Risikomessung wird seitdem kontinuierlich für weitere Finanzinstrumente und Fonds ausgebaut.

Nach detaillierten Vorstudien und dem Vergleich verschiedener Lösungsansätze fiel die Entscheidung der DekaBank auf eine zentrale Software, den RiskManager® der in USA und Grossbritannien ansässigen RiskMetrics Group. Als Nutzungsform wurde die ASP-Variante (Application Service Provider) gewählt, bei der Berechnungsroutinen und Rechenzentrumsbetrieb via Internet an den externen Partner ausgelagert sind. Fondsmanager und Risikocontroller können direkt auf die zentralen Rechner zugreifen, eigene Reports starten und auch Transaktionen hinsichtlich ihrer Risikoauswirkung simulieren.

## Risikomessung via ASP-Lösung

### Vereinfachte Darstellung der Abläufe



Eine eigene Einheit übernimmt in der Deka FundMaster als zentraler Dienstleister den Betrieb der Risikomessung für die Masterfonds der Deka FundMaster sowie für die Publikums- und Spezialfonds der Deka Investment in einem mandantenfähigen System. Hierzu zählt die laufende Parametrisierung, die Belieferung des Systems mit Positions-, Kurs- und Stammdaten, die Zuschlüsselung der vorhandenen Risikomodelle und Approximierung nicht analytisch modellierbarer Instrumente. Die Auswertung der gelieferten Reports, die Überwachung der Limitauslastung und die Durchführung und Analyse von Backtesting und Stresstests finden ebenfalls hier statt. Detailanalysen zur Risikoattribution können im eReporting individuell intern wie extern bereitgestellt werden.

#### Ausbau des Leistungsumfangs

Zusammen mit grundlegenden Erweiterungen an EDV-Infrastruktur und organisatorischen Abläufen wird sukzessive eine Vielzahl weiterer Mandate auf den Qualifizierten Ansatz überführt. Der Einfache Ansatz wird in Zukunft nur noch in Ausnahmefällen vorgesehen sein. Von Seiten der Asset Manager entwickeln sich die erweiterten Anlagemöglichkeiten mehr und mehr zum Standard und eröffnen auch dem institutionellen Kunden ein breiteres Spektrum an Fondskonstruktionen und Investmentstyles. Nicht zuletzt wären viele der bevorstehenden Innovationen bei Finanzinstrumenten und Fondskonstruktionen ohne eine derartige Risikomessung nicht möglich.

In der Praxis hat sich zudem eine zusätzliche Dienstleistungskomponente als wichtig herausgestellt: die fachliche Beratung von Anlegern und Asset Managern hinsichtlich der Interpretation der Steuerungsinformationen aus der Risikomessung. Denn um die analytischen Ergebnisse optimal zu nutzen, sind oftmals Erläuterungen durch Spezialisten ebenso wichtig wie die Belieferung mit aktuellen Risikoattributionsanalysen und Sensitivitäten auf Marktentwicklungen.

Mit dem gelungenen Projektabschluss befindet sich die DekaBank auch in der Disziplin "Risikomessung für Fonds" hinsichtlich System, Prozessen und Know-how auf einem Platz im Vordergrund des deutschen KAG-Marktes und kann sich dabei an internationalen Standards messen lassen. Oder um zum anfänglichen Vergleich mit dem Autofahren zurückzukehren: Dank der Innovationen im Bereich der Risikomessung lässt sich das Vehikel Spezialfonds ein gutes Stück sicherer durch den zunehmend turbulenter werdenden Verkehr an den Kapitalmärkten manövrieren.

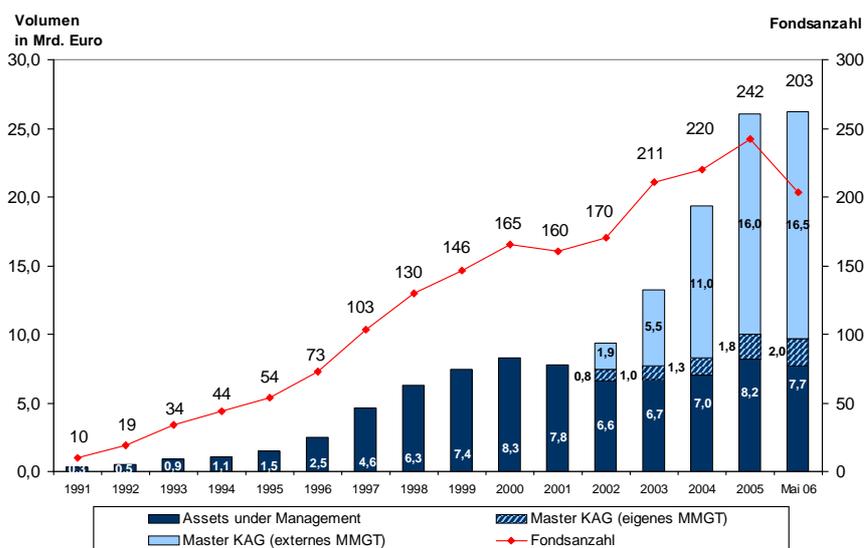


## Helaba Invest

### Vorstellung der Helaba Invest

Die Helaba Invest wurde 1991 als 100%ige Tochtergesellschaft des Hauses Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba) gegründet und ist im Helaba-Konzern zuständig für das professionelle Management von Vermögen institutioneller Anleger.

Seit ihrer Gründung partizipierte die Helaba Invest überproportional stark an der positiven Entwicklung des Spezialfondsmarktes und konnte sowohl gemessen am verwalteten Vermögen als auch hinsichtlich der Anzahl hinzugewonnener Mandate Wachstumsraten deutlich oberhalb des Marktdurchschnitts generieren. Inzwischen betreut die Helaba Invest insgesamt ein Volumen von ca. 28 Mrd. €. Bezogen auf das Gesamtvolumen von 26,2 Mrd. €, das im Rahmen von Spezialfonds verwaltet wird, entfallen ca. 18,5 Mrd. € auf Master-KAG Mandate. Die Größe der einzelnen Mandate, die sich hinsichtlich ihrer Struktur und Komplexität sehr voneinander unterscheiden, reicht dabei bis zu 2,5 Mrd. €.



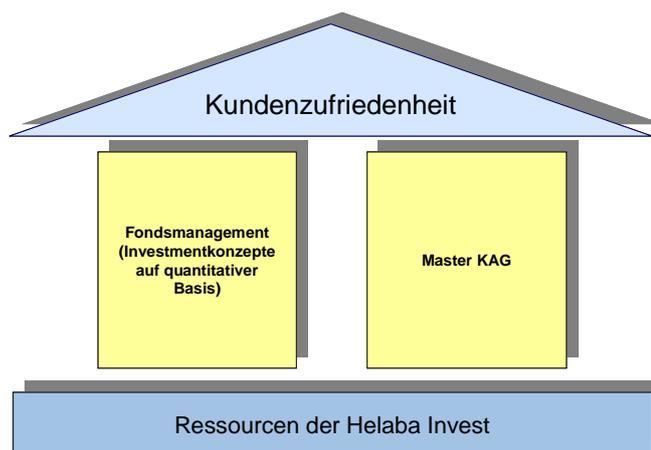
Zurückzuführen ist die positive Geschäftsentwicklung zum einen auf unseren hohen Anspruch an eine umfassende und individuelle Beratung unserer Kunden sowie zum anderen auf unsere erfolgreichen Produkte in Verbindung mit einer klaren, strategischen Ausrichtung.

Die Unternehmensstrategie der Helaba Invest basiert auf zwei Säulen: dem aktiven Fondsmanagement auf der Grundlage quantitativer Investmentkonzepte und unserer Dienstleistung als Master-KAG.

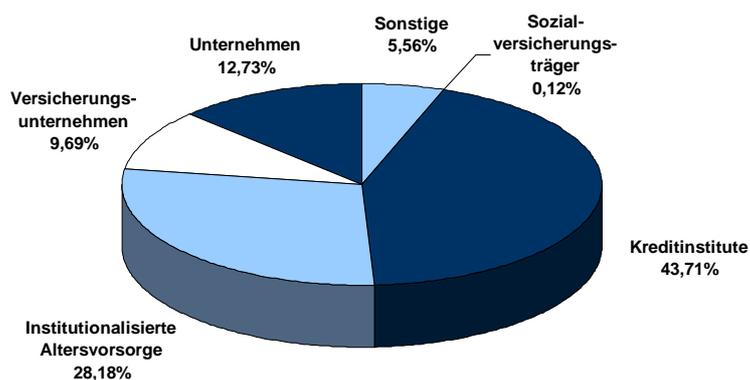
Im Bereich Asset Management bietet die Helaba Invest eine umfassende Produktpalette für nahezu alle Anlagekategorien an – von Aktien über Anleihen und Asset Allocation Fonds bis hin zu Absolute Return Produkten und Overlay-Strategien. Die verschiedenen Investmentansätze können in Form von Spezialfonds, 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 an. Hierzu zählen eine leistungsfähige Buchhaltung, ein detailliertes Risikomanagement sowie ein umfassendes Reporting. Als Master KAG zählt die Helaba Invest zu den führenden Anbietern.

<sup>1</sup> Stand: 31.05.2006



Die Kundenstruktur der Helaba Invest ist dabei sehr breitgefächert und stellt sich gemessen am betreuten Spezialfondsvolumen wie folgt dar<sup>2</sup>:



### **Kontakt:**

Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH  
 JUNGHOF  
 Junghofstr. 24  
 60311 Frankfurt am Main  
 Tel: 069 / 29970-0  
 Fax: 069 / 29970-630  
 Internet: [www.helaba-invest.de](http://www.helaba-invest.de)

### **Ansprechpartner:**

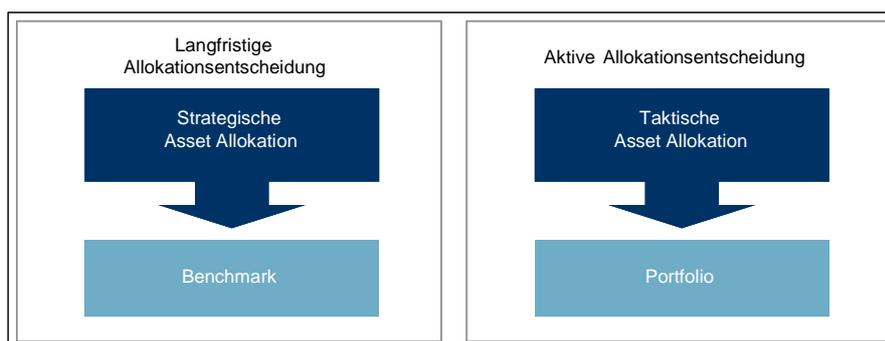
Uwe Trautmann  
 Sprecher der Geschäftsführung  
 Dr. Hans-Ulrich Templin  
 Mitglied der Geschäftsführung

<sup>2</sup> Stand 31.12.2005

## Overlay Management im Rahmen von Masterfonds

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 (alpha) zu erzielen und das Risiko auf Gesamtfondsebene zu steuern.

In Zusammenhang mit der Spezialisierung der Mandate ist auch die zunehmende Nachfrage nach Overlay Strategien zu sehen. Das Overlay Management dient dabei der Steuerung der Anlagestruktur auf Gesamtfondsebene unter strategischen und taktischen Gesichtspunkten. I.d.R. wird zwischen einer Strategischen Asset Allokation (SAA, mittel- bis langfristig) sowie der Taktischen Asset Allokation (TAA, kurzfristig, in Form eines Overlay Managements) unterschieden. Das Zusammenspiel ergibt sich aus dem folgenden Schaubild:



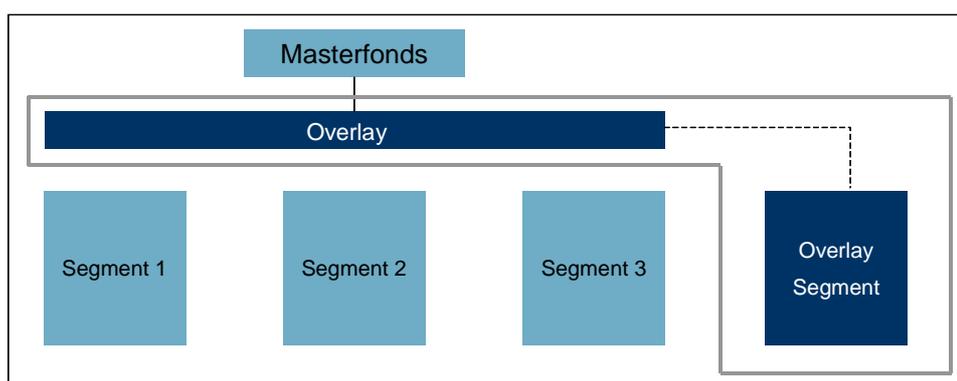
## Strategische Asset Allokation

Im Rahmen der SAA wird die Aufteilung des Anlagevermögens auf verschiedene Anlageklassen festgelegt. Diese Aufteilung wird durch die langfristigen Renditeerwartungen und die Risikoneigung des Kunden unter Berücksichtigung der erwarteten Entwicklung der Anlagen (Assets) und Verbindlichkeiten (Liabilities) determiniert. Die Entscheidung über die Asset Allokation ist dabei von höchster Relevanz für den zukünftigen Anlageerfolg. So lässt sich die langfristige Wertentwicklung zum größten Teil auf die Entscheidung über die langfristige Allokation des Anlagekapitals zurückführen. Erst dann entscheiden das kurzfristige Market Timing und zuletzt die Einzeltitelauswahl über den Anlageerfolg.

Die SAA mündet generell in der Struktur eines Masterfonds mit verschiedenen Anlagesegmenten.

## Umsetzung in der Master KAG

Die Master KAG bietet durch die zentrale Verwaltung und die einheitliche Bewertung der Kapitalanlagen eine optimale Voraussetzung für die Implementierung eines Overlay Managements, das im Masterfonds über ein separates Segment abgebildet wird (siehe Abbildung). Grundsätzlich wird der Masterfonds in mehrere Segmente aufgeteilt. Die einzelnen Segmente bzw. Mandate werden an spezialisierte Asset Manager vergeben, die damit nur noch für einen Teil und nicht mehr für das Gesamtportfolio verantwortlich sind. Gleichzeitig ist sichergestellt, dass der Overlay Manager zeitnah alle notwendigen Informationen über die verschiedenen Anlagesegmente erhält.



Durch die Umsetzung der Overlay Strategie auf oberster Ebene bleiben die auf ihre Anlagesegmente spezialisierten Asset Manager von der (Risiko-) Steuerung unberührt und können sich auf das eigentliche Management konzentrieren. Der Asset Manager erhält die klare Vorgabe, eine Überrendite (alpha) gegenüber der vorgegebenen Benchmark zu erzielen. Das Abweichungsrisiko gegenüber der Benchmark wird dabei häufig durch die Vorgabe eines Tracking Errors beschränkt. Die unterschiedlichen Anlageziele werden den einzelnen Entscheidungsträgern klar zugeordnet, so dass das Overlay und das aktive Management unabhängig voneinander erfolgen können. Der Anlageerfolg lässt sich dadurch eindeutig den einzelnen Managern zuordnen.

Die Steuerung im Overlay Segment erfolgt überwiegend durch den Einsatz von Derivaten. Es können jedoch auch Direktinvestments in Aktien und Renten sowie Publikumsfonds vorgenommen werden.

## **Vorteile eines Overlay Managements**

Ist die SAA innerhalb eines Masterfonds realisiert, sind taktische Eingriffe des Kunden in die Allokation des Masterfonds nur sehr bedingt möglich. So kann das Gesamtportfoliorisiko nur durch Mittelbewegungen oder durch einen direkten Eingriff des Kunden in das aktive Management eines Segmentes gesteuert werden. Das Gesamtrisiko eines Anlagesegments kann nur verringert werden, indem das Volumen des entsprechenden Segmentes reduziert bzw. der aktive Manager zu einem Hedge der Marktrisiken „genötigt“ wird. Der Anteilsverkauf ist auf Grund erhöhter Transaktionskosten nicht effizient, insbesondere wenn der taktische Eingriff nur vorübergehender Natur ist. Die Alternative, die Marktrisiken direkt im betreffenden Segment durch Derivate zu steuern, führt jedoch zu einem Zielkonflikt: Während der Kunde mit der Steuerung der Marktrisiken (beta-Risiken) einen Absolute-Return Gedanken verfolgt, strebt der aktive Manager ein Relative-Return Ziel an: die Outperformance seiner Benchmark, also die Generierung von alpha. Der externe Eingriff in den alpha-Generierungsprozess führt jedoch zu einer eingeschränkten Möglichkeit, den Anlageerfolg in diesem Segment zu messen.

Hier greift das Overlay Management ein: Taktische Eingriffe in die für sich genommen starre Anlagestruktur des Masterfonds werden allein in dem dafür vorgesehenen Overlay Segment vorgenommen. Auf diese Weise entfällt der aufwändige Abstimmungsbedarf mit den einzelnen Segment-Managern. Darüber hinaus kann auf eine Anpassung der Segment-Benchmark, die auf eine Veränderung der Anlagestruktur folgen würde, verzichtet werden.

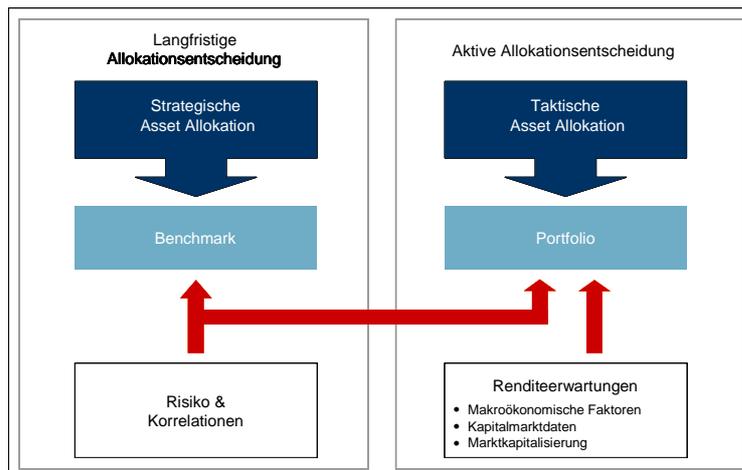
Die Verlagerung der taktischen Allokationsentscheidung auf den Overlay Manager führt damit zu einer effizienten, kostengünstigen und reibungslosen Verlängerung der Wertschöpfungskette.

## **Produktangebot der Helaba Invest**

Der Wunsch institutioneller Kunden nach einem Overlay erwächst i.d.R. aus zweierlei Zielen: erstens der Generierung von Zusatzerträgen über die Rendite der SAA hinaus und den aktiven Beitrag der Segmentfondsmanager und zweitens der Steuerung der Anlagerisiken nach einem vorgegebenen Risikobudget. Für beide Ziele bietet die Helaba Invest maßgeschneiderte Produkte an, die im Folgenden kurz dargestellt werden sollen.

### ***Strategisches Overlay Management***

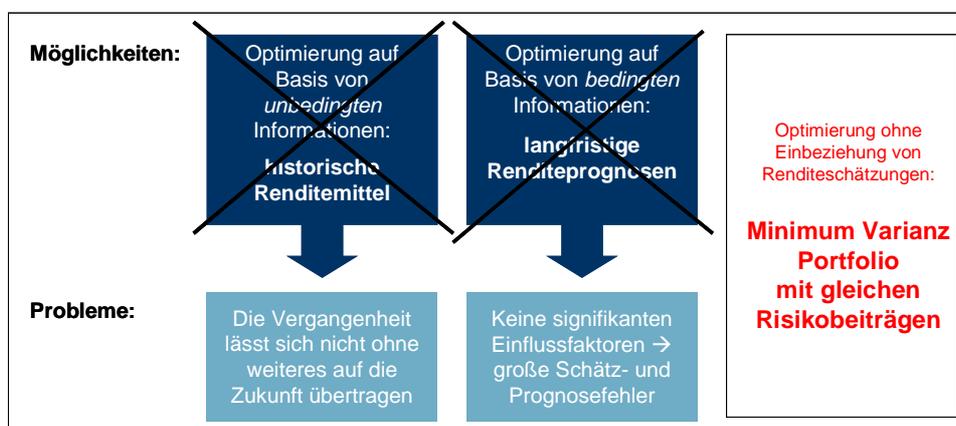
Ziel des Strategischen Overlay Managements ist die Bestimmung und Implementierung der strategischen Asset Allokation sowie die kontinuierliche Überwachung und Steuerung des Masterfonds. Neben der regelmäßigen Durchführung von Reallokationsmaßnahmen kann auch nach starken Marktbewegungen eine Rebasierung notwendig sein, um Abweichungen von der strategischen Allokation wieder zurückzuführen.



Eine Möglichkeit zur Bestimmung der strategischen Allokation ist der Einsatz der Portfoliotheorie nach Markowitz. Hierbei wird versucht, mit Hilfe von Renditeerwartungen und unter Berücksichtigung des Risikos (Volatilität) ein optimales Portfolio zu bilden. Zur Berechnung des Optimal-Portfolios können historische Wertentwicklungen herangezogen werden. Als problematisch erweist sich hier jedoch, dass Vergangenheitswerte nicht unmittelbar auf die Zukunft übertragen werden können.

Eine andere Möglichkeit, zur strategischen Allokation zu gelangen, ist die Verwendung langfristiger Renditeprognosen. Erfahrungsgemäß weisen jedoch auch Prognosen eine hohe Unsicherheit auf, so dass das Risiko einer langfristigen Fehleinschätzung eines Marktes besteht. Problematisch ist in beiden Fällen die hohe Sensitivität gegenüber geänderten Renditeerwartungen. So kann beispielsweise eine Erhöhung der Erwartung für Aktien USA um nur 1% von 7% p.a. auf 8% p.a. zu einem völlig anderen Optimal-Portfolio führen.

Aus den genannten Gründen basiert der Ansatz der Helaba Invest zur Bestimmung der strategischen Asset Allokation weder auf historischen Renditen noch auf langfristigen Renditeprognosen. Vielmehr gehen ausschließlich die Korrelationen der Assetklassen untereinander sowie deren Risiko, gemessen an der Volatilität, in die Portfoliobildung ein. Dabei handelt es sich um einen Optimierungsansatz, bei dem das Gesamtrisiko des Portfolios reduziert wird. Gleichzeitig müssen alle Assetklassen den gleichen Risikobeitrag zum Gesamtrisiko leisten. Das bedeutet, dass eine Änderung des Portfoliogewichtes um eine Einheit bei jeder Assetklasse zur gleichen Änderung des Portfoliorisikos führt. Auf diese Weise werden Diversifikationsmöglichkeiten optimal genutzt. Da die regelmäßige Rebasierung nicht zu einer völlig neuen Portfoliostruktur führt, kann man von einem robusten Portfolio sprechen. Eine Änderung in der Korrelationsstruktur der Assetklassen und des Risikos wirkt sich zwar unmittelbar auf das Portfoliogewicht aus, so dass beispielsweise eine Erhöhung der Volatilität in der Regel zur Verminderung des Portfoliogewichtes führt. Die grundlegende Struktur des strategischen Portfolios bleibt jedoch erhalten.



## Absolute Return Overlay

Bei der Ableitung der SAA besteht häufig der Zielkonflikt, dass der Anlagehorizont nicht nur langfristiger Natur ist, sondern auch mittelfristige Schwankungen relevant sind (Beispiel: die Entwicklung der Fondsvermögens bis zum Bilanzstichtag). Die SAA wird dabei als fix angenommen. Die Folge ist eine konservative Asset Allokation, die auch bei ungünstigem Marktverlauf die Erfüllung der Verpflichtungen ermöglicht, gleichzeitig aber eine Beschränkung der langfristigen Renditechancen bedeutet. Da die kurzfristige Entwicklung stark von der Volatilität der eingesetzten Assetklassen abhängt, muss bei geringem Risikobudget die Aktienquote häufig so stark beschränkt werden, dass eine langfristig benötigte Zielrendite nicht mehr erreicht werden kann. Durch eine Dynamisierung der Asset Allokation wird hingegen Risikobudget freigegeben, 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.

Ein Absolute Return Overlay verfolgt das Ziel, zu einem vorab festgelegten Zeitpunkt eine Wertuntergrenze (gegeben durch das Risikobudget) für das Gesamtportfolio nicht zu unterschreiten. Im Rahmen des Overlays verteilt der zuständige Manager das verfügbare Risikobudget effizient auf die unterschiedlichen Anlagesegmente. Die Overlay Steuerung erfolgt ohne Eingriffe in die Entscheidungsprozesse der aktiven Manager.

Die Absicherung eines Mindestportfoliowertes kann grundsätzlich durch den Einsatz von Optionen oder durch eine Dynamisierung der Asset Allokation erreicht werden. Die Helaba Invest bietet ein Absolute Return Overlay mit dynamischer Asset Allokation an. Diese begrenzt in fallenden Märkten das Verlustrisiko, während in steigenden Märkten eine Partizipation an der positiven Wertentwicklung ermöglicht wird. Die dynamische Asset Allokation wird ständig an das verfügbare Risikobudget des Portfolios angepasst, um das Erreichen der Wertuntergrenze nicht zu gefährden. Dies hat sich als flexibler als der Einsatz von Optionen erwiesen und ermöglicht eine jederzeitige Anpassung der Wertuntergrenze, beispielsweise um eine aufgelaufene Performance während der Wertsicherungsperiode abzusichern. Hierzu reicht eine Anpassung der Asset Allokation an das neue Wertsicherungsniveau aus. Das Absolute Return Overlay ist ein maßgeschneidertes Produkt, das hinsichtlich verschiedener Parameter individuell an die Bedürfnisse des Kunden angepasst wird. So kann der Kunde neben der Wertuntergrenze und dem Sicherungszeitpunkt auch die Assetklassen, die Maximalquoten der Assetklassen, die Duration sowie die Instrumente für die Marktrisikosteuerung frei wählen. 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, wenn bei einem zu geringen Risikobudget eine schnelle Rückgabe von Fondsanteilen möglich ist. Hier eignen sich insbesondere Publikumsfonds, deren Handhabung sich sehr flexibel gestaltet.

## Taktisches Overlay Management

Während sich das Absolute Return Overlay allein am verfügbaren Risikobudget orientiert, verfolgt das Taktische Overlay Management das Ziel, durch Nutzung kurzfristiger Marktchancen eine Outperformance gegenüber der SAA zu erwirtschaften. Das Taktische Overlay der Helaba Invest basiert auf monatlichen Renditeprognosen für die wichtigsten globalen Aktien- und Rentenmärkte. Dem Modell liegen Prognosen für zurzeit acht Assetklassen zu Grunde: jeweils vier für Aktien (Euroland, USA, Asien ex Japan, Osteuropa) und vier für Renten (Euroland Staatsanleihen, Euroland Corporates. Bei der „impliziten Marktprognose“ (siehe weiter unten) wird eine aktive Gewichtung (Über- oder Untergewichtung) der entsprechenden Assetklasse vorgenommen.

Die Prognosen werden aus einem quantitativen Modell abgeleitet, welches die für jede der acht Assetklassen gerade relevanten Erklärungsgrößen (Faktoren) enthält. Auf subjektive Meinungen („Bauchentscheidungen“) wird dabei vollkommen verzichtet, so dass es sich um einen rein quantitativen Ansatz handelt. Der Vorteil eines rein systematischen Ansatzes besteht darin, dass die Ergebnisse der Methodik, aus der Prognosen abgeleitet und darauf aufbauend Allokationsentscheidungen getroffen werden, historisch zurückgerechnet werden können. Die folgenden Schritte führen zur Renditeprognose für eine Assetklasse:

Im ersten Schritt wird, mittels einer Korrelationsanalyse, zunächst für die Vergangenheit und für jede Assetklasse getrennt, die Menge möglicher Einflussfaktoren für die Rendite des Folgemonats spezifiziert. Dabei werden alle ökonomischen und fundamentalen Faktoren berücksichtigt, die zumindest einmal im gesamten Zeitraum der historischen Rückrechnung für die zukünftige Rendite relevant waren.

Die Menge der möglichen Einflussfaktoren enthält diverse Konjunktur- und Inflationsindikatoren, aktuelle Marktbewertungen, Risikoindikatoren und Wechselkurse.

In der historischen Rückrechnung wird die Renditeprognose für einen Monat aus einem Mehrfaktormodell abgeleitet. Dabei werden nicht alle möglichen, sondern nur die zum Prognosezeitpunkt relevanten Einflussfaktoren aufgenommen. Das Modell kann sich damit flexibel an sich verändernde Rahmenbedingungen anpassen. Ein Faktor wird nur dann in das Modell aufgenommen, wenn er sich in den letzten vier Jahren für eine Renditeprognose geeignet hat. So ist im Juli 2006 beispielsweise der Ölpreis nicht in den Prognosemodellen für die vier Aktienmärkte enthalten, da er in jüngster Zeit einen weitaus geringeren Einfluss auf Inflation und Konjunktur hatte als noch in den 70er und 80er Jahren. Damit einhergehend ist auch der aktuelle Einfluss auf die Aktienmarktperformance nur sehr gering. Grundidee des Prognosemodells ist es, dass ein Faktor, der in den letzten 48 Monaten für die Rendite des Folgemonats bedeutsam war, auch zum Prognosezeitpunkt noch einen gewissen Erklärungsgehalt besitzt und damit für die Prognose verwendet werden kann.

Sind die relevanten Faktoren einmal bestimmt, ergibt sich die Gewichtung der Einflussgrößen aus der Schätzung des Modells aus den Daten der letzten 48 Monate. Die Schätzung wird monatlich vorgenommen, so dass das Modell nicht nur die jeweils aktuellen Einflussgrößen enthält, sondern auch die Gewichtung dieser Einflussgrößen dynamisch an sich verändernde Rahmenbedingungen angepasst wird. Die Prognose der Rendite für den Folgemonat ergibt sich dann aus dem geschätzten Zusammenhang zwischen Einflussgrößen und zukünftiger Rendite, der auf Basis der Vergangenheitsdaten festgestellt wurde. Dabei werden für die jeweilige Einflussgröße die jeweils aktuellen Werte verwendet.

Besonders wichtig bei der historischen Rückrechnung eines Prognosemodells ist es, dass zu einem bestimmten Zeitpunkt nur vergangene Informationen in das Modell einbezogen werden. So verzichtet die Helaba Invest bewusst auf Konjunkturdaten, die später revidiert werden könnten (Beispiel: Wachstums des US-Bruttoinlandsproduktes). Diese haben unbestritten einen hohen Einfluss auf die Aktienmärkte. Auf Grund von Revisionen ist jedoch die historische Rückrechnung einer systematischen TAA-Strategie nicht mehr ohne Verzerrungen möglich, da zu einem gegebenen Zeitpunkt teilweise Informationen verwendet werden, die in Wirklichkeit erst später (zum Zeitpunkt der Revision) zur Verfügung standen.

Sind die Prognosen für alle acht Assetklassen bestimmt, so erfolgt eine Optimierung der Allokation unter Verwendung der Renditeprognosen. Bei der Optimierung werden die Renditeprognosen mit den Korrelationen kombiniert und damit Diversifikationsmöglichkeiten optimal ausgenutzt. Die Helaba Invest verwendet hierfür ein robustes Verfahren, das die bekannten Probleme einer Markowitz-Optimierung (hohe Sensitivität der optimalen Struktur in Bezug auf die Inputparameter und häufiges Auftreten von Randlösungen) vermeidet. Dabei wird die Renditeprognose auf Basis des Modells in optimaler Weise mit der „Marktprognose“ zu einer Gesamtprognose aggregiert. Die „Marktprognose“ ist dabei diejenige Renditeprognose, die bei einer Markowitz-Optimierung (unter Verwendung der historischen Korrelationsmatrix) genau zur SAA führen würde. Umgekehrt lassen sich bei gegebener SAA und gegebener Kovarianzstruktur genau die einzelnen Renditeprognosen (durch inverse Markowitz-Optimierung) bestimmen, die zu eben dieser SAA führen. Das Gewicht der Modellprognose ist dabei umso größer, je geringer der Prognosefehler in der Vergangenheit war. Ist also der Modellfehler relativ groß, so wird tendenziell mehr Gewicht auf die Marktprognose gelegt. Umgekehrt kann bei guter Renditeprognose des Modells die für die Optimierung verwendete Gesamtprognose stärker von der Marktprognose abweichen. Durch dieses sog. Black-Litterman Verfahren wird eine robuste Renditeprognose ermöglicht, welche Markt- und Modellprognose in optimaler Weise kombiniert. Zudem ist diese Vorgehensweise intuitiv plausibel, da nicht die Höhe der Renditeprognose selbst sondern die Prognose im Vergleich zu der des Marktes zu einer Abweichung von der SAA führt.

Das Prognoseverfahren der Helaba Invest hat sich nicht nur in der historischen Rückrechnung als sehr erfolgreich erwiesen, sondern auch in der Praxis seinen Erfolg unter Beweis gestellt.

**Zusammenfassung:** 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 die Implementierung eines Overlay Management dar. Die Helaba Invest bietet neben der Kernfunktion als Master KAG sowohl die Beratung bei der Strategischen Asset Allokation als auch die Umsetzung eines Absolute Return Overlay sowie eines Taktischen Overlay Managements an.

Während sich das Absolute Return Overlay allein am verfügbaren Risikobudget orientiert, werden im Rahmen des Taktischen Overlay Managements kurzfristige Marktchancen zur Erwirtschaftung einer Outperformance gegenüber der Strategischen Asset Allokation ausgenutzt. Bei einem gegebenen Risikobudget ist auch eine Kombination aus einem Taktischen Overlay und einem Absolute Return Overlay darstellbar.

Nach Lösung der gesetzlichen Unsicherheiten rund um die Fondsübertragung und Fondsfusion hat damit die nächste Stufe der Umsetzung der Master-Fonds-Strategien begonnen. Das hohe Kundeninteresse für entsprechende Overlay Strategien bestätigt diesen Trend.

**Investec Asset Management**  
Global Free Enterprise Fund  
April 2006





## Investec Asset Management

### Einführung: Informationen zu unserem Unternehmen

Investec Asset Management (IAM) ist ein international, spezialisiertes Investmenthaus, das derzeit Vermögenswerte in der Höhe von € 45,4 Mrd. (Stand: März 2006) verwaltet. In erster Linie sind wir ein Vermögensverwalter, der sich durch sorgfältig ausgewählte Anlagestrategien auszeichnet.

Wir haben Niederlassungen in Großbritannien, auf den Kanalinseln, in Asien und Südafrika und beschäftigen über 80 Fondsmanager- und -analysten. Das Unternehmen ist sowohl für institutionelle Anleger als auch für Privatkunden tätig. Wir verwalten internationale und regionale Wertpapiere, festverzinsliche Fonds und Hedge-Fonds für betriebliche und staatliche Pensionspläne, Wohltätigkeitsorganisationen, Stiftungen und Privatkunden auf der ganzen Welt.

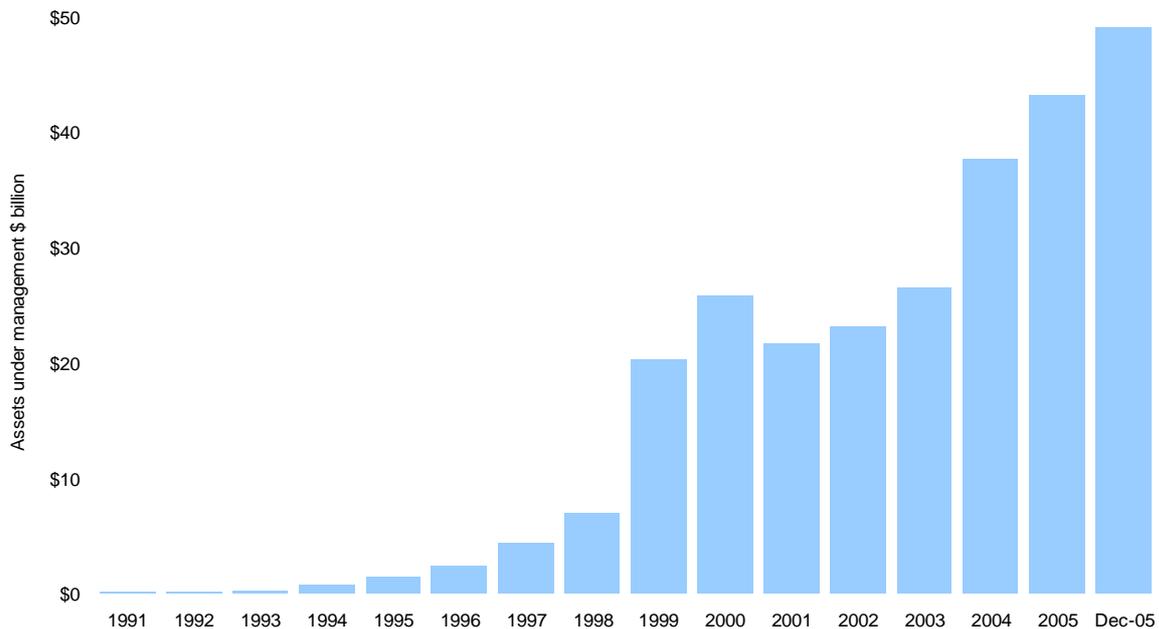
Für unsere gute langfristige Performance und den hervorragenden Kundenservice wurden uns mehrere branchenspezifische Auszeichnungen verliehen, darunter der Overall Group Award von S&P Deutschland in der Kategorie „Specialist Group“ in 2006, der „Overall Small Group“-Preis von Lipper im Jahr 2005 und der begehrte „Firm to Watch“-Preis des Global Investor Magazine im Jahr 2004. Auf dem Privatkundenmarkt umfassen unsere Produkte 28 Fonds mit Sitz im In- und Ausland, die von S&P oder Forsyth-OBSR mit „A“ oder „AA“ bewertet wurden. Viele Fonds wurden auf Grund ihrer Eigenleistung ausgezeichnet – beispielsweise der Global Energy Fund (bester internationaler Energie-Fonds bei den Auszeichnungen von S&P Deutschland 2006 und bei den Auszeichnungen von S&P Schweiz „Best Energy Fund 2006“) sowie Managed Growth (erster Platz im Asset Allocation Global Flexible Sector von Lipper). In den vergangenen drei Jahren ermöglichte die Qualität unserer Fonds und Dienstleistungen Partnerschaften mit über zwanzig führenden Finanzinstituten, damit wir auch deren Kunden außerordentliche Anlageprodukte anbieten können.

### Unsere Entwicklung

Im Jahr 1991 nahm Investec Asset Management seine Geschäftstätigkeit in Südafrika auf, wo sich das Unternehmen heute als einer der größten Verwalter von Kundengeldern und eine der bedeutendsten Investmentgesellschaften etabliert hat. Durch den Kauf von Guinness Flight Hambro Asset Management im Jahr 1998, einem Nischenanbieter im Bereich der festverzinslichen Anlagen und des Liquiditätsmanagements, fasste Investec Asset Management auch in Großbritannien Fuß. In den Jahren 1999 und 2000 konzipierte Investec Asset Management seine internationale Produktplattform neu und konzentrierte sich auf die Schaffung eines inländischen Franchise-Unternehmens in Großbritannien, und zwar sowohl auf dem Markt für institutionelle Anleger als auch im Privatkundenbereich. Gleichzeitig wurde die Konsolidierung und Stärkung seiner Position in Südafrika verfolgt. Der nächste Schritt besteht in der Ausweitung unserer Geschäftsaktivitäten auf dem europäischen Festland, wo wir im Jahr 2004 eine breite Fonds-Palette registriert haben, um sowohl den Anforderungen institutioneller Anleger als auch den Bedürfnissen der Privatkunden auf den Kernmärkten wie beispielsweise Deutschland gerecht zu werden. Das Unternehmen wird nach wie vor von seinen Gründungsmitgliedern geleitet, die sich voll und ganz der außerordentlichen Qualität bei den Investitionen und dem persönlichen Service verschrieben haben. Dies ist maßgeblich für den Erfolg des Unternehmens und wird in jedem Aspekt der heutigen Geschäftsaktivitäten deutlich. Das Unternehmen gehört zur Investec plc, die eine gemeinschaftliche Börsenzulassung für den FTSE All Share Index und die südafrikanische Börse Johannesburg Stock Exchange (JSE) hat.



## Wachstum der verwalteten Fonds



### *Investec Global Free Enterprise Fund*

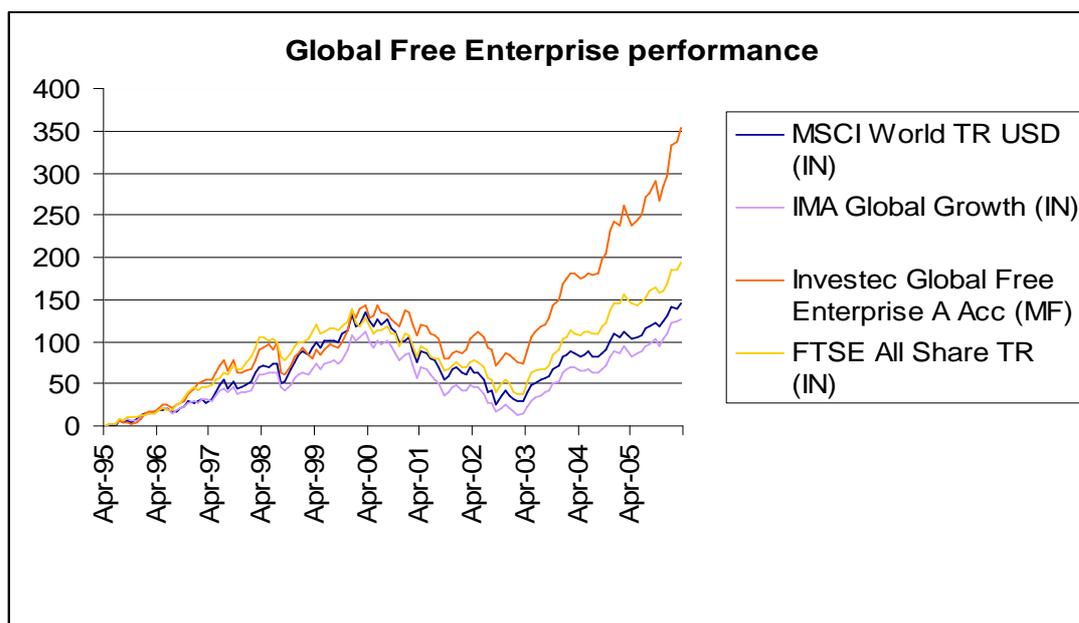
## Eine erfolgreiche Philosophie

Im Zuge der weltweiten Veränderungen ergeben sich viele Investitionschancen. Das Wachstumspotenzial kann beträchtlich sein, wobei es keine Rolle spielt, ob die jeweilige Veränderung regulierender oder wirtschaftlicher Natur ist oder auf die Umstrukturierung innerhalb einer einzelnen Organisation zurückzuführen ist. Der Investec Global Free Enterprise Fund wurde konzipiert, um diese Potenziale zu nutzen und den Aktionären eine lohnende langfristige Anlageform zu bieten. Dieser einzigartige Fonds konzentriert sich auf als attraktiv bewertete Unternehmen, deren Gewinnaussichten sich sehr wahrscheinlich auf Grund einer Änderung bei der Eigentümerschaft, Kontrolle oder bei den Geschäftsbedingungen verbessern werden. Wir verfügen über einen ausgeklügelten Prozess, mit dem diese Veränderungen bereits sehr früh erkannt werden. Wenn wir überzeugt sind, dass unsere Indikatoren auf eine verbesserte Unternehmensleistung deuten und diese Verbesserung wahrscheinlich auch von anderen Anlegern erkannt werden wird, wird dieser Wert in das Portefeuille des Global Free Enterprise Fund aufgenommen.



## Ein preisgekrönter Fonds

Wir verwalten den Investec Global Free Enterprise Fund seit seiner Auflegung im Jahr 1994. Wie die unten stehende Grafik zeigt, haben unsere Kunden von einer beeindruckenden Erfolgsgeschichte profitiert (bitte nehmen Sie jedoch zur Kenntnis, dass die Performance in der Vergangenheit keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zulässt). Die äußerst gute Performance des Fonds wurde durch eine Reihe von Auszeichnungen anerkannt. In jüngster Vergangenheit wurde der Fonds bei den Investment awards 2005 von Money Observer als Global Equity Fund des Jahres nominiert, und bei den Fund Awards 2006 von Standard and Poor's UK als bester internationaler Aktienfonds in den letzten 10 Jahren.



## Ausgeklügelter Anlageprozess

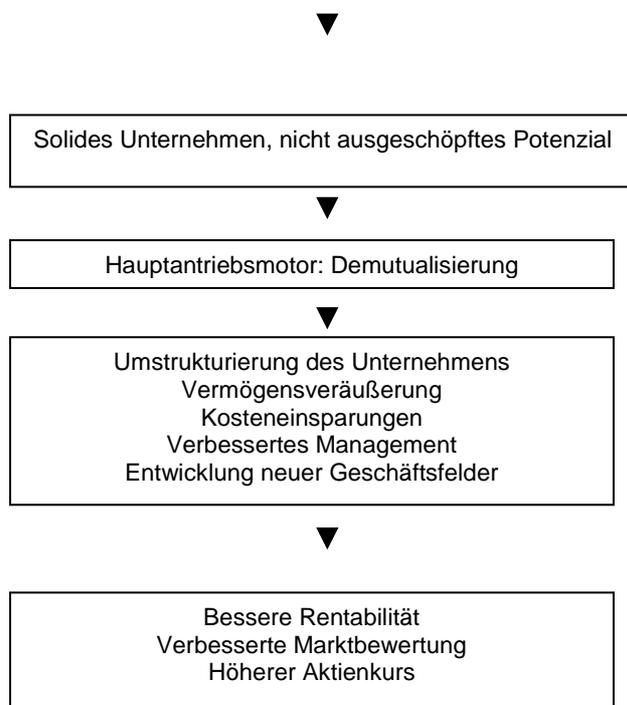
Mit Hilfe systematischer Filter und gründlicher Recherche streben wir lohnende Investitionen bei einem effektiven Risikomanagement an.

Als Erstes gilt es die Veränderungen auf den Märkten oder in einzelnen Unternehmen auf der ganzen Welt zu erkennen. Hierfür ist eine überdurchschnittlich hohe Affinität zum Markt erforderlich. Das Managementteam des Global Free Enterprise Fund besteht aus Experten in diesem Anlagebereich, die sich ergänzend zu den eigenen Recherche- und Analysedaten auf einen soliden Anlageprozess berufen können. Unser Team internationaler Analysten untersucht wöchentlich die globalen Aktienmärkte im Hinblick auf 4.500 Unternehmen (von denen jedes über eine Börsenkapitalisierung von über US\$ 1 Mrd. verfügt), um eine engere Auswahl von 500 möglichen Unternehmen zu treffen, die sehr wahrscheinlich von unseren 14 Hauptfaktoren wie Änderungen bei Eigentümerschaft, Regulierung, Technologie, Management oder Betriebsumgebung betroffen sind.

Die Unternehmen werden anhand unseres „4-Faktoren-Investmentprozesses“ in eine Ligatabelle (Scoringtabelle) eingestuft, basierend auf: Bewertung, Strategie, Dynamik und technische Faktoren. Unserer Meinung nach bestimmen diese 4 Faktoren laufend den Aktienkurs. Diese Ergebnisse werden mit Hilfe eines eigens entwickelten Verfahrens ermittelt, das eine spezielle Technologie zur Erfassung externer Daten aus verschiedenen Quellen nutzt. Diese Tabelle bildet eine objektive Grundlage im Anfangsstadium unseres Aktienaushwahlprozesses.

Anschließend folgen detaillierte Untersuchungen der von uns hoch bewerteten Unternehmen, um die besten Investitionschancen für das Portefeuille zu ermitteln. Das Portefeuille setzt sich vorwiegend aus hoch bewerteten Aktien zusammen, die als erstklassige Unternehmen mit sich verbesserndem Gewinnausblick beschrieben werden können. Es handelt sich um Unternehmen, die als attraktiv gelten und zunehmend die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich ziehen.

## Konzeptbeispiel des Investitionsprozesses



### Ein starkes Team

Die Anleger haben die Gewissheit, dass der Fonds von einem elfköpfigen internationalen Aktienteam verwaltet wird, dessen Mitglieder durchschnittlich über 14 Jahre Erfahrung und eine ausgezeichnete Erfolgsgeschichte speziell in diesem Anlagebereich verfügen. Der Fondsmanager Mark Breedon verfügt über 29 Jahre Investitionserfahrung sowohl auf den Schwellen- als auch den Industriemärkten und hat an verschiedenen Orten gearbeitet. Er hat in der Vergangenheit einen der weltweit größten Privatisierungsfonds verwaltet, und der Fonds konnte von seiner beispiellosen Erfahrung profitieren.

**Falls Sie weitere Informationen wünschen, wenden Sie sich an folgende Ansprechpartner:**

#### Andrea Cegla

European Relationship Manager  
Investec Asset Management Limited

[www.investecfunds.co.uk](http://www.investecfunds.co.uk)

☎ +44 (0) 207 597 1812

☎ +44 (0) 207 597 1919

[andrea.cegla@investecmail.com](mailto:andrea.cegla@investecmail.com)

#### Michelle Clark

European Relationship Manager

Tel: + 44 (0)20 7597 1903

E-Mail: [michelle.clark@investecmail.com](mailto:michelle.clark@investecmail.com)

## M&G Investments



## M&G: Tradition und Innovation

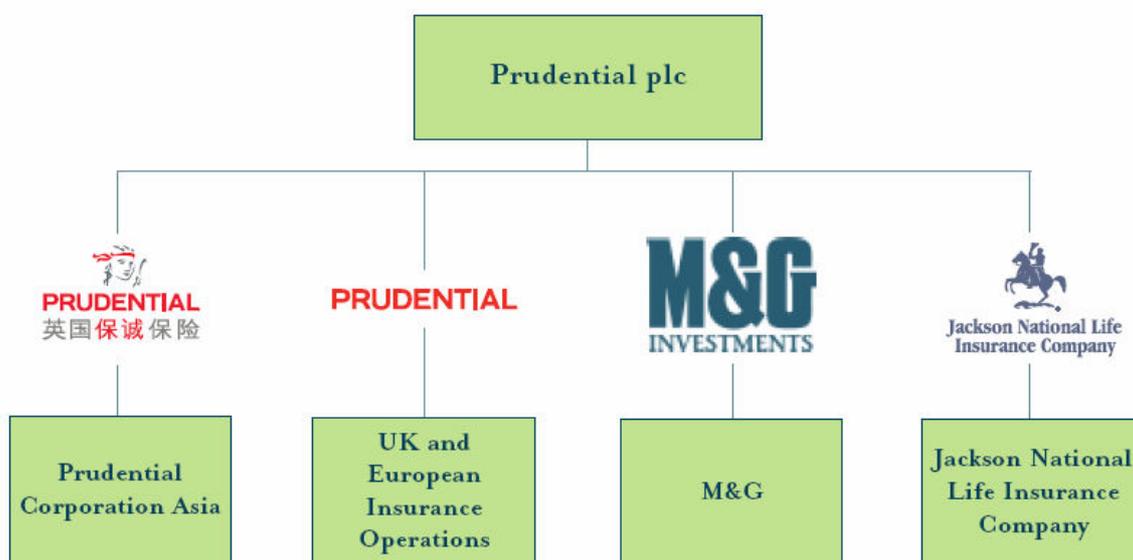
### Das Unternehmen

M&G ist ein Pionier der Fondsbranche: Das Unternehmen wurde im Jahr 1901 als Finanzarm eines englischen Bauunternehmens gegründet und revolutionierte die europäische Finanzwelt 1931 mit der Auflegung des ersten Publikumsfonds. Seitdem hat sich das Unternehmen auf das Management von Investmentfonds konzentriert und immer wieder mit innovativen Produkten und Anlagestrategien eine Vorreiterrolle in der Investmentbranche eingenommen:

- 1954: M&G bietet den ersten Investmentanlageplan in Großbritannien an
- 1968: Einführung des ersten fondsgebundenen Produkts für die private Altersvorsorge (UK)
- 1994: Erster Publikumsfonds für Corporate Bonds (UK)
- 1998: Erster Publikumsfonds für High Yield Corporate Bonds (UK)

### M&G und Prudential

1999 wurde M&G Teil der Prudential-Gruppe, einem der führenden internationalen Finanzdienstleister mit mehr als 21 Millionen Kunden, über 23.000 Mitarbeitern und einer Marktkapitalisierung von rund 20 Mrd. Euro (Stand: Juli 2006).



### Das Fondsmanagement

M&G verwaltet im Londoner Hauptsitz Investmentfonds für institutionelle und private Kunden und fungiert außerdem als Vermögensverwalter der Muttergesellschaft in Europa. Das Investmentgeschäft außerhalb Europas wird von den Investment- Niederlassungen der Prudential in den USA, Singapur und Hongkong geführt. Einige globale Aktienfonds werden allerdings vom Londoner M&G-Sitz aus verwaltet. Mit einem verwalteten Fondsvermögen von 224,7 Milliarden Euro (per 30. Juni 2006) ist M&G einer der führenden Fondsanbieter Europas.



## M&G International Investments Limited

M&G International Investments Ltd. wurde 2001 als Vertriebsarm für das internationale Investmentfondsgeschäft von M&G gegründet. Im gleichen Jahr wurde die erste Niederlassung außerhalb Großbritanniens in Berlin für das Geschäft in Deutschland, Österreich und Luxemburg eröffnet. 2002 folgte eine weitere Niederlassung in Mailand zur Betreuung italienischer Kunden. Seit 2005 bestehen weitere Büros in Wien und Frankfurt; zudem wurde der Vertrieb von M&G-Fonds in der Schweiz aufgenommen, und in Madrid wurde die spanische Niederlassung von M&G International gegründet.

### Das Fondsangebot

M&G International bietet eine umfassende Palette von 15 Aktien- und drei Unternehmensanleihefonds an, die alle in einer Euro-Anteilsklasse erhältlich sind:

<b>1. Global Themed Funds</b>
M&G Global Basics Fund
M&G Global Leaders Fund
M&G Global Technology Fund
<b>2. Standard Funds</b>
M&G American Fund
M&G Asian Fund
M&G British Opportunities Fund
M&G European Fund (ex UK)
M&G European Smaller Companies Fund
M&G International Growth Fund
M&G Japan Fund
M&G Japan Smaller Companies Fund
M&G North American Value Fund
M&G Pan European Fund
M&G Recovery Fund
<b>3. No Load Funds</b>
M&G European Index Tracker Fund (ex UK)
<b>4. Bond Funds</b>
M&G Corporate Bond Fund
M&G European Corporate Bond Fund
M&G European High Yield Bond Fund



### **Aktives Aktienmanagement**

M&G setzt auf eine aktive Anlagestrategie und sucht mittels einer sorgfältigen Bottom-up-Analyse nach Unternehmen mit langfristig hohen Renditeaussichten.

Zu diesem Zweck haben wir einen Pool aus hoch qualifizierten Fondsmanagern aufgebaut, die sich ausschließlich darauf konzentrieren, mit ihren jeweiligen Portfolios eine optimale Investmentperformance zu erzielen. In den Bereichen Research, Risikomanagement und Handel können sie hierbei auf die soliden internen Infrastrukturlösungen von M&G zurückgreifen.

Im Verhältnis zu dem von uns verwalteten Fondsvermögen ist unser Aktienteam relativ klein. Dies ist eine bewusste Entscheidung, denn wir wollen einen offenen Dialog innerhalb eines transparenten und zugleich robusten Rahmens ermöglichen. Fazit: Es geht um die Schaffung einer optimalen Grundlage, damit unsere Fondsmanager auch bei großen Investmentvolumina durch sorgfältiges Stockpicking eine attraktive Rendite erzielen können.

### **Aktives Management von Unternehmensanleihen**

Das aktive Management von Unternehmensanleihen hat bei M&G eine lange Tradition. Neben Anleiheprodukten für externe Kunden verwalten wir z. B. auch die Versicherungsfonds unserer Muttergesellschaft Prudential plc. Für die in Europa angebotenen Anleihefonds ist unser Team von Publikumsfondsmanagern zuständig. Diese können sich auf den Sachverstand und die Ressourcen von M&Gs gesamtem Fixed Income Team stützen, das zu den größten in Europa gehört.

### **Kontakt**

M&G International Investments Ltd.

Clemensstr. 6

D-60487 Frankfurt

Tel.: +49-(0)69-133867-0

Fax.: +49-(0)69-133867-33

[Volker.Buschmann@mandg.de](mailto:Volker.Buschmann@mandg.de)

[Andrea.Below@mandg.de](mailto:Andrea.Below@mandg.de)

## Nordcon Investment Management AG

### Swaps – Performanceoptimierung in Spezialfonds

Der Kapitalanleger ist in Zeiten niedriger Zinsen permanent auf der Suche nach einem „Mehr“ an Rendite. Klare Vorgaben zur Risikotragfähigkeit der Fonds, der verstärkte Trend in Richtung „Total Return Ansatz“ und eine Abkehr vom „Benchmarking“ als Leitlinie für die Dispositionen stellen Fondsmanager hierbei vor immer neue Herausforderungen. Die Performance der Spezialfonds wird maßgeblich als Ergebnis aus der Nutzung von Marktentwicklungen und gleichzeitig aus der Vermeidung von Kosten geprägt und führt zwangsläufig zum Bedarf an weiteren Produkten wie beispielsweise Swaps. Zinsswaps etwa ermöglichen dem Fondsmanager auf vielfältige Weise, Performance und Risiko seines Spezialfonds in einem hoch liquiden Markt auszusteuern.

Swapschäfte sind zunächst vertraglich vereinbarte Tauschgeschäfte, die auf das Ausnutzen von komparativen Kostenvorteilen an den internationalen Finanzmärkten abzielen. Bei einem reinen Zinsswap geht es um den Austausch von Zinszahlungsverpflichtungen in einer Währung für eine bestimmte Laufzeit. Wesentlich dabei ist, dass die auf den gleichen Ausgangsbetrag zu leistenden Zinsen unterschiedlichen Zinsberechnungen unterliegen und durch den Swap keine gegenseitigen Kapitalforderungen entstehen. Sinn eines solchen Tausches ist es, den relativen Vorteil, den jeweils eine Partei gegenüber der anderen aufgrund ihrer Stellung an einem bestimmten Finanzmarkt hat, mit der anderen Partei zu tauschen. Das gleiche gilt sinngemäß auch für Währungsswaps. Das Hauptmerkmal eines Währungsswaps liegt darin, dass die zu tauschenden Verbindlichkeiten in verschiedenen Währungen begründet sind. Eine dritte Variante ist der Credit Default Swap (CDS), bei dem Anleger die Möglichkeit haben, Kreditrisiken in Bezug auf einen Referenzschuldner zu kaufen bzw. zu verkaufen, ohne die zugrunde liegenden Anleihen bzw. Forderungen zu kaufen bzw. zu verkaufen. CDS bieten eine Absicherung gegen Kreditverluste bei Eintreten eines Zahlungsausfalls. Sie haben die Liquidität an den Kapitalmärkten wesentlich erhöht.

Zinsswaps spielen neben Zinsoptionen, Forward Rate Agreements oder Zinsfutures eine wichtige Rolle im Zinsmanagement von Unternehmen und bieten verschiedene Möglichkeiten zur Portfolio- bzw. Durationssteuerung. Interessant ist in diesem Zusammenhang allerdings die Tatsache, dass nur wenige professionelle Vermögensverwalter Zinsswaps im Spezialfondsmanagement einsetzen und ihre Vorteile nutzen. So kann beispielsweise aus einem Rentenportfolio mit variabel verzinslichen Wertpapieren durch den Abschluss eines Receiver-Swaps (Festzinsempfänger) synthetisch ein festverzinsliches Portfolio generiert werden. Eine zweite Variante der Portfoliogestaltung ist die Absicherung eines festverzinslichen Portfolios gegen steigende Zinsen durch den Abschluss eines Payer Swaps (Festzinsezahler). Der Einsatz von Zinsswaps macht keinen Verkauf bzw. Tausch der im Portfolio befindlichen Anleihen notwendig, weshalb diese Vorgehensweise für den Anleger deutlich zeit- und kostensparender ist. Es ist möglich, Absicherungsgeschäfte auf Einzeltitelbasis (Micro-Swap) abzuschließen oder ein Portfolio über einen Macro-Swap vollständig abzusichern. Ein Swap kann je nach Zinsmeinung bzw. Ertragerwartung mit beliebiger Laufzeit abgeschlossen werden. Der Swapmarkt ist ein hochliquides Marktsegment, so dass der Abschluss von großvolumigen Geschäften problemlos möglich ist. Fortlaufende Quotierungen für Laufzeiten von bis zu 30 Jahren und enge Bid- / Offer-spread sorgen für marktgerechte Kursstellungen und hohe Transparenz.

Swapschäfte bieten aber noch weitere Vorzüge. Während der Laufzeit / Sicherungsphase ist beispielsweise anders als beim Future-Roll keine Auflösung des Swaps erforderlich. Auch Marginzahlungen (Initial Margin, Additional Margin), wie sie bei Future-Geschäften hinterlegt werden müssen, sind hier nicht notwendig. Außerdem hat die endgültige steuerliche Regelung, dass die Erträge aus Swapschäften wie bei Future-Geschäften steuerstundend im Fonds verbleiben dürfen, die Anlegernachfrage nach Swapschäften bei Spezialfonds wieder verstärkt.



Für den praktischen Einsatz von Zinsswaps in Spezialfonds sind neben dem besonderen Know-how im Fondsmanagement auch professionelle Partner erforderlich. Bei der NORDCON Investment Management AG etwa, die seit mehreren Jahren erfolgreich Zinsswaps zur Feinsteuerung von Rentenportefeuilles einsetzt, erfolgt die Kontrahentenauswahl nach streng definierten Kriterien. Mit den so bestimmten Swappartnern werden Verträge als Grundlage der Geschäftsbeziehung geschlossen und außerdem gegenseitig Kreditlinien beordnet. Vor Abschluss eines Swapgeschäftes werden Vergleichsangebote verschiedener Swappartner eingeholt, um eine marktgerechte Preisstellung zu gewährleisten. Ein Partner für die NORDCON AG ist die NORD/LB, die als Market Maker Geschäfte in entsprechenden Größenordnungen durchführt. Für Zinsswaps existiert ein hocheffizienter und liquider Markt. Zur Handelskontrolle in der KAG wird für den Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses vom jeweiligen Swapkontrahenten die für das Pricing zugrunde liegende Swapkurve angefragt.

Auch bei der erforderlichen täglichen Bewertung der Zinsswaps wird der Barwert im Abzinsungsverfahren anhand der aktuellen Zinskurve festgestellt. Dadurch wird eine ständige Bewertung des Fondsvermögens zu Marktpreisen sichergestellt. Die Ergebnisse aus den Swappositionen werden etwa bei der NORDCON AG im internetbasierten eReporting ausgewiesen. Gleichzeitig wird die aktuelle Zinskurve zur Information im eReporting bereitgestellt.

Die vielfältigen Erfahrungen der vergangenen Jahre belegen eindeutig, dass Swaps in Verbindung mit Spezialfondsinvestments den gleichen Stellenwert verdienen, den sie als Finanzinstrument bei der Direktanlage von Unternehmen bereits seit vielen Jahren einnehmen. Es gibt also keinen Grund, warum Fondsanleger auf die Optimierungspotenziale von Swaps hinsichtlich Kosten, Risiko und Performance ihrer Investments verzichten sollen und dementsprechend wird die Nachfrage nach einem swapgestützten Spezialfondsmanagement in Zukunft sicherlich weiter steigen.

**Autor: Dirk Niemeyer, Mitglied des Vorstandes**

## **NORDCON Investment Management AG**

Calenberger Esplanade 2-4  
30169 Hannover  
Telefon: 0511/12354-0  
E-mail: [investment@nordcon-ag.de](mailto:investment@nordcon-ag.de)

## Threadneedle investments

# Master-KAG: Erfolgsmodell für deutsche Investoren und ausländische Vermögensverwalter

Von Rainer Schröder, Head of Distribution Germany & Austria bei Threadneedle Investments

Die Master-KAG hat sich in der institutionellen Vermögensanlage in den letzten Jahren am deutschen Markt durchgesetzt. Zwar existieren noch zahlreiche Spezialfonds, die nach dem traditionellen Modell aufgesetzt wurden, doch bei neuen Mandaten hat sich die Zusammenführung der Fondsadministration mehrerer Sondervermögen eines Anlegers bei einer Kapitalanlagegesellschaft zum Standard entwickelt. Diese Entwicklung bringt zahlreiche Vorteile mit sich, nicht nur für die heimischen institutionellen Anleger, sondern auch für ausländische Vermögensverwalter.

### Daten aus einer Hand

Der wichtigste Vorzug der Master-KAG für den institutionellen Anleger besteht im einheitlichen Reporting aller Anlageergebnisse. Während im alten Modell die Entwicklung der bei verschiedenen Kapitalanlagegesellschaften aufgelegten Spezialfonds nach unterschiedlichen Methoden gemessen und berichtet wurde, führt die Master-KAG alle Fonds eines Anlegers unter einem Dach zusammen und gewährleistet so ein konsolidiertes Reporting aus einer Hand. Durch die einheitliche Datenbasis wird nicht nur die Transparenz erhöht und die Vergleichbarkeit von Vermögensgegenständen verbessert. Die Zentralisierung von Reporting, Controlling und Fondsbuchhaltung erleichtert auch die Risikokontrolle.

### Bilanzielle Vorteile

Bilanztechnisch bietet die Master-KAG institutionellen Anlegern echte Vorteile, weil die in einem Master-Fonds zusammengefassten Vermögensgegenstände miteinander saldiert und somit Verluste gegenüber Gewinnen verrechnet werden können. Zudem bündelt der Master-Fonds die enthaltenen Vermögensgegenstände in einem Wertpapier, so dass nur noch eine einzige Position statt mehrerer getrennt auszuweisender Anlagen in die Bilanz aufgenommen werden muss.

### Einfacheres Overlay-Management

Die Nutzung von Overlay-Management-Strategien wird mit der Master-KAG deutlich einfacher. Anstatt einer Ausweitung oder Verringerung von Marktexposition durch Zuführung oder Verringerung der Spezialfondsdotation kann über alle Segmente hinweg das Marktexposition durch Derivateinsatz angepasst werden. Dadurch ist es auch möglich, die Allokationsentscheidungen weitgehend von den Managerentscheidungen abzukoppeln. Hat ein Investor etwa einen besonders guten Manager für US-Aktien gefunden, so kann er in separaten Spezialfonds bei einer negativen Marktmeinung sein Engagement im US-Markt nur durch Geldentzug für den Manager oder den Aufbau einer hohen Barposition im Segment verringern. Im Master-Fonds dagegen kann ein Overlay-Manager mit Hedge-Strategien vergleichsweise leicht das marktspezifische Risiko kurzfristig verändern, indem er in US-Futures long oder short geht. Wird dauerhaft eine stärkere US-Ausrichtung gewünscht, kann im Master-Fonds Liquidität in diesen Bereich umgeleitet werden, ohne dass andere Fondsanteile verkauft werden müssen.

### Günstigere Konditionen

Weil die verschiedenen Vermögensgegenstände im Master-Fonds eines Investors üblicherweise bei einer einzelnen Depotbank liegen, hat sich der Preiswettbewerb im Depotbankgeschäft verschärft. Die mit der Master-KAG verbundene Aufbrechung der Wertschöpfungskette hat nämlich zur Folge, dass die Depotbank- und die Management-Dienstleistung eines Anbieters nicht mehr als Paket angeboten werden müssen. Der Wegfall der Quersubventionierung von Managementleistungen durch Depotbankgebühren erhöht die Kostentransparenz.



## Höhere Flexibilität

Die gestiegene Transparenz hat wiederum zur Folge, dass spezialisierte Depotbanken ihre Dienste inzwischen günstiger anbieten als alteingesessene Wettbewerber. Außerdem müssen Vermögensverwalter heute die wahren Kosten ihrer Managementleistung ausweisen. Das steigert die Wettbewerbsfähigkeit ausländischer Vermögensverwalter im Vergleich zu ihren bislang oft quersubventionierten deutschen Konkurrenten deutlich. Dem Investor kann dies nur recht sein, da er nun die bewährten Managementleistungen ausländischer und einheimischer Anbieter besser vergleichen kann. Der Marktzugang für ausländische Vermögensverwalter wurde deutlich erleichtert, zumal sie dank der Master-KAG nicht mehr gezwungen sind, für deutsche Kunden eigens eine Kapitalanlagegesellschaft zu gründen.

Die Geschäftsbeziehung zwischen Vermögensverwalter und Investor unterliegt aber auch in anderer Hinsicht einem Wandel: Waren früher die Bindungen zwischen Anleger und Asset Manager eher eng und langfristig, weil der Kunde bei einem Manageraustausch die KAG wechseln und den Spezialfonds kündigen musste, so ermöglicht der Master-Fonds heute den unkomplizierten Austausch von Managern, deren Leistung den Anleger enttäuscht. Weil die Bindung des Kunden an den Asset Manager sinkt während der Anspruch an die Performance parallel wächst, kommt ausländischen Vermögensverwaltern die derzeit stark ausgeprägte Flexibilität der Anleger zugute, wenn sie Marktanteile bei institutionellen Kunden gewinnen wollen.

## Verschiedene Anlageformen

Die Master-KAG erleichtert auch die Wahl zwischen verschiedenen Investmentvehikeln: So können im Rahmen eines Master-Fonds verschiedene Spezialfonds, einzelne Segmente innerhalb von Spezialfonds oder in begrenztem Umfang auch Publikumsfonds administriert werden. Gerade die als „I-Shares“ bezeichneten institutionellen Anteilsscheinklassen von Publikumsfonds erfreuen sich dabei zunehmender Beliebtheit, weil sie bei geschickter Konstruktion mit einer volumenabhängigen Verwaltungsgebühr ausgestattet werden können und gerade bei kleineren Anlagevolumen preisgünstiger sein können als eigene Segmente im Spezialfonds. Institutionelle Anleger erhalten mit den I-Shares sehr effizient Zugriff auf kleinere, weniger liquide Anlageklassen und können ihre Portfolios besser diversifizieren. Ideal sind I-Shares als Portfoliobaustein im Core-Satellite-Anlagemodell, bei dem große Kerninvestments durch kleinere Randanlagen ergänzt werden.

## Threadneedle liefert kompetente Lösungen

Nicht nur mit einem umfangreichen Angebot von individuell auf die Kundenbedürfnisse zugeschnittenen I-Shares für den deutschen Markt unterstreicht Threadneedle Investments seinen guten Ruf als innovativer und kompetenter Anbieter von Investmentlösungen. Neben I-Shares bietet Threadneedle seinen institutionellen Kunden auch das Management von Segmenten für diverse Anlageklassen innerhalb eines Master-Fonds an. Welcher Weg für den Investor am besten geeignet ist, hängt nicht zuletzt vom Anlagevolumen ab. Ab einer Größe von 40 bis 50 Millionen Euro ist häufig die Einrichtung eines getrennt verwalteten Fondssegments sinnvoll. Unterhalb dieses Volumens ist in der Regel ein I-Share-Investment effizienter. Was in beiden Fällen gleich bleibt, ist die Qualität der Managementleistung.

Threadneedle-Produkte zeichnen sich durch ein sehr aktives Management und langfristig überdurchschnittliche Renditen aus. Für institutionelle Anleger, die einen Großteil ihrer Vermögenswerte bereits indexnah investiert haben, können die von Threadneedle verwalteten I-Shares oder Master-Fonds-Segmente daher die ideale Ergänzung zur Renditesteigerung im Rahmen eines Core-Satellite-Ansatzes sein. Mit Blick auf die verschiedenen Anlageklassen verfügt Threadneedle Investments über besonders ausgeprägte Ressourcen und Kompetenzen für europäische und US-amerikanische Aktien sowie den Bereich Hochzinsanleihen. Für Threadneedle Investments verwalten über 130 Anlageexperten von London aus ein Vermögen von rund 104 Milliarden Euro.\* Damit gehört das ausschließlich auf die Vermögensverwaltung konzentrierte Unternehmen zu den führenden Asset Managern in Großbritannien und Europa.

\*Quelle: Threadneedle mit Stand 31. März 2006.



## **Wichtige Informationen**

Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Ltd (TPSL). Threadneedle Asset Management Limited (TAML) ist verantwortlich für die Vermögensverwaltung von TPSL. TPSL und TAML sind im Vereinigten Königreich autorisiert und reguliert nach den Bestimmungen der Financial Services Authority. Threadneedle Investments ist ein Handelsname. Sowohl der Threadneedle-Name als auch das Logo sind Schutzmarken oder eingetragene Schutzmarken der Threadneedle-Unternehmensgruppe.

Das hier zugrunde liegende Research und die Analysen sind von Threadneedle für die eigenen Investmentaktivitäten erstellt worden. Aufgrund dieser sind möglicherweise bereits Entscheidungen noch vor dieser Publikation getroffen worden. Die Veröffentlichung zum jetzigen Zeitpunkt geschieht zufällig. Alle enthaltenen Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Ankündigung geändert werden.

### **Ansprechpartner:**

Rainer Schröder  
Head of Distribution Germany & Austria

Threadneedle Investments  
Niederlassung Frankfurt am Main  
Friedrich-Ebert-Anlage 2-14  
D-60325 Frankfurt am Main  
Germany

Tel.: +49 69 29729911  
Fax: +49 69 29729999  
E-mail: [Rainer.Schroeder@threadneedle.de](mailto:Rainer.Schroeder@threadneedle.de)  
[www.threadneedle.de](http://www.threadneedle.de)



## Universal-Investment-Gesellschaft mbH

### Universal-Investment: Master-KAG mit Mehrwert

Universal-Investment-Gesellschaft mbH wurde 1968 von renommierten Privatbanken und Bankiers als Gemeinschaftsgründung ins Leben gerufen. Sie ist als konzernunabhängige Investmentgesellschaft mit Fokus auf Fonds-Administration zu einer der größten deutschen Kapitalanlagegesellschaften gewachsen. Seit der Unternehmensgründung praktiziert Universal-Investment im Portfoliomanagement das Advisory-Modell und bietet seit einigen Jahren auch das Outsourcing des Asset Managements an. Universal-Investment ist sowohl Pionier als auch Marktführer im Bereich Master-KAG in Deutschland und hat innerhalb weniger Jahre das verwaltete Vermögen auf über 60 Milliarden Euro gesteigert.





**Universal-Investment-  
Gesellschaft mbH**

### **Neutralität als Pluspunkt für Investoren**

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

### **Weltweites Netzwerk an Asset Managern und Depotbanken**

Ein weiteres wesentliches Kennzeichen ist die Offenheit für Kooperationen mit externen Partnern bei der Konzeption von Spezial- oder Publikumsfonds. Durch die Zusammenarbeit mit externen Spezialisten (Asset Manager oder Advisor) kann Universal-Investment Fondslösungen anbieten, die individuell auf die Anlegerbedürfnisse zugeschnitten sind. Mittlerweile kooperiert Universal-Investment weltweit mit 160 Asset Managern, davon 50% aus dem Ausland, sowie 24 Depotbanken, davon 4 Global Custodians.

### **Mit Add-on-Services Trendsetter für Branche**

Auf Basis einer völlig neuen IT-Infrastruktur (XENTIS) entwickelt sich Universal-Investment kontinuierlich zum Full-Service-Provider mit einem umfangreichen Serviceangebot sowohl für Fonds- als auch Direktanlagen. Zu diesem Angebot gehören beispielsweise Services wie Risiko Management inklusive ausgefeilter Risiko-Reports über alle Vermögensanlagen (Fonds, Private Equity, Immobilien, Direktanlagen) hinweg, ein eigenes eReporting-Portal ([www.universal-e-reporting.de](http://www.universal-e-reporting.de)) sowie Overlay Management, Fee Recapturing, Wertpapier-Leihe, passives Management, Wertsicherungskonzepte oder auch Stresstests. Damit wird Universal-Investment ihrem Ruf als Trendsetter in der Branche wieder einmal gerecht.

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

Erlenstraße 2

60325 Frankfurt am Main

Ansprechpartner:

Markus Neubauer

Geschäftsleitung

Telefon:+49 (0)69 71043-102

Email: markus.neubauer@ui-gmbh.de

Internet: www.universal-investment.de

## Wie Sieger von morgen aussehen

### *Von Markus Neubauer, Geschäftsführer Universal-Investment-Gesellschaft mbH*

Risiko-Management und Risiko-Reporting – zwei Stichworte, mit denen sich institutionelle Investoren und ihre Kapitalanlagegesellschaften (KAG) in jüngster Zeit verstärkt auseinander setzen müssen. Teils begründet durch die schwierigen Kapitalmarktverhältnisse der vergangenen Jahre, teils bedingt durch gesetzliche bzw. aufsichtsrechtliche Vorschriften. Denn Gesetzgeber und Aufsicht eröffneten Profi-Anlegern in den vergangenen zwei Jahren zwar eine große Bandbreite derivativer und strukturierter Anlageinstrumente für ihre Spezial- oder Publikumsfonds. Mit diesen erweiterten Anlagemöglichkeiten gingen aber auch deutlich höhere Ansprüche an das Risikomanagement einher. Entsprechend beschäftigt sich die Investmentbranche derzeit mit Managementsystemen, mit deren Hilfe sie die Risiken der verschiedenen Kapitalanlagen ihrer Anleger nicht nur kennt, sondern auch im Griff hat. Doch wie sehen solche Lösungen im Einzelnen aus? Welche Leistungen sollten das Angebot einer Master-KAG abrunden?

### **Universal-Investment setzt auf RiskMetrics**

Als Treiber hat sich in diesem Zusammenhang insbesondere die Derivateverordnung (DerivateV) erwiesen. Denn damit stellt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) neue Anforderungen an eine KAG und deren Risiko-Management. Demnach muss eine KAG für jedes ihrer Sondervermögen, das Derivate enthält, über ein Risiko-Management verfügen, das die Risiken des Sondervermögens unter Verwendung von „hinreichend fortgeschrittenen Risikomanagementtechniken“ fortlaufend erfasst, misst und steuert. Dabei sind sowohl die Risikoprofile der einzelnen Vermögensgegenstände als auch das vollständige Risikoprofil des gesamten Sondervermögens zu beachten. Will eine KAG dabei nicht nur den „einfachen Ansatz“, sondern auch den „qualifizierten Ansatz“ – erst dieser eröffnet erweiterte Anlagemöglichkeiten – anwenden, bedeuten fortgeschrittene Techniken in der Regel Investitionen in entsprechende Systeme und spezialisierte Mitarbeiter. Entsprechend haben viele Kapitalanlagegesellschaften ihre Risikomanagement-Systeme massiv ausgebaut – entweder durch Implementierung einer (konzern-)eigenen Lösung oder durch Kooperationen mit spezialisierten externen Partnern. Universal-Investment arbeitet hierbei mit RiskMetrics, dem international führenden und erfahrensten Anbieter von Tools für das Risiko-Management, zusammen. Das System von RiskMetrics hat die BaFin geprüft und als ausgezeichnetes Tool für das Risiko-Management anerkannt. Die über RiskMetrics bereit gestellten Daten und Preismodelle ermöglichen eine tägliche Berechnung verschiedener Parameter (Value-at-Risk 99/95, Sensitivitäten und Szenario-Analysen) auf Positionsebene, sowohl für allgemeine als auch spezifische Marktrisikofaktoren. Damit werden alle Anforderungen der DerivateV an den so genannten qualifizierten Ansatz bestmöglich erfüllt – einschließlich der Stresstests und der Simulation von Marktbewegungen.

### **Stresstests und Szenario-Analysen als Bedingung**

Denn zusätzlich verpflichtet die DerivateV eine KAG, für jedes Sondervermögen geeignete Stresstests zu definieren und mindestens monatlich durchzuführen. Sinn und Zweck ist es, zusätzliche potenzielle Risiken kontinuierlich zu beobachten, die das eingesetzte Risikomodell nicht berücksichtigen kann. Mit Hilfe von Stresstests kann der potenzielle Verlust eines Sondervermögens im Falle extremer Marktsituationen oder -veränderungen, wie zum Beispiel Katastrophen oder Terroranschläge, berechnet werden. Die Komplexität hierbei resultiert aus der Definition überzeugender und sachgerechter, d.h. realistischer, Schwellenwerte, z.B. hinsichtlich der angenommenen Veränderungen der internationalen Kapitalmarktzinsen oder Aktienmärkte. Denn zu eng gesetzte Limite können die Freiheitsgrade des Portfoliomanagements beschränken.

### **Von der Pflicht zur Kür**

Aber ein umfassendes Risikomanagement-System, das von der Einzelfonds- bzw. -segmentebene bis zum aggregierten Vermögensbestand detaillierte Informationen über das Ausmaß der Aktien-, Währungs- und Zinsrisiken liefert, sollte über eine allein fondsbezogene Betrachtung hinausgehen. Verfügt die KAG wie Universal-Investment über eine moderne IT-Infrastruktur mit umfangreichem Data Warehouse – und nur dann stehen die nötigen qualitätsgesicherten Marktdaten, Stammdaten und Preismodelle zur Verfügung –, kann sie auch die Direktanlagen eines institutionellen Anlegers in die Messung und Steuerung von Asset Management-Risiken einbeziehen. Direktanlagen wie Aktien, Private Equity, Rohstoffe oder Immobilien werden dabei als „virtuelle Fonds“ in die tägliche Berechnung von Value-at-Risk und Sensitivitäten sowie Szenarioanalysen auf Positionsebene integriert, was für den Investor einen wirklichen Mehrwert und Zusatznutzen bedeutet.



## Universal-Investment-Gesellschaft mbH

### **eReporting-Portal liefert Informationen schnell, übersichtlich und zeitnah**

In ihrem Reporting-Service beschränkt sich Universal-Investment daher nicht nur auf Investmentfonds, sondern bezieht alle Asset-Klassen inklusive der Direktanlagen eines Kunden in das Reporting ein und kann sie in Korrelation zu den anderen Asset-Klassen setzen. Schnell, übersichtlich und zeitnah liefert Universal-Investment diese Reports oder macht sie Investoren über ein eigenes, internetbasiertes eReporting-Portal ([www.universal-e-reporting.de](http://www.universal-e-reporting.de)) zugänglich. Zu jedem Bewertungstag können institutionelle Anleger, Asset Manager beziehungsweise Fondsberater damit nicht nur Informationen zu „ihren“ Portfolios (Spezial- und Publikumsfonds sowie Direktanlagen) online einsehen, sondern sich ebenfalls Reportings nach individuellen Vorgaben erstellen und weiterverarbeiten. Dies schließt spezielle Berichte wie VAG-, IFRS- oder ein Risikoreporting ein. Das eReporting von Universal-Investment verfügt damit über einen hohen Grad an Flexibilität, Dynamik und Interaktivität. Ein Angebot, das übrigens auch durch die aktuelle TELOS-Studie bestätigt wird: Für 100 Prozent der befragten Teilnehmer ist die Reporting-Leistung *das* Kriterium für die Entscheidung, ob ein Investor mit einer Master-KAG zusammenarbeitet oder nicht.

Damit wäre eigentlich die Pflicht, also die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben und Rahmenbedingungen, erfüllt und die Aufsicht ihrem Ziel, in Sondervermögen ähnliche Standards zu etablieren, wie sie im Eigenhandel der Kreditinstitute üblich sind, einen großen Schritt näher. Aber es geht um mehr!

### **Data Warehouse ermöglicht Add-On-Services**

Nur eine Master-KAG, die ihre IT-Systeme erweitert hat und über ein Data Warehouse mit allen Kapitalanlagen eines Kunden verfügt, kann ihren Kunden - neben den bewährten Dienstleistungen in der Administration - zusätzliche Services anbieten. Dazu gehören Fee Recapturing-Programme, Transaktionskostenanalyse, Wertpapier-Leihe, passives Management oder Overlay-Management. Gerade ein Masterfonds bietet sich beispielsweise als Grundlage für Overlay-Wertsicherungsstrategien an - mit zahlreichen Vorteilen für den Investor. Die Gesamtrisikoposition kann damit zentral gesteuert werden. Bei der Aggregation der Risiken wird die (negative) Korrelation zwischen Assets berücksichtigt. Zudem ist jederzeit die Adjustierung der Risikoparameter möglich. Die einzelnen Asset Manager werden nicht in ihrem Investment-Ansatz beeinflusst, so dass eine eindeutige Performance-Attribution möglich ist. Weitere Pluspunkte sind die Kostenersparnis durch eine geringere Anzahl von Transaktionen sowie die Transparenz in Bezug auf die Kosten/Beiträge der Risikosteuerung. Universal-Investment bietet ein Wertsicherungs-Overlay, das entweder als statische Wertsicherung mit Futures beziehungsweise Optionen oder als dynamische Variante mittels Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI), Time Invariant Portfolio Protection (TIPP) bzw. Value-at-Risk umgesetzt werden kann. Weitere Besonderheit: Der Direktbestand kann gegebenenfalls - sofern vom Kunden gewünscht - mit in die Risikoberechnung einbezogen werden. Passiv Management als weiterer Dienstleistung einer Master-KAG steht Investoren auf der Aktien- wie auf der Rentenseite offen. Diesen Service können Kunden auch zeitlich begrenzt in Anspruch nehmen, beispielsweise im Falle eines Managerwechsels. Denn so hat der institutionelle Anleger mehr Zeit bei der Auswahl eines neuen Asset Managers, da sein Vermögen aufgrund der Kopplung an einen Index nicht steuerlos verbleibt. Diese Beispiele zeigen, dass eine KAG wie Universal-Investment, die Investoren entsprechende Zusatz-Dienstleistungen offerieren kann, den Schritt von der Pflicht zur Kür vollzogen hat. Denn vielen institutionellen Anlegern stehen oft nur eingeschränkte eigene Ressourcen für ein qualifiziertes Risikomanagement zur Verfügung. Ihnen dabei wertvolle Hilfestellungen zu leisten, hebt eine KAG positiv aus dem Feld derer hervor, die sich lediglich auf die Erfüllung der gesetzlichen Vorgaben beschränken. Denn nur die Verlierer von morgen führen Risiko-Management-Systeme ein, die die bestehenden Auflagen erfüllen. Die Sieger von morgen bauen dagegen auf Lösungen, die ihren Kunden darüber hinaus Mehrwerte bieten und ihnen so zu Wettbewerbsvorteilen verhelfen. Entsprechend interpretiert Universal-Investment ihre Rolle als Full-Service-Provider und Berater des Kunden, um für ihn Mehrwerte zu schaffen.

## **Teil: 2 Studie**

## I Ausgangslage

„Die Master-KAG – eine Erfolgsstory!“ So oder ähnlich könnte man die aktuellste Entwicklung dieses seit etwa fünf Jahren in Deutschland etablierten Produktes kurz umschreiben. Schauen wir auf die Anbieter der Master-KAG, so müsste man wohl hinzufügen: „Aber nicht für jeden Anbieter!“ Denn im letzten Jahr ist deutlicher zutage getreten, was Kenner der Szene schon seit längerem voraussahen, nämlich dass nur eine begrenzte Zahl an Anbietern wird überleben können. Alles fing ja im Grunde erst richtig in 2002 an. Die Anbieter, die den richtigen Riecher für das Geschäftsmodell erkannten, verschafften sich den nötigen Vorsprung, um erste Kunden zu gewinnen und sich so den auch von Anlegerseite immer wieder als wichtig eingeschätzten Stamm an Referenzkunden aufzubauen. Die Zeit der Unsicherheiten vor diesem Zeitraum wie etwa den Interpretationen zum Rundschreiben des BAKred, 11/2001 vom Dezember 2001 zum eigentlichen „Outsourcing“ bestimmter Dienstleistungen, können wir heute schon eher unter dem Stichwort „historisch wertvoll“ ablegen. Mit Beginn des Jahres 2004 wurde die Master-KAG de lege lata mittels des Investmentmodernisierungsgesetzes sanktioniert. Das in dieser Studie analysierte Jahr 2005 ist somit das zweite, auf das wir nach der gesetzlichen Regelung blicken. Unsere Master-KAG-Studie führen wir nunmehr zum dritten Male durch. Natürlich ist die Vornahme einer Ersterhebung immer ein besonderes Ereignis, da man zum aller ersten Male eine Bestandaufnahme eines Produktes oder Marktes erhält. Beschäftigt man sich dann aber in der Folge zum zweiten, dritten oder x-ten Male mit den weiteren Entwicklungen, so lassen sich genau genommen dann erst wirkliche Erkenntnisse gewinnen, die auch eine realistische Zukunftsbetrachtung zulassen. Von besonderem Interesse ist dies, wenn der Markt dynamisch wächst, was bei der Master-KAG unzweifelhaft der Fall ist. Sprachen wir Ende 2003 noch über 132 Mrd. Euro administrierter Assets bei Master-KAGen, so waren es in 2004 schon 192 Mrd. Euro. Inzwischen hat sich der Markt auf ca. 250 Mrd. Euro noch oben geschraubt. Dies entspricht knapp 40% der in Spezialfonds versammelten Gelder (31.3.2006: 632,9 Mrd. Euro). In 2004 entsprach der in Master-KAGen verwaltete Anteil noch 35% des Spezialfondsmarktvolumens. Die Dynamik zeigt sich aber nicht nur beim steigenden Volumen, sondern auch in weitergehenden Entwicklungen und Trends. Denn die Master-KAG bleibt alleine schon begrifflich keineswegs auf einem Punkt stehen, sondern erfährt eine ständige Erweiterung. Dies hängt – was wir im letzten Jahr auch schon im Ansatz feststellen konnten – unter anderem mit einem gestiegenen Anforderungsprofil der institutionellen Anleger zusammen. Diese wiederum sind zunehmend in ein gesetzliches Korsett eingebunden. Wagt sich ein Anleger z.B. an Investments im Bereich Derivate, so greift die sog. DerivateVO. Dies wiederum führt zu einem erheblichen Mehraufwand im Risikomanagement und im Reporting („qualifizierter Ansatz“). Hier werden Lösungen der Master-KAGen erwartet. Auf diese Weise verändert sich fast notwendigerweise das Selbstverständnis der Anbieter von Master-KAG-Dienstleistungen. Und so verwundert es kaum, dass sich die eine oder andere „Master-KAG“ heute eher als „Service KAG“ versteht und dabei auch das Insourcing von KAG-Funktionen anderer Asset Manager (Outsourcing) anbietet. Aber auch in anderer Hinsicht stellt das Jahr 2005 eine Besonderheit dar. Zum ersten Male konnten wir faktisch eine Bereinigung des Anbietermarktes mit Händen fühlen. So hat der Anbieter JP Morgan Chase das Handtuch geworfen und seine Master KAG eingestellt. Damit ist der einzige erkennbare ausländische Anbieter von der Bildfläche verschwunden. Darüber hinaus ist durch eine Fusion auch die BHW Invest aufgelöst worden und wird in etwas abgewandelter Form in der Frankfurter Service GmbH weitergeführt.

Unsere Studie übt sich nicht in technischer Detailversessenheit. Wir möchten zunächst die im letzten Jahr gewonnenen Ergebnisse einer Auffrischung unterziehen. Dabei interessiert uns die aktuelle Markteinschätzung der Anbieter – natürlich auch zu ihren Perspektiven –, aber auch der Teilnehmer, die unmittelbar oder mittelbar mit dem Produkt Master-KAG in Verbindung kommen. Aus diesem Grunde haben wir parallel zu den Master-KAGen wie im letzten Jahr 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 mit dem Tagesgeschäft der 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:

- Activest Investmentgesellschaft mbH
- Ampega Investment AG
- Bayern Invest KAG
- COMINVEST Asset Management GmbH
- Deutsche Asset Management Investmentgesellschaft mbH
- dbi dresdnerbank investment management Kapitalanlagegesellschaft mbH
- DekafundMaster Investmentgesellschaft mbH
- Frankfurter Service KAG
- 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, die aktuelle Entwicklungen aus der Sicht der Master-KAGen beleuchten und so eine Abrundung des mittels der Studie vermittelten Eindrucks darstellen. Die von den Gesellschaften gelieferten Fachbeiträge beschäftigen sich mit hochaktuellen Themen und sind der Lektüre aller wert!

#### **Hier die Titel der Fachartikel:**

- Die moderne Master-KAG als Katalysator für ganzheitliche Lösungen im Asset Management  
Von Thomas Dittrich, Geschäftsführer, dbi Allianz Dresdner Global Investors
- Risikomessung am Beispiel einer KAG – Die Sensorik verfeinert sich  
Von Thomas Ketter, Leiter Fondscontrolling der DekafundMaster Investmentgesellschaft mbH
- Overlay Management im Rahmen von Masterfonds  
Von Uwe Trautmann, Sprecher der Geschäftsführung, Helaba-Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH
- Swaps – Performanceoptimierung in Spezialfonds  
Von Dirk Niemeyer, Mitglied des Vorstandes, Nordcon Investment Management AG
- Master-KAG: Erfolgsmodell für deutsche Investoren und ausländische Vermögensverwalter  
Von Rainer Schröder, Head of Distribution Germany & Austria bei Threadneedle Investments
- Wie Sieger von morgen aussehen  
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 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 beiden 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 Punkts 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 A: Definition des Begriffs Master-KAG
- Teil B: Markt für Master-KAGen
- Teil C: Status quo und Strategie der Master-KAGen
- Teil D: Administration und Infrastruktur

## II Definition des Begriffs Master-KAG

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

In unserer vorjährigen Master-KAG-Studie konnten wir aus den Antworten der Teilnehmer bereits herausfiltern, dass das Produkt „Master-KAG“ noch im Fluss ist und der Selbstfindungsprozess noch nicht abgeschlossen ist. Dieser Trend hat sich eher noch beschleunigt. Unstreitig ist dabei, dass eine Master-KAG ein bestimmtes Minimum an Funktionen und Aufgaben zu bedienen hat, denkt man alleine an die neuen Entwicklungen zur Integration „Alternativer Investments“ in die Administration einer Master-KAG. Die rasanten Entwicklungen im Asset Management, aber auch durch die Investoren selbst, haben die Master-KAG-Anbieter gewissermaßen vor sich hergetrieben. Die Realität, gesetzlich bedingt wie auch faktischer Natur, hat das Ruder übernommen.

Gut ein Jahr nach unserer ersten Befragung im Master-KAG-Sektor haben sich die Schwerpunkte einer Definition der Master-KAG und ihrer Aufgaben kaum verändert. Alle Teilnehmer wiesen zunächst auf die Bündelungsfunktion aller Assets (in Form mehrere Spezialfonds oder in Form von mehreren Segmenten unter einem juristischen Sondervermögen) eines institutionellen Investors unter einem Dach, nämlich dem der Master-KAG, hin. 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.

Immer offener machen die Master-KAGen ihr Visier auf, was weitergehende Funktionsübernahmen angeht. Dies betrifft zunächst den Bereich Asset Management. Fast alle Master-KAG-Anbieter sprechen heute davon, dass sie jederzeit bereit sind, neben der administrativen Tätigkeit auch Mandate für den Anleger zu managen. 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. Als Beispiele sind hier die Helaba Invest oder die Bayern Invest zu nennen. Andere Anbieter wie die DeAM oder die dbi (AGI) bieten über ihre Publikumsfonds-Gesellschaften ebenfalls eine breite Palette an Publikumsfonds an. Dieses Geschäft nimmt an Gewicht tendenziell zu. Dies zeigt schon der Umstand, dass heute ca. 570 Mrd. Euro in Publikumsfonds investiert sind und diese – dank der Investments auch der institutionellen Anleger – damit dem Spezialfonds mit etwa 632 Mrd. Euro zunehmend auf die Pelle rücken. In früheren Jahren ging die Schere zwischen Spezialfonds als unbestrittenem Anlageprodukt für institutionelle Anleger und den Publikumsfonds noch deutlich weiter auseinander. 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. Hieraus wird das neue

Rollenverständnis der Master-KAGen als „Vollanbieter“ deutlich. Dies ist auch nur allzu verständlich. Denn die Master-KAG hat nicht zuletzt aufgrund ihrer weitreichenden Erfahrungen auch mit anderen Investoren nicht nur einen optimalen Über- und Einblick in die Gesamtanlagen des Investors, sondern sie kann im Rahmen von Anlageausschusssitzungen oder im täglichen Austausch mit dem Investor auch ihre Erfahrungen aus anderen Fallgestaltungen oder mit vergleichbaren Anlegerprofilen einbringen. Abgesehen von dieser Beratungskomponente erhöhen solche Dienstleistungen auch die Kundenbindung. Dieses beobachtete Phänomen, dass die Master-KAG ihre Funktion im Zuge des steigenden Anforderungsprofils des Anlegers, aber auch bedingt durch gesetzliche Vorgaben, ständig neu anpasst, sprich erweitern muss, finden wir ganz generell derzeit im Markt. Schauen wir auf die Consultants, so hat sich deren Leistungsspektrum ebenfalls erheblich ausgedehnt bis hin zur Betreuung von Multi-Manager-Fonds. Auch der vermeintliche Konkurrent der Master-KAGen, nämlich die Custody-Banken, weisen eine größere Schnittmenge mit den Master-KAGen auf als noch vor zwei Jahren. Dem Thema „Global Custodians“ werden wir uns in Kapitel III.3 zuwenden.

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

Im ersten Teil haben wir bereits einige wesentliche Funktionen einer Master-KAG nach dem heutigen Stand umrissen. Ziel war es dabei, das Mutieren der Master-KAG hin zu einem Komplettanbieter zu beschreiben. In der vorliegenden Fallgestaltung geht es darum festzustellen, welche Services konkret erforderlich sind, um das Kerngeschäft einer Master-KAG auszufüllen.

Bei dieser ebenfalls offenen Frage kristallisierten sich folgende Services heraus, die aus Sicht der Teilnehmer von Bedeutung sind.

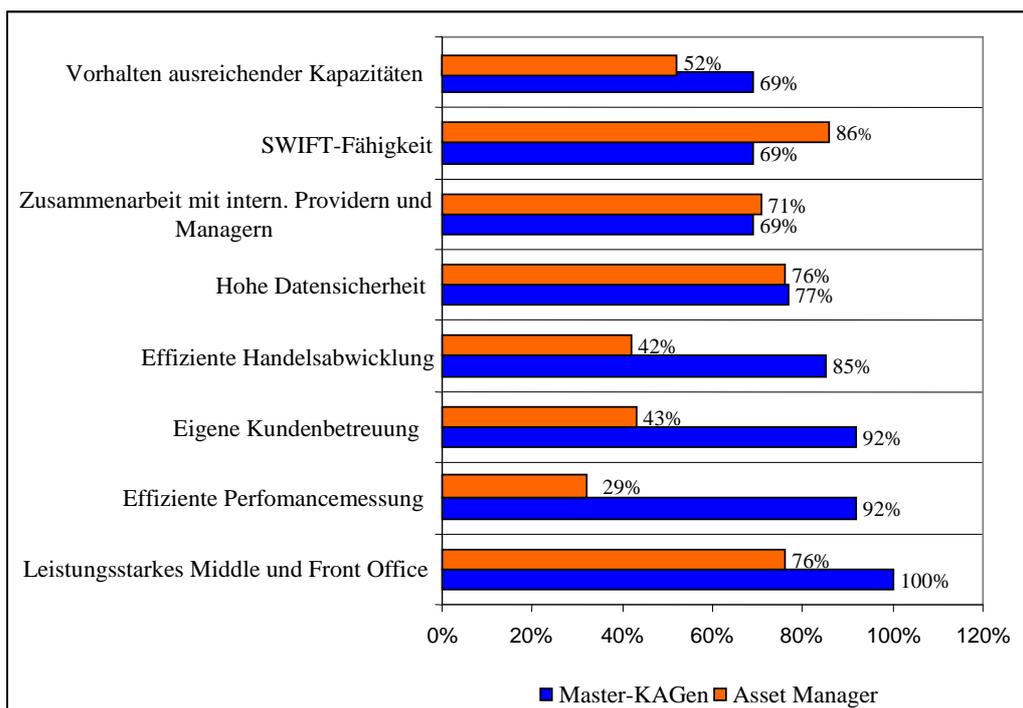
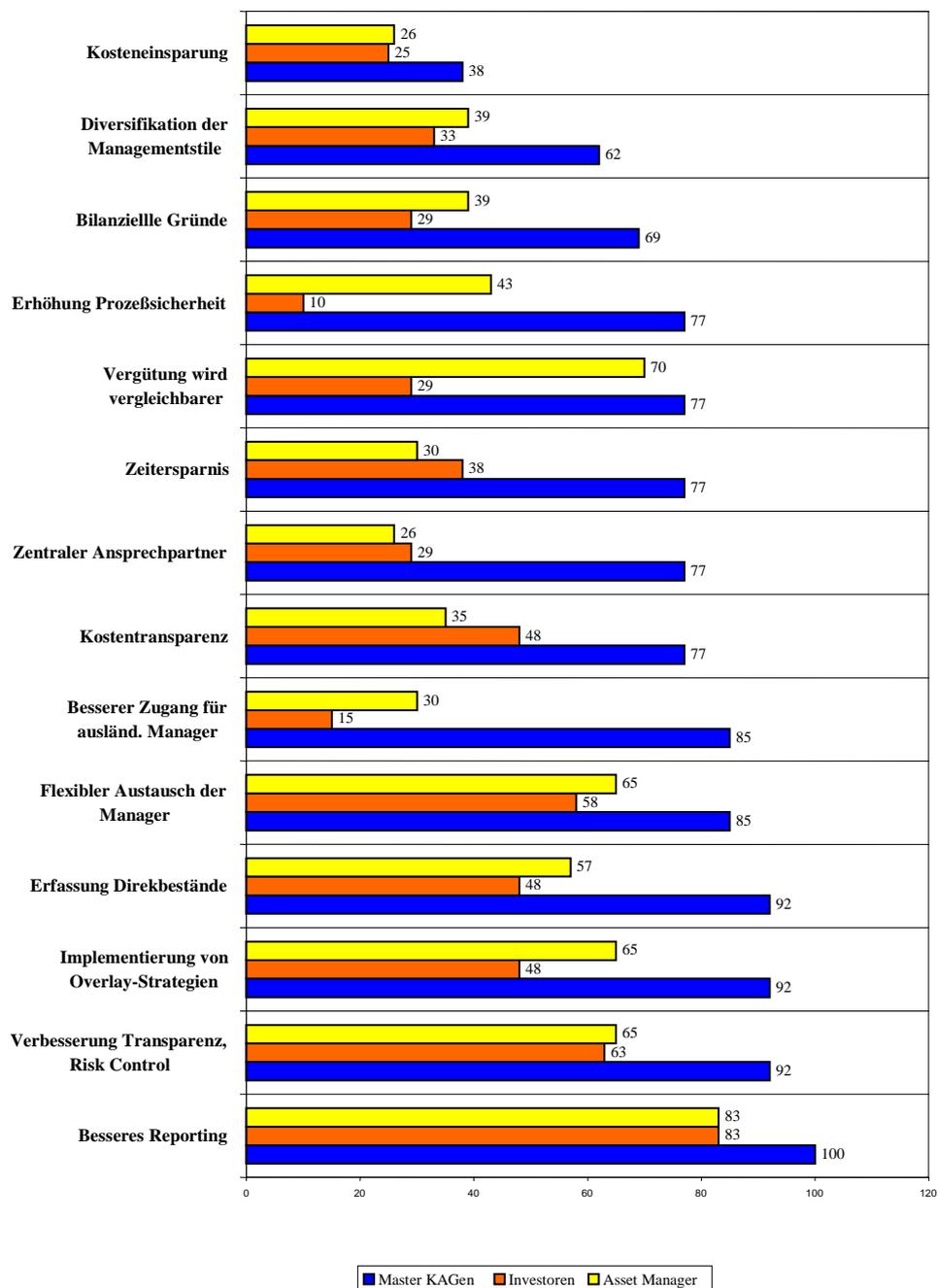


Abbildung 1: Erforderliche Dienstleistungen (in % der Teilnehmer)

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

Die Frage danach, worin die Master KAGen selbst die Vor- und Nachteile ihres Angebots erblicken, ist an sich nicht so interessant, da die Eigenwahrnehmung immer subjektiv gefärbt ist. In dieser Studie haben wir die gleiche Frage auch den institutionellen Anlegern sowie den Asset Managern gestellt. Den Teilnehmern wurden verschiedene Vor- und Nachteile zur Auswahl gegeben. Davon wurden auf der Seite der Vorteile 16 Aspekte, bei den Nachteilen 9 Aspekte genannt. Es handelt sich dabei um Gesichtspunkte, die im Markt immer wieder als Vorteile oder Nachteile aufgezählt werden. Hier die Gegenüberstellungen:

Abbildung 2: Vorteile aus Sicht der Master-KAGen, Investoren und der Asset Managern (in % der Teilnehmer)



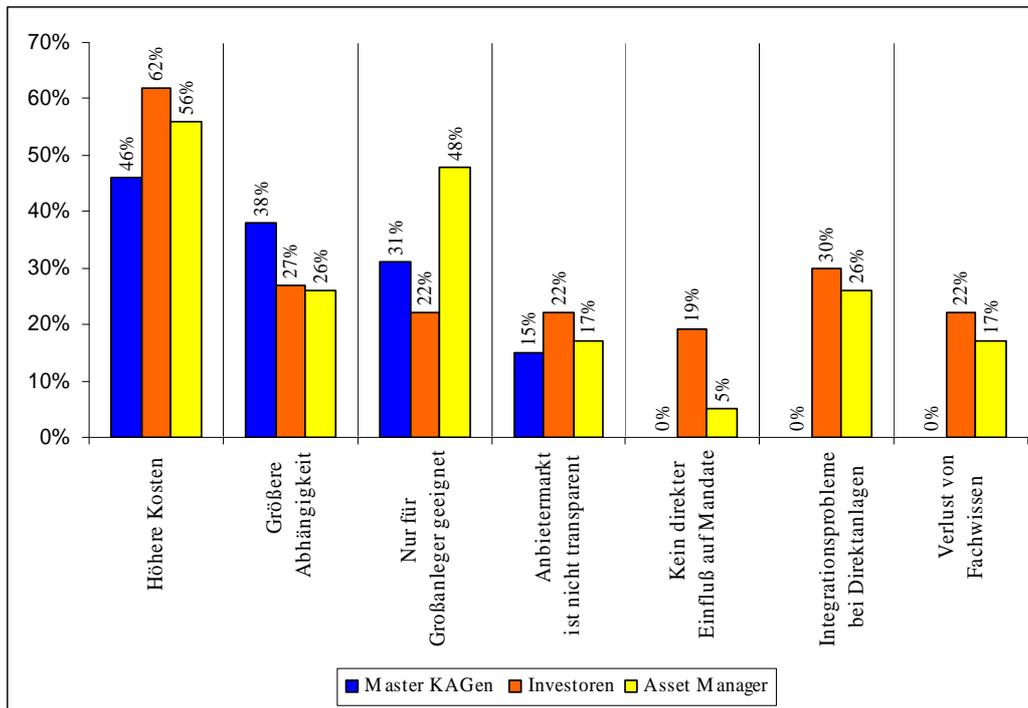


Abbildung 3: Nachteile aus Sicht der Master-KAGen und der Investoren

Die höchste Übereinstimmungsquote bei allen drei befragten Gruppen ergibt sich beim Reporting. Relative Einigkeit besteht auch darin, dass die Master-KAG ein Mehr an Transparenz und Risikokontrolle zu erbringen vermag. Denkt man beispielsweise an das Handling der DerivateVO, so trifft dies einmal mehr zu. Näher beieinander liegt bei allen drei Beteiligten noch der Punkt „leichterer Managerwechsel“. Dagegen überschätzen die Master-KAGen die positive Wahrnehmung auf Anlegerseite besonders bei dem Punkt „Implementierung von Overlay-Strategien“. Dieses ausgesprochen zukunftsweisende und beratungsintensive Feld möchten die Master-KAGen gerne verstärkt in Zukunft für sich beanspruchen und sich so einen Teil des Beratungsmarktes für sich herauschneiden. Bis heute folgen nur knapp die Hälfte der Anleger diesem Gedanken. Auffällig ist, dass nur jeder siebte institutionelle Anleger die Master-KAG als Einfallstor für ausländische Asset Manager ansieht. Schließlich wissen die Anleger darum, dass sich ausländische Manager nicht gerade darum reißen, in Deutschland eine KAG unter hiesigen Regularien und zudem kostenintensiv zu gründen. Auch bei den Managern wurde dieser Gesichtspunkt nur von jedem Dritten als Vorteil empfunden. Dies mag damit zusammenhängen, dass etwa ein Drittel der an unserer Befragung teilnehmenden Asset Manager ausländischer Provenienz waren.

Bei den Nachteilen zeigt sich eine gewisse Skepsis auf Seiten der Anleger. Im Grunde begreift jeweils jeder fünfte Investor einen der von uns vorgegebenen Punkte als nachteilig. Vornehmlich stehen natürlich die „höheren Kosten“. Dies sehen die Master-KAGen und die Manager aber gleichermaßen als Problemfeld. Erstaunlicherweise ist auch ein gewisser Gleichklang aller drei Befragten zu verspüren, dass eine Master-KAG eher für sog. Großanleger, nicht aber für kleinere Anleger, geeignet sei. Dies widerspricht dem Anspruch vieler Master-KAGen, dass sich schon bei drei Spezialfonds – oder sogar auch weniger – die Installierung einer Master KAG lohnen kann. Wir werden die Vorstellungen der Master-KAGen zu der Mindestzahl an zu integrierenden Mandaten später sehen. Bei den weiteren Punkten hört der Gleichklang fast auf. Dies hängt sicher auch damit zusammen, dass generell die Nachteile bei der Einschaltung einer Master-KAG nicht so stark empfunden werden. Zu erwähnen ist noch die Divergenz bei dem Aspekt „Erfassung des Direktbestandes“. Gerade die institutionellen Anleger, aber auch die Asset Manager, sehen die Umsetzung in praxi teilweise als problematisch an; bei den Master-KAGen fehlt dafür jedes Verständnis. Gleiches gilt im übrigen für die Gefahr, dass bei dem Investor mit der Beauftragung einer Master KAG auch ein Verlust von Fachwissen eintreten könnte. Eine ähnliche Argumentation ist immer wieder auch bei der Beauftragung von Consultants zu hören.

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

Eine zeitlang ist in Zweifel gezogen worden, ob institutionelle Anleger sich ausreichend mit dem Thema Master-KAG beschäftigt haben und so genügend Informationen gewonnen haben, um eine Entscheidung pro oder contra Master-KAG für das eigene Haus zu treffen. Uns interessierte wie im Vorjahr „Wie viele Investoren bereits über eine Master-KAG verfügen“ bzw. „Wie viele der übrigen Investoren daran denken, bald eine Master-KAG zu beauftragen.“

Mit über 50 Teilnehmern auf Seiten der Anleger freuen wir uns über eine hervorragende Response auch bei dieser Gruppe. Unsere Teilnehmer gaben mit über 51% (Vorjahr: 55%) an, bereits eine Master-KAG beauftragt zu haben.

Unser Teilnehmerkreis verteilt sich auf die Branchen wie folgt:

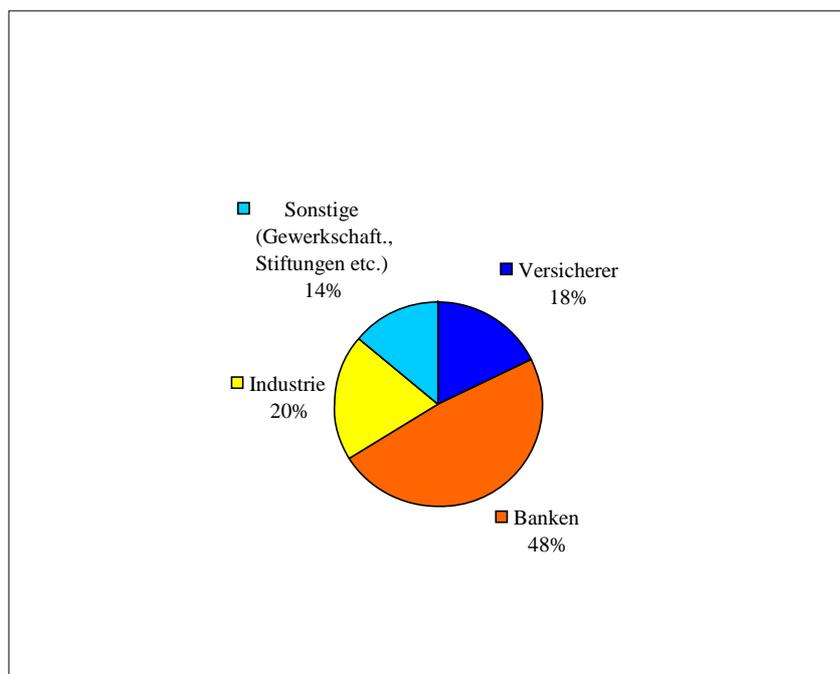


Abbildung 4: Branchenzugehörigkeit der an der Studie teilnehmenden Investoren

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

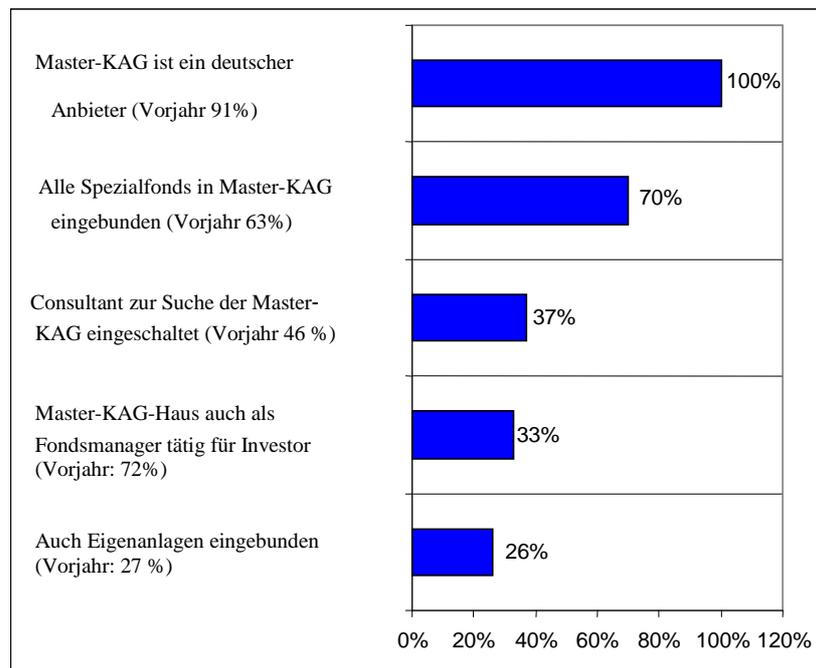


Abbildung 5: Angaben der Investoren zu den von ihnen genutzten Master-KAGen

Zurück zu den Ursprüngen. So oder ähnlich könnte man die auffälligste Veränderung interpretieren, wonach mit einem drastischen Rückgang gegenüber der Vorjahresstudie nur noch jeder dritte Investor das Haus der Master-KAG auch als Fondsmanager akzeptiert. Die Anleger legen nach diesem Ergebnis ganz klar wieder einen Schwerpunkt auf eine saubere Trennung zwischen beiden Geschäftsfeldern. Und erfreulicherweise wird dieses Ergebnis auch nochmal bestätigt, wenn wir uns ausschließlich die Investoren anschauen, die bereits eine Master-KAG beauftragt haben. Zwei von drei dieser Investoren haben definitiv nicht die Master-KAG auch mit Fondsmanagementmandaten beauftragt. Über die Frage „deutsche“ oder „nicht-deutsche“ Master-KAG müssen wir uns nach dem Rückzug der JP Morgan Chase aus diesem Geschäftsfeld wohl keine Gedanken mehr machen. Das Master-KAG-Geschäft ist zu 100% in deutscher Hand.

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 13% an, dass sie dieses Konzept in 2006/2007 einzuführen gedenken,
- weitere 39%, dass sie dies ab 2008 vorhaben und
- 48% 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 haben.

Welche Beweggründe spielen nun bei denjenigen eine Rolle, die von einer Master-KAG gar nichts wissen wollen, also unsere oben genannte 48%-Gruppe? Die Teilnehmer konnten natürlich mehrere der folgenden drei Argumente ankreuzen. Das Ergebnis fiel wie folgt aus:

- ich habe als Investor zu wenige AuM/SpezFondsmandate 36%
- eine Master-KAG ist zu teuer 36%
- ich sehe keinen Zusatznutzen im Vergleich zur jetzigen Lage 64%

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

Wie im Vorjahr fragten wir die Teilnehmer nach ihrer Präferenz für entweder das sog. Adviser-Modell oder das Outsourcing-Modell. Beim „Adviser-Modell“ übermittelt der externe Anlageberater eine Kauf- oder Verkaufsempfehlung für ein Wertpapier an die Master-KAG. Diese überprüft anschließend selbständig und eigenverantwortlich, ob gesetzliche oder vom Kunden vorgegebene Anlagerestriktionen auch eingehalten werden (sog. pre trade check). Ist alles in Ordnung, so wird die Anlageempfehlung durch die Master-KAG selbst weitergeleitet. Beim „Outsourcing-Modell“ hingegen fällt der externe Berater die Anlageentscheidung autonom. Statt eines pre trade checks findet im Nachhinein (post trade check), also nach Durchführung des Wertpapierauftrags, eine Überprüfung im Hinblick auf die Anlagegrenzen statt. Das Outsourcing-Modell bedeutet für die Master-KAG eine größere Entlastung. 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 auch das Outsourcing-Modell an,
- drei unserer 13 Teilnehmer kreuzten beide Alternativen an, haben also keine Präferenz,
- keine Adresse entschied sich nur für das klassische Adviser-Modell.

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

Im Allgemeinen Teil wiesen wir bereits auf die Entwicklung hin, 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	69 (Vorjahr:71)	66 (Vorjahr: 80)
Private Equity	23(Vorjahr: 21)	54 (Vorjahr:35)
Hedge Funds	38 (Vorjahr: 50)	66 (Vorjahr: 55)
Immobilienvermögen	54 (Vorjahr: 64)	56 (Vorjahr: 35)

Tabelle 1: Assetklassen

Wenn auch das Thema Administrierung der Eigenanlagen auf Seiten der Master-KAGen sowie der Investoren priorisiert wird, so ist gerade bei letzterer Gruppe doch über alle vier Bereiche hinweg ein klarer Trend zu einem erhöhten Anforderungsbedarf gegenüber den Master-KAGen auszumachen.

Es überrascht, dass jetzt bereits zwei Drittel der Investoren die Administration von Hedge Funds aufgeführt hat. Nach wie vor wird diese Assetklasse, die marktweit in Deutschland ein bis eineinhalb Prozent aller Assets in Wertpapieren ausmachen dürfte, von institutionellen Anlegern mit Vorsicht angefasst. Vielleicht bedeutet die hohe Zustimmung ja einen Vorboten in Sachen Neuinvestments in Alternative Anlagen.

### III Der Markt für Master-KAGen

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

Je länger die Master-KAGen am Markt agieren und dies teilweise recht erfolgreich, desto interessanter wird die Frage, wie der noch zu verteilende Markt aussieht.

Folgenden Fragekomplex 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 noch zu verteilendes Marktpotential von 300 Mrd. Euro (davor in 2003: 260 Mrd. Euro). Dem stand im Vorjahr ein Volumen an Assets in Spezialfonds von ca. 550 Mrd. Euro gegenüber. Der Spezialfondsmarkt bewegt sich nach Gesamtassets aktuell um die 650 Mrd. Euro. Derzeit werden etwa 225 bis 250 Mrd. Euro 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. Ausgenommen sind dabei die Anbieter, die in die angegebenen Beträge auch die Eigenanlagen der Investoren eingerechnet haben. Aus diesem Grund ergaben sich auch in diesem Jahr erhebliche Spannbreiten bei den Angaben, die von 100 Mrd. Euro bis 3 Bio. Euro reichten. Dass dies nicht ganz von der Hand zu weisen ist, belegen ja unsere Zahlen aus dem vorigen Kapitel, wonach 66% der Investoren an der Administration der Eigenanlagen Interesse anmeldeten. Unter dem Strich der Bilanz bleibt jedenfalls ein Gesamtvolumen an master-KAG-fähigen Assets in Höhe von 450 bis 500 Mrd. Euro, was etwa 70% aller Spezialfonds entspricht.

Befragung der Asset Manager:

Wir wollten natürlich wissen, inwieweit sich die Meinung der Master-KAGen selbst auch mit dem der Fondsgesellschaften deckt. Die Frage lautete, welches Gesamtmarktpotential (aller Spezialfonds) die Investmentgesellschaften selbst dem Master-KAG-Markt zutrauen und zwar projiziert auf das Jahr 2009. Hier das Ergebnis:

##### In Prozent der Asset Manager

• bis 40%	63
• bis 50%	14
• bis 60%	18
• bis 70%	5
• über 70%	0

Auch diese Schätzungen geben allen Grund zu Optimismus für die Branche, wenn auch die Projektionen nicht ganz die Euphorie der Master-KAGen selbst widerspiegeln.

Ähnlich breit gestreut fielen deshalb auch die Schätzungen zu der Anzahl der voraussichtlich in Master-KAG-Konzepte einzubindende institutionelle Anleger aus. Diese divergierten zwischen 100 und 5.000 Investoren. Im Durchschnitt zeichnet sich nach der Anzahl der master-KAG-offenen Investoren ein Marktpotential bei um die 400 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 über 300 Mio. Euro liegen. Dies ergibt ein Mindestvolumen pro Fonds von 100 Mio. Euro. Die untere Grenze wird bei unseren Teilnehmern bei 50 Mio. Euro gesehen.

Parallel dazu schauen wir auf die Aussagen der Investoren, ob sie dieses optimistische Szenario durch ihr Fremdbild bestätigen können. Wie wir in Kapitel II.4. gesehen haben, verfügt bereits etwa jeder zweite Investor über eine Master-KAG. Alles in allem lehnen nur etwa 20% der institutionellen Anleger die Beauftragung einer Master-KAG gänzlich ab. Im vorigen Jahr lehnte sogar nur jeder siebte Anleger aus unserer Befragungsgruppe die Zusammenarbeit mit einer Master-KAG ab. In dem Vorvorjahr waren es ebenfalls 20%. Damit haben wir in der dreijährigen Erhebungsreihe mit 20% Master-KAG-resistenter Investoren (für die 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 nun wissen, wie groß das gesamte Marktpotential ist, drängt sich die Frage auf, über welchen Zeitraum der noch verbleibende Marktanteil verteilt wird und wie der Wettbewerb aussieht.

### III.1.b Verteilungszeitraum

Vor dem Hintergrund der bereits beschriebenen Bereinigung des Master-KAG-Marktes und des zunehmenden Wettbewerbs wollten wir auch erfahren, innerhalb welchen Zeitraumes das geschätzte Marktpotential verteilt wird.

Die Master-KAGen selbst haben sich auf einen Durchschnittszeitraum von gut zwei Jahren nach zweieinhalb Jahren in der Vorjahresstudie eingestellt. Die höchste Angabe lag bei fünf Jahren. Diese Einschätzung stimmt mit der Planung der institutionellen Investoren überein. Von denen, die noch keine Master-KAG beauftragt haben, gaben über 50% an, bis 2008 ein entsprechendes System einführen zu wollen. Die Zeit drängt also. Je weiter wir fortschreiten, desto enger werden die Zeitkorridore.

## III.2 Wettbewerb im Bereich Master-KAG

Steigende Volumina wie im Bereich Master-KAG wecken Begehrlichkeiten und erhöhen in aller Regel den Wettbewerb. Doch nicht alle Anbieter können in gleichem Umfang davon profitieren. Besonders klar wird dies daran, dass sich die ersten Teilnehmer im Master-KAG-Markt wie JP Morgan Chase aus diesem Segment gänzlich zurückgezogen haben. Andere wie BHW Invest konzentrieren sich nach der Fusion Oppenheim / BHF (Frankfurt Trust) im Sinne eines Outsourcings mehr auf die Aufnahme von Geschäftsbereichen anderer KAGen. Erkennbar sind die zunehmenden Anstrengungen und Investitionen der Master-KAG-Anbieter, um in der jetzigen Verteilungsphase möglichst schnell break-even zu sein.

Konkret fragten wir die Master-KAGen danach, welche Wettbewerber sie im täglichen Geschäft am meisten wahrnehmen. Aus der Anzahl der Nennungen können allerdings keine Rückschlüsse auf die Qualität der Dienstleistung getroffen werden. In dem folgenden Balkendiagramm sind ausschließlich die Adressen aufgenommen worden, die mindestens zweimal angegeben wurden.

Häufigkeit der Nennungen	Anbieter
10 – 12	Helaba Invest INKA Universal
6– 9	Metzler
2 – 5	Activest Deka dbi DeAM

Tabelle 2: Wettbewerber (Anzahl der Antworten – von 15 Teilnehmern)

Das Thema ausländischer Anbieter im deutschen Master-KAG-Markt haben wir nicht mehr angesprochen, nachdem sich der einzige sichtbare Mitstreiter JP Morgan Chase aus dem Markt zurückgezogen hat. Im letzten Jahr stellten wir noch fest, dass zwar nicht viele, im Durchschnitt aber immerhin doch 12,9% der Teilnehmer, ein Plädoyer für ausländische Anbieter abgaben. Zu diesem Zeitpunkt, also vor einem Jahr, waren alle befragten Anleger ausschließlich mit inländischen Master-KAG-Anbietern verbunden. Bleiben wir mit beiden Füßen auf dem Boden der Tatsachen, dann war auch damals schon absehbar, dass ausländische Anbieter eigentlich keine Chance haben, sich hier zu etablieren. Anders mag das im Vergleich zu den Custodians aussehen. Wir greifen diese Frage dann nochmals auf, wenn wir die Unterscheidung zwischen Master-KAGen und Custodians im nächsten Kapitel behandeln. In diesem Jahr ist erkennbar, dass sich die Teilnehmer mit zwei Nennungen und mehr auf acht Wettbewerber eingengt haben. Damit ist in Bezug auf die Aufteilung des Marktes eine neue Phase des Geschäftsfeldes Master-KAG eingetreten. Dies soll aber nicht heißen, dass diese nun den Markt unter sich ausmachen. Ganz im Gegenteil haben kleinere Anbieter auch heute realistische Chancen, dieses Geschäftsfeld erfolgreich auf- und auszubauen. Denn ähnlich wie im klassischen Asset Management zählt am Ende des Tages neben einem guten Produkt auch eine gute Betreuung. Letztere geht oftmals verloren, wenn kritische Volumina bei einem Anbieter überschritten werden. Aus dem Markt ist zu vernehmen, dass die eine oder andere KAG im Master-Bereich mit diesem Grenzbereich zu kämpfen hat. Aber professionell wie die Branche nun mal ist, werden Lösungen sehr schnell auf die Schiene gesetzt, z. B. durch Verbesserung der Software-Tools etc.

#### Befragung Asset Manager:

An dieser Stelle möchten wir einen kleinen Einschub vornehmen. Denn wir befragten zusätzlich die Fondsgesellschaften selbst, 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 sie die Master-KAGen in deren Bedeutung sehen. Von den einundzwanzig Managern, von denen wir Antworten zu dieser Frage erhielten, sahen

- 66% Universal
- 47% INKA
- 19% Helaba Invest
- 19% dbi
- 14% DeAM
- 10% Metzler
- 10% Activest

unter den ersten drei Anbietern. Unter den ersten fünf Genannten tauchten neben den zuvor benannten Adressen auch die Deka FundMaster sowie die Ampega auf. Die Universal wurde dabei öfter an Nummer 1 gesetzt als ihre Wettbewerber. Somit dürfen wir uns auf einen weiterhin spannenden Verlauf dieses Marktsegments freuen. Mit dem Zeitfortschritt scheint sich auch die Frage von selbst zu beantworten, inwieweit die Teilnehmer glauben, dass sich noch neue Master-KAG-Anbieter im deutschen Markt zeigen werden. Im letzten Jahr teilten immerhin

noch 7% diesen Optimismus. In der diesjährigen Untersuchung hielten komplette 100% dies für „eher unwahrscheinlich“. So können wir wohl davon ausgehen, dass der Markt sich jetzt zwischen den genannten Master-KAG-Anbietern verteilen wird.

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

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

Nach dem zuvor beschriebenen Bereinigungsprozess zwischen den Master KAGen stellt sich einmal mehr die Frage nach dem Spannungsfeld zwischen der rein deutschen Master KAG und den im Ausland bekannten Global Custodians. Wie wir wissen, handelt es sich bei der strikten Trennung in der Fondsverwaltung zwischen Kapitalanlagegesellschaft und Depotbank um eine deutsche Eigenheit. Dies wird im Ausland so nicht gehandelt. Diese Trennung zwischen dem Fonds- Verwalter bzw. -manager, der KAG selbst, und dem Verwahrer, der Depotbank, 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 von den Anbietern in noch stärkerem Maße als noch vor einem Jahr 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.

Mit der rasanten Weiterentwicklung des Angebots der Master-KAG-Anbieter über das letzte Jahr ist die Frage nach der noch im letzten Jahr aufgeworfenen Standortbestimmung zumindest vorläufig beantwortet. Wir sprechen heute nicht mehr darüber, wer in welcher Weise das Reporting liefert. 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 seine gesamten Wertpapierassets inklusive Derivaten von Immobilienfonds bis zu Private Equity 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?

Der künftige Weg der Master-KAG wird sicher beeinflusst werden von der Zukunft des deutschen Spezialfonds. Nachdem Europa und die Angleichung in der Behandlung vieler Themenfelder, die auch das Asset Management betreffen, immer mehr Platz greifen, könnte auch das deutschspezifische Sondervermögen Spezialfonds eines Tages auf dem Prüfstand stehen. Dann muss man sich natürlich fragen, ob die Master-KAG nach heutigem Strickmuster noch opportun ist. Sicher nicht. Aber darum geht es im Ergebnis auch gar nicht. Die von uns in einigen Passagen zuvor bereits erwähnte „Aufrüstung“ der Master-KAGen kommt ja nicht von ungefähr. Man will sich mit einer breiten Produktpalette immer mehr zum Super-Administrator und zentralen Bezugspunkt für alle Assets des institutionellen Anlegers aufstellen und so den Custodians auch jetzt schon Konkurrenz machen. Wir befragten die Master-KAG-Anbieter, inwieweit sie aus heutiger Perspektive die Custodians eher als Wettbewerber oder als Option ansehen. Das Ergebnis war ausgeglichen. Sieben der dreizehn Teilnehmer tippen ähnlich wie im letzten Jahr eher auf einen verstärkten Wettbewerb. Hierfür spricht sicher, dass eine Angleichung der Leistungspakete (z. B in den Reportingservices) beider Anbieter unverkennbar ist. Das bestätigen alleine 70% (Vorjahr: 86%) der befragten Master-KAG-Anbieter. Sechs Teilnehmer wollen den Custodian eher als „Option“ und damit komplementären Baustein betrachten, so wie wir es auch heute schon in der Praxis vereinzelt erleben, Master-KAG und Custodian Seite an Seite.

Die Master-KAG-Anbieter verwiesen auf unsere weitere Frage, ob denn Global Custodians überhaupt in der Lage wären, einen echten Master-Fonds abzubilden, selbstbewusst auf ihre unique Position. 54% sehen Custodians dazu nicht befähigt. 62% der Teilnehmer betrachten ihre Gesellschaft als Allround-Anbieter. 46% wiederum sehen die Entwicklung ihrer Gesellschaft auch zu einem ganzheitlichen Wertpapieradministrator. So ist es konsequent, dass 77% unserer Teilnehmer auch der Überzeugung sind, dass sie als Master-KAG mittel- und langfristig im Markt eine wichtige Funktion übernehmen werden. Von daher kann von Existenzangst keine Rede sein. Allerdings wird auch darauf hingewiesen, dass man gegebenenfalls über eine Neudefinition der Depotbankfunktion in Zusammenarbeit mit der Master-KAG nachdenken muss.

Werfen wir einen Blick auf die ganz großen Custodians dieser Welt wie State Street oder JP MorganChase, so bewegen wir uns schon auf sehr internationalem Parkett. Dies ist sicher auch ein Unterschied zwischen den Custodians und der deutschen Master-KAG. Inwieweit deutsche Master-KAG-Anbieter sich mit ihrer verbreiterten Dienstleistungspalette irgendwann einmal in das internationale Geschäft hineinbegeben können, ist schwer vorauszusagen. Hinzu kommen die vorher angesprochenen Unwägbarkeiten auf der rechtlichen Seite.

Da wir in einer Welt des Spezialistentums für die einzelnen Kettenglieder einer in sich aufgebrochenen Wertschöpfungskette leben, fördert dies das Spezialistentum bestimmter Service-Anbieter. Der Weg zu einer umfassenden „Service-Gesellschaft“ ist damit glasklar 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)

Wir haben zuvor festgestellt, dass jeder zweite institutionelle Investor zwischenzeitlich die Master-KAG nutzt. Wir wollten 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.

Sechs Kriterien wurden vorgegeben. Hier der „Vergleichstest“:

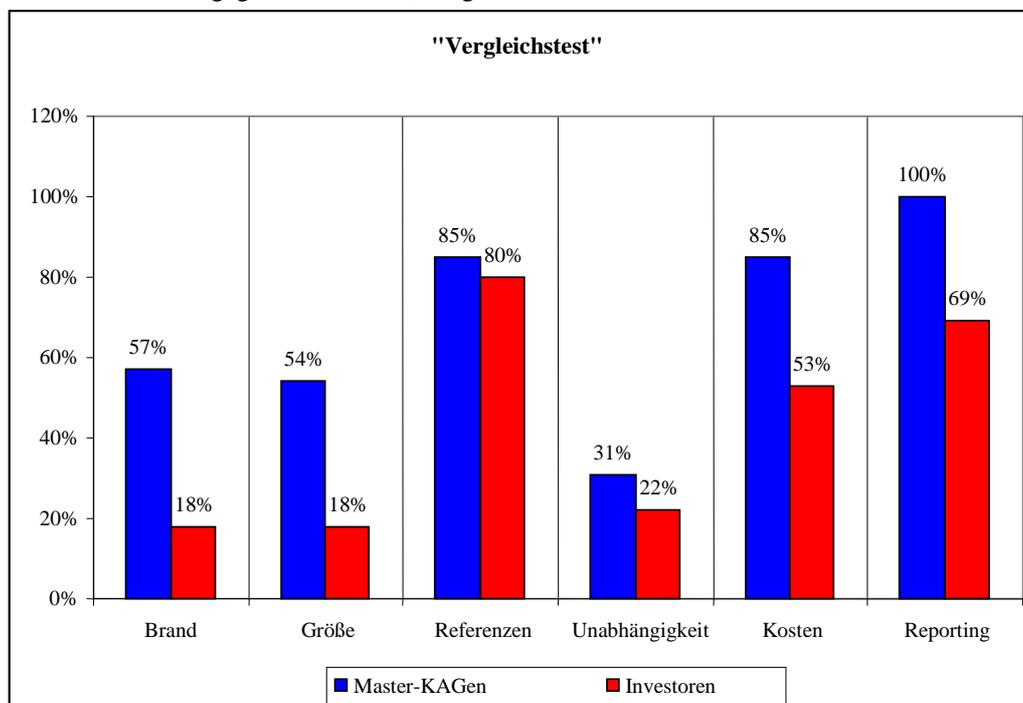


Abbildung 6: Kriterien für die Auswahl einer Master-KAG (in % der Teilnehmer)

Auf Seiten der Investoren konzentriert man sich auf zwei Kriterien, das Reporting und die bestehenden Referenzadressen. Verfügt die Master-KAG bereits über namhafte Kunden, so kann man wohl nicht allzu viel falsch gemacht haben und es darf unterstellt werden, dass die Master-KAG ihr Business offensichtlich versteht und in der Lage ist, große Datenbestände zu verarbeiten. Interessanterweise spielen die Kosten bei nur gut jedem zweiten Investor eine entscheidende Rolle. Im Vorjahr waren die Anleger da doch sehr viel sensibler (85%). Vielleicht setzt sich der Gedanke stärker durch, dass ein gutes und zumal komplexes Produkt wie die Master-KAG preislich nicht zu sehr ausgereizt werden kann. Die Master-KAG-Anbieter selbst sehen den Kostengesichtspunkt noch sehr viel sensibler.

Hinzu tritt bei den Investoren die Überlegung, dass die Master-KAG ihr Geschäft auch noch in mehreren Jahren betreiben wird. Denn ein Wechsel von einer Master-KAG zu einer anderen wäre mit erheblichem Aufwand verbunden, den der Investor sich natürlich ersparen möchte.

Der Wert für den „Brand“ und Bekanntheitsgrad der Master-KAG ist aus Sicht der institutionellen Anleger nochmals gesunken (Vorjahr: 25 %). Dies eröffnet wiederum Möglichkeiten für unbekannte Master-KAG-Anbieter. Offenbar spielt der Bekanntheitsgrad hier eine völlig andere Rolle als im klassischen Fondsmanagement, wo Markennamen entscheidend sein können.

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

Nach den zuvor gewonnenen Erkenntnissen sprechen wir bei der Master-KAG über einen zunehmend kompetiven, aber sehr dynamisch wachsenden Markt. Bei der Mandatsvergabe unterscheiden wir grob zwischen zwei Zugangswegen, der „Direktansprache“ durch den potentiellen Kunden, den Anleger, oder durch Vermittlung über einen „Consultant“. Wie im Vorjahr wurden die Teilnehmer konkret nach der prozentualen Aufteilung zwischen „Direktansprache“ durch den Investor und Ansprache durch einen „Consultant“ befragt. Die von den Teilnehmern genannten Prozentsätze, wie viele Mandate über Direktkontakt zum Kunden bzw. via Consultant vermittelt werden, gingen weit auseinander. Wie im letzten Jahr scheinen die Anbieter ganz unterschiedliche Erfahrungen gemacht zu haben. Einer der kleineren Anbieter räumt den direkten Ansprachen durch Anleger 90% ein und traut den Consultants nur 10% zu. Die andere Extremposition wird eher von den größeren Anbietern bei 70% bis 80% pro Consultant-Vermittlung und nur 20% bis 30% über Direktkontakte zum Kunden eingenommen.

Im Durchschnitt waren 52% (Vorjahr: 46%) der Teilnehmer der Meinung, dass Direktansprachen überwiegen und 48% (Vorjahr 54%), dass Consultants aktiver in der Vermittlung seien. Das Zutrauen gegenüber Consultants ist demnach weiterhin hoch und vor dem Hintergrund einer so komplexen und technisch hochwertigen Dienstleistung sicher auch gerechtfertigt. Allerdings ging der Prozentsatz pro Consultants doch um absolut 6% zurück.

Nur noch 46% der Teilnehmer (Vorjahr: 64%) waren der Auffassung, dass gerade über das letzte Jahr der Einfluss von Consultants auf dem Gebiet der Master KAG zugenommen hat. Das Ausmaß der mehr über Consultants vermittelten Mandate wurde im Schnitt bei einem Plus von 20% gesehen. Einige der großen Master-KAG-Anbieter waren an dieser Stelle eher skeptisch eingestellt. Nach dieser rückwärtsgewandten Frage wollten wir wissen, wie die Master-KAGen den Einfluss der Consultants in der Zukunft sehen. Wiederum 46% (Vorjahr: 64%) glauben an einen größeren Einfluss der Consultants.

Von diesen Befürwortern geht der überwiegende Teil davon aus, dass sich der Anteil der Consultant-Vermittlung um ca. 45% (Vorjahr: 20%) steigern wird. Alles in allem lässt sich der Schluss ziehen, dass die Consultants weiterhin ein beträchtliches Wort bei der Verteilung der Master-KAG-Mandate mitzureden haben. Allerdings scheint der Einfluss leicht abzunehmen.

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. Knapp die Hälfte der Befragten gab an, mit eigener Expertise die Master-KAG ausgesucht zu haben. Nur zwei Adressen beauftragten dafür einen Consultant. Der Rest machte keine Angabe. Für die künftigen Mandate interessanter sind ja diejenigen Investoren, die bislang noch keine Master-KAG nutzen. Immerhin zwei Drittel wollen dies

über die eigene Expertise abdecken und ein Drittel gab an, für die Master-KAG-Suche einen Consultant mit ins Boot zu nehmen. Von Interesse ist noch folgende Auswertung. Wir hatten unsere Investoren danach befragt, ob sie in 2006/2007 oder 2008 eine Master-KAG beauftragen möchten. Ein Viertel der Investoren, die noch keine Master KAG haben und für diesen Gedanken offen sind, wollen dieses Thema in 2006/2007 angehen, drei viertel in 2008. Immerhin jede dritte Anlegeradresse machte die Aussage, dass sie dazu einen Consultant konsultieren wolle. Für die Consultants lässt dieses Ergebnis im grunde alle Optionen offen. Der Markt ist jedenfalls vorhanden. Nicht alle Consultants bieten auch den Searchprozess einer Master-KAG an. Einige 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 fünf (Vorjahr: sechs) an der Zahl an. Die Schwankungsbreite reicht allerdings von zwei bis zu zehn Consultants. Auch die großen Master-KAGen lagen bei vier bis fünf Consultants, von denen sie immer wieder eingeladen werden. Dies deckt sich auch mit unseren Erfahrungen aus Gesprächen mit Marktteilnehmern.

Als „Hilfsmittel“ im untechnisch gesprochenen Sinne, aber doch immerhin als Unterstützung beim Searchprozess der richtigen Master-KAG, werden auch „Master-KAG-Ratings“ angesehen. Wiederum hohe 76% (Vorjahr: 80%) versprechen sich einen Vorteil von einem Rating ihrer administrativen Serviceleistungen.

## **IV Status quo und Strategie der Master-KAGen**

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

Kapitel IV befasst sich zunächst mit der Aufstellung der Master-KAG-Häuser. Die Teilnehmer wurden danach gefragt, wo sie die Schwerpunkte setzen möchten, welche Herausforderungen sie für Ihr Haus sehen, welche Kundengruppen von vorrangigem Interesse sind und bei welchen Dienstleistungskomponenten geplante Investitionen priorisiert werden.

Im letzten Jahr stellten wir die vielleicht etwas akademisch anmutende Frage, inwieweit die Master-KAGen das Vorhalten einer eigenen KAG außerhalb des Konzerns des Asset Managers für essentiell halten. Alternativ dazu kennen wir das Modell der integrierten Master-KAG-Services innerhalb des Asset Managers.

Nur 23% gaben der Lösung der selbständigen KAG außerhalb des Bereichs des Asset Managers den Vorzug. 77% votierten für 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. Das integrative Modell setzt auf die Kombination Asset Management im klassischen Sinne und das Angebot von Serviceleistungen.

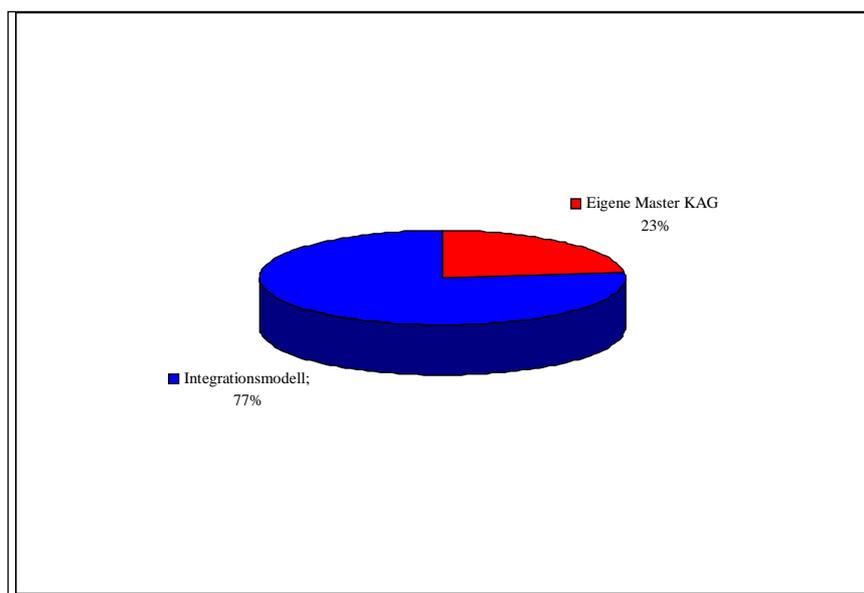


Abbildung 7: Angaben der Master-KAGen (in % der Teilnehmer)

Das Integrationsmodell scheint auch aufzugehen, da sich unter den Befürwortern dieser klaren Mehrheit eine Reihe bedeutender und großer Anbieter befinden. Aber wie sieht die Akzeptanz auf Seiten der Anleger aus?

Erstaunlicherweise gaben diese wiederum mit 84% ein klares Votum für den reinen, vom Asset Manager völlig unabhängigen, Master-KAG-Anbieter ab (Vorjahr: 95%). Die Wirklichkeit sieht etwas anders aus, wie wir zuvor gesehen haben. Danach ließen immerhin 33% der institutionellen Anleger Fonds auch in der Asset Management-Gruppe managen, zu der auch die Master-KAG selbst gehört (s. Kapitel II.4). Dies mag hier und da auch mit gewachsenen Kundenverbindungen zusammenhängen. Warum soll man als Investor den Anbieter wechseln, wenn eine Lösung aus einer Hand darstellbar ist? So oder ähnlich pragmatisch werden viele Anleger denken. Es fehlen natürlich auch entsprechend viele Anbieter, die wirklich unabhängig von jedweden Konzerninteressen agieren. Ein gutes Beispiel für die Unabhängigkeit ist die Universal Investment als älteste Master-KAG in Deutschland. Eine Wertung für oder gegen eines der beiden Modelle ist hier nicht am Platze.

Aber wie sieht die tatsächliche Situation bei den Master-KAGen selbst aus? Ein Teilnehmer gab an, sein Geschäftsvolumen fast ausschließlich aus Master-KAG Mandaten zu rekrutierten. Dieser vereint gut 40 Mandate und 7 Mrd. Euro auf sich. Weitere zwei Gesellschaften gaben an, 50% und mehr ihrer Assets aus Master-KAG-Mandaten zu rekrutieren. Diese vereinen ca. 60 Mrd. Euro AuM auf sich. Dahinter stehen alleine 530 Segmentfonds. Die 10 weiteren Teilnehmer, mithin die Vertreter des Integrationsmodells, vereinen ein Potential von ca. 80 Mrd. Euro mit über 500 Mandaten auf sich. Im letzten Jahr stellten wir fest, dass etwa 60% der Master KAG-Anbieter mehr als 50% ihres Geschäftsvolumens aus dem Master-KAG-Geschäft ziehen. Betrachten wir uns die Situation heute, so müssen wir feststellen, dass dies noch drei Anbieter sind.

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

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

Die vorigen Ausführungen haben uns aufgezeigt, dass wir im Jahr 2005 erstmals auch in eine Konsolidierungsphase oder zumindest eine Umorientierungsphase bei einigen Anbietern eingeschwenkt sind. 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“. Zehn unserer dreizehn Teilnehmer sind der Überzeugung, dass sie aus dem letzten Jahr „gestärkt“ herausgegangen sind. Drei Kandidaten hatten das Gefühl, dass sich nicht viel getan hat und gaben „auf Vorjahresniveau“ an. Von einer „Schwächung“ ging keiner der Teilnehmer aus. Nach der ohnehin eingesetzten Bereinigung war das auch nicht zu erwarten.

Wir wollten auch wissen, worauf sich der Optimismus der Teilnehmer gründet, wenn sie sich als besser gewappnet im Vergleich zum Vorjahr sehen:

- bessere IT Prozesse eingeführt bzw. optimiert (inklusive Risk Tools),
- Migration der Fondsbuchhaltung auf bestimmte Systeme wie Simcorp Dimension,
- Online-Reporting,
- Gestiegene Erfahrung mit komplexen Mandatsstrukturen,
- Technische Verbesserung der Abwicklungsprozesse,
- Flexible Dienstleistungsangebote (Gesamt- oder Einzellösungen),
- Namhafte Referenzkunden,
- Mandats- und Volumenzuwächse,
- Gestiegene Anzahl an Advisern, mit denen man zusammenarbeitet.

Alle Teilnehmer, ob länger oder erst ganz kurz am Markt, arbeiten bereits mit Advisern zusammen. Die dreizehn Teilnehmer verfügen insgesamt über an die 1.200 Mandate (Vorjahr: 800) bei Gesamtassets in Höhe von ca. 150 Mrd. Euro. Eine nähere Aufspaltung ist den untenstehenden Tabellen zu entnehmen

Anzahl der Mandate	Anbieter
bis 10 Mandate	23% (Vorjahr: 21%)
10 bis 50 Mandate	31% (Vorjahr: 50 %)
50 bis 150 Mandate	23% (Vorjahr: 21%)
über 150 Mandate	23% (Vorjahr: 8%).

Tabelle 3: Mandate und Tabelle 4: Assets under Management

Aufteilung nach Assets under Management	Anbieter
bis 1 Mrd. Euro	23%
1 bis 10 Mrd. Euro	31%
10 bis 15 Mrd. Euro	23%
15 bis 20 Mrd. Euro	15%
über 20 Mrd. Euro	8%

Wie bereits angedeutet, reicht die Spanne der Angaben, wie viele der Assets unter Management bei den Master-KAGen dem Segment Master KAG – und nicht dem Asset Management – zufallen, weit von 100% bis 6%. Der Durchschnitt liegt bei knapp 38% (Vorjahr: 34%). Bei vielen Anbietern ist daher noch eine „Menge Luft“ zur Akquisition neuer Master-KAG-Mandate. Deshalb wurde die Frage angefügt, wie viel Prozent aller bei ihrer Gesellschaft verwalteten Assets sie künftig für master-KAG-fähig halten würden. Auch hier tat sich eine relativ weite Spanne von 6% bis zu 70% auf. Der Durchschnittswert pendelt sich bei etwa 30% ein.

An dieser Stelle möchten wir noch zwei Fragestellungen einschieben:

Zum einen hat uns interessiert, ab welchem Volumen an AuM die jeweiligen Master-KAGen dieses Geschäft für auskömmlich halten. Die Frage wurde offenbar von einigen Teilnehmern im Hinblick auf die Größe des Mandates für einen einzelnen Kunden beantwortet. Hier wurden Mindestgrößenordnungen von 250 Mio. Euro bis zu 500 Mio. pro Investor gesehen. Diese Zahlen bewegen sich auf Vorjahresniveau. Andere haben Mindestgrößen für die gesamten Assets under Management genannt, die man bis zu break even erreicht haben muss. Um profitabel arbeiten zu können, wurden 4 Mrd. Euro als untere Grenze genannt. Im Schnitt bewegten sich die Angaben um die 10 Mrd. Euro oder auch höher.

Weiter wollten wir wissen, ob die Master KAGen auch Deckungsbeitragsrechnungen durchführen. Dies – so wurde im Markt unterstellt – würde wohl nicht überall der Fall sein, da man erst mal schauen wolle, was man aus dem Geschäftszweig Master-KAG machen könne. Entsprechende Überprüfungen nehmen zwischenzeitlich alle Master-KAG-Anbieter durch.

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

Erhöhte Anforderungen von seiten der Kunden und durch gesetzliche Vorgaben verstärken den Druck auch auf die Master-KAG-Anbieter. Das letzte Jahr lieferte dafür ein anschauliches Beispiel. Wenn wie geschehen die ersten Anbieter ihre Koffer packen oder ihre Geschäftsmodelle ändern, so bedeutet dies für die am Markt verbliebenen Teilnehmer ein Alarmzeichen und rechtzeitig die zukunftsrelevanten Themen anzugehen oder bereits aufgesetzte Projekte zügig durchzuziehen. Jedes verlorene Mandat ist sehr schwierig zurückzugewinnen. Das gilt ganz allgemein, im besonderen Maße aber für den sehr kundenbezogenen und von Vertrauen geprägten Bereich Master KAG. 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 ist 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 verantwortungsvollen Position sagten so auch elf der dreizehn Teilnehmer, dass sie sich von dem Angebot einer Master-KAG eine stärkere Bindung der bereits vorhandenen Kundenkontakte versprechen. Verständlich wird diese Einschätzung auch noch mal vor dem Hintergrund, dass die Master KAG-Anbieter etwa ein Drittel der Kunden, die bereits Spezialfonds bei der KAG im Portfoliomanagement platziert haben, auch für master-KAG-fähig halten. Und dabei handelt es sich nur um die Investoren, die nicht ohnehin bereits eine Master-KAG beauftragt haben, d.h. bereits Kunden auf der Master-KAG-Seite sind. Dies bedeutet, dass die Investoren mit ihren Spezialfonds bereits eine interessante künftige Klientel für die jeweiligen Master-KAGen darstellen.

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.

Stärkung der Kundenbeziehung:
- Eingehen einer langfristig angelegten „Partnerschaft“
- Besserer Überblick über Gesamtassets für Investor
- Bedarfsgerechtere Beratung durch Master KAG (aufsichts- und steuerrechtliche Fragen, Overlay-Steuerung, Absicherungsstrategien, Fondsfusionen, Beraterwechsel)
- Zentraler Ansprechpartner
- Abrundung der Produktpalette

Tabelle 8: Stärkung der Kundenbeziehung

Die genannten Punkte ergänzen zum Teil die Antworten, die uns im letzten Jahr gegeben wurden. Immer deutlicher zeichnet sich die erweiterte Administrations- aber auch Beraterrolle der Master-KAG-Anbieter ab. Die Master-KAGen nehmen unstrittig eine ganz zentrale Rolle für die Verwaltung der Assets ein. Der Beratungsbedarf steigt natürlich auch in Bezug auf die einzelnen Assetklassen. Die breiter angebotene Produktpalette der Asset Manager insbesondere auch im Sektor der Alternativen Investments findet seine zentrale Zusammenführung bei der Master-KAG. Auch über die Einbeziehung von Direktanlagen wird ganz offen gesprochen. Dieser „Alles-aus-einer-Hand-Service,“ wie wir es in der Vorjahrestudie bezeichneten, 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?

Stärken des eigenen Hauses	der Teilnehmer
- Indiv. Kundenberatung	100% (Vorjahr: 40%)
- STP / techn. hohe Standards	85% (Vorjahr: 60%)
- Gutes Personal	100% (Vorjahr: 27%)
- Reporting	77% (Vorjahr: 72%)
- Anbindung ext. Partner	77% (Vorjahr: 60%)
- Kontrolle/Risikomanagement	85% (Vorjahr: 53%)
- Unabhängigkeit	62% (Vorjahr: 13%)

Tabelle 9: Stärken des eigenen Hauses

Die zum Teil gegenüber dem Vorjahr erheblich angestiegenen Prozentsätze verdeutlichen das Selbstbewusstsein der Branche. Es zeigt sich aber auch ein gewisser Umdenkungsprozess bei den Master-KAG-Anbietern. Im Vorjahr standen die hohen technischen Anforderungen und die entsprechende Expertise ganz vorne an. Natürlich nehmen auch in diesem Jahr diese Dienstleitungen eine dominante Rolle ein, wenn wir beispielsweise auf das

Straight Through Processing (STP) und insbesondere den Punkt Risk Management schauen. Einen Quantensprung im Vergleich zum Vorjahr können wir bei dem Vorhalten guten Personals und der individuellen Kundenberatung feststellen. Im letzten Jahr stellten wir noch die Frage, ob zusätzliche Personaleinstellungen geplant seien. Dies verneinten nur 26% der Teilnehmer aus dem letzten Jahr. Die anderen 74% sind offenbar aktiv geworden. Master-KAG ist trotz aller Technik und Automatisierung ein personalintensives Geschäft. 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. Wie wir schon zuvor erkennen konnten, wird der Begriff „Master-KAG“ sehr stark mit „Reporting“ assoziiert. Wie sieht nun die Expertise der Anbieter in diesem Bereich aus? Auf diesem Gebiet hat sich offensichtlich eine Menge getan. 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 Fondsstruktur (Assetklassen),
- Ertrags-Übersichten (Ertragsdetails, Mittelaufkommen)
- Performance-Übersicht (Wertentwicklung, Fondspreisentwicklung, Outperformance)
- Länder- und Währungs-Aufteilung
- Risikokennziffern (Tracking Error, Information Ratio im Vergleich zur Benchmark)
- Getätigte Umsätze/Transaktionen.

Der Qualitätsstandard liegt auf hohem Niveau. Dazu kommt meist die getrennte Ausweisung von z. B. den verschiedenen Assetklassen, im Bereich Renten etwa die Aufteilung nach Staatsanleihen, Corporates etc., den einzelnen Ländern/Währungen, den Branchen u.s.w. 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 DekafundMaster.

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. 54% der Teilnehmer gaben an, dass sie über ein funktionierendes e-Reporting mit täglicher Abrufoption verfügen. Im Vorjahr waren es noch 27% der Teilnehmer. Die seinerzeit ausschließlich angebotenen üblichen Vier-Wochenrhythmen überholen sich immer mehr. Fast alle anderen Teilnehmer sind dabei, das e-Reporting einzuführen. Dies wird damit bald zum Standard. 23% des Teilnehmerfeldes bevorzugen den Monatszyklus als Standard. Genauso viele Master-KAG-Anbieter, nämlich 23%, schwören auf die wöchentliche Mitteilung an ihre Kunden. 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 vorgenommene Personalaufbau.

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

Der Fokus dieses Kapitels liegt in der künftigen Aufstellung der Teilnehmer im Markt. Zunächst wurden die Master-KAGen danach gefragt, wo sie im Kundenservice die Herausforderungen sehen, wo sie die Investitionsschwerpunkte setzen möchten und welche Zielgruppen von primärem Interesse sind. Wie, so fragten wir, sieht es darüber hinaus mit dem Mitarbeiterbestand und den Planungen aus?

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

Nach den erheblichen Anstrengungen, die im letzten Jahr bereits zur Fortentwicklung vorgenommen wurden, fällt es schwer zu glauben, wie sich dieser Trend noch weiterentwickeln soll. Aber auch wenn sich die Master-KAGen offensichtlich schon recht gut aufgestellt fühlen, wissen wir alle, dass Stillstand Rückschritt bedeutet. Daher wollten wir wissen, wie und welche Ziele sich die Teilnehmer neu gesetzt haben, um künftig die Dienstleistungspakete weiterzuentwickeln.

- 69% (Vorjahr: 27%) planen, ihre Dienstleistungspalette für die Kunden auszubauen (z.B. Overlay-Management, Abwicklung Wertpapierleihe),
- 62% der Teilnehmer geht es primär darum, die Assets under Management kurzfristig auszubauen,
- Zu 54% (Vorjahr: 73%) gaben die Teilnehmer an, ihre Aktivitäten im Bereich Straight-Through-Processing voranzutreiben bzw. zu optimieren.
- 54% (Vorjahr: 33%) wollen das e-Reporting auf- bzw. ausbauen,
- Die IFRS-Fähigkeit für die Buchhaltung steht bei 46% (Vorjahr: 27%) der Teilnehmer oben auf der Agenda.

Diese Ergebnisse spiegeln eindrucksvoll die Dynamik der Anbieter selbst, aber damit auch des gesamten Marktes und der hohen Nachfrage von Kundenseite, wider. Die Prozentzahlen liefern eine Vorstellung über die künftigen Priorisierungen auf seiten der Master-KAGen.

In diesem Kontext muss natürlich auch die Frage beantwortet werden, wie sich diese Pläne im künftigen Investitionsverhalten der Master-KAG-Anbieter wiederfinden. 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.

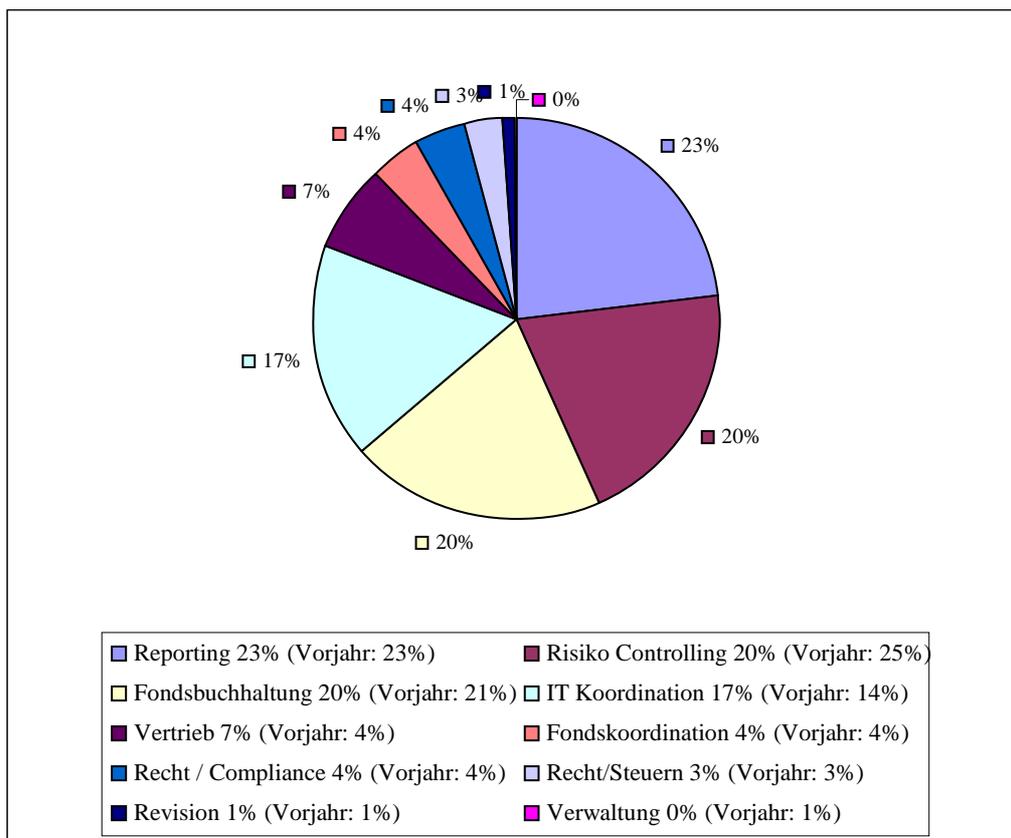


Abbildung: 8 Investitionsmaßnahmen (in % der Teilnehmer)

Bei diesen Durchschnittswerten wird klar, dass einige Teilnehmer noch erhebliche Investitionen in das e-Reportingsystem zu gewärtigen haben. Das Risk Management oder Controlling wurde von allen Teilnehmern mit Werten von 5% der Gesamtinvestition bis zu 50% genannt. Bei den zunehmenden gesetzlichen Anforderungen wie etwa über das VAG (Rundschreiben 30/2002) verwundert dies auch nicht. Letzteres Beispiel tangiert aber in gleichem Maße das Reporting. Von daher spielen einige Gesichtspunkte wie das Reporting und das Risiko Controlling hier und da Hand in Hand. So erklären sich auch die hohen Investitionsplanungen für IT-Koordination und Fondsbuchhaltung. Nach unseren zuvor schon gewonnenen Erkenntnissen ist der im Vergleich zum Vorjahr höhere Wert für Investitionen in den Vertrieb gut nachvollziehbar. An erster Stelle stehen Investitionen in das Reporting und die Fondsbuchhaltung. Alle Teilnehmer sind sich also darüber im Klaren, dass sie entsprechende Investitionen vornehmen müssen, um wettbewerbsfähig zu bleiben.

Da das letzte Jahr offenbar einen deutlichen Schub nach vorne gebracht hat, lohnt sich ein Blick auf die Ausstattung mit Mitarbeitern. Qualifiziertes Personal ist in diesem Business ein Muss. Das haben auch die Master-KAGen erkannt. Im Schnitt sind etwa 60 Mitarbeiter in jeder Gesellschaft mit dem Thema Master-KAG befasst. Im Vorjahr kamen wir auf eine Anzahl von 70 Mitarbeitern. Da acht von dreizehn Gesellschaften zudem angaben, dass sie zusätzliche Kräfte im letzten Jahr eingestellt hätten, passt dies nicht ganz in das Bild. Letztlich müssen wir bei den Angaben wohl schlicht und ergreifend eingestehen, dass ein realistisches Bild aufgrund der unterschiedlichen Strukturen der Master-KAG-Anbieter schwer zu ermitteln ist. Probleme bei der definitiven Zuordnung von Mitarbeitern bestehen insbesondere bei den Anbietern, 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 etwa fünfzehn neue Mitarbeiter je Master-KAG im Verlaufe des letzten Jahres neu an Bord geholt wurden. Der niedrigste Wert der bestehenden Mitarbeiterschaft lag bei zehn Mitarbeitern, die höchste Angabe bei über zweihundert-dreiundzwanzig Mitarbeitern. Was die Neueinstellungen über das letzte Jahr anging, so waren die Master-KAGen recht aktiv.

In die Zukunft geschaut wollten wir wissen, ob zusätzliche Einstellungen geplant sind. Zunächst verneinten nur drei der dreizehn Teilnehmer, ganz generell weitere Einstellungen von Personal für den Master-KAG-Bereich vorzunehmen. Bei den neun Teilnehmern, die das Personal aufzustocken gedenken, kreuzten allein drei an, dass sie dies auch kurzfristig umsetzen wollen. Die anderen Teilnehmer wollen dies in den nächsten zwei bis vier Jahren tun. Angegeben wurden im Schnitt acht neue Mitarbeiter, in der Spitze wurden dreißig Neueinstellungen angegeben.

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

Stellten wir im letzten Jahr noch fest, dass sich das Produkt Master-KAG endgültig im deutschen Markt etabliert hat, so müssen wir heute schon ein Stück weitergehen. Natürlich ist die Master-KAG nicht mehr wegzudenken, aber wie wir gesehen haben, hat doch eine Bereinigung bereits stattgefunden. Umso besser für die Master-KAG-Anbieter, die nach wie vor dabei sind. Denn das eher margenenge Geschäft rentiert nur ab gewissen Mindest-Assets. Erfreulicherweise ist zu hören, dass sich inzwischen doch halbwegs vernünftige Sätze an Basispunkten durchsetzen lassen, was natürlich wieder vom Servicepaket der Master-KAG, aber auch von anderen, eher den Softfaktoren zuzurechnenden Faktoren wie bestehenden Referenzadressen abhängt. Welche Überlegungen stellen die Verantwortlichen der Master-KAGen nun an, um diese Kundenbindungen 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 aber auch auf mögliche neue Kundenkontakte im klassischen Asset Management geschieht wird.

Mit einer Ausnahme waren sich die Teilnehmer 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.

Wie sieht es aber mit den Perspektiven im klassischen Bereich Fondsmanagement aus? Werden hier Cross Selling-Potentiale gesehen, die gehoben werden können? Im Grunde genommen wärmen wir wieder das Dauerthema auf, 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.

Nur drei unserer dreizehn Teilnehmer vertreten die Ansicht, dass die Master-KAG von den anderen Dienstleistungen wie dem Fondsmanagement absolut zu trennen sei und keine Hebeleffekte zur Gewinnung klassischer Mandate möglich seien. Dieses Ergebnis liegt auf Niveau des Vorjahres. Anders die übrigen zehn Teilnehmer. Sie präferieren das „Overlay-Management-Prinzip“ und sehen einen direkten Zusammenhang zwischen dem Produkt Master-KAG als administrativem Instrument und dem Fondsmanagement als insoweit untergeordnetem Produkt, das in diese zentrale Steuerungseinheit eingebunden ist. Warum, so die Frage, soll die Master-KAG also nicht über die Tochtergesellschaft oder aus der eigenen Fondsmanagementeinheit heraus auch ein oder zwei Mandate aktiv managen? Als Argument hierfür wird oftmals vorgebracht, dass man sich als „auch aktiver Manager“ viel besser in die Situation hineinversetzen könne und so dem Investor 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 sieben unserer dreizehn Teilnehmer.

An dieser Stelle erinnern wir uns, dass jeder dritte Investor angab, dass das Haus seiner Master-KAG für ihn auch als Asset Manager aktiv ist.

Die institutionelle Anlegerschaft lässt sich nach verschiedenen Methoden betrachten. In der Regel greift man auf die nach Assets gemessene Größe eines Investors zurück. Oder man bedient sich der klassischen Zuordnung nach gewissen Branchen, also z. B. Banken, Versicherer, Altersversorgungseinrichtungen u.s.w.. Wir wollten wissen, wo die Teilnehmer ihr Kundenpotential sehen. Die folgenden Kundengruppen auf Anlegerseite waren vorgegeben. Es konnten mehrere Alternativen angegeben werden.

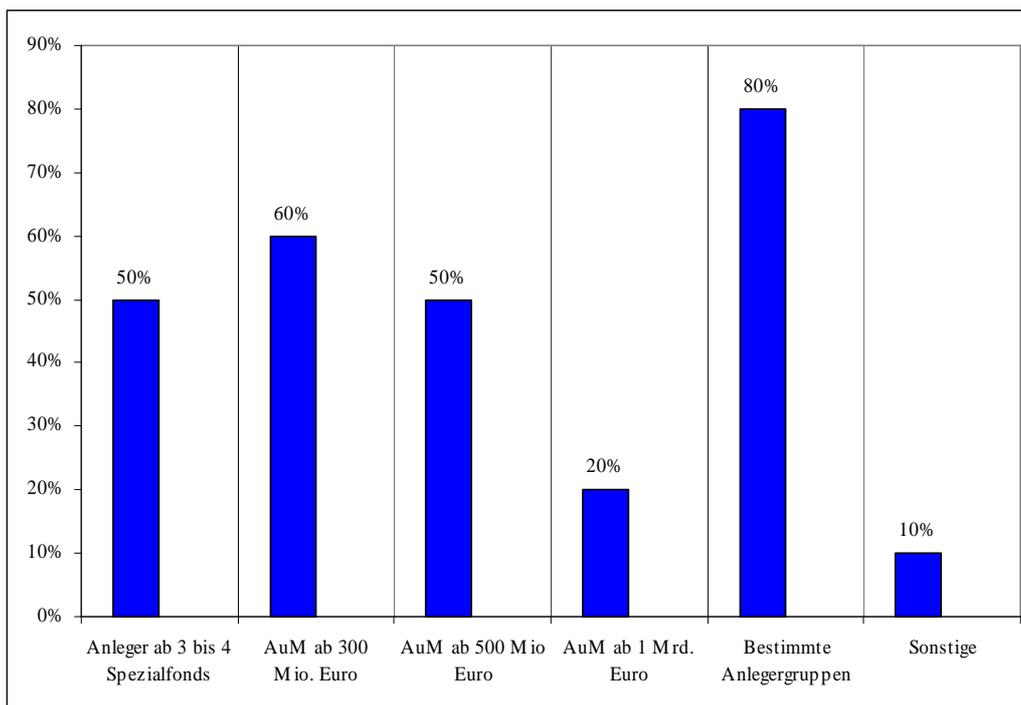


Abbildung 9: Zielkundengruppen der Master-KAGen (Anzahl der Antworten – von 13 Teilnehmern)

Fassen wir die Antworten der Teilnehmer zusammen, so scheint nach den zu verwaltenden Assets eine Größenordnung ab 300 Mio. Euro der Mindesteintritt in ein Master KAG-Mandat zu sein. Wir wissen aber, dass Master KAG-Anbieter auch schon darunter, etwa bei 150 Mio. Euro, beginnen. Natürlich sind auch ganz große Brocken ab 1 Mrd. Euro willkommen. Dazu sagten aber nur zwei Teilnehmer Ja. Die Region, in der sich die meisten Teilnehmer wohlfühlen, liegt eindeutig darunter. Sehr große Mandate bringen zwangsläufig einen erheblich höheren Verwaltungsaufwand mit sich. Dabei geht es nicht um die reine Skalierbarkeit von Zahlen, sondern um teilweise diffizile Abstimmungsprozesse etwa mit Depotbanken in Übersee und Ähnliches. Das heißt, besonders große Mandate müssen nicht automatisch mehr Spaß machen. So hören wir auch aus dem Markt, dass solche Master KAG-Aufträge in aller Regel an größere Anbieter vergeben werden, 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 drei und vier Fondsmandaten genannt. Einigen Teilnehmern reichen schon zwei Spezialfonds aus. Ob das aber ein Kunde möchte, steht auf einem anderen Blatt. Darüber hinaus fokussieren bestimmte 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 dies Themen für eine Verlagerung nach außen sein können. Welche Service-Bereiche sind Master-KAGen bereit, an dritte Provider weiterzugeben, also outzusourcen?

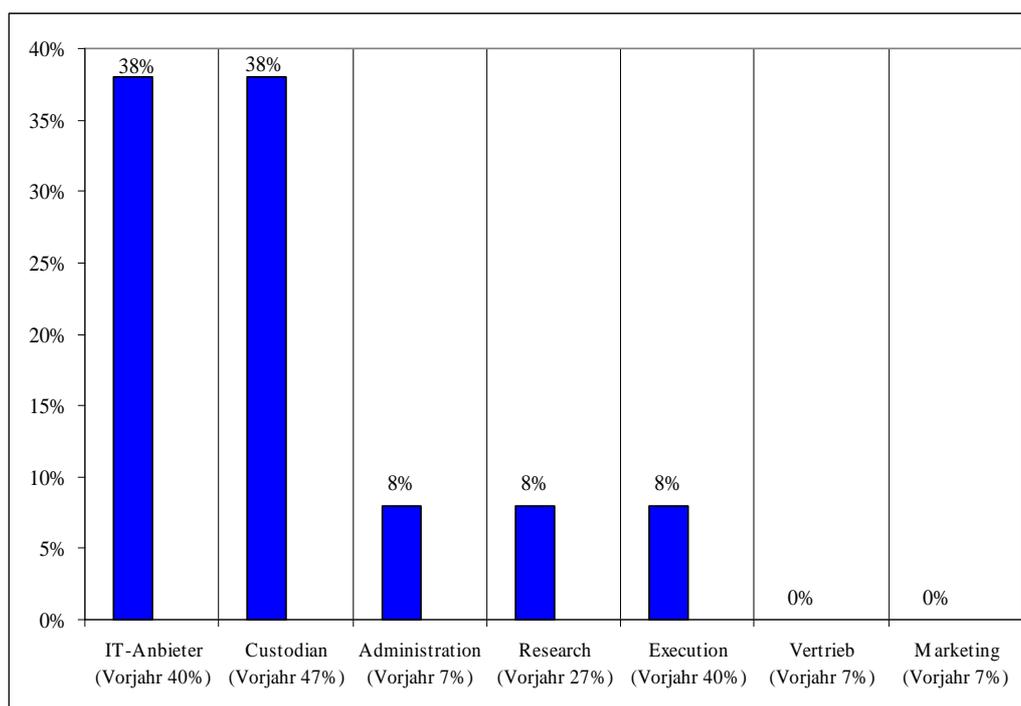


Abbildung 10: Outsourcing von Servicebereichen (in % der Teilnehmer)

Outsourcing von Dienstleistungen nimmt im Vergleich zum Vorjahr deutlich ab. War dies im letzten Jahr noch ein größeres Thema, so sind es jetzt nur noch zwei Bereiche, bei denen es eine Rolle spielt. Wie zu vermuten, suchen die Master-KAGen insbesondere Anbieter im IT-Sektor. Auch die Custodian-Funktionen möchte man sauber vom eigenen Hause getrennt sehen. Dieses Thema haben wir ja bereits gesondert intensiv behandelt. Aber im übrigen behält man die Services im Haus. Sechs Teilnehmer schlossen denn auch das Outsourcing von Funktionen an Dritte kategorisch aus. Die Master-KAG-Anbieter, die sich ganz generell positiv zum Outsourcing äußerten, insgesamt sieben an der Zahl, kreuzten zum größten Teil auch beide oben genannten Bereiche, also IT und Custodian, an. So lässt sich wie im Jahr zuvor von einer Zweiteilung sprechen in Gesellschaften, die dem Gedanken recht offen gegenüberstehen und der anderen Hälfte, die die Funktionalitäten doch ganz überwiegend im eigenen Hause angesiedelt sieht.

## V Administration und Infrastruktur

### V.1 Infrastruktur

Ob der BVI Standards setzt oder nicht, ist sicher eher eine philosophische Frage. Auf alle Fälle wünschen mit einer Ausnahme allen Master-KAG-Teilnehmer unserer Studie, dass der BVI das Vorantreiben der Standardisierung unterstützt. Worüber wir sprechen ist das Thema Schnittstellenverwaltung und Systemanbindung. Natürlich haben sich im Laufe des Bestehens der Master-KAGen zunehmend Standards herausgebildet. Eine Master-KAG kann aber immer nur so gut sein wie die Handelspartner. Im Zweifel müssen die Master-KAGen immer ein hohes Maß an Flexibilität mitbringen.

Die Teilnehmer wurden danach gefragt, ob ihre 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. Immerhin neuen der dreizehn Anbieter bejahten diese Frage. Dazu gaben vier der dreizehn Teilnehmer an, dass sie dazu noch nicht vollständig in der Lage seien. Im letzten Jahr sahen sich noch alle Teilnehmer in der Schnittstellenverwaltung bestens präpariert. Mangelndes

Selbstbewusstsein kann man der Branche mithin nicht vorwerfen. In das Bild passt auch unsere Frage nach einer Vernetzung von Front-, Middle- und Back Office. Bis auf zwei Adressen sind diese Bereiche bei allen anderen Anbietern miteinander verbunden.

Die meisten Teilnehmer gaben an, die Schnittstellen zu den externen Unternehmen zu automatisieren. Solange keine Standards 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“ ist eines der geflügelten Worte im Bereich Master-KAG. Straight Through Processing (STP) steht dabei für einen hohen Automatisierungsgrad. Bis auf zwei Adressen bejahen alle Adressen, dass man in ihrem Hause guten Gewissens von einem vorhandenen STP sprechen könne. Viele Gesellschaften verwenden angabegemäß das System SimCorp zur Steuerung. 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 ab. Auf diese Weise kann ein Prozess auch halbautomatisch oder gar manuell aussehen. Dann sind 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 bildet bzw. bilden wird. Es wurde teilweise nach dem Sektor unterschieden. FIX wird insbesondere im Front- und Middle Office-Bereich als stark und von fast allen Teilnehmern als gleichwertige Alternative zu SWIFT angesehen. Vereinzelt wurde auch auf die Systeme Funds XML und Oasys hingewiesen. Diese Systeme wurden jedenfalls von einigen Teilnehmern als Alternative zu SWIFT angesehen, das gerne auch auf der Gegenseite gesehen wird, womit ein reibungsloser Ablauf sichergestellt ist.

## V.2 Buchhaltung und Rechnungslegung

Die Buchhaltung richtet sich heute an internationalen Rechnungslegungsvorschriften aus. Die Anforderungen der insoweit betroffenen Spezialfondskunden, also insbesondere den Firmen bzw. Corporates, sind automatisch gewachsen. 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. Wir fragten die Teilnehmer, ob die Fähigkeit zur Lieferung aller Daten auf diesem internationalen Niveau uneingeschränkt gegeben sei. Waren es im Vorjahr noch 87%, die diese Frage bejahten, so sind es jetzt im Grunde genommen alle Teilnehmer, zum Teil mit ganz leicht einschränkenden Anmerkungen. Hingewiesen wurde darauf, dass das e-Reporting in der Lage sei, alle Rohdaten für einen Abschluss nach IFRS bereitzustellen und kundengerecht zu bestimmten Fragestellungen wie verschiedenen Asset Kategorien verdichtet werden kann. Die Auswertungen erlauben dann auch die Betrachtung verschiedener Berichtszeiträume oder die Differenzierung z.B. nach Restlaufzeiten.

Wie ist es um die technischen Ressourcen der Master-KAGen bestellt? Fünf Kriterien wurden hinterfragt. Hier die Ergebnisse:

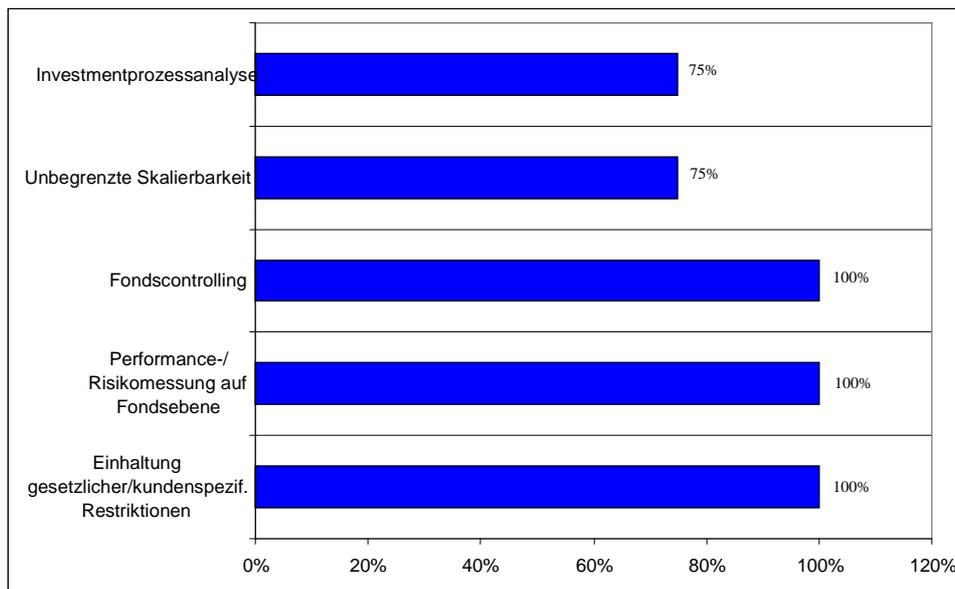


Abbildung 11: Technische Ressourcen (in % der Teilnehmer)

„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. Soweit eine „unbegrenzte Skalierbarkeit“ nicht gegeben war, wurde auf Systeme verwiesen, die je nach Bedarf ausgebaut werden. 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 dreizehn von fünfzehn Teilnehmern an, über diese Expertise zu verfügen. In unserer aktuellen Befragung waren es elf von dreizehn Teilnehmern. 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 ein wichtiger Bestandteil des Gesamtprozesses im Rahmen eines Master-KAG-Mandates. Welche Qualitätskriterien sind für die Master-KAGen für die Zusammenarbeit mit ihren Brokern von Bedeutung? In diesem Jahr haben wir auf die Erfahrungen aus der Vorjahresstudie zurückgegriffen und bereits mögliche Antworten vorformuliert.

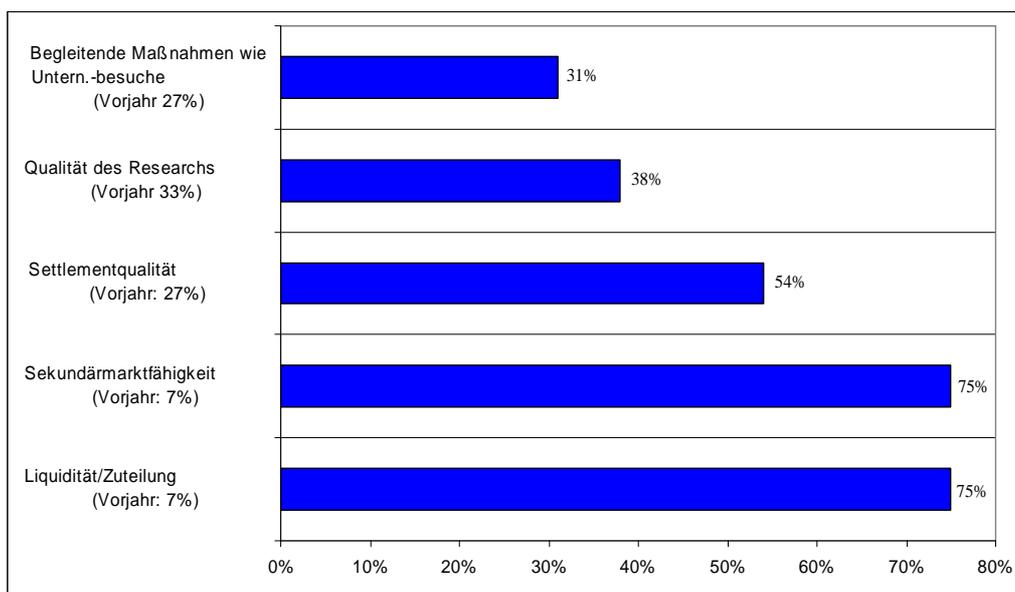


Abbildung 12: Schwerpunkte der Zusammenarbeit mit Brokern (in % der Teilnehmer)

Die teils hohen Abweichungen erklären sich naturgemäß daraus, dass die Frage im letzten Jahr noch offen gestellt wurde.

Die „Auswahl des besten Brokers“ spielt bei Advisory-Mandaten eine große Rolle, bei denen der Handel letztlich durch die Master-KAG selbst angestoßen wird. Die Auswahl des Brokers tangiert zwei Ebenen. Zum einen suchen die Master-KAGen für die verschiedenen Assetklassen die aus ihrer Sicht besten Broker aus, die bei einem anstehenden Trade überhaupt kontaktiert werden. Bei der Vielfalt neuer Assetklassen wird dies immer wichtiger. So gibt es eine Short List für den Aktienbereich, für den Bereich Renten, Emerging Markets etc. Auf der zweiten Ebene geht es um die konkreten Trades und über welchen Broker 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 Hunderten von 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 überstehen. 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.

Als nächstes fragten wir die Teilnehmer danach, ob sie ein eigenes, zentrales Execution Desk vorhalten. Bis auf eine Adresse bejahten dies alle anderen Teilnehmer, also nochmals eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr. Soweit diese Frage verneint wird, handelt es sich um die Konstellation, dass ausschließlich mit dem Outsourcing-Modell agiert wird und von daher keine Notwendigkeit dafür besteht, ein eigenes Execution Desk im Hause zu haben.

Als letztes befragten wir die Teilnehmer nach ihrer Einstellung zum und den Umgang mit dem Risiko Management. Risiko Management hat sich neben der Performance als das tragende Element sowohl bei klassischen Asset Managern wie auch bei Master-KAGen etabliert. Im Vergleich zu früheren Jahren hat sich dieses Gebiet enorm weiterentwickelt. Dies führt dazu, dass Risiko Management praktisch auf allen Ebenen der Wertschöpfungskette zum Einsatz kommt. Zu einem effizienten Risiko Management gehören die Identifikation, die Analyse, das Reporting, das Management sowie das Monitoring von Risiken.

Selbstverständlich wurde auf Fondsebene auf die exakte Einhaltung aller gesetzlichen und kundengegebenen Restriktionen als pre-trade- bzw. post-trade-Check hingewiesen. Im ersten Fall, also dem des Advisor-Mandates, ist die Master-KAG gezwungen, gegen Limite verstoßende Transaktionen nicht durchzuführen. Beim echten

Outsourcing des Fondsmanagements an einen anderen Asset Manager muss die Master-KAG im Nachhinein auf den Manager einwirken, die Verletzung rückgängig zu machen. Die Grenzprüfung wird dann pro Segmentfonds vorgenommen. Dazu kommen Performancemessung und Attributionsanalysen, um den Einklang des Portfolios mit den Vorgaben zu überprüfen. Auch Stress Tests zur Überprüfung der Auswirkungen von z.B. Overnight Risks sind heute oftmals Bestandteil des Angebotes von Master-KAGen. Grenzverletzungen werden intern schnell kommuniziert, zum Teil auch über ein Risk Committee und zwar meist direkt an die Geschäftsführung. Teilweise bedienen sich die Master-KAGen etablierter Kontrollmeßsysteme; teilweise werden diese aber auch unternehmensbezogen selbst entwickelt. Bei allen Teilnehmern wird Risikomanagement sehr wichtig genommen. Konsequenterweise sind bei allen Gesellschaften klare Richtlinien zur Rückführung von Grenzverletzungen und zeitnahe Berichtspflichten geregelt.

Neben diesen Performance Risks, also die Beobachtung der Einhaltung der gesetzlichen oder kundenvorgegebenen Restriktionen, umfasst Risiko Management heute auch den gesamten operationalen Sektor. Für die vorliegende Studie und den Zweck, den wir hier verfolgen, nämlich die Marktteilnehmer und deren Meinungen zu speziellen Fragen rund um die Master-KAG zu befragen, würde ein Darstellung des Gesamtkomplexes Risiko Management zu weit führen. Deshalb wenden wir uns dem letzten Kapitel, nämlich dem „Ausblick“ zu.

## VI Ausblick und Zusammenfassung

Die Master-KAGen haben sich offenbar zeitig auf das gesetzliche oder von Kunden-/Consultant-Seite erhöhte Anforderungsprofil eingestellt. Im letzten Jahr seit Abschluss unserer Vorjahresstudie haben sich erkennbar starke Verbesserungen auf Anbieterseite herausgestellt. Nun gilt der Blick in die nahe Zukunft. Worin erblicken die Master-KAGen die Handlungsschwerpunkte „im Markt“ und „für das eigene Haus?“

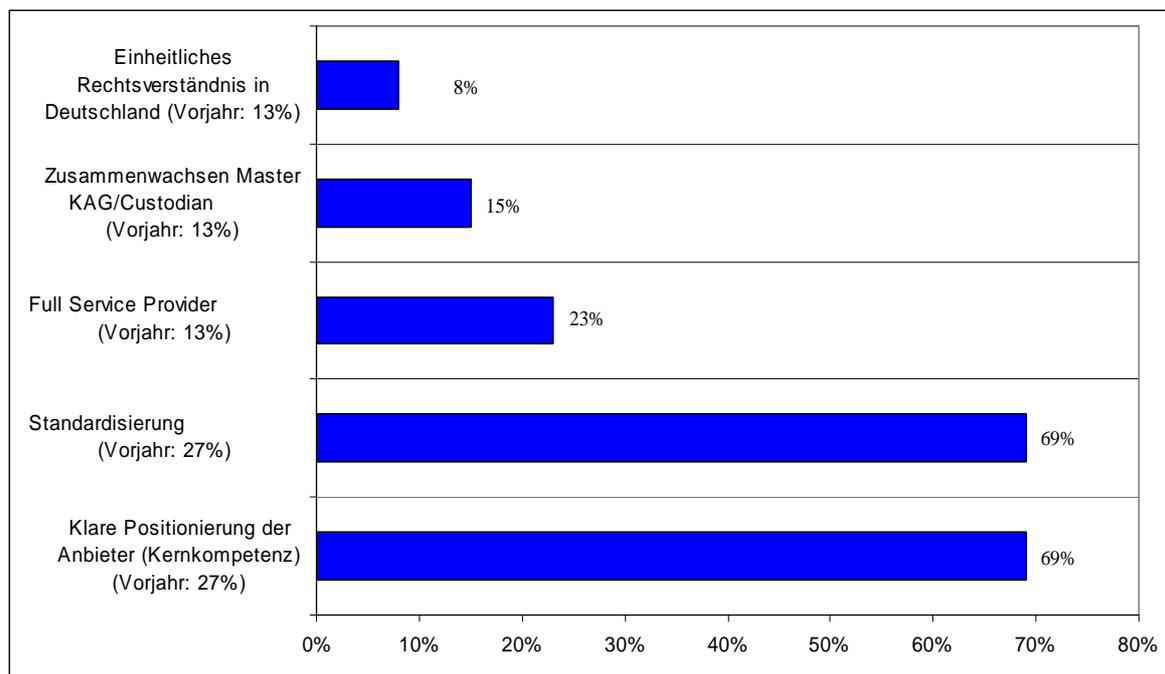


Abbildung 13: Handlungsschwerpunkte im Markt (in % der Teilnehmer)

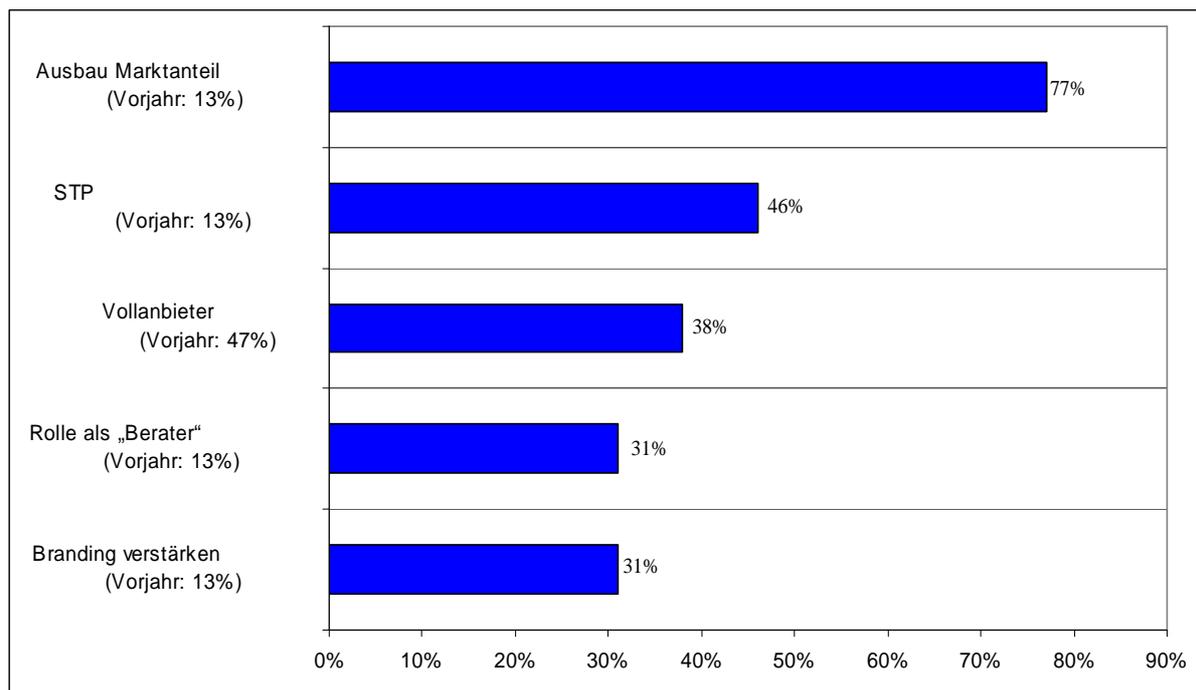


Abbildung 14: Handlungsschwerpunkte für das eigene Haus (in % der Teilnehmer)

Schauen wir uns den Vergleich zum letzten Jahr an, so haben sich doch einige Themenbereiche geändert. Hinzuweisen ist auch an dieser Stelle darauf, dass die Prozentzahlen nicht so entscheidend sind, da viele Begriffe zum Teil auch zwischen den Zeilen herauszulesen waren bzw. die Teilnehmer einfach nur ein oder zwei aus ihrer Sicht maßgebende Punkt betont haben und auf die Nennung anderer Entwicklungen verzichtet haben. Wurden vor einem Jahr noch Punkte wie „Service Level Agreements“ oder „Vertragswesen“ genannt, so spielt dies heute bei der Priorisierung keine Rolle mehr. Diese Punkte dürfen als vorhanden und damit marktgegeben angenommen werden. Interessant sind die Hinweise darauf, dass mit den deutschen „Rechtseigenheiten“ endlich Schluss sein muss. Auch die Verschmelzung von Custodian und Master-KAG scheint ein guter Gesichtspunkt für die Zukunft zu sein. Entscheidend wird es sein, dass jeder Anbieter sich seinen Platz sucht, d.h. sich auf seine Kernkompetenz konzentriert. Dies führt unweigerlich auch zum Thema „Service KAG“ als Anbieter von Dienstleistungen von outgesourceten Bereichen anderer KAGen. Die komplexen Rechtsgebilde etwa der DerivateVO werden als „Killer“ für kleinere KAGen gesehen, die diese Anforderungen nicht aus eigener Kraft werden bewältigen können.

Bei den Ansprüchen an das „eigene Haus“ sind die starken Aussagen, sich zu einem „Vollanbieter“ zu entwickeln, wirklich augenscheinlich. Hier hörten wir aber auch zum ersten Mal die klare Ansage von Master-KAGen, sich „beratend“ in das Business mit den Investoren einzuschalten. Und dies soll auch das entscheidende Stichwort für die kurze Zusammenfassung sein.

Die Master-KAGen müssen – wohl eher ungewollt, aber unvermeidbar – einen Schritt mehr auf ihre Kunden zugehen. Der „Erwartungshorizont“ der Kunden beschränkt sich nicht mehr auf das reine Reporting oder die pure Administration. Nein, er versteht seine Master-KAG als Full Service Provider, letztlich als seinen Problemlöser. Wie sich das Verhältnis Custodian zu Master-KAG weiterentwickelt, hängt von den weiteren Strömungen des Sondervermögens Spezialfonds ab. Unabhängig davon steht aber unumstößlich fest, dass das Marktpotential für die Master-KAGen beträchtlich ist. Ob dabei Platz für alle fünfzehn Anbieter sein wird, muss der Markt regeln. Die institutionellen Anleger nehmen das Produkt Master-KAG jedenfalls positiv auf und signalisieren Wachstumsraten. Nach einem im Rahmen dieser Studie festgestellten rasanten „Zwischenspur“ an neuen Master-KAG-Mandaten innerhalb des letzten Jahres dürfen wir uns auf eine weiterhin spannende Phase freuen.

Was die Stärkung des Brands angeht, so zeigen sich alle Master-KAGen gewappnet. Die entscheidenden Maßnahmen reichen von

- verstärkter Öffentlichkeitsarbeit in der Presse (10 der 13 Teilnehmer)
- Teilnahme an Studien (12 Teilnehmer)
- Pflegen eines engeren Kontaktes zu Consultants bis zur Durchführung von Rating (10 Teilnehmer)
- die Teilnahme an Messen und Konferenzen (7 Teilnehmer) und
- Entwicklung spezieller Imagebroschüren (7 Teilnehmer).

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:

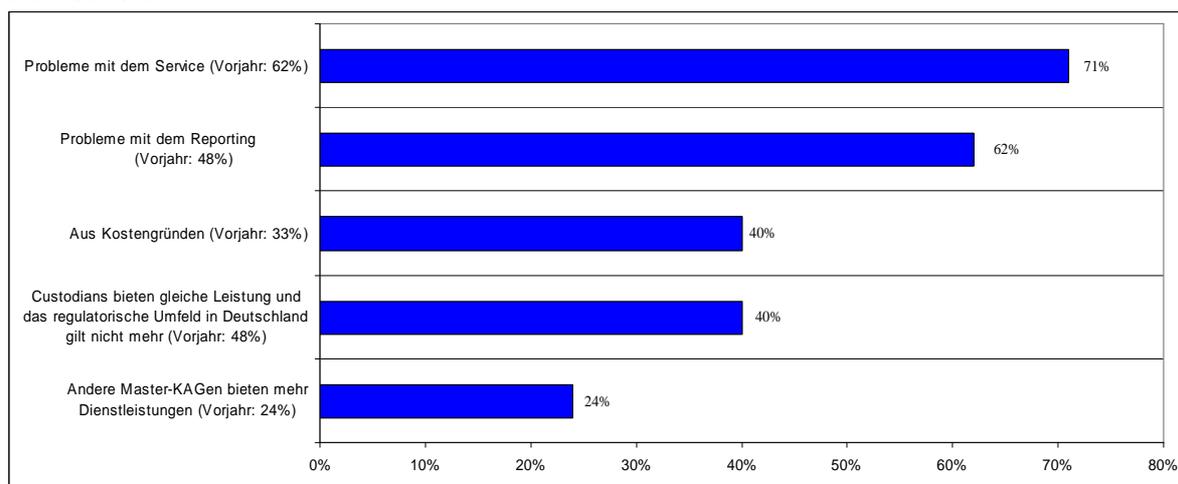


Abbildung 15: Mögliche Anlässe zum Wechsel der Master-KAG

Wechselbereitschaft besteht also für die Zukunft. Wir dürfen damit feststellen, dass das letzte Jahr zu einer neuen Dynamik auf Seiten der Anbieter geführt hat. Unseres Erachtens kam die vorliegende Studie zu einem guten Zeitpunkt. Wir dürfen gespannt sein, wie sich der Markt künftig weiterentwickelt und wo unsere vorliegend gewonnenen Erkenntnisse eine Bestätigung finden oder wir auch in dem einen oder anderen Punkt widerlegt werden.

Für die Master-KAGen gilt das Gleiche wie für die gesamte Asset Management-Branche:

*„Das Geheimnis des Erfolgs? Sich nie damit zufrieden geben, dass man zufrieden ist.“*

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