

*Hintergrund*

April 2003

Master-KAG

©2003. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

# Master-KAG

- ◆ Die Möglichkeiten des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes sowie der gestiegene Druck, die Spezialfondsanlagen zu optimieren, haben die Master-KAG in den letzten Jahren zu einem der wichtigsten Trends im Asset Management werden lassen.
- ◆ Die Zusammenfassung der administrativen und organisatorischen Aufgaben aller Spezialfonds bei nur noch einer Kapitalanlagegesellschaft (= Master-KAG) bringt Vorteile insbesondere bei Reporting und Controlling sowie dem Management von Gesamtbeständen.
- ◆ Die Möglichkeiten der Umsetzung einer Master-KAG (virtueller/realer Master-Fonds, Advisory/Outsourcing) bergen manche Besonderheiten und Problemfelder organisatorischer, technologischer und rechtlicher Art, die eine genaue Betrachtung erfordern.
- ◆ Um nennenswerte Einsparungseffekte zu erzielen, ist es nötig, das Master-KAG-Konzept weiter zu führen und nicht nur die Administration, sondern alle Funktionsbereiche im Spezialfondsmanagement zu optimieren.
- ◆ Die derzeitigen Anbieter von Master-KAG-Dienstleistungen unterscheiden sich in ihren Konzeptionen und Leistungen sehr stark voneinander.
- ◆ Das Master-KAG-Konzept ist ein Schritt zur weiteren Professionalisierung des Spezialfondsmarkts, wobei bisher nicht eindeutig geklärte Rechts-, Haftungs- und Steuerfragen wichtige Problemfelder darstellen, die dringend gelöst werden müssen.

# Master-KAG

Seit dem Inkrafttreten des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes im Jahr 2002 und der Änderung der Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ist es einer Kapitalanlagegesellschaft (KAG) grundsätzlich erlaubt, Kernbereiche ihrer Tätigkeit an externe Anbieter auszugliedern.<sup>1</sup> Auch das Fondsmanagement kann unter diese Regelung fallen. Auf der Basis solcher Ausgliederungsansätze etablierte sich in rascher Folge ein Trend, der das Stichwort „Master-KAG“ als Titel trägt. Unglücklicherweise gibt es keine einheitliche Definition, welche Funktionen eine solche Master-KAG aufzuweisen hat. Auch weisen die derzeit angebotenen Master-KAG-Konzepte erhebliche Schwachstellen auf, die in der bisherigen Diskussion zu diesem Thema recht wenig Raum erhalten haben. Ziel dieser Publikation ist es daher, etwas Licht in den Master-KAG-Dschungel zu bringen, d. h., eine Definition der Master-KAG sowie eine Übersicht über die verschiedenen Konzepte zu geben und die Vor- und Nachteile einer Master-KAG kritisch zu würdigen.

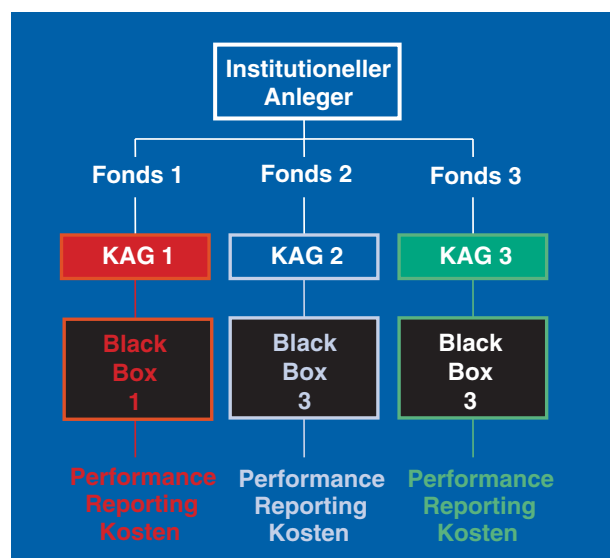
Sicherlich kann ein solcher Überblick nicht völlig neutral sein, da die Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH selbst in den Trend zur Master-KAG eingebunden ist. Insofern gehen in diese Publikation nicht nur theoretische Erkenntnisse und Anforderungen, sondern auch konkrete Erfahrungen und Erlebnisse aus der Praxis ein, die natürlich zu einer Subjektivierung der Beurteilung beitragen.

## Master-KAG – eine Definition

Das bisherige Management von Spezialfonds zeichnete sich überwiegend dadurch aus, dass pro vergebenem Mandat ein Finanzkonzern für alle Belange dieses einen Mandates ausgewählt wurde. Für viele Investoren ergab sich für ihr Mandat eine Art „Black Box“, die auf der Input-Seite Verträge, Anlagerichtlinien sowie Dotierung erforderte und die als Output insbesondere Performance, Reporting und Kosten (die allerdings dem Fondsvermögen belastet wurden)

generierte (Abb. 1). Zwar wurde manches, was in der „Black Box“ passierte, auf Anlageausschusssitzungen präsentiert und besprochen, von einer wirklichen Transparenz konnte jedoch keine Rede sein.

Abbildung 1: KAG als „Black Box“



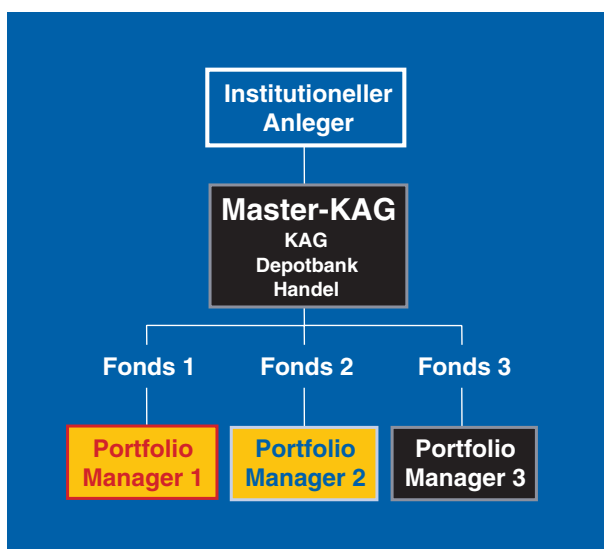
So lange die drei Output-Parameter für den einzelnen Anleger zufriedenstellend waren, ergab sich kaum der Bedarf, an der „Black Box“ etwas zu ändern. Der Druck, die skizzierte Situation zu verändern, hat erst in den letzten Jahren schlagartig zugenommen. Auslöser dafür war insbesondere die unbefriedigende Aktienperformance seit dem Jahr 2000. Neben dem Zwang, die beiden übrigen Output-Parameter „Reporting“ und „Kosten“ zu verbessern, wuchs vor allem auch der Bedarf an flexibleren Lösungen in der Frage des Managerwechsels, um eine bessere Performance zu erzielen.

Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz erweiterte die erlaubten Nebentätigkeiten von KAGen und ermöglichte einer KAG die Anlageberatung unabhängig von der Verwaltung eines Fondsmandats. Bei einem gewünschten Wechsel des Portfolio Managers ist somit eine Auflösung/Übertragung des Spezialfonds

nicht mehr notwendig; es reicht aus, vertraglich den Übergang von einem Manager zu einem anderen Manager zu regeln und die Verwaltung des Fonds bei dem ursprünglichen Verwalter zu belassen.

Die Diversifikation in verschiedene Fondsmanager, Anlagestile, Assetklassen etc. ist somit nicht mehr an die Vergabe eines kompletten Spezialfonds-Mandats gebunden. Fast zwangsläufig stellt sich die Frage, ob es nicht sinnvoll sein könnte, die Administration und Organisation der Spezialfonds bei einer KAG zusammenzufassen, um Skaleneffekte zu erzielen. Genau diesen Weg beschreitet eine Master-KAG.

**Abbildung 2: Master-KAG**



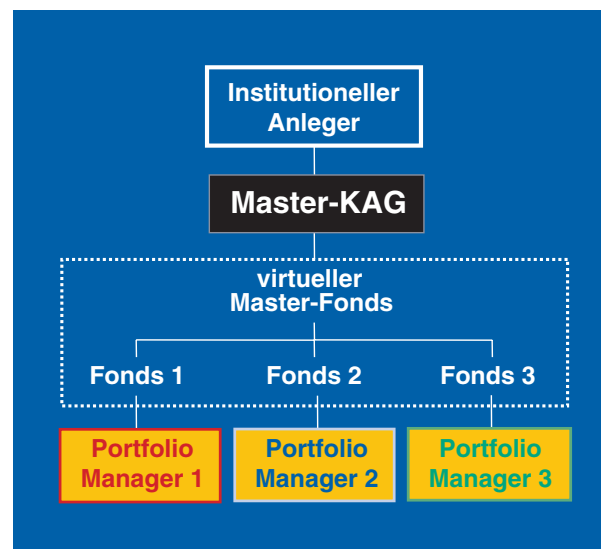
## Master-KAG - die Umsetzung

Die Zusammenfassung der Administration für alle Spezialfonds bei nur noch einer KAG hat die folgenden Vorteile:

- ◆ Vereinheitlichtes Reporting
- ◆ Verbessertes Controlling, u. a. dank einheitlicher Bewertungskennziffern
- ◆ Aggregierte Gesamtbetrachtung möglich
- ◆ Management von Gesamtbeständen (Währung, Liquidität) möglich
- ◆ Vereinfachte Übertragung von Management-Mandaten
- ◆ Skaleneffekte auf der Administrationsseite (Depotbank, Transaktionskosten) möglich

Die Umsetzung eines Master-KAG-Konzepts kann grundsätzlich auf zwei verschiedene Arten und Weisen erfolgen. Die erste Möglichkeit fasst alle bestehenden Sondervermögen bei einer KAG zusammen. Eine aggregierte und konsolidierte Gesamtbetrachtung erfolgt über einen so genannten „virtuellen Master-Fonds“, der alle Positionen und Berechnungen zusammenführt und so tut, als wären alle separaten Sondervermögen in nur einem Fonds zusammengefasst. De facto handelt es sich aber nur um die gemeinsame Administration weiterhin getrennter Sondervermögen, die bilanziell und steuerlich als separate Bewertungseinheiten gelten.

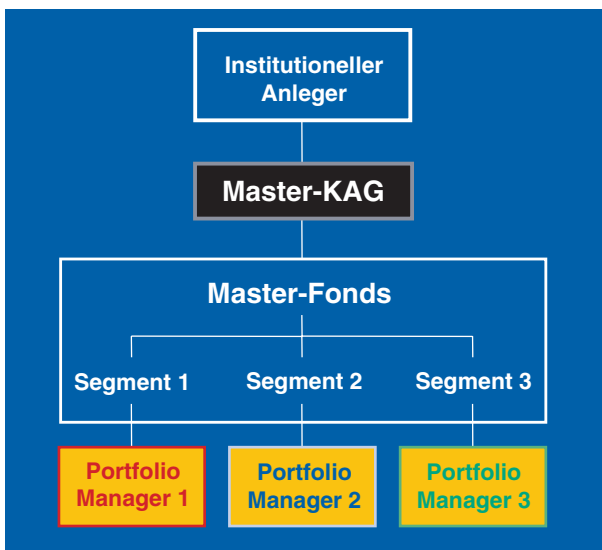
**Abbildung 3: Virtueller Master-Fonds**



Schon mit diesem Modell ist ein gemeinsames Reporting und Controlling möglich. Allerdings ist der administrativ-technologische Aufwand erheblich, alle Bestände in einem virtuellen Master-Fonds zusammenzufassen und als Gesamtbestand parallel zu den einzelnen Mandaten zu führen und zu überwachen.

Die zweite Möglichkeit stellt die Zusammenfassung aller Assetklassen und Mandate in einem einzigen realen Spezialfonds dar:

Abbildung 4: Master-Fonds



In diesem Modell gilt nur noch der Master-Fonds als juristische Bewertungseinheit; die einzelnen Portfolio Manager verwalten Segmente innerhalb des Master-Fonds, wobei sich die reine Fondsmanagement-Tätigkeit bei Einzelsegmenten nur unwesentlich von dem Handling rechtlich eigenständiger Fonds unterscheidet. Für den Investor ergeben sich ganz bedeutsame Unterschiede: nur noch der Master-Fonds wird bilanziert und gilt auch steuerlich als nur noch eine Bewertungseinheit. Dies bedeutet unter anderem, dass Kursgewinne und -verluste, Aktiengewinne und Gewinne aus Derivaten, die innerhalb der Segmente anfallen, konsolidiert werden und nur noch der über alle Segmente ermittelte Saldo der einzelnen Kategorien buchhalterisch als Gewinn oder Verlust gilt. Bisher getrennt gehaltene Assetklassen gehen somit in einem großen Balanced-Mandat auf, wobei die einzelnen Assetklassen immer noch separat gemanagt werden.

Die einen Master-Fonds betreffenden rechtlichen Regelungen sind derzeit noch nicht vollständig. So stellt sich beispielsweise die Frage, ob aus der Bewertungseinheit „Master-Fonds“ eventuell ein Churning-Vorwurf (übertrieben hohe Umsätze zur Generierung von Handelsprovisionen) hergeleitet werden kann. Ein Beispiel: innerhalb eines Master-Fonds erfolgt das Portfolio Management für zwei Segmente in der Assetklasse „Aktien Europa“ über zwei verschiedene Manager. Beide halten eine „normale“ Position an Aktien der Firma A. Firma A veröffentlicht ihre Halbjahreszahlen.

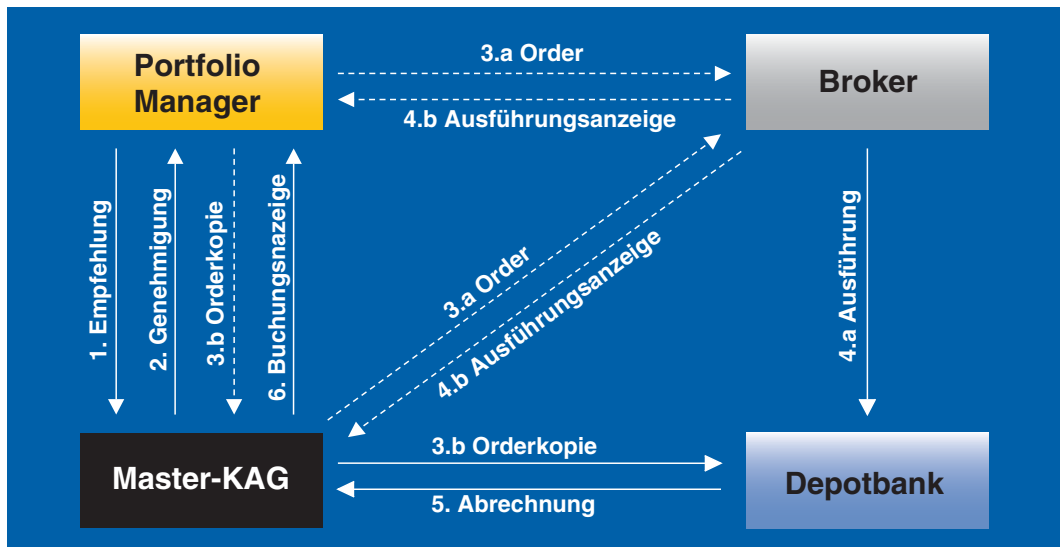
Manager 1 interpretiert die Zahlen positiv und stockt seinen Bestand auf. Manager 2 ist von den Zahlen enttäuscht und verkauft die Aktien. In der Umsatzliste für die Bewertungseinheit „Master-Fonds“ steht am selben Tag sowohl ein Kauf als auch ein Verkauf der Aktie der Firma A – vom Tatbestand her: Churning. Vom wirtschaftlichen Standpunkt ist der Vorgang klar, vom rechtlichen Standpunkt dagegen umstritten.

Auch die steuerneutrale Übertragung von bestehenden Fonds in einen Master-Fonds – obwohl im Entwurf zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vorgesehen – ist bisher nicht umgesetzt worden. Wie beim traditionellen Spezialfondsmanagement gilt die Einbringung eines Fonds in einen Master-Fonds wie eine Veräußerung von Wertpapieren inklusive einer Realisierung der stillen Reserven mit anschließender Wiederanschaffung.<sup>2</sup> Diese Fragen harren noch einer rechtlichen Regelung, die vielleicht mit dem Investmentgesetz bzw. dem Investmentsteuergesetz ab 2004 erfolgen könnte. Unstrittig dagegen ist nach derzeitigem rechtlichen Stand, dass Kreditinstitute, sofern sie einen Master-Fonds initiieren, den Transparenzansatz zur Erfüllung der Groß- und Millionenkreditverordnung (GroMiKV) anwenden müssen.

Für die vertraglichen Beziehungen zwischen Portfolio Manager und Master-KAG bieten sich zwei Varianten an: das Advisory- und das Outsourcing-Mandat, wobei diese beiden Begriffe von verschiedenen Quellen in unterschiedlicher Art und Weise definiert und verwendet werden. Advisory wie Outsourcing werden im Folgenden erklärt und ausschließlich im hier beschriebenen Sinn verwendet. Der Begriff „Portfolio Manager“ oder „Manager“ bezeichnet nur die Funktion des Advisory- oder Outsourcing-Mandates, unabhängig von dessen rechtlicher Ausgestaltung.

Bei einem Advisory-Mandat hat der Portfolio Manager lediglich eine beratende Funktion; die Entscheidung, ob Anlagevorschläge umgesetzt werden oder nicht, verbleibt bei der Master-KAG (Pre-Trade Check). Je nach vertraglicher Gestaltung kann entweder der Manager oder alternativ die KAG die Order auf den Weg geben.

Abbildung 5: Orderflow bei Advisory-Mandat

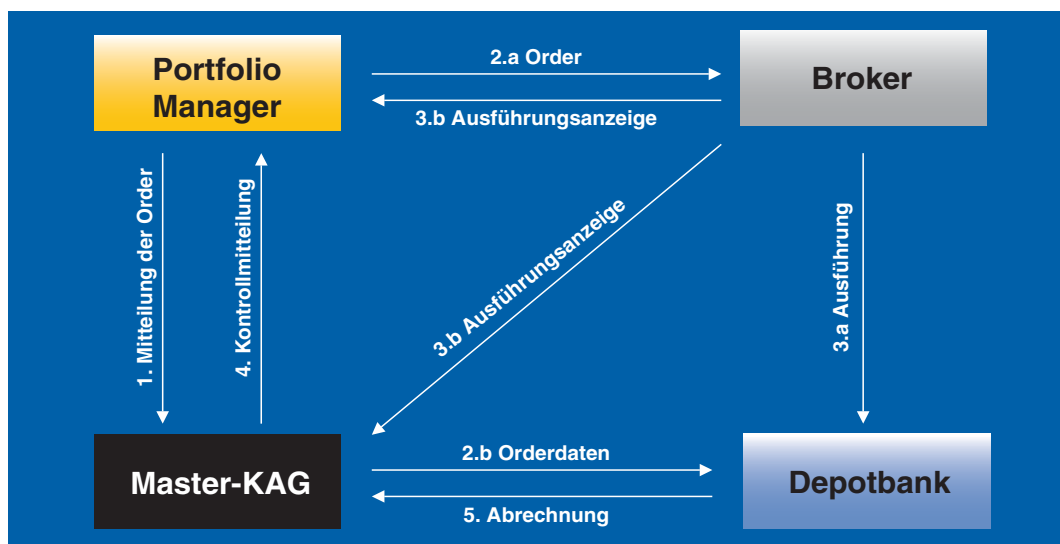


Bei der Zusammenarbeit zwischen einem ausländischen Portfolio Manager als Advisor und einer deutschen KAG kann die Zeitverschiebung ein Problem darstellen. So hat ein US-Manager ein vergleichsweise kleines Zeitfenster, um einzelne Transaktionen von der deutschen KAG genehmigen zu lassen. Was bei einem Rentenmandat noch möglich erscheint, kann bei Aktienmandaten bei einer hohen Marktvolatilität zu einem großen Problem werden.

Eine andere Möglichkeit der Delegation des Portfolio Managements ist das Outsourcing, bei der das komplette Fondsmanagement an den Portfolio Manager ausgelagert wird.

Der Portfolio Manager gibt keine Anlageempfehlungen, sondern setzt in eigener Verantwortung die Investmentideen direkt in Transaktionen um. Hierbei übernimmt die KAG nur noch eine nachgelagerte Kontrollfunktion, wobei einzelne, vom Manager in Eigenregie initiierte Umsätze durchaus unter einem Stornovorbehalt stehen können und nachträglich, z. B. wegen eines Verstoßes gegen die Anlagerichtlinien, bereinigt werden müssen (Post-Trade Check). Vom Prinzip her stehen bei diesem Modell sowohl der Portfolio Manager als auch die Master-KAG in der Haftung für Fehlsätze, der Umfang und die Reihenfolge der Haftung ist derzeit jedoch noch völlig ungeklärt.

Abbildung 6: Orderflow bei Outsourcing



Ein wichtiger Unterschied zwischen Advisory- und Outsourcing-Mandaten besteht nach derzeitiger Auffassung in steuerlicher Hinsicht: ein Advisory-Mandat gilt als umsatzsteuerpflichtig, eine Outsourcing-Vereinbarung wird von vielen Marktteilnehmern dagegen als umsatzsteuerfrei angesehen. Diese vorsichtige Formulierung zeigt bereits, dass die Definition der Befreiung von der Umsatzsteuerpflicht in eine rechtliche Grauzone fällt und dringend eindeutig geregelt werden muss, wobei es möglich erscheint, dass eine – ggf. nachteilige – Regelung zur korrekten umsatzsteuerlichen Behandlung durchaus auch rückwirkend erfolgen kann.

## Master-KAG: Nachteile und Probleme

Bei der Administration über eine Master-KAG besteht nach wie vor ein – wenn auch abgemilderter – „Black Box“-Effekt; eine erhöhte Transparenz bezüglich Performanceattribution oder Transaktionskosten ist nicht automatisch gegeben. Manche Master-KAG verlangt derzeit, nicht nur die Administration, sondern zumindest auch einen Teil des Managements zu übernehmen. Interessenkonflikte scheinen unter einer solchen Voraussetzung nur schwer vermeidbar zu sein und können zu performancerelevanten Nachteilen führen (zu hohe Umschlagshäufigkeit, ungünstige Kurse, zu hohe Gebühren oder Nettokurse). Die Personalunion von Master-KAG und Portfolio Manager in solcher Art gebildeten Multi-Manager-Strukturen ist zumindest hoch problematisch; sicherlich jedoch ergeben sich für den zu der KAG gehörenden Portfolio Manager Wettbewerbsvorteile, indem er auf eine funktionierende Abwicklungstechnik in-house zurückgreifen und vor allem in die Praktiken der anderen Manager Einblick nehmen und für das eigene Management nutzen kann ... was den unabhängigen Managern naturgemäß nicht möglich ist. Im Interesse der Chancengleichheit und Transparenz zwischen den Beteiligten sollte daher einer Gestaltung mit voneinander unabhängigen Partnern unbedingt der Vorzug gegeben werden.<sup>3</sup>

Ein großes Problem existiert derzeit in der Zusammenarbeit zwischen Master-KAG und dem jeweiligen Portfolio Manager. Insbesondere bei Advisory-Verträgen ist die Kommunikation zwischen den beiden Beteiligten ein ganz wesentlicher Erfolgsfaktor. Allerdings gibt es hier ein Hindernis namens Infor-

mationstechnologie (IT). Innerhalb der Finanzkonzerne wurden in den letzten Jahrzehnten umfangreiche Investitionen in IT-Systeme für Portfolio Management und Wertpapierverwaltung vorgenommen und immer besser aufeinander abgestimmt. Diese Entwicklung verlief bei den einzelnen Konzernen weitgehend parallel und unabhängig voneinander, so dass es derzeit eine Vielzahl nebeneinander existierender, in sich sehr komplexer IT-Systeme gibt, die nicht auf einen Datenaustausch untereinander ausgelegt sind. Laut einer Studie von BearingPoint verwenden neun große deutschen Fondsgesellschaften allein im Bereich Fondsbuchhaltung fünf verschiedene IT-Systeme, von den Anwendungen im Front Office/Portfolio Management ganz zu schweigen.<sup>4</sup>

Für einen Portfolio Manager ist es unabdingbar, genaue und zeitnahe Informationen über das verwaltete Portfolio zu haben, um richtig agieren zu können. Auch haftungsrechtlich ist dies nötig, da, wie bereits erwähnt, unabhängig von Advisory oder Outsourcing sowohl der Portfolio Manager als auch die KAG bei Verstößen gegen die Anlagerichtlinien in der Haftung stehen kann. Eine Online-Anbindung an die Master-KAG ist nur auf den ersten Blick die beste Lösung; arbeitet der Portfolio Manager mit mehreren KAGen zusammen, bräuchte er für jedes „fremde“ IT-System eine eigens programmierte Schnittstelle, um seine Front Office-Systeme mit den Daten der Master-KAGen unterlegen zu können.<sup>5</sup> Die Einbindung weiterer Beteiligter (Global Controller, Consultant) kompliziert den Vorgang zusätzlich. Die Alternative zu einem solch kostspieligen und zeitintensiven Verfahren besteht nur darin, dass der Portfolio Manager eine Schatten-Fondsbuchhaltung führt, was derzeit gängige Praxis ist. Zwar ist diese Variante derzeit billiger als eine Schnittstellenprogrammierung, aber dennoch teurer als das traditionelle „Black Box“-Management. Zusätzlich erhöhen sich die operationellen Risiken, da mit der manuellen Kommunikation zwischen Manager und Master-KAG die Fehlerhäufigkeit zunehmen wird.<sup>6</sup>

## Master-KAG - eine Zwischenbilanz

Den skizzierten Vorteilen einer Master-KAG für einen institutionellen Investor stehen einige gravierende Nachteile gegenüber. So sorgt die Schnittstellenproblematik für eine Konterkarierung der erhofften

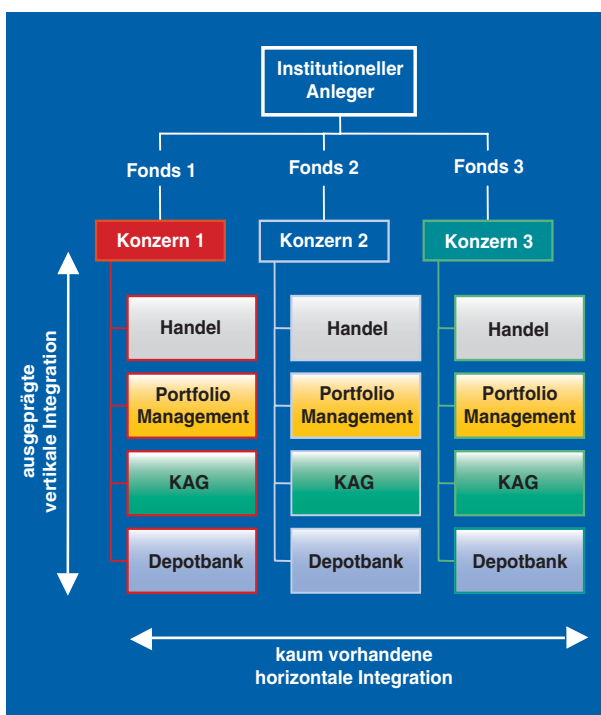
Skaleneffekte und im Endeffekt sogar zu einer Kostenerhöhung, wobei die Verteilung von Zuständigkeiten und Erträgen zwischen Portfolio Manager und Master-KAG umstritten ist.

Die Anforderungen an eine Master-KAG in IT-Hinsicht sind immens. Um die neuen Möglichkeiten (ausführlicheres Reporting, Overlay Management) umsetzen zu können, sind weitere IT-Investitionen nötig. So gibt es derzeit „noch keine Master-KAG, die alles Nötige kann“.<sup>7</sup>

## Die Optimierung der Wertschöpfungskette

Um einen signifikanten Kostenabbau und eine verbesserte Transparenz zu erzielen, reicht es nicht aus, nur die Administration zusammen zu legen. Mit der Master-KAG wird die bisherige „Black Box“ KAG ansatzweise aufgebrochen. Erst eine erweiterte Betrachtung des Master-KAG-Konzepts und die Auflösung der „Black Box“ hebt weiteres Optimierungspotenzial. Eine Verbesserung von Transparenz und Kosten kann nur erreicht werden, wenn die Wertschöpfungskette in jedem einzelnen Funktionsbereich optimiert wird.

**Abbildung 7: Die Funktion einer KAG im Spezialfondsmanagement**



Das „traditionelle“ Spezialfondsmanagement integriert vier Funktionsbereiche in einem Finanzkonzern, wobei, wie bereits skizziert, die vertikale Integration der Funktionen innerhalb der Finanzkonzerne sehr ausgeprägt, eine horizontale Integration der Funktionen dagegen kaum zu beobachten ist. Gerade diese horizontale Integration, also die Zusammenfassung einzelner Funktionen über einzelne Mandate hinweg, ist aber erforderlich, um Skaleneffekte generieren zu können. Die Master-KAG als solche betrifft nur die Zentralisierung der KAG-Funktionsebene; das Master-KAG-Konzept geht ein gutes Stück weiter und propagiert die Optimierung auf jeder einzelnen Funktionsebene. Für jede Ebene muss die Frage gestellt werden, wie die Optimierung aussehen sollte und ob eine Zusammenlegung der Funktionen jeweils optimal ist.

## Die Depotbank-Ebene

Grundsätzlich kann man festhalten, dass gleichartige Abläufe Skaleneffekte generieren sollten. Bereits vor dem Markteintritt von Master-KAGen fand eine Konzentration der Verwahrung von Wertpapieren bei nur noch einer Depotbank statt, um die reine Abwicklungsfunktion kostengünstiger darstellen zu können. Neben den „traditionellen“ Banken treten auch vermehrt Global Custodians auf, die auf diese Dienstleistung spezialisiert sind und zusätzliche Services anbieten können.<sup>8</sup> So kann das Reporting oder das Management der Gesamliquidität eventuell auch auf der Depotbank-Ebene erfolgen. Bei der Umsetzung des Master-KAG-Konzepts ist daher auf eine saubere Aufteilung von Aufgaben und Zuständigkeiten zu achten. Mancher Marktbeobachter rechnet damit, dass die Tendenz zu anglo-amerikanischen Verhältnissen geht, wo eine KAG unbekannt ist und das Geschäft lediglich über Global Custodians und Asset Manager abgewickelt wird.<sup>9</sup> Bereits heute rechnet sich eine Zusammenfassung der Verwahrung bei nur einer Depotbank, bieten diese doch überwiegend Staffelgebühren je nach Gesamtvolumen der verwahrten Fonds an.

## Die KAG-Ebene

Auf die Möglichkeiten und Probleme einer Master-KAG wurde schon ausführlich hingewiesen. Von der Administrationsseite her (Reporting, Controlling) macht eine Zusammenlegung Sinn, auch wenn die derzeitigen Umsetzungsmöglichkeiten noch zu Rei-

ungsverlusten und höheren Kosten führen, die anderweitig eingespart werden müssen und vielfach sicherlich auch eingespart werden können.

### Die Portfolio Management-Ebene

Der Diversifizierungs- und Spezialisierungsgedanke, verschiedene Assetklassen durch verschiedene Manager verwalten zu lassen, verbietet geradezu das Vorhaben, das Portfolio Management bei nur noch einem Manager zu konzentrieren. Zwar wäre auch hier ein Skaleneffekt bei der Managementvergütung zu erzielen, doch sollte die Senkung des Risikos, mit allen Assets eine unterdurchschnittliche Performance zu erzielen, diesen Einspareffekt deutlich überkompensieren.

### Die Handels-Ebene

Hier handelt es sich wieder um eine weitgehend administrative Funktion, die durch Zusammenlegung optimiert werden kann ... allerdings nicht von Seiten der Master-KAG oder des Anlegers, sondern von Seiten des Portfolio Managers. Nur beim Portfolio Manager wird die Voraussetzung für einen Skaleneffekt gegeben sein, nämlich dass zum gleichen Zeitpunkt ein großes Volumen einer Gattung gekauft oder verkauft wird. Bei der Master-KAG fallen die Transaktionen nach Segmenten getrennt an; selbst bei mehreren, nach übereinstimmenden Anlagerichtlinien geführten Segmenten bzw. Fonds wird es nur die absolute Ausnahme sein, dass mehr als einer der diversen Manager zum gleichen Zeitpunkt Aktie X oder Anleihe Y handeln will. Der Portfolio Manager dagegen wird in dieser Gattung in der Regel ein größeres Volumen umschlagen, wenn er für alle ähnlich gemanagten Portfolios Aktie X oder Anleihe Y kauft und dafür eine Blockorder bei einem Broker aufgibt. Hier ergibt sich ein Skaleneffekt nur bei der Initiierung des Handels über den Portfolio Manager.

Die Handels-Ebene ist der Bereich, in dem sich absolut die meisten Kosten einsparen lassen.<sup>10</sup> Dafür ist eine größere Transparenz der Transaktionskosten dringend nötig. Auch hier geht die Tendenz zu angelsächsischen Verhältnissen, wo „Best Execution“-Regeln vielfach für Broker verpflichtender Standard sind.<sup>11</sup> Auch die Konditionen für Guthabenverzinsung, Wechselkursabrechnungen etc. können sehr unterschiedlich sein und leisten ihren

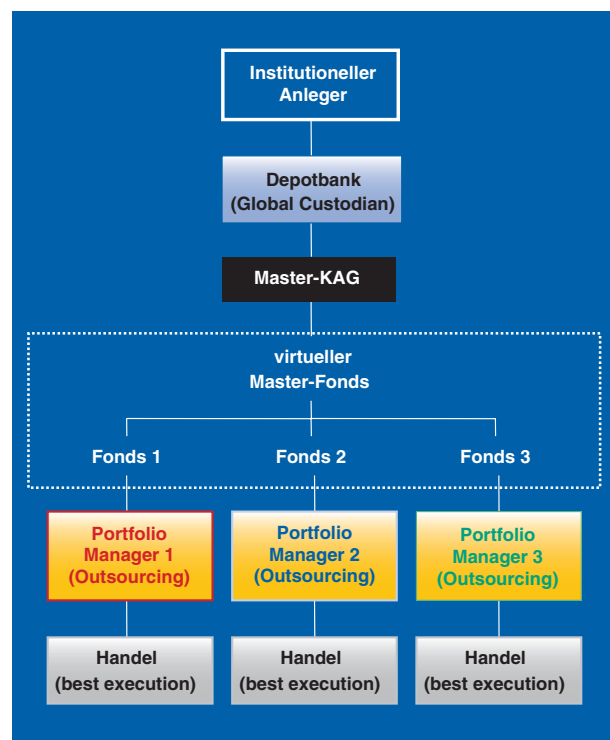
merklichen Beitrag zur Performance, was aber nicht auf den ersten Blick ersichtlich ist.

Eine begrüßenswerte Initiative stellt die im vergangenen Jahr vom BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. vorgestellte Wohlverhaltensrichtlinie dar, die ihre Mitglieder verpflichtet, dem Anleger alle anfallenden Kosten eines Fonds offenzulegen ... wobei die Transaktionskosten explizit NICHT mit aufgeführt werden müssen.<sup>12</sup> Dies ist sicherlich auch ein Hinweis darauf, dass verschiedene Häuser an Transaktionskosten gut verdienen.<sup>13</sup> Für ein effektives Kostencontrolling müssen die Transaktionskosten in einer Total Expense Ratio (TER = prozentuale Gesamtkostenbelastung) mit enthalten sein, was aber bisher nicht verpflichtend ist.

### Optimiertes Spezialfondsmanagement im April 2003

Fasst man die bisherigen Teil-Ergebnisse zusammen, so ergibt sich das folgende Bild, wie derzeit ein optimiertes Spezialfondsmanagement in der Struktur aussehen könnte:

Abbildung 8: Optimierte Spezialfondsmanagement-Struktur



In dieser Konstruktion werden die vier Funktionsbereiche, wie beschrieben, separat voneinander optimiert. Die Verwahrung übernimmt eine einzige Depotbank bzw. ein Global Custodian, die Verwaltung eine Master-KAG ohne Management-Funktion. Durch die steuerrechtlichen Restriktionen beim Übertrag bestehender Mandate in einen Master-Fonds wird hier ein virtueller Master-Fonds als optimale Variante herausgestellt; bei der Neugründung der Spezialfondsanlage kann natürlich sofort ein „richtiger“ Master-Fonds eingerichtet werden. Das Portfolio Management erfolgt nicht über Advisory, sondern über Outsourcing; die Transaktionen werden von den Portfolio Managern initiiert und über Broker, die sich einer Best Execution-Regel unterworfen haben, ausgeführt.

In dieser Zusammenstellung ergibt sich für die Kostenseite das folgende Bild: gegenüber einem traditionellen Spezialfondsmanagement wird das Kostenbudget auf der Seite Master-KAG/Portfolio Management belastet; eine Entlastung gibt es dagegen bei der Depotbank (Global Custodian) sowie vor allem beim Handel. Summa summarum sollte eine leichte Verbesserung erzielt werden, wenn die TER inkl. Transaktionskosten von traditionellem und optimierten Spezialfondsmanagement verglichen werden. Entscheidend für ein Funktionieren des optimierten Spezialfondsmanagements wird die genaue Zuordnung von Haftung, Funktionsbereichen, Aufgaben und Gebühren, auf Basis einer sauberen vertraglichen Gestaltung ist, sowie das Schnittstellenmanagement sein.

Die derzeitige Struktur des Marktes für Master-KAG-Dienstleistungen ist sehr heterogen. Die Bandbreite reicht von den bisherigen großen „Full-Scale“-KAGen, die die Master-KAG eher als Möglichkeit begreifen, ihren Kundenstamm zu halten bzw. zusätzliche Marktanteile zu gewinnen, über eher mittelgroße KAGen, die sich neu positionieren wollen und eine gute Master-KAG-Dienstleistung als große Chance begreifen, bis hin zu Spezialisten, die ihre gesamte Organisations- und IT-Struktur ausschließlich auf die Master-KAG im Sinne einer reinen Abwicklungs-KAG ausrichten. Die Letztgenannten erfüllen die Anforderungen im Sinne des skizzierten optimierten Spezialfondsmanagements am besten, sind aber zum heutigen Zeitpunkt noch nicht optimal aufgestellt, was z. B. Umfang der Dienstleistungen, Reportingmöglichkeiten oder IT-Kapazität angeht.

## Ausblick

Die Marktentwicklung und -bereinigung wird sich im Bereich Master-KAG verstärkt fortsetzen. Die Tendenz sollte zu den spezialisierten Anbietern gehen, damit das Master-KAG-Konzept aufgeht, sich rechnet und neben Einsparungen auch neue Möglichkeiten des Reportings und Controllings eröffnet. Letzten Endes ist das Master-KAG-Konzept ein Schritt zur weiteren Professionalisierung des Spezialfondsmarkts. Ob die KAG im „klassischen“ Sinn tatsächlich ausstirbt bzw. das Geschäft nur von Global Custodians und Asset Managern abgedeckt wird, erscheint derzeit nicht zwingend plausibel; diesbezüglich muss die weitere Entwicklung des deutschen Sonderweges „Spezialfonds“ abgewartet werden.

Consultants und ausländische Asset Manager unterstützen den Trend zur Master-KAG nachhaltig. Dies ist nicht weiter erstaunlich: wenn der Austausch von Managern einfacher ist, wird dies sicherlich auch durchgeführt werden, wobei die Suche eines geeigneten Asset Managers ein ganz wesentlicher Geschäftsbereich für einen Asset Consultant ist. Ausländische Manager können sich zukünftig den Weg über eine eigene KAG ersparen, was ihnen einen Fixkostenvorteil im Millionen-Euro-Bereich beschert.<sup>14</sup>

Dringend nötig ist eine baldige Klärung von bisher nicht zufriedenstellend gelösten Rechts- und Steuerfragen. Hierzu zählen die steuerneutrale Übertragung bestehender Spezialfondsmandate in einen Master-Fonds, die Regelung der Haftung zwischen KAG und Portfolio Manager sowie eine rechtlich saubere Möglichkeit des Outsourcing. Es ist zu befürchten, dass diese Fragen nicht kurzfristig geregelt, sondern mittelfristig über das Investmentgesetz und das Investmentsteuergesetz, die im Finanzmarktförderungsplan enthalten sind und noch in diesem Jahr beschlossen werden sollen, beantwortet werden. Auf Grund der Fülle an Regelungsbedarf (Besteuerung ausländischer Investmentfonds, Umsetzung der europäischen OGAW-Richtlinie in nationales Recht, Erlaubnis von Hedge-Fonds, etc.) ist davon auszugehen, dass zumindest einige Aspekte erst zu einem späteren Zeitpunkt bearbeitet werden, so dass manche für eine Master-KAG relevanten Aspekte mittelfristig in einer rechtlichen Grauzone verbleiben müssen.

Auf der Anbieterseite bleibt festzuhalten, dass die Anzahl von Master-KAGen langfristig auf drei bis fünf zurückgehen wird. Für eine größere Zahl von Wettbewerbern um die Verwaltung von Kundengeldern ist die Marge zu gering und der Druck zur Rationalisierung zu groß. Ein Investor muss also auch ins Kalkül ziehen, ob die von ihm ausgewählte KAG in fünf Jahren die Master-KAG-Dienstleistung noch wird ausüben können.

Lazard Asset Management beobachtet die Geschehnisse in punkto Master-KAG mit großem Interesse. Aus den bisherigen Erfahrungen heraus gibt es in der derzeitigen Master-KAG-Szene noch viel Verbesserungsbedarf, insbesondere in den Bereichen rechtliche Regelungen sowie Standardisierung der IT-Systeme und Zusammenarbeit zwischen Master-KAG und Portfolio Manager. Die Interessenkollisionen mancher konzernzugehöriger KAGen sind uns fremd, da wir weder eigenen Handel noch das Depotbankgeschäft betreiben. Im derzeitigen Marktumfeld positionieren wir uns als Asset Manager, nicht als Master-KAG.

---

**Verfasser: Christoph Kadner**  
Tel.: 069 / 50 60 6 - 143

## Literaturverzeichnis

- <sup>1</sup> Siehe unsere „Standpunkt“-Publikation „Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz“, Januar 2002
- <sup>2</sup> „In der Master-KAG verstecken sich Steuerrisiken“, Börsen-Zeitung, 1. April 2003
- <sup>3</sup> Eine Diskussion, inwieweit Asset Consultants auch Portfolio Management-Aufgaben übernehmen sollten (auch hier ein möglicher Interessenkonflikt), findet sich in FUNDS EUROPE, September/Oktober 2002, S. 16 ff.
- <sup>4</sup> Peter Enge. „Master-KAG - die neue Transparenz im institutionellen Geschäft“, BearingPoint-Präsentation anlässlich eines WM-Seminars zum Thema „Master-KAG“, 20. März 2003, S. 14
- <sup>5</sup> Zu der Anbindung von Front Office-Systemen an die Master-KAG: „Master-KAG meister“, eBanker 02/03, S. 26 f.
- <sup>6</sup> Siehe auch dpn Deutsche Pensions- und Investmentnachrichten, März 2003, S. 32
- <sup>7</sup> Universal-Chef Bernd Wagner in: „Markt für Fondsverwaltung steht vor Konsolidierung“, Handelsblatt, 3. April 2003, S. 26
- <sup>8</sup> „Ein neues Geschäftsmodell läßt die Fondsbranche hoffen“, FAZ, 26. Februar 2003
- <sup>9</sup> „Markt für Fondsverwaltung steht vor Konsolidierung“, Handelsblatt, 3. April 2003, S. 26
- <sup>10</sup> Siehe z. B. „Master-KAG in der Diskussion“, portfolio institutionell, Ausgabe 1/2003, S. 10
- <sup>11</sup> „Multi-Manager-Konzepte und Kostentransparenz“, dpn Deutsche Pensions- und Investmentnachrichten, Dezember 2002/Januar 2003, S. 33
- <sup>12</sup> BVI-Wohlverhaltensregeln, Abschnitt II Punkt 8 vom 31. Oktober 2002, [www.bvi.de/index\\_v4.html](http://www.bvi.de/index_v4.html)
- <sup>13</sup> Christian Schlenger (alpha portfolio advisors) in: „Unsichtbare Handelskosten drücken Rendite“, Handelsblatt, 13. Februar 2003
- <sup>14</sup> „Kosten zwingen Fonds zur Konzentration auf Stärken“, Handelsblatt, 24. Oktober 2002



Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://www.lazardnet.de)

Alte Mainzer Gasse 37  
60311 Frankfurt  
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0  
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9  
20354 Hamburg  
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20  
Fax: 040 - 35 72 90 - 29