



# TELOS Master-KVG Studie 2022/2023

Aktuelle Entwicklungen auf dem Master-KVG Markt aus der Sicht von Investoren, Master-KVGen und Asset Managern





# Wir machen Nachhaltigkeit profitabel. Und Profitabilität nachhaltig.

## BayernInvest.

Wir sind überzeugt: Nur Investmentstrategien mit ehrgeizigen und messbaren Nachhaltigkeitszielen sind zukunftsfähig. Deshalb integrieren wir Nachhaltigkeitsthemen in unsere Investmentprozesse und zielen für Investoren auf die dreifache Wirkung aus finanzieller, sozialer und ökologischer Rendite. Wie Sie mit uns in eine nachhaltige Zukunft investieren können, erfahren Sie unter [www.bayerninvest.de](http://www.bayerninvest.de)



# Inhaltsverzeichnis

DWS – Pensions & Assets: Die Inflation ist zurück. Ein Game Changer für die Zinsstrategie? .....	3
Helaba Invest – Alles im grünen Bereich? – Das ESG-Reporting der Helaba Invest .....	8
LBBW Asset Management – Strategie-Overlays verbessern das Ertrags/-Risikoprofil von Multi-Asset Portfolios .....	15
Metzler Asset Management – Multi-Asset-Portfolios: Worauf kommt es an in volatilen Märkten? .....	21
Prime AIFM Lux – Spezialisierung auf Privatmarktstrategien .....	25
Warburg Invest AG – Die Erfüllung der Kundenanforderungen aus der Umsetzung der regulatorischen Anforderungen der EU-Offenlegungsverordnung, der EU-Taxonomieverordnung sowie der Verpflichtung zur Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen stehen 2022 im Vordergrund .....	28
1. Hintergrund und Zielsetzung der Studie .....	35
2. Definition Master-KVG .....	44
3. Vorteile und Nachteile einer Master-KVG .....	53
4. Markt für Master-KVG .....	67
5. Status Quo und Strategie .....	127
6. Schlusswort .....	149

**DWS –**

## **Pensions & Assets: Die Inflation ist zurück. Ein Game Changer für die Zinsstrategie?**

**Die Zinswende wurde in den letzten zehn Jahren schon oft heraufbeschworen. Nun ist die Inflation auf einem 42-Jahreshoch, die FED im Zinserhöhungsmodus und ein (potentielles) Ende von QE in Europa ist in Sicht: Die Zeichen für höhere Zinsen stehen nicht schlecht. Damit ist es Zeit, die Zinsstrategie unter die Lupe zu nehmen. Wie der LDI-Anleger sich aufstellen kann, um den Zinsausblick konsequent umzusetzen, erläutert René Penzler.**

### **Zinsen im Spannungsfeld von Inflation und konjunkturellen Risiken**

Aufgrund des starken Anstiegs der Energiepreise dürften die Inflationsraten ausgehend vom aktuellen Niveau weiter steigen. Wie stark dieser Effekt sein wird und wie lange er andauern wird, ist zum jetzigen Zeitpunkt noch unklar, da er von der Unterbrechung der Energielieferungen ebenso abhängt wie der Versorgungssicherheit von anderen Rohstoffen aus Russland und der Ukraine. Dazu kommen auch noch Zweit- und Drittrunden Effekte in anderen Teilen der Welt.

Der Putin-Schock dürfte sich als der dritte große Rückschlag für die Globalisierung und die globalen Lieferketten in den letzten Jahren erweisen – nach dem Handelskrieg zwischen den USA und China sowie den Unterbrechungen der Lieferketten im Zusammenhang mit Covid. All diese Erfahrungen werden Unternehmen weiterhin dazu veranlassen, ihre Aktivitäten in Richtung auf mehr Widerstandsfähigkeit, mehr lokale Produktion, einen höheren Bestand an Lagerbeständen und damit wahrscheinlich ein geringeres gesamtwirtschaftliches, potenzielles Wachstum in den kommenden Jahren neu zu organisieren

Unmittelbarer werden Lieferunterbrechungen, selbst wenn sie nur vorübergehend sind, zu einem Wachstumseinbruch führen, der unserer Meinung nach in Europa am ausgeprägtesten und in den USA und anderen Regionen moderat sein wird. Eine Rezession in Europa dürfte jedoch aufgrund massiver Fiskalprogramme, Militärausgaben und Investitionen des Privatsektors in die Energieinfrastruktur sowie in die Cybersicherheit vermieden werden können.

Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) scheint ihren Kurs beizubehalten, die höheren Inflationserwartungen durch steigende Zinsen zu bekämpfen. Angesichts des deutlich breiteren Inflationsdrucks erwarten wir in diesem Jahr mehrere Anhebungen des Leitzinses. Pläne für Quantitative Tightening, also das Rückfahren der Bilanzsumme nach den Anleihekäufen der Fed der letzten Jahre, könnten jedoch gestreckt, verschoben oder ganz abgesagt werden, wenn sich die Finanzlage verschlechtert oder andere Anzeichen von Stress im System auftreten

Noch mehr als die Fed wird die Europäische Zentralbank (EZB) in einem datenabhängigen Modus verharren. Angesichts zahlreicher wirtschaftlicher Abwärtsrisiken dürfte ihre unmittelbare Priorität eher auf der Bekämpfung von Rezessions- und Finanzstabilitätsrisiken als auf dem Inflationsdruck liegen, zumal letzterer noch nicht so breit angelegt ist wie in den USA. Zu bedenken ist auch, dass es innerhalb der Eurozone große Unterschiede hinsichtlich des Ausmaßes der Abhängigkeit von russischen Gasimporten, der Schnelligkeit, mit der sich höhere Energiepreise auf die Verbraucherpreise auswirken und kompensatorischer Binneneffekte gibt. In jedem Fall erwarten wir eine vorsichtige Geldpolitik, bis weitere Daten verfügbar sind, mit der Möglichkeit, dass sich die Beendigung der Netto-Wertpapierkäufe der EZB verzögern könnte. Mehr Flexibilität bei der Verwendung von Reinvestitionen fälliger Anleihen, die im Rahmen des Pandemie-Notfallkaufprogramms (PEPP) und des vorangegangenen Wertpapierkaufprogramms (APP) gekauft wurden, könnte bei Bedarf ebenfalls möglich sein. Innerhalb unseres 12-monatigen Prognosehorizonts erwarten wir nun nur noch eine Zinserhöhung, was eine viel zaghaftere Kehrtwende in der Geldpolitik bedeuten würde, als wir es noch vor einigen Wochen erwartet hätten.

Kurzfristig dürften die Renditen von Staatsanleihen weiterhin im Spannungsfeld zwischen konjunkturellen Risiken, steigendem Inflationsdruck, einer insgesamt weiterhin expansiver Geldpolitik und massiv steigender Staatsverschuldung stehen. Auf Sicht von 12 Monaten rechnen wir jedoch weiterhin mit einem Anstieg der Nominalrenditen.

### **Wie kann sich der LDI Anleger mit diesem Ausblick positionieren?**

Der Absicherungsgrad des nominellen Zinsrisikos ist eine zentrale Kennzahl im Risikomanagement. Je niedriger der Absicherungsgrad, desto stärker profitiert der Anleger von einem steigenden Zinsniveau. Hier ist die verbindlichkeitsorientierte Sichtweise immer etwas kontraintuitiv. Steigende Zinsen führen natürlich zu einer negativen Marktwertentwicklung bei den Renten. Der Barwert der Verbindlichkeiten fällt bei längerer Duration aber stärker, was zu einer Erhöhung des Ausfinanzierungsgrades führt. Eine transparente Kommunikation mit aussagekräftigen Analysen und verständlichem Reporting an alle Stakeholder ist im LDI-Bereich wichtig, damit eine negative Wertentwicklung der Liability Matching Assets im Gesamtkontext richtig interpretiert wird. Trotzdem freut sich niemand über negative Returns der Renten. Wo ist also der ‚richtige‘ Absicherungsgrad?

Unabhängig vom Ausblick und der erwarteten Veränderung der Zinsen sollte zunächst in einem strukturierten Risikomanagementprozess ein strategischer Absicherungsgrad (Basis-Hedge) gewählt werden, der die Risikotragfähigkeit des Trägers reflektiert. Im Kern werden in dem Prozess verschiedene Szenarien durchgespielt und berechnet, wie sich die Anlagen und Verbindlichkeiten im Wert ändern. Auf dieser Basis kann eine informierte Entscheidung getroffen werden, welcher Absicherungsgrad die Risikotragfähigkeit angemessen reflektiert.

### **Umsetzung via Swap Overlay als Basis hedge**

Zur Umsetzung des strategischen Absicherungsgrads bietet sich ein derivatives Zins-Overlay an. Das Overlay-Format bietet verschiedene Vorteile. Zum einen kann die Zins-Duration unabhängig von der zugrundeliegenden Asset-Allokation eingestellt werden. Auch Veränderungen im Absicherungsgrad können flexibel und effizient umgesetzt werden, ohne größere Transaktionen oder Umschichtungen im Portfolio vorzunehmen. Einmal festgelegt, baut das Overlay in den notwendigen Laufzeiten so viel Duration wie nötig auf, um den strategischen Absicherungsgrad zu erreichen. Die Liquidität und Flexibilität bei den Laufzeiten der Derivate ermöglicht eine passgenaue Umsetzung.

### **Ergänzung durch Optionsstrategien:**

Der Basis-Hedge kann erweitert werden, um das Portfolio für eine gewisse Erwartung an die Zinsentwicklung aufzustellen. Hierzu bieten Option auf Swaps, also Swaptions, einige interessante Eigenschaften, die die Zinsstrategie sinnvoll ergänzen können.

### **Trigger Level Strategie:**

Die Trigger Level Strategie ist eine Umsetzung der Durationssteuerung, die gleichzeitig Mehreinnahmen durch Optionsprämien generiert. Das Vorgehen ist wie folgt:

Zu definieren ist, bei welchem Zinsniveau der Absicherungsgrad weiter angehoben werden soll. Zum einen orientiert sich das Level an der zugrundeliegenden Zinserwartung. Zum anderen bieten Szenarioanalysen eine gute Möglichkeit, die Level zu definieren. Die Analyse beantwortet die Frage: Wenn Zinsen um ein gewisses Maß gestiegen sind, inwieweit hat sich der Ausfinanzierungsgrad verbessert? Neben dem Zinsniveau muss natürlich auch die Entwicklung der anderen Anlageklassen simuliert werden.

Für die Umsetzung der Strategie werden Payer Swaptions verkauft. Für den Verkauf der Option erhält man Zusatzerträge durch die vereinnahmte Optionsprämie. Die genaue Funktionsweise lässt sich am besten an einem vereinfachten Beispiel veranschaulichen:

Der Anleger erwartet einen Anstieg um 1 Prozentpunkt. Der Strike wird daher 100 Basispunkte über dem aktuellen Niveau gewählt. Im LDI-Kontext wird das Zinsanstiegsszenario zusammen mit dem Absicherungsniveau genutzt, um die Verbesserung des Ausfinanzierungsgrades zu berechnen. Tritt der Zinsanstieg wie erwartet ein, wird die Option vom Käufer ausgeübt, und man bekommt automatisch einen Receiver Swap eingebucht, der die Duration des Portfolios verlängert. Der Umfang der Durationsverlängerung hängt von der Laufzeit des Swaps und des Nominals ab. Bleibt das Zinsniveau unterhalb des Strikes, verfällt die Option, und es bleibt bei dem Basis-Hedge.



Abb. 1 „Trigger Level Strategie“

Durch die Optionsstrategie lässt sich also die Portfoliosteuerung gemäß der Zinserwartung und Risikotragfähigkeit konsequent umsetzen. Steigen die Zinsen auf das erwartete Niveau, wird die Verbesserung des Ausfinanzierungsgrades gesichert und die Duration verlängert. Wird das Niveau nicht erreicht, bleibt es bei dem niedrigeren Basis-Hedge. Die Prämie wird in beiden Fällen vereinnahmt.

### Too good to be true?

Wo sind nun die Nachteile, wenn es scheinbar kein Szenario gibt, das sich negativ auswirkt? Bei der Strategie legt man sich fest. Sollte das Zinsniveau deutlich über den Strike steigen, wäre es sicher besser gewesen, die Duration nicht zu verlängern. Das spiegelt sich auch in dem Marktwert des eingebuchten Swaps wider. Wenn zum Ende des Optionslaufzeit die Zinsen deutlich höher sind als der Strike, hat der Swap gleich einen negativen Marktwert. Dessen muss man sich bewusst sein. Jedoch Reue, sie ist ein schlechter Ratgeber. Wenn das Zinsszenario tatsächlich eingetreten ist und der Ausfinanzierungsgrad entsprechend gestiegen ist, dann hat man schon mal vieles richtig gemacht.

A propos richtig gemacht. Bei der Umsetzung der Trigger Level Strategie gibt es einige Einflussfaktoren, die beachtet werden müssen. Welche Laufzeiten wählt man, welchen Strike? Ist die implizite Volatilität und damit die Höhe der Prämie aktuell eher attraktiv oder nicht. Wie verteilt man die Optionen richtig, damit man auch über verschiedene Strikes und Laufzeiten diversifiziert ist. Mehrwert liefert der erfahrene Overlay Manager im Rahmen klar definierter Richtlinien, die die Governance widerspiegeln.

Zinsen im Spannungsfeld von Inflation und konjunkturellen Risiken! Ein berühmter Kölner Analyst bewerte eine solch ambivalente Lage einst besonders salomonisch: „Es überwiegt eigentlich beides“<sup>1</sup>. Derartiger Unsicherheit kann man nur mit einem strukturierten Prozess, durchdachtem Risikomanagement und einer smarten Zinsstrategie entgegenwirken.

**Der Autor ist Managing Director und Head of Solutions der Multi Asset Group der DWS.**

## **KONTAKT**

René Penzler, CFA  
Head of Solutions | Head of Investment Strategy | Multi Asset & Solutions

### **DWS Investment GmbH**

Mainzer Landstrasse 11-17  
60329 Frankfurt am Main  
Tel: +49 69 910-18493  
Mobil: +49 1723715860  
Mail: [rene.penzler@db.com](mailto:rene.penzler@db.com)  
Web: <http://www.dws.com>

---

<sup>1</sup> Der deutsche Fußball-Nationalspieler Lukas Podolski nach dem WM-Qualifikationsspiel gegen Finnland am 14. Oktober 2009 in Hamburg auf die Frage eines Reporters: „Sind sie enttäuscht über das 1:1 oder freuen sie sich, dass sie ein Tor gemacht haben?“

## **Wichtige Hinweise**

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS International GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die Berechnung der Wertentwicklung erfolgt nach der BVI (Bundesverband Investment und Asset Management) Methode, d.h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages. Individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Das Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS International GmbH 2019. Stand: Juli 2021

## **Helaba Invest – Alles im grünen Bereich? – Das ESG-Reporting der Helaba Invest**

Nachhaltigkeit ist in aller Munde. Egal ob im Supermarkt oder bei der Kapitalanlage, an der Auseinandersetzung mit Nachhaltigkeit kommt aktuell kaum noch jemand vorbei. Die Berichterstattung und politische Diskussion über Nachhaltigkeit – auch und in zunehmendem Maße – in der Finanzbranche ist in den letzten Jahren stark angestiegen. Mit Inkrafttreten des EU-Aktionsplans für Sustainable Finance im März 2018 hat die Europäische Union klar gemacht, dass dem Finanzsystem dabei eine Schlüsselrolle zukommt. Als Finanzier unterstützt die Finanzbranche schließlich wirtschaftliche Tätigkeiten und finanziert damit deren Investitionsentscheidungen. Ziel des Aktionsplans ist es, 1. die Kapitalflüsse auf nachhaltige Investitionen umzulenken, um ein nachhaltiges und integratives Wachstum zu erreichen; 2. finanzielle Risiken, die sich aus dem Klimawandel, der Ressourcenknappheit, der Umweltzerstörung und sozialen Problemen ergeben, zu bewältigen; 3. Transparenz und Langfristigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit zu fördern (vgl. Mitteilung der EU-Kommission, 2018).

Eine zentrale Säule des nachhaltigen Finanzwesens ist die Verfügbarkeit relevanter und verlässlicher Informationen zur Nachhaltigkeitsleistung von Finanzprodukten sowie von Unternehmen in der Finanz- und Realwirtschaft. Denn zur Beurteilung der bisherigen vor allem aber auch der zukünftigen Nachhaltigkeitsleistung benötigen Investoren zunächst entsprechende Daten.

### **Grundlegendes**

Auch wenn die Nachhaltigkeitsberichterstattung erst kürzlich deutlich an Dynamik gewonnen, existiert sie im Grundsatz schon wesentlich länger. Spätestens mit der Gründung der Global Reporting Initiative (GRI) im Jahr 1997 begann die Entwicklung von supranationalen Berichterstattungsstandards. Auch vorher veröffentlichten Unternehmen bereits Berichte zum Thema Nachhaltigkeit, diese beruhten jedoch im Wesentlichen auf freiwilliger Basis, so dass eine Vergleichbarkeit nur schwer möglich war.

In Bezug auf die Kapitalanlage standen anfangs zumeist Fragen im Raum, wie Kapitalanleger in ihren Portfolios positioniert sind. Inzwischen sind Anleger verstärkt dazu übergegangen, Nachhaltigkeitsaspekte bereits aktiv in ihre Investmententscheidungen zu integrieren, sei es in Form von Emittenten-ausschlusslisten oder mit dezidierten Vorgaben in ihren Anlagerichtlinien. Daher ist es für viele Investoren von besonderer Wichtigkeit, die gestellten Rahmenbedingungen durch ein entsprechendes Reporting sichtbar zu machen und diese sowohl für interne als auch externe Zwecke transparent zu dokumentieren.

### **Das Nachhaltigkeitsreporting der Helaba Invest**

Mit einem umfangreichen ESG-Reporting unterstützt die Helaba Invest ihre Investoren bei der Erfüllung einer nachhaltigen Berichterstattung und zeigt den ESG-Footprint eines Portfolios auf. Das ESG-Reporting basiert dabei auf umfangreichen Daten von MSCI ESG Research, einem der weltweit größten Anbieter von Nachhaltigkeitsanalysen und Ratings in den Bereichen ESG.

Die folgenden ESG Standard-Berichte stehen allen lizenzierten Fondseinheiten zur Verfügung. Sie können jederzeit in die Anlageausschuss-Unterlagen integriert oder als Abonnement gebucht werden.

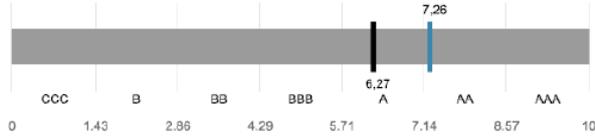
Die Berichte „ESG-Score“ und „ESG-Rating“ bieten Investoren die Möglichkeit, ihre Kapitalanlagen hinsichtlich dieser Aspekte zu analysieren. Die Schwerpunkte dieser Berichtsbausteine bilden entsprechend die Bereiche Environment, Social und Governance. Der Bericht liefert detaillierte Analysen nach Sektoren, Auszüge an ESG-Informationen auf Emittentenebene sowie Aggregationen auf Fondsebene.

# ESG-Score

vom 30.09.2022

ESG-adjusted-Score: 7,26  
ESG-average-Score: 6,27

ESG-adjusted-Rating: AA  
ESG-average-Rating: A



Corporates | Government Related | ohne Rating  
Anzahl Positionen



Gewicht [%]



ESG-average-Score

Corporates: 6,43      Government Related: 5,55

Gewicht [%] | Score

	Environment	Social	Governance
Gesamtfonds	24,0   5,8	35,4   5,1	40,6   6,0
Corporates	23,7   5,9	38,2   4,9	38,2   5,9
Government	25,0   5,4	25,0   6,8	50,0   6,4

Mit Durchschau

Emittent	Score	Gewicht [%]	Sektor
<b>Höchste Scores</b>			
Transurban Finance Co. Pty Ltd.	10,00	1,01	Industrie
NE Property B.V.	10,00	0,99	Immobilien
The Bank of Nova Scotia	10,00	0,69	Finanzdienstleistungen
Wienerberger AG	10,00	0,53	Industrie
General Mills Inc.	10,00	0,42	Konsumgüter
		3,63	
<b>Niedrigste Scores</b>			
ZF Finance GmbH	1,70	0,49	Konsumgüter
Ford Motor Credit Co. LLC	2,00	0,54	Konsumgüter
Volkswagen Leasing GmbH	2,30	0,70	Konsumgüter
TRATON Finance Luxembourg S.A.	2,30	0,67	Konsumgüter
Teva Pharmaceutical Finance Netherlands II B.V.	2,60	0,65	Gesundheit
		2,94	
<b>Die größten Emittenten</b>			
Kookmin Bank	8,40	1,62	Finanzdienstleistungen
Sunilomo Mitsui Banking Corp.	7,40	1,52	Finanzdienstleistungen
mBank Hipoteczny S.A.	5,40	1,23	Finanzdienstleistungen
Corporación Andina de Fomento	4,00	1,23	Finanzdienstleistungen
Chile, Republik	5,20	1,16	Sovereign
Korea, Republik	6,14	1,00	Sovereign
Spanien, Königreich	5,14	1,07	Sovereign
Portugal, Republik	5,07	1,00	Sovereign
The Export-Import Bank of Korea	3,50	1,05	Finanzdienstleistungen
Vereinigte Mexikanische Staaten	4,05	1,02	Sovereign
Transurban Finance Co. Pty Ltd.	10,00	1,01	Industrie
Avinor AS	8,94	1,01	Agency
Polen, Republik	5,72	1,01	Sovereign
NE Property B.V.	10,00	0,99	Immobilien
Swedish Match AB	8,10	0,99	Konsumgüter
		16,07	

Abb. 1: „Auszug aus dem Bericht ESG-Score“

# ESG-Rating

vom 30.09.2022

Ratingverteilung nach Sektoren [%]

ESG-average-Rating: A

Sektor	Gewicht [%]	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Not Rated
<b>Overall</b>	100,00	5,01	23,33	14,26	24,38	8,58	3,86	0,00	19,68
<b>Corporates</b>	82,44	5,04	26,93	13,14	19,74	6,77	4,68	0,00	22,79
Erdöl u. Erdgas	2,12	0,00	0,00	51,32	7,64	0,00	0,00	0,00	41,05
Finanzdienstleistungen	20,43	3,36	21,82	14,51	6,04	16,21	0,00	0,00	38,07
Gesundheit	2,17	0,00	0,00	0,00	50,84	0,00	25,20	0,00	23,96
Grundstoffe	4,13	0,00	66,79	33,21	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilien	7,28	20,81	11,19	0,00	27,25	18,51	0,00	0,00	22,25
Industrie	11,41	16,55	28,56	14,99	18,77	0,00	4,84	0,00	16,29
Konsumgüter	16,34	4,96	16,88	9,65	35,67	2,36	14,65	0,00	15,83
Sonstiges	0,53	0,00	0,00	0,00	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Technologie	2,39	0,00	44,04	33,61	22,35	0,00	0,00	0,00	0,00
Telekommunikation	4,15	0,00	21,14	26,17	29,41	0,00	8,81	0,00	14,47
Verbraucherservice	5,63	0,00	86,31	4,10	0,00	9,60	0,00	0,00	0,00
Versorger	5,88	0,00	23,31	0,00	26,30	0,00	0,00	0,00	50,39
<b>Government Related</b>	17,56	5,75	6,43	19,52	45,18	17,00	0,00	0,00	5,04
Agency	1,68	60,10	0,00	0,00	39,90	0,00	0,00	0,00	0,00
Länder/Gemeinden	2,54	0,00	44,44	20,71	0,00	0,00	0,00	0,00	34,85
Sovereign	12,91	0,00	0,00	19,16	57,61	23,23	0,00	0,00	0,00
Supranational	0,43	0,00	0,00	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Mit Durchschau

Abb. 2: „Auszug aus dem Bericht ESG-Rating“

Der Bericht „ESG-Kontroversen“ befasst sich inhaltlich mit Verstößen gegen nationale und internationale Gesetze, Regulierungen und oder allgemein akzeptierte Normen, Prinzipien und Konventionen und ist damit ebenfalls ein sehr wichtiges Element des Nachhaltigkeitsreportings.

# ESG-Kontroversen

vom 30.09.2022

Emittenten mit dem meisten ESG-Kontroversen

Gesamtanzahl: 108 Gesamtdeckung [%]: 66,08

Rang	Emittent	Gewicht [%]	Sektor	Overall	Environment	Customers	Human Rights & Community	Labor Rights & Supply Chain	Governance
1	Volkswagen Leasing GmbH	0,70	Konsumgüter	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange
2	B.A.T. International Finance PLC	0,54	Konsumgüter	Orange	Green	Orange	Green	Orange	Orange
3	Philip Morris International Inc.	0,87	Konsumgüter	Orange	Green	Orange	Green	Orange	Yellow
4	ASB Finance Ltd. [London Branch]	0,52	Finanzdienstleistungen	Orange	Green	Orange	Green	Orange	Yellow
5	RCI Banque S.A.	0,48	Konsumgüter	Orange	Orange	Green	Green	Yellow	Orange
6	Altria Group Inc.	0,87	Konsumgüter	Orange	Green	Orange	Green	Green	Orange
7	Teva Pharmaceutical Finance Netherlands II B.[...]	0,55	Gesundheit	Orange	Green	Orange	Green	Green	Orange
8	Deutsche Bank S.A.E.	0,53	Finanzdienstleistungen	Orange	Green	Orange	Green	Green	Orange
9	Nestlé Finance International Ltd.	0,64	Konsumgüter	Orange	Yellow	Yellow	Green	Orange	Yellow
10	ENI S.p.A.	0,56	Erdöl u. Erdgas	Orange	Yellow	Green	Orange	Yellow	Yellow
11	Mercedes-Benz International Finance B.V.	0,87	Konsumgüter	Orange	Orange	Yellow	Green	Yellow	Green
12	Apple Inc.	0,62	Technologie	Orange	Green	Yellow	Green	Orange	Yellow
13	National Australia Bank Ltd.	0,55	Finanzdienstleistungen	Orange	Green	Orange	Green	Yellow	Yellow
14	Caixabank S.A.	0,52	Finanzdienstleistungen	Orange	Green	Yellow	Green	Orange	Yellow
15	Orange S.A.	0,88	Telekommunikation	Orange	Green	Yellow	Green	Orange	Green
		9,89							

Sortiert nach Anzahl roter Flaggen, orangener Flaggen, gelber Flaggen, grüner Flaggen, dann Gewicht

Mit Durchschau

Abb. 3: „Auszug aus dem Bericht ESG-Kontroversen“

Auf den Seiten des Berichts „Business Involvement Screening Research (BISR)“ geht es schwerpunktmäßig um die Analyse von Geschäftsfeldern, in denen Unternehmen operieren. Der Bericht bietet einen Überblick über die Beteiligung an ausgewählten kontroversen Geschäftsfeldern sowie Hinweise zu einzelnen Emittenten.

## Business Involvement Screening Research (BISR)

vom 30.09.2022

Emittenten mit BISR-Exposure

Anzahl: 20  
Gewicht [%]: 12,95

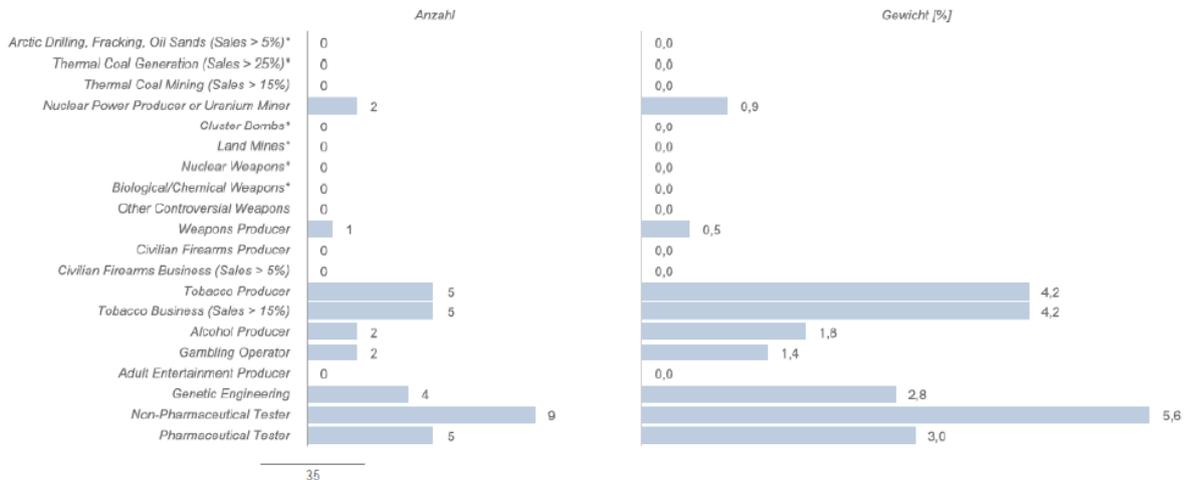
mit BISR-Exposure | ohne BISR-Exposure

Anzahl Positionen

20 | 114

Gewicht [%]

12,9 | 69,5



Mit Durchschau

\* Bestandteil ESG-Investment-Policy der Helaba Invest

Abb. 4: „Auszug aus dem Bericht Business Involvement Screening Research (BISR)“

Der Bericht „ESG-Carbon“ bietet die Möglichkeit, Fondseinheiten hinsichtlich ihrer CO2-Intensität zu analysieren. Neben einer Kennzahl auf Fondsebene liefert der Report detaillierte Daten zu Sektoren sowie deren Beiträge und weist die Daten einzelner Emittenten mit besonders hoher und niedriger CO2-Intensität aus.

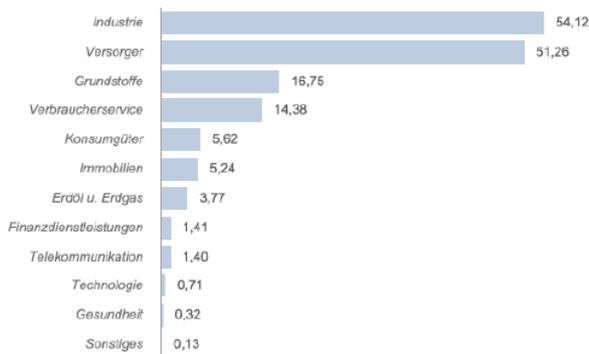
## ESG-Carbon

vom 30.09.2022

**Weighted Average Carbon Intensity:** 155,11  
Gewicht x [tons CO2e / \$M sales]

**Emittenten mit Carbon-Coverage**  
Anzahl: 109  
Gewicht [%]: 67,39

**Weighted Average Carbon Intensity (WACI) nach Sektoren**



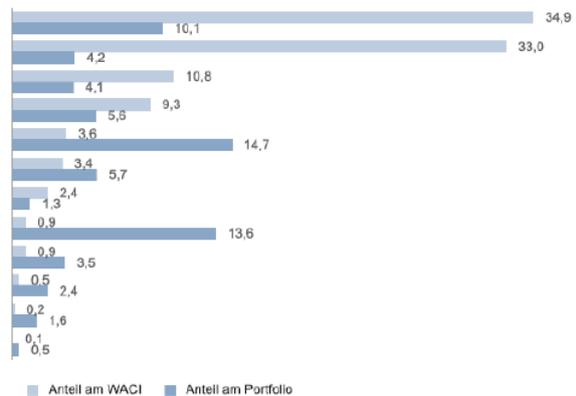
Mit Durchschau

155,11

mit Carbon-Coverage | ohne Carbon-Coverage Green Bonds Anzahl | Anteil [%]: 10 | 7,7  
Anzahl Positionen



**Gewichte und WACI nach Sektoren [%]**



■ Anteil am WACI ■ Anteil am Portfolio

Abb. 5: „Auszug aus dem Bericht ESG-Carbon“

## Integration der Direktanlage in die ESG-Analyse

Die Nachhaltigkeitsberichterstattung betrifft jedoch nicht nur die Kapitalanlagen in Fonds. Insbesondere Kreditinstitute wollen bzw. müssen künftig auch ihre Direktanlagen in ein ESG-Reporting integrieren, um ESG-Ziele für die gesamten Kapitalanlagen definieren und monitoren zu können. Die Transparenz unterstützt die Investoren dabei nicht nur in der Erfüllung ihrer ESG-Ziele, sondern auch in der Berichterstattung gegenüber Gremien und Aufsichtsbehörden.

Um Kreditinstitute bei der Integration ihrer Direktanlagen in ein ESG-Reporting zu unterstützen, bietet die Helaba Invest mit dem ESG-Boxenstopp die Analyse der Bestände des Depot A als individuellen Service an. Die Direktbestände müssen hierfür nicht bei der Helaba Invest geführt werden. Die durch den Kunden bereitgestellten Daten werden zunächst qualitätsgesichert und mit weiteren Informationen angereichert, um z.B. auch für nicht börsengehandelte Wertpapiere wie Schuldscheindarlehen ESG-Informationen ermitteln zu können. Anschließend erfolgt die Veredelung und Verknüpfung der Bestandsinformation mit dem ESG-Datenhaushalt, wobei hier zwecks einheitlicher Berichterstattung wiederum auf MSCI zurückgegriffen wird.

Das Ergebnis ist ein Berichtskompodium, das analog zum Standardreporting Übersichten zu den Kernbereichen Score, Rating, Kontroversen, BISR und Carbon liefert. Die Auswertung kann sich wahlweise auf die Eigenanlagen beschränken oder in Verbindung mit den Fondsbeständen gesamthaft ausgewertet werden. Auf Basis dieser Auswertung können nun ESG-Ziele definiert und deren Einhaltung im Zeitverlauf überwacht werden.

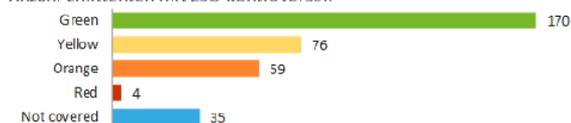
# ESG-Kontroversen Depot A

Daten per 30.06.2022

## Emittenten mit ESG-Kontroversen

	Green	Yellow	Orange	Rot
Overall	170	76	59	4
Environment	284	10	14	1
Customers	222	65	21	1
Human Rights & Community	288	10	9	2
Labor Rights & Supply Chain	256	33	20	0
Governance	245	38	26	0

## Anzahl Emittenten mit ESG-Kontroversen



## Emittenten mit den meisten ESG-Kontroversen

Rang	Emittent	Gewicht [%]	Sektor	Overall	Environment	Customers	Human Rights & Community	Labor Rights & Supply Chain	Governance
1	Bayer Capital Corp. B.V.	0,17	Gesundheit	Red	Red	Orange	Orange	Yellow	Yellow
2	Glencore Finance [Europe] Ltd.	0,12	Grundstoffe	Red	Orange	Yellow	Red	Orange	Yellow
3	BHP Billiton Finance Ltd.	0,08	Grundstoffe	Red	Orange	Green	Red	Yellow	Green
4	Atlantia S.p.A.	0,06	Industrie	Red	Green	Red	Green	Green	Green
5	Volkswagen International Finance N.V.	0,46	Konsumgüter	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange
6	VOLKSWAGEN FINANCIAL SERVICES AG	0,36	Konsumgüter	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange
7	Volkswagen Leasing GmbH	0,06	Konsumgüter	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange
8	Volkswagen AG	0,04	Konsumgüter	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange
9	Exxon Mobil Corp.	0,09	Erdöl u. Erdgas	Orange	Orange	Green	Orange	Orange	Yellow
10	B.A.T. International Finance PLC	0,50	Konsumgüter	Orange	Green	Orange	Green	Orange	Orange
11	RCI Banque S.A.	0,15	Konsumgüter	Orange	Orange	Yellow	Green	Yellow	Orange
12	Ryanair DAC	0,37	Verbraucher service	Orange	Green	Yellow	Green	Orange	Orange
13	BP Capital Markets PLC	0,13	Erdöl u. Erdgas	Orange	Orange	Yellow	Orange	Green	Green
14	Philip Morris International Inc.	0,08	Konsumgüter	Orange	Green	Orange	Green	Orange	Yellow
15	Iberdrola Finanzas S.A.	0,44	Versorger	Orange	Green	Green	Orange	Green	Orange
		3,07							

Quelle: MSCI, eigene Berechnungen

## Covered | Not Covered



## Gewicht [%]



## Emittenten nach Gewicht [%]

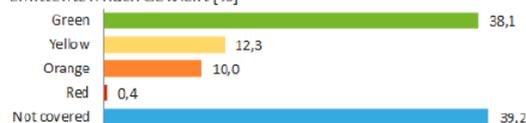


Abb. 6: „Berichtskompodium“

## PAI-Indikatoren

Als Teil des europäischen Aktionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums sind Finanzmarktteilnehmer in der Europäischen Union verpflichtet, den Anforderungen der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) zu entsprechen. Die SFDR macht dabei u.a. Vorgaben, ob und – wenn ja – wie die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren einbezogen und aufgezeigt werden müssen. Ziel ist vor allem eine höhere Transparenz hinsichtlich der Nachhaltigkeitsauswirkungen von Finanzprodukten, um Investitionen zielgerichteter in nachhaltige Investments zu lenken und im zunehmend unübersichtlichen Markt für „grüne“ Investments Orientierung zu bieten.

Eine besondere Rolle kommen dabei den sog. PAI-Indikatoren zu. PAI steht dabei für „Principal Adverse Impacts“ und beschreibt ein umfangreiches Set an Indikatoren, mit denen die wesentlichen nachteiligen Auswirkungen auf verschiedene Bereiche wie „Klima und Umwelt“, „Soziales“, „Staaten“ sowie „Immobilien“ gemessen und beschrieben werden. Konkret handelt es sich um 18 Pflichtindikatoren aus den genannten Bereichen sowie zwei individuell wählbare Zusatzindikatoren, die zukünftig berichtet werden müssen.

Klima und Umwelt	Sozialesma und Umwelt
<ul style="list-style-type: none"> <li>• THG-Emissionen</li> <li>• CO2-Fußabdruck</li> <li>• THG-Emissionsintensität der Unternehmen</li> <li>• Engagement in Unternehmen aus dem Bereich fossiler Brennstoffe</li> <li>• Anteil des Energieverbrauchs/-erzeugung aus nicht er-neuerbaren Energiequellen</li> <li>• Intensität des Energieverbrauchs nach klimaintensiven Sektoren</li> <li>• Tätigkeiten, die sich nachteilig auf Gebiete mit schutzbe-dürftiger Biodiversität auswirken</li> <li>• Emissionen in Wasser</li> <li>• Anteil gefährlicher und radioaktiver Abfälle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verstöße gegen die UNGC-Grundsätze und gegen die Leit-sätze der OECD für multinationale Unternehmen</li> <li>• Fehlende Prozesse und Compliance-Mechanismen zur Überwachung der Einhaltung der UNGC-Grundsätze und der OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen</li> <li>• Unbereinigtes geschlechtsspezifisches Verdienstgefälle</li> <li>• Geschlechtervielfalt in den Leitungs- und Kontrollorganen</li> <li>• Engagement in umstrittenen Waffen (Antipersonenmi-nen, Streumunitio-n, chemische und biologische Waffen)</li> </ul>
Staaten	Immobilien
<ul style="list-style-type: none"> <li>• THG-Emissionsintensität</li> <li>• Länder, in die investiert wird, die gegen soziale Bestimmungen verstoßen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verstöße gegen die UNGC-Grundsätze und Engagement in fossilen Brennstoffen durch die In-vestition in Immobilien</li> <li>• Engagement in Immobilien mit schlechter Energieeffizienz</li> </ul>

Abb.7: Übersicht der PAI-Indikatoren

Auch wenn die SFDR bereits im November 2019 veröffentlich wurde, existieren nach wie vor Unklarheiten bei der Ermittlung mancher Indikatoren. Dies betrifft sowohl die den Indikatoren zugrunde liegenden Messgrößen als auch Methodiken zur Ermittlung derselben. Diese Unklarheiten lassen Inter-pretationsspielräume entstehen, die dem Ziel der Transparenz entgegenwirken könnten.

Eine weitere Herausforderung ist die für das Reporting notwendige Beschaffung der erforderlichen Daten. Hier müssen sich die Häuser auf einen nicht unerheblichen Aufwand bei der Datenbeschaffung und Aufbereitung einstellen. Verschiedene Anbieter am Markt und regulatorische Anpassungen erfordern zudem ein kontinuierliches Tracking des gesamten Prozesses und die Hinterfragung der Ergebnisse.

## Ausblick

In der Helaba Invest beschäftigt sich ein interdisziplinäres Team mit den verschiedenen Facetten der PAI-Indikatoren und deren Operationalisierung. Dies betrifft sowohl die Datenbereitstellung als auch die konkrete Ausgestaltung der Metriken und Aggregationsregeln.

Geplant ist die Bereitstellung eines PAI-Reportings auf Fondsebene, mit dem Kunden den Berichtserfordernissen genügen können. Dieses soll, wie das ESG-Reporting, auch bequem über das eReporting erfolgen. Darüber hinaus wird die Integration der PAI-Indikatoren in die Anlagegrenzprüfung für Portfolios geprüft, um unseren Kunden perspektivisch erweiterte Steuerungsmöglichkeiten zu bieten.

## Fazit

Nicht zuletzt durch die neue EU-Richtlinie zur Unternehmensberichterstattung (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD) werden sich die Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung tiefgreifend verändern. Durch klar definierte Kriterien und Kennzahlen werden Daten nachvollziehbar und vergleichbar. Dies sorgt für mehr Transparenz und macht Nachhaltigkeitsberichte somit leichter bewertbar. Mit ihrem Nachhaltigkeits-Reporting unterstützt die Helaba Invest Investoren nicht nur bei der Erfüllung ihrer gesetzlichen Berichtspflichten, sondern liefert auch einen wichtigen Baustein zur Erreichung der ESG-Ziele.

# Helaba Invest

Kapitalanlagegesellschaft mbH

Junghofstr. 24

60311 Frankfurt



Dirk Werner  
Risk & Reporting  
Product & System Development  
Tel.: 069 / 29970 131  
Email: [Dirk.Werner@helaba-invest.de](mailto:Dirk.Werner@helaba-invest.de)

## **LBBW Asset Management – Strategie-Overlays verbessern das Ertrags/-Risikoprofil von Multi-Asset Portfolios**

Durch den Einsatz von Strategie-Overlays steigt die Wahrscheinlichkeit, auch in ungünstigen Kapitalmarktsituationen positive Erträge zu erwirtschaften.

**Von Dr. Peter Oellers und Matthias Bruckmeir, Portfoliomanager bei der LBBW Asset Management**

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld stellt institutionelle Investoren vor ein Problem: Klassische Fixed-Income Mandate, aber auch Multi-Asset Mandate mit einem signifikanten Anteil an Rentenbeständen werden sich in Zukunft nicht mehr derart positiv entwickeln wie in den zurückliegenden Jahren.

Die Situation könnte sich verschärfen, wenn die Renditen weiter steigen und damit der Druck auf die Bewertung von zinssensitiven Anlagen zunimmt.

Wie können Investoren diesem Dilemma entkommen? Eine Möglichkeit ist sicherlich die Hinzunahme von Anlageklassen mit höheren Risiken. Dafür spricht auf den ersten Blick das Argument, dass sich durch die Berücksichtigung weiterer Anlageklassen eine höhere Diversifikation im Portfolio erreichen lässt. Die Marktbewegung im 1. Quartal dieses Jahres hat jedoch gezeigt, dass bei ausgeprägten Marktschwächen oftmals alle Assetklassen gleichzeitig Verluste generieren und somit die positiven Diversifikationseffekte verpuffen.

Damit sind die Effekte von negativen Korrelationen bei den Standard-Anlageklassen wie Anleihen und Aktien nur von begrenztem Nutzen: In relativ ruhigen Marktphasen wirken sie positiv auf die Volatilität und das Drawdown-Verhalten eines Portfolios. Allerdings verschwindet der Nutzen gerade in turbulenten Marktphasen, in denen eine negative Korrelation zwischen den Anlageklassen eigentlich dringend benötigt werden würde.

Doch es gibt einen anderen Weg: Strategie-Overlays, die wenig korreliert sind zu den Standard-Anlageklassen. Dabei spielen vor allem die folgenden Fragen eine wichtige Rolle:

1. Welche Strategie-Overlays generieren einen positiven Ertrag, unabhängig von den Bewegungen an den Kapitalmärkten?
2. Lässt sich durch Hinzunahme mehrerer verschiedener Strategie-Overlays ein zusätzlicher Diversifikationseffekt erzielen?
3. Wie lassen sich diese Strategie-Overlays in bestehende Multi-Asset-Portfolios integrieren und welcher Nutzen hinsichtlich Ertragserwartung und Risikoprofil kann dadurch gerade in ausgeprägten Schwächephasen erzielt werden?

### **Strategie-Overlays im Überblick**

Unter einem Strategie-Overlay versteht man einen Ansatz, der sich auf ein Gesamtportfolio bezieht und der grundsätzlich mit Derivaten umgesetzt wird.

Im Vergleich zu einem Risiko-Overlay, bei dem die Risikoreduktion des Gesamtportfolios im Vordergrund steht, verfolgen Strategie-Overlays das Ziel, positive Renditen bei möglichst geringer Volatilität und geringen Preisrückschlägen zu erwirtschaften – unabhängig von den Bewegungen des Marktes. Diese Anforderung

kann nur dann erfüllt werden, wenn die eingesetzten Strategie-Overlays zu den klassischen Anlageklassen wie Aktien und Renten gering korreliert sind.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht möglicher Strategie-Overlays und ihre Merkmale:

Strategie	Kategorie	Basisrisiko	Ziel
<b>Laufzeitenstrategie (Lz Credit)</b>	Relative Value	Credit Investment Grade (Credit IG)	Realisierung des Zeitwertes auf der Kreditkurve
<b>Volatilitätsstrategie Investment Grade Credit (Vol IG-Credit)</b>	Volatilität	Credit Investment Grade (Credit IG)	Realisierung der Volatilitätsprämie im Bereich der IG-Corporates
<b>Volatilitätsstrategie High Yield Credit (Vol HY-Credit)</b>	Volatilität	Credit High Yield (Credit HY)	Realisierung der Volatilitätsprämie im Bereich der HY-Corporates
<b>Volatilitätsstrategie Aktien (Vol Aktien)</b>	Volatilität	Aktien	Realisierung der Volatilitätsprämie im Bereich der Aktien

Basis unserer Strategien auf Credit Investment Grade (Credit IG)-Risiken ist der iTraxx® Europe Main und die darauf gehandelten Credit Default Swaps (CDS). Dieser Index besteht aus einem Portfolio von 125 europäischen Investment Grade Adressen, der alle sechs Monate hinsichtlich Liquidität und Bonität der Indexadressen neu angepasst wird. Darüber hinaus wird der Index in den Laufzeiten über drei, fünf, sieben und zehn Jahren sehr liquide gehandelt. Neben den europäischen Indizes existiert auch ein US-amerikanisches Pendant, der sogenannte CDX N.A.I.G.-Index, welcher ebenfalls sehr gute Liquiditätseigenschaften besitzt.

Über die Investmentgrade-Indizes hinaus nutzen wir für unsere Strategien auch Non-Investmentgrade Indizes wie zum Beispiel den iTraxx® Europe Crossover Index, der ebenfalls wie der iTraxx® Europe Main Index alle sechs Monate neu zusammengestellt wird und aus 75 Adressen besteht.

Einige Strategie-Overlays haben sich als besonders wirksam erwiesen.

### **Laufzeitenstrategie: positiver Zeitwert durch durationsneutrale Positionierung auf der Kreditkurve**

Mit einer durationsneutralen Positionierung auf der Kreditkurve einen positiven Zeitwert zu generieren – das ist die grundlegende Vorgehensweise der Laufzeitenstrategie. Der Zeitwert hat dabei zwei Komponenten. Zum einen den „Carry“, der aus der Spreadzahlung für das eingegangene Risiko besteht, und zum anderen der „Rolldown“, der definiert ist als die Marktwertveränderung des CDS-Kontraktes bei einer Restlaufzeitverkürzung des Kontraktes um ein Jahr und sonst gleichbleibenden Marktparametern.

Wenn wir von Durationsneutralität sprechen, möchten wir uns genau so auf der Kreditkurve positionieren, dass eine Parallelverschiebung der Spreadkurve keinen Einfluss auf die Marktbewertung der Gesamtposition hat.

Dazu berechnen wir für alle liquiden Laufzeiten (drei Jahre, fünf Jahre und zehn Jahre) den beschriebenen Zeitwert und nehmen auf Basis dieser Analyse die entsprechende Positionierung auf der Kreditrisikokurve vor. Konkret wird dabei in die Laufzeit mit dem positivsten Zeitwert investiert (Verkauf von Absicherung) und gleichzeitig in die Laufzeit mit dem geringsten Zeitwert desinvestiert (Kauf von Absicherung).

## Volatilitätsstrategie IG-Credit: Volatilitätsprämien am Kreditmarkt realisieren

Bei der Volatilitätsstrategie IG-Credit spielen Optionen eine wichtige Rolle. Das lässt sich anhand der Grundprinzipien von Optionen auf den iTraxx® Europe Main Index erläutern. Entsprechendes gilt auch für andere Indizes, wie beispielsweise den iTraxx® Europe Crossover Index, der die Basis für die Volatilitätsstrategie HY-Credit bildet.

Die am Optionsmarkt des iTraxx® Europe Main Index gehandelten Optionen umfassen im Wesentlichen Receiver- und Payer-Optionen. Bei einer (europäischen) Payer-Option erwirbt der Käufer das Recht, zu einem definierten Zeitpunkt in der Zukunft (dem Ausübungstag), eine Absicherung auf den iTraxx® Europe Main Index zu einem definierten Spread (Strike) zu kaufen. Dagegen erwirbt der Käufer einer (europäischen) Receiver-Option das Recht, eine Absicherung auf den iTraxx® Europe Main Index zu einem definierten Zeitpunkt in der Zukunft zu einem festen Spread (Strike) zu verkaufen. Die Marktkonvention sieht eine physische Lieferung vor – das heißt, dass es bei Ausübung zwischen den Vertragsparteien zu einem CDS-Geschäft kommt. Aus diesen Definitionen wird ersichtlich, dass der Marktwert einer Payer-Option ansteigt, falls sich der Spread des iTraxx® Europe Main Indexes ausweitet, bei sonst gleichbleibenden Marktparametern. Entsprechend steigt der Marktwert einer Receiver-Option an, falls der Spread sinkt, bei ansonsten ebenfalls gleichbleibenden Marktparametern.

Hat ein Investor eine Payer-Option gekauft und der Creditspread liegt am Ausübungstag unterhalb des Strike-Preises, so lohnt es sich für den Käufer der Option nicht, diese auszuüben. Damit ist maximal sein durch den Kauf der Option eingesetztes Kapital verloren. Umgekehrt verhält es sich für den Kauf einer Receiver-Option.

Wie in anderen Märkten auch beobachtet man an den Kreditmärkten eine Volatilitätsprämie – das bedeutet, dass die zu Beginn einer Optionsperiode gehandelte implizite Volatilität mit einer hohen Wahrscheinlichkeit über der folgenden realisierten Volatilität handeln wird. Begründet liegt diese Prämie in der Risikoaversion der Marktteilnehmer. Die folgende Grafik zeigt, dass es am europäischen Kreditmarkt eine Volatilitätsprämie gibt. Über weite Phasen handelt die implizite über der realisierten Volatilität.



Quelle: LBBW Asset Management

Wie lässt sich die Volatilitätsprämie vereinnahmen? Wir verkaufen kurzlaufende Receiver- und Payer-Optionen zum selben Strike (Straddle) auf den iTraxx® Europe Main Index und sichern die durch die Marktbewegung induzierte Delta-Position aus den Optionen auf einer täglichen Basis ab. Falls nach Ablauf der Optionsperiode die realisierte Volatilität unterhalb der impliziten Volatilität beim Periodenstart liegt, verbleibt ein positiver Ertrag. Da dies sehr häufig der Fall ist, gelingt uns die Vereinnahmung dieser Volatilitätsprämie am Kreditmarkt.

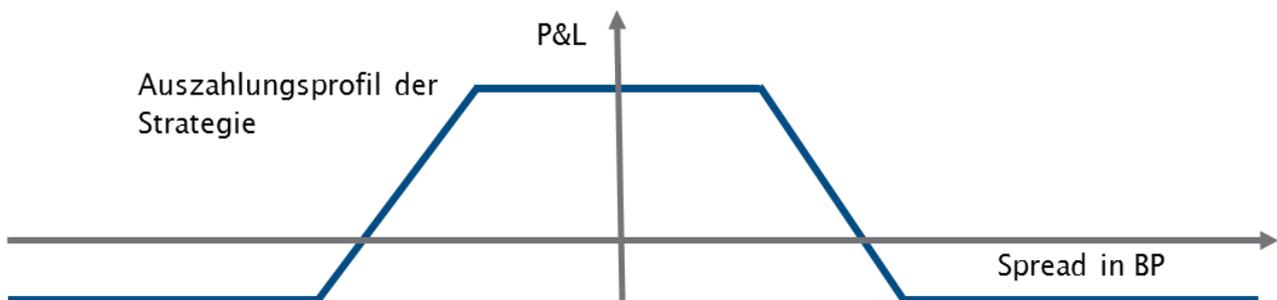
## Volatilitätsstrategie auf Aktien: Verkauf kurzlaufender Varianzswaps eröffnet Renditemöglichkeiten

Auch im Aktienmarkt existiert nachweislich eine Volatilitätsprämie. Um an dieser Prämie zu partizipieren, werden kurzlaufende Varianzswaps verkauft. Bei diesem Finanzprodukt „tauscht“ man die anfänglich festgelegte implizite Varianz gegen die am Ende der Kontraktlaufzeit tatsächlich eingetretene realisierte Varianz. Je nach relativer Attraktivität wird der Euro Stoxx50® oder der S&P500® als Underlying gewählt.

Mit Hilfe von Trendindikatoren auf Basis der realisierten Volatilität und der zugrundeliegenden Aktienindizes wird die Positionierung gesteuert, im Extremfall wird die Strategie auch ausgesetzt.

## Volatilitätsstrategie HY-Credit: Den maximalen Verlust in den Fokus nehmen

Bei der Volatilitätsstrategie HY-Credit ist das Basisinstrument der iTraxx® Europe Crossover Index. Die Strategie verkauft dabei einen Strangle (Payer- und Receiver-Option zu unterschiedlichen Strikes) auf den iTraxx® Europe Crossover Index. Dabei hängen die Strikes von der aktuellen (realisierten) Volatilität ab. Bei einer hohen Volatilität werden die Strikes konservativer gewählt, das heißt der Abstand zwischen den beiden Strikes ist größer. Umgekehrt ist bei einer geringeren Volatilität der Abstand der Strikes geringer. Das Auszahlungsprofil der Optionspositionierung ist in der folgenden Abbildung dargestellt:



Quelle: LBBW Asset Management

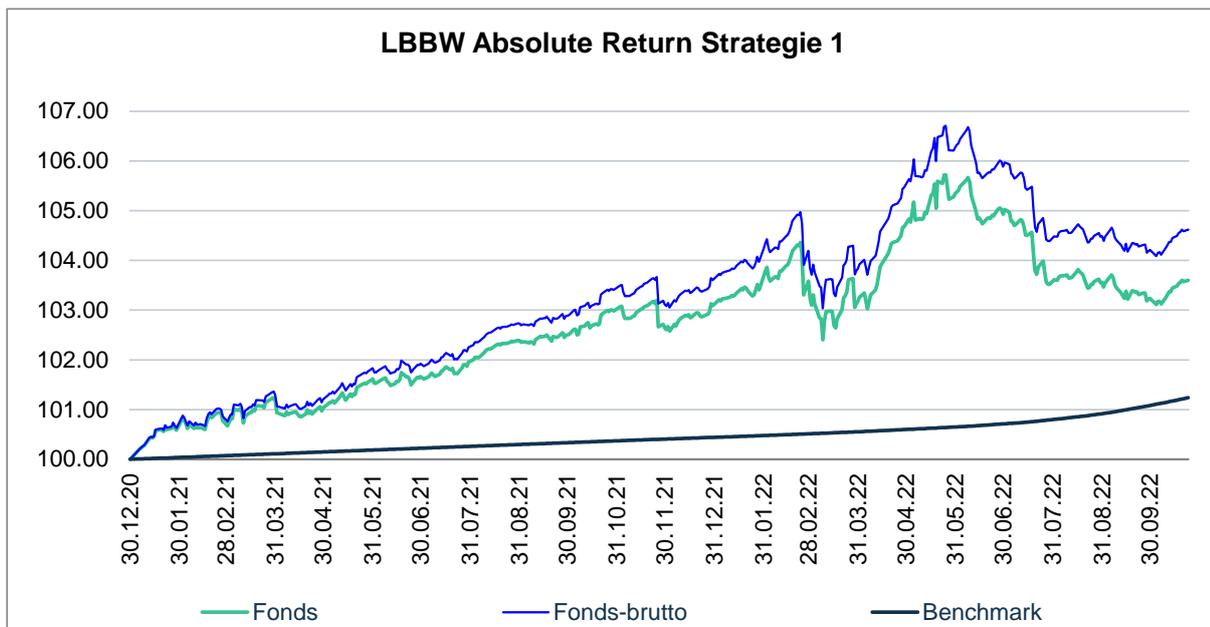
Wie im Schaubild zu erkennen ist, werden die Tail-Risiken durch einen Kauf von Payer- und Receiver-Optionen abgesichert. Dadurch ist innerhalb einer Optionsperiode von Beginn an ein maximal möglicher Verlust definiert.

Der Abstand zwischen den Strikes im Auszahlungsprofil wird jeweils zu Beginn einer Optionsperiode festgelegt. Wie oben beschrieben, bestimmt die realisierte Volatilität zum Periodenstart, wie weit die Strikes voneinander entfernt sind.

Die Höhe des Nominalvolumens in der Strategie hängt von der Relation der Prämieinnahme zum maximalen Verlust ab. Je geringer der Quotient aus der Prämieinnahme im Vergleich zum maximalen Verlust ist, desto höher kann das abgeschlossene Volumen in der Strategie sein. Bei einem sehr geringen Quotienten wird die Strategie ausgesetzt.

## Eine Kombination von Strategie-Overlays ist besser als jedes einzelne Strategie-Overlay

Welches der verschiedenen Strategie-Overlays verspricht den größten Nutzen? Am besten ist eine Kombination von mehreren. Die folgende Grafik zeigt die Performance des LBBW Absolute Return Strategie 1, einem Publikumsfonds, der eine solche Kombination in der Praxis umsetzt und hier als sichtbare Referenz dienen soll. Selbstverständlich steht einem institutionellen Anleger auch die Umsetzung eines solchen Ansatzes mittels eines Spezialfonds zur Verfügung.



Quelle: LBBW Asset Management

Die Frage nach der Leistungsfähigkeit des vorgestellten Konzepts in schwierigen Marktphasen beantwortet eigentlich ein kurzer Blick auf die Performance-Übersicht dieses Jahres.

Assetklasse	Rendite von 30/12/2020 bis 24/10/2022
EUR Government.	-19,6 %
EUR Corporates	-16,1 %
EURO Stoxx 50	+4,5%
<b>LBBW Absolute Return Strategie I</b>	<b>+3,6 %</b>

Die Jahresperformance des LBBW Absolute Return Strategie I zeigt somit zum einen ganz offensichtlich ein hohes Maß an Unkorreliertheit und war zum anderen auch noch positiv.

**Kontakt:**

**LBBW Asset Management**

Investmentgesellschaft mbH  
Pariser Platz 1 - Haus 5  
70174 Stuttgart  
Tel.: +49 (0)711 22910-3000  
Website: [www.lbbw-am.de](http://www.lbbw-am.de)

**Ansprechpartner für das institutionelle Geschäft:**



Dr. Helmuth Conrad  
Leiter Consultant Relationship  
Tel.: +49 (0)711 22910-3204  
Fax: +49 (0)711 22910-9098  
E-Mail: [helmuth.conrad@lbbw-am.de](mailto:helmuth.conrad@lbbw-am.de)



Panagiotis Patzartzis  
Leiter Institutional Clients  
Tel.: +49 (0)711 22910-3211  
Fax: +49 (0)711 22910-9298  
E-Mail: [panagiotis.patzartzis@lbbw-am.de](mailto:panagiotis.patzartzis@lbbw-am.de)



## **Metzler Asset Management – Multi-Asset-Portfolios: Worauf kommt es an in volatilen Märkten?**

**Mit der Russland-Invasion in der Ukraine am 24. Februar 2022 wurde unser bisheriges Weltbild auf den Kopf gestellt. Aber nicht nur die dadurch ausgelösten fundamentalen Veränderungen treffen nach wie vor auch die Kapitalmärkte – hohe Inflationsraten und die energischen Reaktionen der Notenbanken darauf tragen ebenfalls zu den schwierigen Bedingungen bei: Die Volatilität steigt, wodurch Prognosen mit erheblicher Unsicherheit behaftet sind. Womit müssen Multi-Asset-Investoren in diesem Umfeld rechnen?**

An den Kapitalmärkten ist das Umfeld für Anleger zuletzt deutlich herausfordernder geworden, für die Weltwirtschaft besteht die Gefahr einer globalen Stagflation mit rezessiven Tendenzen. Bereits vor dem Ukraine-Krieg herrschten Engpässe in den Lieferketten und die Sorge vor einer Rohstoffknappheit, die sich mit dem Kriegsausbruch noch verstärkten. Speziell in Europa droht Energieknappheit aufgrund der Abhängigkeit von Russland. Die energischen Leitzinserhöhungen der großen Zentralbanken im bisherigen Jahresverlauf haben zuletzt noch die Rezessionsrisiken verstärkt.

### **Stagflation: Was bedeutet das für die Kapitalanlage?**

Wenn sich die Stagflationstendenzen verschärfen, hat dies massive Auswirkungen auf sämtliche Anlageklassen, und alle Anlageentscheidungen müssen überdacht werden.

Die Zentralbanken stecken in diesem Umfeld in einer Zwickmühle: Sie müssen Inflationsrisiken eindämmen, riskieren dabei aber die Wirtschaft in eine Rezession zu schicken. Um sich gegen die hohe Inflation zu stemmen, hat die US-Notenbank in diesem Jahr die Leitzinsen bereits zum vierten Mal erhöht auf eine Spanne von mittlerweile 2,25 bis 2,50 % (per 27. Juli). Die Europäische Zentralbank hat nachgezogen und in einem ersten Schritt den Leitzins um 0,5 %-Punkte erhöht – doch das wird nicht ausreichen.

Leitzinserhöhungen, hohe Inflationsraten und steigende Konjunkturrisiken sind naturgemäß ein schwieriges Umfeld für Aktien-, aber auch für die Anleihemärkte. Das Jahr 2022 war bisher nicht einfach und erfordert auch weiterhin von Investoren und Asset Managern viel Weitblick. Was bisher galt, gilt derzeit umso mehr: Bei der Portfoliozusammenstellung sollte eine stärkere Diversifikation über Regionen, Branchen und Anlageklassen einen hohen Stellenwert haben.

### **Multi-Asset-Strategien: Möglichst viele Chancen nutzen**

Um flexibel auf unterschiedliche Marktbedingungen reagieren zu können, investiert Metzler Asset Management im Rahmen der fundamentalen Multi-Asset-Strategien nicht nur in Aktien und Anleihen, sondern auch in alternative Anlageklassen wie Immobilien und Gold. Herausfordernd bei der Asset-Allokation im aktuellen Umfeld ist, die richtige Balance zu finden: auf der einen Seite bestmöglich das Marktpotenzial zu nutzen und auf der anderen Seite Risiken, also Verluste, zu begrenzen – um mit dem Portfolio einen stabilen Ertrag zu erwirtschaften.

Wegen der erheblichen Unsicherheiten ist das Portfoliomanagement kurzfristig noch vorsichtig auf der Aktienseite; aufgrund der negativen Realzinsen und den erhöhten Inflationsraten wird man aber auf lange Sicht nicht an einer strategisch höheren Aktienquote in den Portfolios vorbeikommen. Nur so lassen sich im Gesamtportfolio dann auch reale Wertzuwächse erzielen. Bei den Anleihen geht Metzler Asset Management von weiter steigenden Zinsen aus und setzt daher auf eine verkürzte Duration.

## Risikomanagement: Erst in unsicheren Zeiten zeigt sich die Notwendigkeit

Ein stringentes Risikomanagement ist in einem fundamental geprägten Investmentansatz wie dem von Metzler Asset Management unverzichtbar, auch wenn der Fokus grundsätzlich auf der Renditeerzielung liegt. Extreme Marktereignisse, wie die Coronapandemie oder der Ukraine-Krieg, führen zu enormen Kursbewegungen an den Kapitalmärkten, die kurzfristig Diversifikationseffekte überlagern und das Risiko im Portfolio deutlich steigen lassen.

Genau hier kommt das aktive Risikomanagement von Metzler Asset Management zum Einsatz, um starke Verluste abzufedern. Das Risikomanagement sollte allerdings nicht zu früh eingreifen, um Absicherungskosten gering zu halten – das strategische Rendite-Risiko-Profil des Kunden sollte eine Risikotragfähigkeit von mindestens 10 bis 15 % Verluste am Aktienmarkt aufweisen. Erst wenn die Verluste darüber hinausgehen, sollte ein Risikomanagement greifen; von einer vollen Absicherung des Aktienmarktrisikos sieht man bei den Metzler-Multi-Asset-Portfolios ab. Die große Herausforderung liegt in der Balance zwischen rechtzeitigem Schutz vor übermäßigen Verlusten und der frühzeitigen Partizipation an der Markterholung.

## Gerade in kritischen Situationen gilt: Ruhe bewahren

Grundsätzlich sollten Investoren gerade in kritischen Marktphasen Ruhe bewahren und nicht in Panik verfallen. Das heißt, hektisches und emotionales Agieren vermeiden, denn viele Transaktionen verursachen nur unnötige Kosten. Wichtig ist, das langfristige Anlageziel nicht aus den Augen zu verlieren und Portfolios stets für Krisen „wetterfest“ aufzustellen.

Eine gute Möglichkeit für das Szenario extremer Marktereignisse ist, eine strategische Asset-Allokation zu wählen, die sich auch langfristig durchhalten lässt. Das bisherige Jahr hat bestätigt, dass die Streuung über Regionen und Anlageklassen hilft, Markturbulenzen besser zu überstehen. Und insbesondere Sachwerte, wie Aktien, Immobilien und Gold können als Inflationsschutz einen gewinnbringenden Beitrag leisten.

Die Multi-Asset-Strategien von Metzler Asset Management haben eine durchdachte strategische Ausrichtung – kombiniert mit aktiver Portfoliosteuerung. Basis ist eine breit angelegte und ESG-konforme Asset-Allokation. Die Strategie gibt es als institutionelle Publikumsfonds in drei Varianten mit jeweils unterschiedlichem Aktienanteil im Portfolio – je nach individueller Risikotragfähigkeit des Anlegers:

Metzler Multi Asset Defensive Sustainability B (DE000A1T6K09)

Metzler Multi Asset Income Sustainability B (DE000A1T6K17)

Metzler Multi Asset Dynamic Sustainability B (DE000A1T6K25)

Umfassende Informationen zu den Multi-Asset-Strategien von Metzler Asset Management finden Sie unter [www.metzler.com/multi-asset](http://www.metzler.com/multi-asset) und [www.metzler.com/download-fonds](http://www.metzler.com/download-fonds).

Das Fondsmanagement entscheidet nach freiem Ermessen aktiv über die Auswahl der Vermögensgegenstände ("aktives Management"). Der Fonds bildet weder einen Wertpapierindex ab, noch orientiert sich die Gesellschaft für den Fonds an einem festgelegten Vergleichsmaßstab. Wechsel des verantwortlichen Portfoliomanagers erfolgten 05/2017 und 07/2019.

Risiken: Hohen Ertragserwartungen aus Kurs- und Währungsgewinnen stehen hohe Kursrisiken aus Zins-, Währungs- und Aktienschwankungen sowie Bonitäts-, Liquiditäts- und Kontrahentenrisiken gegenüber. Anleger sollten in der Lage sein, erhebliche Wertschwankungen und deutliche Verluste zu tragen und keine Garantie bezüglich des Erhalts ihrer Anlagesumme benötigen. Der Anlagehorizont sollte bei mindestens 5 Jahren liegen.

## Das Unternehmen

### Metzler Asset Management: Leistungsspektrum fokussiert auf institutionelle Anleger

Metzler Asset Management, ein Kerngeschäftsfeld innerhalb der Metzler-Gruppe mit Sitz in Frankfurt am Main, liefert Investmentleistungen für institutionelle Kunden. Dazu zählen individuell ausgerichtete Konzepte im Portfoliomanagement in Kombination mit effizienten und sicheren Lösungen in der Administration der Vermögensverwaltung. Für einzelne Kundengruppen konzipiert Metzler Asset Management spezifische Investmentlösungen, die deren regulatorische und ökonomische Anforderungen erfüllen. Das Ziel ist stets, Kunden eine Balance von standardisierten Abläufen und individuellem Service zu bieten.

### Dem Thema Nachhaltigkeit verpflichtet

Das Thema Nachhaltigkeit spielt bei der Metzler Asset Management GmbH seit über 20 Jahren eine wichtige Rolle. Inzwischen setzen wir in einem mehrstufigen Prozess bei allen fundamental und diskretionär gesteuerten Metzler-Sustainability-Fonds der Asset-Klassen Aktien, Renten und Multi-Asset eine vollständige ESG-Integration um\*. In institutionellen Mandaten berücksichtigen wir die vielschichtigen kundenspezifischen Anforderungen an die nachhaltige Kapitalanlage – jederzeit abgestimmt auf das individuell gewünschte Portfolioprofil. Als ein führender Anbieter von verantwortungsvollen Investments sind wir am 1. November 2021 der Net Zero Asset Managers Initiative beigetreten, um das globale Ziel der CO<sub>2</sub>-Neutralität zu unterstützen. Ausführliche Informationen zum ESG-Ansatz von Metzler Asset Management finden Sie unter [www.metzler.com/esg](http://www.metzler.com/esg).

## Kontakt Metzler Asset Management



Philip Schätzle  
Leiter Institutional Sales  
+ 49 69 2104-1533  
[PSchaetzle@metzler.com](mailto:PSchaetzle@metzler.com)

\* Davon ausgenommen sind die Fonds **Metzler Premium Aktien Nachhaltigkeit** sowie **Metzler Premium Aktien Nachhaltigkeit – Kirche**. Diese Fonds folgen einer abweichenden ESG-Strategie und entsprechenden Anlagebeschränkungen.

## Rechtlicher Hinweis

Stand: 15. August 2022. Diese Information richtet sich nicht an Privatanleger.

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Metzler kann keine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben, dass eine Wertuntergrenze gehalten oder eine Zielrendite erreicht wird. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten können. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat.

Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden. Die Nachhaltigkeitsberichte und weitere Informationen zur CSR-Strategie der Metzler-Gruppe sind einsehbar unter [www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit](http://www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit), Informationen zu Nachhaltigkeit bei Metzler Asset Management unter [www.metzler.com/esg](http://www.metzler.com/esg).

Dem Anleger steht das Recht auf eine Musterfeststellungsklage nach § 606 ZPO und auf Durchführung eines Ombudsverfahrens vor dem BVI zu. Es gilt das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG). Der grenzüberschreitende Vertrieb kann von Metzler jederzeit widerrufen werden.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Vielfalt ist uns wichtig: Daher legen wir Wert darauf und betonen ausdrücklich, dass wir mit unseren Informationen alle Menschen gleichberechtigt ansprechen. Wenn wir im Text männliche Bezeichnungen für Menschen und Positionen verwenden, dient das allein dazu, den Lesefluss für Sie zu vereinfachen.

## Prime AIFM Lux – Spezialisierung auf Privatmarktstrategien

Angesichts des Booms der Privatmärkte und insbesondere von Private-Debt-Produkten hat sich Prime AIFM Lux auf die Verwaltung innovativer und maßgeschneiderter Strategien spezialisiert und verfügt über eine Expertise in alternativen Anlagen, die von traditionellen Anbietern nur schwer erreicht werden kann.

### Erfahrung im Bereich alternativer Anlagen

Prime AIFM Lux ist ein auf Masterfonds für Privatmarktanlagen spezialisierter Anbieter von Fondsmanagement-Dienstleistungen. Die Tochtergesellschaft der deutschen Prime Capital AG, die alternative Strategien managt, ist Teil einer privaten Unternehmensgruppe mit rund 120 Mitarbeitern in Frankfurt und Luxemburg, die auf eine mehr als 15-jährige Erfolgsgeschichte zurückblicken kann und derzeit 4,3 Milliarden Euro an Assets under Management sowie 8 Milliarden Euro an Assets under Administration verwaltet.

Das 2016 gegründete Luxemburger Unternehmen verwaltet eine Reihe von Multi-Compartment-Strukturen und bietet institutionellen Investoren sowie Vermögensverwaltern unterschiedliche Fondslösungen. Prime AIFM Lux verwaltet außerdem luxemburgische Verbriefungsgesellschaften, die mehr als 2 Milliarden Euro in Multi-Compartment-Gesellschaften halten, und bietet maßgeschneiderte Verbriefungslösungen an.

Wir bedienen europäische institutionelle Investoren wie Versicherungsgesellschaften, Versorgungswerke und Pensionskassen, vor allem aus dem deutschsprachigen Raum, mit unserer Strukturierungsexpertise und unserem tiefen Verständnis der regulatorischen (insb. AnIV und Solvency II), rechtlichen und steuerlichen Anforderungen bei alternativen Anlagen. Als AIFM bieten wir zusätzliche Dienstleistungen wie Beratung, Strukturierung und Bewertung für Drittmanager an.



## **Ihr Spezialist für Private Markets – einschließlich Private Debt**

Prime AIFM Lux hebt sich von anderen ab: Im Gegensatz zu vielen großen KVGs, die Investoren hauptsächlich in liquiden Anlageklassen betreuen, konzentriert sich Prime AIFM Lux auf Privatmarktstrategien.

Wir unterscheiden uns ebenso von vielen kleinen und mittelgroßen KVGs, die zwar angeben, sich auf alternative Anlagen zu spezialisieren, sich aber tatsächlich meist auf Private Equity und Immobilieninvestitionen konzentrieren, also auf Anlageklassen mit vielen Akteuren und relativ standardisierten Prozessen.

Im Gegensatz dazu ist Prime AIFM Lux ein unabhängiger Anbieter, der echte Expertise im Bereich Private Debt mitbringt, einschließlich Immobilien-, Infrastruktur- und Unternehmensdirektkredite. Diese Fokussierung wird angesichts der dynamischen Entwicklung und der Innovationen im Private-Debt-Geschäft in Bezug auf Strategien und Strukturen immer wichtiger und ist ein Schlüsselfaktor für unsere rasche Entwicklung in den letzten sechs Jahren, die es uns ermöglicht, unseren Kundenstamm in einem expandierenden Markt zu erweitern.

### **Individualisierte Lösungen**

Wir verstehen Investorenanforderungen – und vor allem, dass alle Kunden und Partner einzigartig sind, und dass es keine Standardlösung für alle gibt. Wir glauben stattdessen an individuell zugeschnittene Konzepte und daran, dass spezialisierte AIFMs der effektivere Weg zur Umsetzung einer Private-Debt-Strategie sind.

Prime AIFM Lux bietet eine Reihe von Dienstleistungen an, die auf solche maßgeschneiderten Strategien abzielen, mit einer nachweislichen Erfolgsbilanz bei der Finanzierung von Immobilien, Transport und Infrastruktur sowie von Unternehmen.

Wir arbeiten mit Kunden zusammen, egal ob groß oder klein, auf dem Markt etabliert oder neu, und entwickeln Lösungen für deren jeweilige Unternehmung und Anlagestrategie. Zu unseren bisherigen Kunden gehören u.a. regulierte institutionelle Investoren, große Investmentfirmen sowie kleine unabhängige Fondsmanager, die illiquide Strategien abdecken. In den letzten Jahren haben wir unser Angebot auf den Privatmärkten erweitert, um neue Unterkategorien von Privatkrediten abzudecken, insbesondere Immobilienkredite sowie vorrangige und nachrangige Strategien.

In Zusammenarbeit mit unserer in Deutschland ansässigen Muttergesellschaft haben wir beispielsweise eine neue Fondsplattform für Privatmarkt-Anlagen eingerichtet, die eine Reihe von Teilfonds umfasst, deren Portfoliomanagement entweder an Drittmanager oder an die Prime Capital AG ausgelagert ist. Eine weitere Zusammenarbeit betrifft die Verwaltung kundenindividueller Investmentprogramme in den Private Markets. Unser zertifizierter Investmentprozess umfasst die Investition in Primary-Fonds und Secondary-Transaktionen sowie die Möglichkeit, in direkten Transaktionen Co-Investments zu tätigen. Unsere erfahrenen Anwälte und ein eigenes Projektmanagement-Team helfen bei der Implementierung kundenspezifischer Lösungen, um das Investmentprogramm entweder über einen luxemburgischen oder über einen deutschen Spezial-AIF umzusetzen. Prime Capital bietet zudem die Implementierung über die hauseigene Prime AIFM Lux Plattform an.

Diese Strukturen verdeutlichen die separaten, aber komplementären Dienstleistungen von Prime Capital AG und dem Luxemburger AIFM, indem wir unsere Erfahrung in der Strukturierung und im Investmentprozess für verschiedene Assetklassen anbieten. Darüber hinaus haben wir ein Nachhaltigkeitsteam geschaffen, das bei der Umsetzung und den Anforderungen der SFDR sowie bei der Positionierung von Anlagestrategien für Investoren berät.

**Wir bieten maßgeschneiderte Lösungen und echtes Fachwissen im Bereich Private Debt, einschließlich Immobilien- und Infrastrukturkredite sowie Direktkredite für Unternehmen.**

**Nehmen Sie Kontakt zu uns auf**



**Werner Humpert**

Head of Access Solutions  
Director Prime AIFM (Lux)

+49 69 9686 984 35  
werner.humpert@primecapital-ag.com



**Christoph Ludwig**

Conducting Officer,  
Portfolio Management

+352 279 94077 166  
Christoph.Ludwig@primecapital-ag.com

**Prime AIFM Lux S.A. | 13, rue Beaumont | L-1219 Luxemburg | [www.primeaifmlux.lu](http://www.primeaifmlux.lu)**

## **Warburg Invest AG – Die Erfüllung der Kundenanforderungen aus der Umsetzung der regulatorischen Anforderungen der EU-Offenlegungsverordnung, der EU-Taxonomieverordnung sowie der Verpflichtung zur Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen stehen 2022 im Vordergrund**

Innerhalb der Warburg Gruppe bildet die Warburg Invest AG in Hannover das Kompetenzzentrum für institutionelles Asset Management und insbesondere die Master-KVG-Dienstleistungen.

Als integraler Bestandteil der Wachstumsstrategie der Warburg Gruppe im Asset Management können institutionelle Investoren auf die breite Expertise und Zukunftsfähigkeit eines Anbieters der ersten Stunde für Master-KVG-Dienstleistungen mit mehr als zwei Jahrzehnten Erfahrung vertrauen.

Mit einer breiten Palette von Spezial-AIF, Publikumsfonds, Vermögens-verwaltungsmandaten, Masterfonds und Master-Feeder-Konstruktionen bietet die Warburg Invest AG sowohl für liquide als auch illiquide Assets ein adäquates Leistungsspektrum.

Die Warburg Invest AG setzt darauf, mit ihrer Flexibilität als mittelständische Master-KVG bei der Umsetzung individueller Kundenanforderungen Zeit- und Qualitätsvorteile im Vergleich zu großen Gesellschaften zu erzielen.

Dass sie hierbei insbesondere bei mittelständischen Kunden punkten kann, belegen diverse Studien unabhängiger Research- und Ratinghäuser: den Unterschied machen vor allem die Qualität und Kontinuität der Kundenansprache und Kundenbetreuung sowie die Fähigkeit zur Individualisierung von Reports und Schnittstellen aus.

### **TELOS bestätigt auch in 2021 die hohe Kundenzufriedenheit und den Einzug unter die TOP 3 der Master-KVGen**

Bei der jüngsten TELOS-Kundenzufriedenheitsstudie aus 2021 erreichte die Warburg Invest AG erneut Spitzenwerte in ihrer Vergleichsgruppe. Sowohl im Bereich Reporting als auch beim Risikomanagement errang sie Platz 1, bei der proaktiven Kundenansprache, der Kundenbetreuung sowie in der Gesamtzufriedenheit einen guten dritten Platz. Besonders erfreulich - mit Blick auf das kompetitive Umfeld mit deutlich größeren Marktbegleitern - ist das Aufrücken auf Platz 3 und damit auf einen Podestplatz unter den Master-KVGen. Insgesamt erreichte sie bei den Einzelwertungen in dreizehn Leistungsbereichen überdurchschnittliche Beurteilungen.

### **Umfassendes Angebot als Basis**

Ein ganzheitliches Leistungsangebot ist die Grundvoraussetzung für den Markterfolg einer KVG. Die Warburg Invest AG bietet neben der reinen Verwaltungsfunktion einer Service-KVG für Sondervermögen auch das Management ausgewählter Subfonds, beispielsweise zur Umsetzung von Overlaystrategien an. Je nach Anforderungen der Anleger arbeitet sie dabei auch mit externen Beratern oder Managern zusammen. Bei der Definition der Master-KVG wird zwischen der Führung eines juristischen Spezial-AIF für einen Anleger mit mehreren Subfonds oder der Verwaltung einzelner, rechtlich selbständiger Sondervermögen eines Anlegers unter dem Dach der Master-KVG unterschieden. Eine zusätzliche Option sind Fondsfusionen und Vermögensbündelungen durch Master-Feeder-Konstruktionen, bei denen Kunden über Dachfonds in verschiedene Zielfonds investieren und somit eine kostengünstige Verwaltung erhalten. Zusätzlich bietet die Warburg Invest AG ihren Anlegern auf Wunsch ein umfassendes Collateral Management an.

In den letzten Jahren wenden sich institutionelle Investoren vermehrt illiquiden Investments in Private Equity und Private Debt inklusive Infrastruktur sowie Immobilien zu. Die Administration von Beimischungen dieser Assets in bestehende Spezialfonds nach § 282 KAGB oder die Auflage und Verwaltung von Spezial-AIF nach § 284 KAGB, die ausschließlich in illiquide Assets investieren, erlangt daher zunehmende Bedeutung.

Die Warburg Invest AG weist umfangreiche Erfahrung mit den spezifischen Anforderungen der Administration und dem Erwerb von Wertpapieren dieser Anlageklassen auf und begleitet ihre Kunden aktiv unter anderem bei der Einbringung dieser Investments aus deren Direktanlagebestand in bestehende oder neu aufzulegende Spezial-AIF.

### **Kontinuität in der Betreuung, gepaart mit hoher Expertise als gelebte Praxis**

Die Warburg Invest AG weist eine hohe Kontinuität bei ihren Mitarbeitern aus, was neben der Qualifikation von Nachwuchskräften aus dem Hochschulbereich ein Schlüssel für die kompetente Betreuung unserer Kunden ist. Eine hohe Anzahl von Mitarbeitern der Warburg Invest AG betreut seit Beginn der Master-KVG im Jahr 2000 dieselben Kunden beziehungsweise verantwortet deren Portfolien. Komplexe Fragen werden im direkten Dialog mit unseren Experten geklärt und nicht über Call Center bearbeitet. Alle administrativen Bestandteile der Wertschöpfungskette werden innerhalb der Gesellschaft am Standort Hannover durch spezialisierte Expertenteams abgedeckt – eine Auslagerung administrativer Tätigkeiten besteht nicht. Die fachliche Entwicklung unseres Personals wird durch Kooperationen mit Universitäten sowie umfangreiche interne Ausbildungsmaßnahmen gefördert. Spezialisten, die tiefe Kenntnisse in den Regularien haben und hohes Fachwissen besitzen, sind in der Lage, die Anleger erfolgreich zu begleiten. Probleme und Herausforderungen werden auch unkonventionell gelöst. Das ist der Vorteil unserer überschaubaren Größe. Darüber hinaus verknüpfen wir unser Wissen mit dem unserer Partner, wie zum Beispiel Experten bei Beratungsunternehmen und Verbänden.

### **Transparente und tragfähige Betreuungsstruktur**

Seit ihrer Gründung betreut die Warburg Invest AG ihre Kunden ganzheitlich und mit höchster Priorität. Um diese Qualität zu sichern, entstand schon vor Jahren eine zentrale Einheit für die Kundenbetreuung und Administration als dezidiertes Ansprechpartner für alle Fragen. Im Jahresverlauf 2021 konnten weitere, sehr erfahrende Mitarbeiter für die Geschäftsentwicklung und Kundenbetreuung gewonnen werden, was unseren Anspruch an eine enge, vertrauensvolle und qualitativ hochwertige Betreuung nochmals unterstreicht.

### **Eingespielte Zusammenarbeit mit in- und externen Dienstleistern**

Die Warburg Invest AG kooperiert aktuell mit neun unterschiedlichen Verwahrstellen. Beim Wunsch nach spezieller Expertise haben wir eine lange Erfahrung in der Selektion von externen Geschäftspartnern und arbeiten dementsprechend zurzeit mit weit über 50 Asset Managern im In- und Ausland zusammen.

### **Vorsprung durch erstklassiges IT-System**

Sowohl die Finanz- als nun auch die Coronakrise haben die Anleger sensibilisiert. Sie achten seitdem verstärkt auf effizientes Risikomanagement und fordern transparente Daten. Auch die Vielzahl neuer Regulierungsmaßnahmen verlangt Optimierungsprozesse und leistungsstarke IT-Lösungen. Unsere Systemarchitektur rund um das marktführende Fondsverwaltungs- und Managementsystem XENTIS® bildet die gesamte Wertschöpfungskette mit einem hohen Automatisierungsgrad ab, minimiert die Anzahl der Schnittstellen und damit die Fehleranfälligkeit. Das IT-System kann bei extrem kurzer Vorlaufzeit flexibel die geforderten komplexen Prüfungen bzw. Meldungen fristgerecht und vollautomatisch implementieren. Dabei erfolgt die Datenverarbeitung und -speicherung in unseren Systemen ausschließlich im Inland, was eine fortlaufende Datenhoheit und -sicherheit gewährleistet. Durch diese Handlungsgeschwindigkeit und die Tiefe der Wertschöpfung unterscheidet sich die Warburg Invest AG von vielen anderen Anbietern.

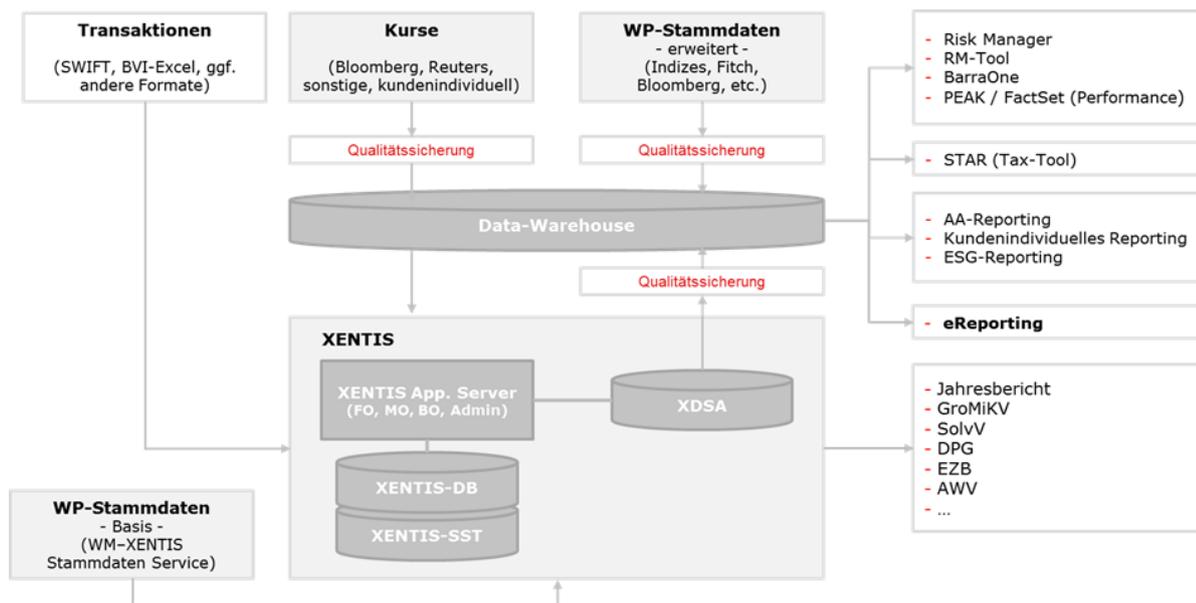


Abb. 1: Überblick Systemarchitektur

## Umfangreiche Reportinglösungen und eReporting mit spezieller Auswertungs-unterstützung

Seit mehreren Jahren verfolgen wir in der Administration einen prozessorientierten Ansatz, der schnelle Reaktionszeiten und den Kundensupport von künftigen Geschäftserweiterungen sicherstellt. Effiziente, systemgestützte Abläufe im Tagesgeschäft ermöglichen Individualität auch in einem standardisierten Geschäft. Der Bedeutung von kundenindividuellen Berichts- und gesetzlichen Meldeanforderungen Rechnung tragend legen wir höchsten Wert auf die Datenqualität und haben daher einen stringenten Data-Governance-Prozess etabliert, der höchste Datenqualität auf allen Ebenen gewährleistet. Unsere Reportinglösungen und unser eReporting mit spezieller Auswertungsunterstützung haben wir 2020 im Funktionsumfang nochmals deutlich erweitert, um gerade institutionellen Anlegern beim (konsolidierten) Reporting für die Vermögensanlagen einen signifikanten Mehrwert zu bieten.

Unser mehrfach ausgezeichnetes eReporting mit intuitiver Menüführung bietet nicht nur die Möglichkeit, Aktien-/Rentenanalysen nebst Cash-Flow Forecasts inklusive einer Unterscheidung nach Liquidität- und Zinsrisiken zu generieren, sondern auch Exposureanalysen nach Assetkategorien mit der Möglichkeit Ad-hoc-Berechnungen zu erstellen. Die dynamischen Gestaltungs- und Selektionsmöglichkeiten erlauben eine einfache Weiterverarbeitung relevanter Daten im Kundensystem; Tabellen und Grafiken können nunmehr noch effizienter weiterverarbeitet und heruntergeladen werden. Kennzahlen und Exposureanalysen im Zeitablauf sind ebenso möglich wie das selbstständige Anlegen von virtuellen Fondseinheiten, um bspw. mehrere Segmente konsolidiert betrachten zu können. Währungs-exposure-analysen, täglich aktualisierte Risikokennzahlen je Portfolio oder ein detailliertes Risikocockpit mit der Möglichkeit der Berechnung einer VaR, Durchführung von Stresstests und Übersicht von Sigma-Berechnungen sind für uns selbstverständlich.

Das Leistungsspektrum deckt selbstverständlich alle regulatorischen und gesetzlichen Anforderungen vollumfänglich ab - nebst zuverlässiger Belieferung der hierfür notwendigen marktbekannten Schnittstellen.

## Erfüllung der Kundenanforderungen aus der Umsetzung der regulatorischen Anforderungen der EU-Offenlegungsverordnung, der EU-Taxonomieverordnung sowie der Verpflichtung zur Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen nach IDD und MiFID stehen 2022 im Vordergrund

Mit der EU-Offenlegungsverordnung (SFDR – Sustainable Finance Disclosure Regulation) sowie der EU-Taxonomieverordnung flankiert die Europäische Union ihren sehr ehrgeizigen Aktionsplan, den Green Deal,

der die EU bis 2050 zu dem ersten klimaneutralen Kontinent machen soll und zudem die Basis für mehr Gesundheit und bessere Lebensbedingungen schaffen will.

Beide Verordnungen sollen für mehr Transparenz in der Vermögensanlage sorgen und zudem die Investitionslenkung in nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten unterstützen.

Die für viele Master-KVG-Mandanten wie z. B. Versicherungen verpflichtende Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer Kunden nach der Insurance Distribution Directive (IDD) seit August 2022 oder für Vertriebsstellen von Publikumsfonds wie Kreditinstitute entsprechende Abfrage ab Januar 2023 nach der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) führt bei den KVGs zu neuen Herausforderungen: beispielsweise gilt es, für die von Kreditinstituten vertriebenen Zielfonds, die nach Artikel 8 SFDR als „nachhaltig“ klassifiziert werden, Quoten für den Anteil taxonomie-konformer Investments zu bestimmen oder den Mindestanteil von Unternehmen anzugeben, die nach Artikel 2 (17) der SFDR als „nachhaltige Investitionen“ gelten, da sie zur Erreichung von ökologischen oder sozialen Zielen beitragen.

Zusätzlich muss, wenn der Endkunde seine Präferenz in der Berücksichtigung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren sieht, bei nachhaltigen Fonds nach Artikel 8 oder 9 SFDR dargelegt werden, welche der sogenannten Principal Adverse Impact Indikatoren (PAIs) verbindlich berücksichtigt werden.

Vorvertragliche Informationen nach der EU-Offenlegungsverordnung zu Spezial-AIF und Publikumsfonds sowie eine diesbezügliche regelmäßige Berichterstattung in den Jahresberichten zu den Fonds sollen die gewünschte Transparenz zu den Finanzprodukten mit Gültigkeit ab 1. Januar 2023 gewährleisten.

Zur Sicherstellung des notwendigen Datenaustausches zwischen Produktherstellern wie den Kapitalverwaltungsgesellschaften und den vorgenannten Interessengruppen wie Versicherungen und Vertriebsstellen wurde durch die FinDatEx (Financial Data Exchange) gemeinsam mit Vertretern aus der europäischen Finanzbranche das sogenannte EET (European ESG Template) entwickelt. Zunächst wird in einer Übergangsphase (EET light) mit verbindlichen Daten zur Umsetzung der Nachhaltigkeitspräferenzen im Vertrieb und ab 1. Januar 2023 mit einer vollständigen Bereitstellung zur Anpassung der vorvertraglichen Informationen nach der delegierten Verordnung zur SFDR gearbeitet.

Da für die Warburg Invest AG nachhaltige Investments und Dienstleistungen bereits seit vielen Jahren ein wichtiger Bestandteil der Positionierung sind, sieht sich die Gesellschaft für diese Herausforderungen sehr gut aufgestellt.

Durch die Kombination interner Kompetenzen und der Expertise externer renommierter ESG-Research-Partner sowie leistungsfähiger marktführender Partner bei der Erstellung von EETs, vorvertraglichen Informationen sowie in der regelmäßigen Berichterstattung machen wir ein breites ESG-Know-how für unsere Master-KVG-Kunden und Zielfonds-Initiatoren nutzbar und unterstützen sie so bei der effizienten und erfolgreichen Umsetzung ihrer Nachhaltigkeitsstrategien.

Dies gilt sowohl für die Ausgestaltung von verbindlichen Regelungen zur Einstufung von Fonds und Spezial-AIF nach Artikel 8 oder 9 der SFDR als auch für die Ermittlung von Mindestanteilen nachhaltiger Investitionen, die auf Basis belastbarer, proprietärer Einstufungen der Kapitalverwaltungsgesellschaft erfolgen muss.

Nur ein erfolgreiches Zusammenspiel zwischen Expertise der Kapitalverwaltungsgesellschaft bei der verbindlichen Vereinbarung von Nachhaltigkeitskriterien für alle involvierten Asset Manager, der analogen Darlegung dieser Regelungen in den vorvertraglichen Informationen sowie einer adäquaten regelmäßigen Berichterstattung hierüber gewährleistet für ein Versicherungsunternehmen innerhalb des Deckungsstockes einer Kapitallebensversicherungen einen nachhaltigen Spezial-AIF nach Artikel 8 und schafft damit erst die Basis für die entsprechende Bedienung von Nachhaltigkeitspräferenzen der Endkunden.

Die Erweiterung des bisherigen Pooled-Engagement-Programms eines renommierten ESG-Research-Anbieters um themenbezogenes Engagement, speziell bezogen auf die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren in den Bereichen Klima, Umwelt und Soziales, unterstützt zudem die im Rahmen der SFDR vorgesehenen Erläuterungen, welche Maßnahmen der Produkthersteller zur Verbesserung der Ausprägung dieser spezifischen Indikatoren im Zeitablauf der zukünftigen regelmäßigen Berichterstattung ergreift.

Hierauf wirkt auch die nachhaltige Abstimmungs-politik mit Unterstützung durch externe ESG-Analysen ein, die seit vielen Jahren bei der Warburg Invest AG implementiert ist.

Mit der Ermittlung und Kompensation des CO<sub>2</sub>-Fußabdrucks der betrieblichen Aktivitäten der Gesellschaft in Zusammenarbeit mit einer anerkannten gemeinnützigen Gesellschaft und der Unterzeichnung der UN PRI unterstreichen wir unser Bekenntnis zu einer nachhaltigen Unternehmensführung.

Im Ergebnis tragen wir dafür Sorge, dass jeder Anleger – trotz der nach wie vor hohen regulatorischen Dynamik im Bereich Nachhaltigkeit sowie der großen Individualität der Kundenanforderungen in der Kapitalanlage - über ein möglichst hohes Maß an Transparenz hinsichtlich der Nachhaltigkeitsqualität seiner Investments verfügt.

Daher bieten wir neben den beschriebenen Transparenzanforderungen, die aus der SFDR erwachsen, ein umfangreiches ESG-Reporting auf Basis von ESG-Researchdaten eines führenden internationalen Datenanbieters mit einer breiten, weltweiten Abdeckung von Aktien, Anleihen und Zielfonds an. Durch den Bezug von Rohdaten besteht die Möglichkeit, ein individuell zugeschnittenes ESG-Reporting bereitzustellen. Die derzeitige Verfügbarkeit umfasst ca. 200 nachhaltigkeitsbezogene Kennzahlen auf Einzeltitelebene und nahezu 100 Kennzahlen auf Zielfondsebene und ermöglicht einen bedarfsorientierten Überblick über die Ausprägung und die Entwicklung von Kapitalanlagen bezogen auf die wesentlichen sozialen, Umwelt- und Governance-Aspekte.

Die ESG-Berichterstattung wurde im Verlauf des Jahres 2021 um einen umfassenden CO<sub>2</sub>-Report für Unternehmensemittenten sowie einen eigenständigen CO<sub>2</sub>-Report für Staatsanleihen erweitert, mit dem unsere Kunden die Möglichkeiten erhalten, sich einen detaillierten Überblick über die klimarelevanten Kennzahlen ihrer Investments zu verschaffen.

Da es für viele Investoren ebenfalls immer wichtiger wird, Informationen darüber zu erlangen, ob die wirtschaftlichen Aktivitäten ihrer Portfoliounternehmen einen positiven Beitrag zur Erreichung der 17 nachhaltigen Entwicklungsziele der Vereinten Nationen (Sustainable Development Goals) leisten, wurde in 2021 auch ein entsprechender SDG-Report eingeführt.

Die hierdurch gewährleistete Messbarkeit der ESG-Qualität eines Mandates ermöglicht den Anlegern, selbst aktiv Einfluss auf die Nachhaltigkeitsqualität der Kapitalanlage zu nehmen und somit ihre eigenen Nachhaltigkeitsstrategien konsequent umzusetzen, wobei wir unsere Kunden bei diesem Transformationsprozess selbstverständlich eng begleiten.

## **Hochautomatisierter, vollumfänglicher Ansatz in der Anlagegrenzprüfung inklusive Integration von individuellen Nachhaltigkeitskriterien**

Durch die IT-gestützte Erfassung der Anlagerichtlinien in einer speziell hierfür entwickelten Software können mehr als 95 % aller individuellen Anlagegrenzen automatisiert im Grenzprüfungssystem der Warburg Invest AG erzeugt werden. Dieser neuartige Ansatz erhöht die Sicherheit der Kapitalanlage und gewährleistet die flexible und schnelle Umsetzung. Die Systematik ermöglicht sowohl Pre-Trade- als auch Post-Trade-Compliance-Checks.

Die Pre-Trade-Compliance unterstützt aktiv die Einhaltung der Investmentstrategie. Durch den hohen Automatisierungsgrad wird eine sehr gute Prozesssicherheit erreicht. Sämtliche Limits können nicht nur statisch, sondern auch in Abhängigkeit von Benchmark-Indices oder anderen dynamischen Datenquellen täglich geprüft werden.

Durch unsere hohe Expertise bei der Implementierung von Nachhaltigkeitskriterien und die zur Verfügung stehende Tiefe der ESG-Rohdaten eines führenden internationalen Datenanbieters für die Portfoliounternehmen können wir auch sehr individuelle nachhaltige Anlagerichtlinien – auch für extern angebundene Asset Manager – implementieren und überwachen.

Zur Bonitätsüberwachung können Daten aller renommierten Ratingagenturen genutzt werden. Dabei sind komplexe Rating-Regeln modellierbar: So ist das Durchschnittsrating beispielsweise klassisch linear oder mit Ausfallwahrscheinlichkeiten nicht-linear darstellbar. Emissions-, Emittenten-, Konzern- und Garantiegeber-

Ratings können systematisch geprüft werden. Aggregationsregeln auf Emittenten, Konzerne etc. können problemlos implementiert werden, um die Bildung unerwünschter Klumpenrisiken zu verhindern.

## „State of the Art“ bei Performanceattribution und -kontribution

Bei der Attributions- und Kontributionsanalyse der Kundenportfolios greift die Warburg Invest AG auf wissenschaftlich fundierte Ansätze zurück. Zur Performancemessung nach BVI werden täglich sämtliche Performancedaten für Publikumsfonds und Spezial-AIF im eReporting veröffentlicht. Kunden können auch eigenständig und unkompliziert individuelle Reports und Analysen erstellen.

Durch die aktuelle Anbindung des Systems FactSet an die bestehenden Prozesse und Methoden zur Performanceanalyse können wir im Bereich der Kontributions- und Attributionsanalysen für Aktien-, Renten- und gemischte Fonds noch detailliertere und auf individuellen Anforderungen zugeschnittene Auswertungen zur Verfügung stellen. Damit wird das bereits bestehende Leistungsspektrum zu Performanceanalysen um weitere umfangreiche Auswertungsmöglichkeiten auf Basis von State-of-the-Art-Modellen erweitert. Unser stringenter Data-Governance-Prozess gewährleistet dabei höchste Datenqualität auf allen Ebenen.

	Fonds			Kontribution		
	Ø Gewicht Fonds	durch. Effective Duration	Performance-beitrag	Einfluss der Entwicklung der Kurse	Einfluss von Kupons und Ausschütt.	Einfluss von Währungen
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>		<b>7,36%</b>	<b>7,48%</b>	<b>0,49%</b>	<b>-0,61%</b>
Aktien	23,7%		3,33%	3,20%	0,12%	0,02%
Renten	52,0%	6,70	0,24%	0,18%	0,35%	-0,31%
Staatsanleihen	6,1%	10,30	-0,19%	-0,16%	0,04%	-0,07%
Quasi-Staatsanl.	4,7%	8,89	-0,09%	-0,09%	0,03%	-0,03%
Pfandbriefe	6,6%	6,61	-0,03%	-0,05%	0,04%	-0,02%
Unternehmensanl.	34,5%	5,91	0,55%	0,49%	0,24%	-0,18%
Fonds	23,9%		3,83%	4,21%	0,02%	-0,32%
Emerging Markets	2,0%		0,08%	0,08%	0,00%	0,00%
Aktien	21,9%		3,91%	4,02%	0,02%	-0,32%
Derivate			-	-		
Aktienfutures	-		-	-		
Cash	0,4%		-0,12%	0,00%	0,00%	0,00%

Abb. 2 Portfolioanalyse – Performancekontribution einzelner (Sub-) Assetklassen

## Simulation prognosebasierter Risikoszenarien

Mit Blick auf die gegenwärtigen politischen und volkswirtschaftlichen Entwicklungen sowie die aktuelle Kapitalmarktsituation werden Szenarien definiert, die bis zum Jahresultimo bzw. innerhalb der folgenden zwölf Monate auftreten könnten. Auf Basis unserer Risikoeinschätzung werden dann drei bis vier volkswirtschaftliche Szenarien inklusive der jeweils daraus zu erwartenden Entwicklungen der wichtigsten Kapitalmarktfaktoren (Zinskurven, Aktien-, Wechsel- und Rohstoffkurse) abgeleitet. Auf Grundlage dieser Szenarien entwickelt das Risk Management der Warburg Invest AG dann Simulations-Szenarien, mit denen die Auswirkungen auf die Kapitalanlagen unserer Kunden ermittelt werden. Die Ergebnisse liefern wichtige Impulse für eine optimierte Ausrichtung der Kapitalanlagen.

## Risikoreporting als externe Dienstleistung

Die Qualität des Reportings gewinnt eine immer höhere Bedeutung. Darüber hinaus sind institutionelle Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften von einer Vielzahl neuer Regulierungsmaßnahmen auf diesem Gebiet betroffen. Insbesondere mittelständische Kunden stehen vor der Wahl, die eigenen Ressourcen signifikant auszubauen oder die Daten von einem Dritten zu beziehen. Das Risikoreporting der Warburg Invest AG wird von den Kunden seit Jahren als „State of the Art“ wahrgenommen. Seit 2013 bietet die Gesellschaft ihr Risikoreporting auch als externe Dienstleistung an. Hierbei werden sehr individuell zugeschnittene

Reportings auf Basis einer automatischen Schnittstelle für den Bestandsimport erstellt. Diese können diverse Value-at-Risk-Zahlen, z.B. mit verschiedenen Haltedauern, aufgeteilt nach Assetklassen, und ein breites Spektrum an anderen Simulationsergebnissen enthalten.

## **Produktbewertung und Marktgerechtigkeitsprüfung (MGP) aus eigener Hand**

Die Warburg Invest AG bietet die Bewertung aller in den von ihr betreuten Mandaten enthaltenen Assets auf Basis einer selbst entwickelten und qualitätsgesicherten Bewertungs- und Prüfungsmethodik. Dazu zählen die tägliche Bewertung der Fondsbestände mit ökonomischer Fair-Value-Bewertung und die Durchführung der MGP. Liquide Produkte werden dabei über selektierte Marktpreise bewertet, OTC-Derivate und illiquide Produkte über marktgängige Bewertungsmodelle. DV-Lösungen für Bewertungsmodelle, Marktdaten und MGP wurden inhouse entwickelt und umgesetzt. Das hohe Produkt- und Prozess-Know-how ermöglicht schnelle Reaktionszeiten, individuelle Auswertungen und detaillierte Analysen.

## **Auch in einer standardisierten Welt glauben wir daran, dass**

- **Kurze Informations- und Entscheidungswege**
- **Kundenindividuelle Lösungen**
- **Offene Architektur hinsichtlich der Anbindung von Asset Managern und Verwahrstellen**
- **Keine Auslagerungen, Hotlines oder Leistungserbringungen im Ausland**
- **Langjährig tätige und erfahrene Mitarbeiter**
- **Exzellente Kundenbetreuung**

**wesentliche Erfolgsfaktoren für langfristige Partnerschaften sind!**



Caroline Specht  
Mitglied des Vorstandes  
Warburg Invest AG  
0511-1 23 54-400  
[caroline.specht@warburg-invest-ag.de](mailto:caroline.specht@warburg-invest-ag.de)

# 1. Hintergrund und Zielsetzung der Studie

## Ausgangslage

Fast könnte man sagen: «The year after». Blicken wir nämlich ein Jahr zurück, also den Herbst 2021, so erinnern wir uns an Diskussionen rund um die Inflation. Ihren Ausgangspunkt nahmen erste inflationäre Trends in den USA; auch in Europa fingen die Inflationsraten an zu steigen. Zu diesem Zeitpunkt drehte sich alles um die Kardinalfrage: Ist die Inflation ein «vorübergehendes» Phänomen oder ist sie bereits angekommen? Ersteres wurde von der EZB fast mantraartig kolportiert mit der Folge, dass das Zinsniveau in Europa stabil niedrig gehalten wurde; nicht zuletzt, um insbesondere süd-europäische Länder mit hohen Verschuldungsgraden vor einem Anziehen des Zinsniveaus zu bewahren.

Während die FED in den USA fünf Mal über das Jahr 2022 konsequent den Leitzins mit teilweise 75 BP-Sprüngen nach oben schraubte (bis Anfang Dezember 2022 auf 4,25% bis 4,5%), verharrte die EZB in ihrem Attentismus-Modus und zog den Leitzins zuletzt auf 2,5% an.

Auf breiter Front zogen die Zentralbanken weltweit die Leitzinsen an. Erste Priorität galt der Bekämpfung der Inflation; auch auf die Gefahr eines schwächelnden Wirtschaftswachstums hin.

Schenkt man aktuellen Prognosen Glauben, so könnte das kurzfristige Szenario bis zum Jahresende auf eine weitere Verschärfung der Leitzinsen hindeuten, allerdings gefolgt von einer absehbar sich abschwächenden Inflationsrate bereits im 1. Quartal 2023 und dann fortfolgend über das Jahr 2023 und danach. Zum jetzigen Zeitpunkt sprechen wir über eine Inflationsrate im europäischen Raum von plus/minus 10%, über das gesamte Jahr 2022 gesehen über rund 8%. Tendenz für 2023: 6% bis 7%.

Der Turboeffekt bei der Inflation setzte allerdings mit Eintritt des Krieges Rußlands gegen die Ukraine am 24. Februar 2022 ein. Waren wir bereits mit Beginn der Coronazeit im März 2020 mit Problemen der Lieferkettenversorgung und ersten Tendenzen hin zu einer De-Globalisierung befasst, so wurden wir weltweit ab Frühjahr 2022 kriegsbedingt mit enormen Preisteigerungen an der Energiefront und auch bei den Lebensmitteln konfrontiert.

Neben anderen Problemfeldern wie der Verschuldungspolitik der Länder, schwindenden Verbraucher-Indices bis zu Fragen um den Klimawandel sind dies die beiden entscheidenden Einflussfaktoren im derzeitigen volatilen Umfeld; die Inflation und die Unsicherheit um die weiteren Entwicklungen in der Ukraine.

Bestand zu Beginn des 4. Quartals 2021 noch Hoffnung auf ein weiterhin moderates Zinsniveau und prosperierende Aktienmärkte, so haben der Kriegsausbruch sowie die inflationären Tendenzen der Marktakteure einen deutlichen Strich durch die Rechnung gemacht. Die Aktienindices haben um die 25% bis über 30% seit Jahresbeginn (2022) korrigiert. Die mit der Inflation einhergehenden Renditeanstiege haben die Bilanz bei den Renten erheblich verhägelt, mit Korrekturen um die 15% bis über 20%.

Die Entwicklungen an den Märkten gingen naturgemäß nicht spurlos an der Ausrichtung der Portfolios institutioneller (und auch privater) Anleger vorbei. Beispielhaft sei genannt, dass heute jeder 4. Euro der institutionellen Gelder in Alternatives bzw. illiquiden Assets investiert ist.

Was heisst «The year after» für die Master-KVGer?

Die Verunsicherung an den Kapitalmärkten und die teilweise unschönen Einschnitte bei den festverzinslichen Papieren, aber auch den Aktienmärkten, beeinflussen natürlich auch die Anlagepolitik der institutionellen Anlegerschaft; wie gerade zuvor anhand der Entwicklung bei den illiquiden Assets exemplarisch aufgezeigt. Denn institutionelle Verantwortungsträger, sei es der Vorstand einer Versicherungsgesellschaft oder Pensionskasse, oder die Geschäftsführung eines Versorgungswerkes oder einer kirchlichen Zusatzversorgungskasse, müssen im Sinne ihres treuhänderischen Auftrages eine Balance zwischen der Verpflichtungs- (Pensionen, Rentenzahlungen) und der Einnahmeseite im Auge behalten.

Und zu diesem Zweck benötigen sie entsprechende Unterstützung im Rahmen der Administration ihrer Institutionen und hier insbesondere bei der Kapitalanlage.

Da ist es nur konsequent, wenn institutionelle Investoren sich immer häufiger einer Master- oder Service-KVG bedienen.

Um es vorwegzunehmen: Erstmals in einer der TELOS Master-KVG – Studien sagten rund 90% der befragten Entscheidungsträger institutioneller Institutionen aus, dass sie bereits über eine KVG verfügen!

Das Mantra, dass irgendwann doch einmal eine annähernde Ausschöpfung des KVG-Marktes erreicht sein sollte, rückt danach zumindest näher. Doch wir werden im Zuge der Erläuterungen in der vorliegenden Studie sehen, dass immer noch eine Menge Musik in dem Markt spielt; und das von zwei Seiten: zum einen beteiligen sich traditionell an dieser Studie eher größere Institutionen. Anhand von unserer Seite gerade in der letzten Zeit begleiteten KVG-Ausschreibungen war erkennbar, dass sich aktuell noch eine ganz Reihe kleinerer Anbieter mit bis zu 500 Mio.€ AuM mit dem Thema der Beauftragung einer KVG beschäftigen. Zum anderen weisen unsere Auswertungen auch darauf hin, dass zunehmend Investoren mit zum Teil schon längerjährigen KVG-Mandaten dabei sind, diese auf den Prüfstand zu stellen. Exemplarisch und typisch treten etwa Berufsgenossenschaften verstärkt im Markt mit neuen Search-Prozessen in Erscheinung, da sie alle fünf bis sieben Jahre dazu angehalten sind.

Über die genannten, ganz aktuellen Entwicklungen wie das Thema Inflation seit dem Ende letzten Jahres sowie dem Ukraine-Konflikt seit Februar diesen Jahres, hinaus hat auch die Pandemie dazu beigetragen, dass das Master-KVG-Geschäft als sicherer Hafen Dynamik in dem Markt erzeugt hat.

Denn die Corona-Pandemie hat die Kapitalmärkte auf verschiedene Art und Weise beeinflusst. Seit nunmehr fast drei Jahren müssen wir uns dieser neuen Herausforderung stellen.

In Bezug auf das Master-KVG-Geschäft steht der Gedanke der Sicherheit im Vordergrund. Das Argument gilt seit Einführung der seinerzeit (2002) noch «Kapitalanlagegesellschaften» genannten und für die Administration zuständigen Asset Management Gesellschaften.

Jedoch haben sich die Risikoparameter über die Zeit verschoben, die institutionelle Anleger dazu animieren, sich einer Master-KVG anzuvertrauen.

Dazu gehört natürlich das Thema der steigenden Anforderungen von Seiten der Regulatorik, von denen im Grunde alle institutionellen Investoren aus unterschiedlichen gesetzlichen (wie VAG oder SGB IV) oder selbst verordneten (u.a. Richtlinien von Versorgungswerken oder auch in Bezug auf ESG, z.B. der EKD Leitfaden der evangelischen Kirche) Restriktionen betroffen sind.

Selten wurden Kapitalanleger an so vielen Fronten zur gleichen Zeit herausgefordert. Die Pandemie zeigt gewissermaßen als Dauerbrenner ihre Krallen, die sich wie Mehltau auf die internationalen Märkte legen. Zugegebenermaßen ist die eigentliche Durchschlagskraft der Bekämpfung der Pandemie aber doch sehr differenziert zu sehen. Während als Paradebeispiel China mit seiner Null-Covid-Politik unerbittlich und fast ein bißchen verkrampft umgeht -allerdings mit erheblichen negativen Einflüssen auf die gesamtwirtschaftliche Lage-, so gehen einige Länder auch in Europa sowie in den USA fast über die Pandemie hinweg und verordnen ihren Bürgern nur minimalistische Auflagen (wie das Tragen von Gesichtsmasken). Mit der national unterschiedlichen Politik zur Eingrenzung der Pandemie muss die Welt wohl auch künftig leben.

Die eigentlichen Gefahrenquellen rühren aus der Inflationsecke und den Unsicherheiten, wie sich der weitere Verlauf des Ukraine-Konfliktes gestaltet. Aus beiden Quellen resultieren die sich daraus ergebenden Unwägbarkeiten im Hinblick auf die künftige Reaktion der Zentralbanken mit unmittelbarem Einfluss auf die BIP-Entwicklung in den einzelnen Ländern. Steigende Zinsen können der Wirtschaft die Dynamik rauben, können sich mit Zeitverzögerung auf den Arbeitsmarkt auswirken und letzten Endes eine Lohn-Preis-Spirale als sog. Sekundäreffekt auslösen. Insoweit liegt ein Großteil der Verantwortung derzeit bei den Zentralbanken, um den Spagat zwischen Inflationsbekämpfung und der Verhinderung

des Abwürgens der Wirtschaft zu gehen.

Diese Ausgangslage erschwert institutionellen Anlegern derzeit die Entscheidung über die künftige Asset Allocation-Politik. Alleine schon die deutlich ansteigende Bereitschaft institutioneller Anleger zur Anpassung der Asset Allokation hin zu illiquiden, alternativen Assets, bringt höhere administrative sowie regulatorische Anforderungen mit sich, die eine Reihe von kleineren oder mittelgroßen Investoren nicht aus dem eigenen Haus heraus bewerkstelligen können.

Werfen wir ein Blick auf die Zahlen der verwalteten und gemanagten Vermögen alleine für institutionelle Anleger, so lässt sich leicht ausmalen, wie der Anteil am Kuchen aus Sicht der KVGs mitgewachsen ist.

Von Ende 2020 an wuchsen die gesamten von Asset Managern verwalteten Mittel in Publikums- wie auch Spezialfonds von rund 3,85 Bio.€ auf 4,31 Bio.€ zum 31.12.2021. Dieser 12%-ige Anstieg um ca. 460 Mrd.€ innerhalb eines Jahres torpedierte das Spezialfondsvolumen auf 2,2 Bio.€, wovon 144 Mrd.€ alleine Mittelzuflüssen, also frischem Geld, zuzurechnen sind. Die aktuellen Marktverwerfungen seit Anfang 2022 führten laut BVI-Statistik zu Mitte des Jahres (30.6.2022) zu einem Rückgang des Spezialfonds-Volumens auf unter 1,9 Bio.€. Dennoch:

Von den tendenziellen Zuwächsen über die letzten Jahre profitierten die Master-KVGs automatisch.

Bei einem realistisch geschätzten Anteil von rund 80% und darüber können wir heute von insgesamt 1,5 bis 1,6 Bio.€ ausgehen, die von Master-KVGs betreut werden.

Soweit, so gut. Alleine das unsichtbare Virus mit dem Namen Corona hat die Welt in Sippenhaft genommen und damit auch die Kapitalmärkte und nicht zuletzt das Geschäft der Master-KVGs, das unmittelbar im Windschatten der Märkte segelt.

Die Kapitalmärkte haben natürlich über den Zeitverlauf ihren Beitrag zu dem Anstieg im Fondsbereich beigetragen.

Der DAX Stand mit heute über 14.000 Punkten vergleicht sich mit einem Höchststand zu Beginn des Jahres 2022 von über 16.000 Punkten, allerdings auch mit seinem Tiefststand von 8.441 Punkten, nachdem der DAX im Februar/März 2020 von seinem Peak bei 13.750 Punkten innerhalb von vier Wochen um annähernd 40% abstürzte.

Wie schon angedeutet profitierte das KVG-Business in der Vergangenheit bis zum Ausbruch des Ukraine-Konfliktes auch von dem niedrigen Zinsniveau und damit einhergehend von jeder tektonischen Verschiebung der Assetklassen-Allokation. Aktuelle Markterhebungen wie auch die von TELOS selbst erhobenen Befragungen bei institutionellen Investoren zeigen auf, dass die sog. Alternatives nicht nur in den letzten zwei bis drei Jahren ausgebaut wurden, sondern die Allokationspläne ein weiteres Wachstum als realistisch erscheinen lassen. Der guten Ordnung halber sei erwähnt, dass die Attraktivität von Alternatives in der aktuellen Ausgangslage eben nicht mehr alleine von dem niedrigen Zinslevel her rühren, sondern der Unsicherheit an den Märkten geschuldet ist.

Konkret bedeutet dies eine Art Flucht in die vermeintlichen Safe Haven in Form Alternativer Anlagen wie Infrastruktur, Immobilien, Private Debt sowie Private Equity.

Die vor dem Hintergrund der Entwicklung der Inflation und damit einhergehend der Auswirkungen auf der wirtschaftlichen wie auch der Zinsseite nunmehr über das ganze Jahr 2022 bestehende Verunsicherung hat dazu geführt, dass auch Anleger mit einer eher kritischen Einstellung gegenüber der Nutzung einer KVG sich zunehmend mit dem Gedanken anfreunden können (oder müssen), ihre Portfolien und Assets auf einer rechtssicheren Grundlage zu verankern. Diese Entwicklung ist nicht zuletzt anhand von aktuellen Ausschreibungen kleinerer institutioneller Einrichtungen sowohl aus dem privatrechtlichen wie dem öffentlich-rechtlichen Sektor spürbar.

Master-KVGs sehen sich gerade in dem aktuellen Umfeld neuen Herausforderungen gegenüber gestellt. Heute schon verfügen auch kleinere Vorsorgeeinrichtungen mit einem Volumen an Assets von 200 oder 300 Mio.€ über bis zu 50% illiquide Assets, in Form von Immobilien oder Beteiligungen, jedenfalls, soweit es die gesetzlichen Vorgaben zulassen.

Werfen wir einen aktuellen Blick auf das im institutionellen (Spezialfonds-) Markt angelegte Volumen, so sprechen wir über Assets in Höhe von rund 2 Bio.€. Diese Assets verteilen sich auf mehrere hundert Asset Manager. Während auf der Seite der Asset Manager und Vermögensverwalter immer wieder neue Anbieter insbesondere auch als Spezialisten im Alternative-Sektor in das institutionelle Spezialfondsmarkt-Geschäft einsteigen, verteilt sich der Master-KVG-Markt relativ konstant auf etwa ein Dutzend Anbieter, die den Kuchen unter sich aufteilen. Dass der KVG Markt zunehmend kompetitiver wird, zeigt sich daran, dass im Jahr 2021 die Société Générale Securities Services als einer der mittelgroßen KVG-Anbieter sein KVG-Geschäft (nicht das Verwahrstellengeschäft!) aufgegeben hat.

Werfen wir kurz einen Blick in die Gesteitungsgeschichte der Master-KVG (früher: Kapitalanlagegesellschaft), so wurde Service-Gesellschaften mit dem Investment-Gesetz (InvG) aus 2002/2003 auch de lege lata gestattet, Master-KVG-Dienstleistungen anzubieten. Die Master-KVG startete ihr Business mithin in der Finanzmarktkrise zu Beginn dieses Jahrtausends, die bis März 2003 andauerte.

Aktuell bewegen wir uns wie gesagt bei 1,5 Bio.€ und darüber, die in Master-Fonds verwaltet werden. Im ersten vollen Jahr 2003 beliefen sich die administrierten Assets noch auf 132 Mrd. €. Über die zurückliegenden zwanzig Jahre hat sich das Volumen der Master-KVGs mithin mehr als verzehnfacht! Von 2015 auf 2016 wurde die 1 Bio. € - Hürde genommen, nämlich von 960 Mrd.€ in 2015 auf 1,04 Bio.€ in 2016.

Diese zurückliegenden Jahre haben die Master-KVGs gut genutzt, um ihre Anteile an dem Gesamtkuchen zu steigern. Soweit neue Anbieter sich über die letzten zwei Dekaden im KVG-Markt versuchten, gaben sie meist nach wenigen Jahren auf. Die Gründe für die Rückzugsgefechte betrafen die doch recht hohen Einstiegsinvestitionen in Personal, aber auch IT und Technik bei ständigem Anpassungs- und Verbesserungsbedarf, aber auch der immer härtere Wettbewerb um auskömmliche Margen. Was wir derzeit in dem insoweit relativ abgeschotteten KVG-Markt erleben, ist, dass Anbieter aus dem vorhandenen Anbieterkreis zusätzliche Ressourcen aufbauen, um ihren Anteil im KVG-Markt zu vergrößern. Dies macht auch Sinn vor dem Hintergrund einer gewissen Akzeptanz von Seiten der institutionellen Investoren, aus einem Hause bzw. Konzern sowohl Asset Management Dienstleistungen wie auch Administrations-Services zu beziehen. Insoweit hat sich die Einstellung im Vergleich zu früheren Jahren geändert und ein „Verbundangebot KVG plus Portfoliomanagement aus einer Hand“ wird heute eher in Anspruch genommen. Unter dem Strich sind es fast die Hälfte der Investoren, die ihrer Master-KVG auch ein Mandat als Asset Manager anbieten würden bzw. dies tun.

Diese Offenheit der Anleger trifft auf einen im Trend wachsenden Spezialfondsmarkt.

Teilen wir den derzeitigen Master-KVG-Markt von gut 1,5 Bio. € auf die Anbieter auf, käme man auf ein durchschnittliches Master-Volumen je KVG von um die 125 Mrd.€. Die Spannbreite reicht allerdings von etwa 25 Mrd.€ bis zu weit über 300 Mrd.€. Von einer Gleichverteilung kann nach wie vor nicht die Rede sein und an dieser Tatsache wird sich auch künftig nichts ändern.

Der Master-Markt profitiert zur Zeit stark von unterschiedlichen Strömungen, die sich teilweise gegenseitig bedingen.

Ausgangspunkt für das aktuell zunehmende Interesse von Investoren, sich nach anfänglichem Zögern nun doch für eine KVG Konstruktion zu entscheiden, ist sicher die fortwährende Unsicherheit wie geschildert an mehreren Fronten, die wie schon ausgeführt zu einer erheblichen Verunsicherung bei vielen institutionellen Anlegern geführt hat.

Wie diverse Studien aufzeigen, greifen institutionelle Investoren immer stärker auf eine höhere Gewichtung ihrer illiquiden Assets wie Private Equity oder Infrastruktur zu; aber auch im liquiden Assetbereich nutzen Anleger vor dem Hintergrund der niedrigen Zinsen weniger traditionelle Assetklassen wie Rohstoffe, Währungen oder einen vermehrten Derivateinsatz.

Zum anderen kommen vor diesem Hintergrund einer „Neuverteilung der Assets« auch immer mehr ausländische Manager wie zum Beispiel Frankreich oder aus den USA zum Zuge, die das Konstrukt der KVG in Deutschland nur allzu gerne in Anspruch nehmen.

Zu welchem Zeitpunkt die „noch nicht in Master-Strukturen eingebundenen Assets von etwa 20% des Spezialfondsmarktes“ letztlich verteilt sein werden, kann vor diesem Hintergrund nur in der Art beantwortet werden, dass die Dynamik auf der KVG-Seite spürbar zunimmt.

Es gibt natürlich eine Reihe von Gründen, die für den Schub im Master-KVG-Geschäft gesorgt haben. Diese Gesichtspunkte möchten wir auch in diesem Jahr nochmal revue passieren lassen und dann an den passenden Passagen in der Studie weiter vertiefen.

Natürlich war die Einführung der Master-KVG auch ein Kind der Finanzkrisen seit Beginn der 2000-er Jahre. Diesen Effekt spürten wir in der (Pandemie-) Krise ganz deutlich. Der Faktor „Unsicherheit“ und der damit verbundene „Wunsch nach Sicherheit“ beflügelte natürlich auch in gewisser Weise die Wachstums-Story „Master-KVG“. Maßgeblich dazu beigetragen haben die Lehman-Krise (2008) und die Unwägbarkeiten der griechischen Finanzen (2011) genauso wie die Brexit-Entscheidung vom Juni 2016, die Corona-Krise und ganz aktuell die inflationären Tendenzen und der Krieg in der Ukraine mit erheblichen negativen Auswirkungen auf die globale Wirtschaft..

Die logische Konsequenz dieser Verunsicherung waren die politischen Reaktionen über den gesamten Globus. Zusammenfassen lassen sich all diese Vorhaben in Form von Gesetzen und Verordnungen unter dem Terminus „Regulatorik“. Seit Bestehen der Master-KVGen wurden weit über zwanzig Regelwerke in Kraft gesetzt. Exemplarisch seien UCITS IV, Solvency II, EMIR, die AnlageVO (für kleinere Versicherungen und Pensionskassen), Mifid I und II (Geltung seit Januar 2018), CRR (für Banken), das seit 1. Januar 2018 geltende Investmentsteuergesetz oder die seit 13. Januar 2019 in Kraft getretene EbAV (Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung) II - Richtlinie der EU für nachhaltige Investments angeführt.

Unmittelbar betroffen von den Regelwerken sind zuvorderst alle Kunden der Master-KVGen, nämlich institutionelle Anleger. Sie sollen durch ein enges Korsett an Anlagerestriktionen zu mehr Anlagedisziplin angehalten werden, so unter anderem Versicherer gemäß Versicherungsaufsichtsgesetz iVm der AnlageVO oder Sozialversicherungsträger wie etwa Berufsgenossenschaften durch das Sozialgesetzbuch (SGB IV) und natürlich die Banken (Basel III). Versicherer (Solvency II) wie Banken (Basel III) sollen im Ergebnis in ausreichendem Maße Eigenkapital vorhalten.

Je mehr die Regulatorik über die Anlagemöglichkeiten der institutionellen Anleger dominiert, desto eher entscheiden sich die Anleger für ein „Outsourcing“ all dieser komplexen und auch laufenden Veränderungen. Die Master-KVGen bilden in einem derart virulenten Umfeld in gewisser Weise einen Ruhepol, der alle zeitintensiven Aufgaben, die zudem auch rechtlich komplex sind, für den Kunden übernimmt.

Ein weiteres Argument für die zunehmende Akzeptanz des Master-KVG-Marktes liegt in der bereits erwähnten veränderten Anlagepolitik institutioneller Anleger. Haben institutionelle Investoren früher zu Zeiten auskömmlicher Zinsen noch einen Großteil ihrer Assets im Wege der Direktanlage selbst gemanagt, vereinen sie heute oft sämtliche Kapitalanlagen unter dem Dach der Master-KVG.

Die aktuelle Zinspolitik der Zentralbanken, insbesondere der FED und mit Nachlauf der EZB mit einem konsequenten Anziehen der Zinsschraube, zwingt praktisch alle institutionellen Investoren zu einer Anpassung ihrer Asset Allokation und damit verbunden der Investition in risikoorientiertere Assetklassen. Die Erhöhung des Faktors „Risiko“ treibt die Anleger in eine höhere Quote an „illiquiden“ Assets wie Loans, Infrastrukturanlagen, Immobilien oder Rohstoffen. Wie bereits erwähnt, ist Stand heute jeder vierte Euro und damit 25% der Gesamtassets von institutionellen Anlegern in Alternatives angelegt, vorne

weg Immobilien, aber mit erkennbar zunehmenden Volumina auch Infrastruktur und auch Private Equity und Private Debt.

Diese Allokationsanpassungen fordern auch die Master-KVGs in erhöhtem Maße. Doch die Krisen an den Finanzmärkten wie im Besonderen 2007/2008 und die damit einhergehende strengere Regulatorik haben den Anbietern in den vergangenen Jahren weiteren Auftrieb verliehen. Durch die OGAW-Richtlinie und die Umsetzung im KAGB (2013) lassen sich auch Alternative Investments und Geschlossene Fonds im Rahmen von steuerlich intransparenten Fonds (wie dem Spezial-AIF) elegant bündeln.

Die zunehmende Flucht in illiquide Assetklassen mit der Hoffnung auf höhere Renditeträger muss vor dem Hintergrund gesehen werden, dass sich etwa zwei Drittel der institutionellen Anlegerschaft in Deutschland an einem zu erzielenden Rechnungszins (Versicherer, Pensionskassen) oder an einem Renditeversprechen (Versorgungseinrichtungen) orientieren müssen. Auch wenn viele Vorsorgeeinrichtungen ihre Garantieverprechen in Form eines festen Zinssatzes zwischenzeitlich zurückgenommen haben, so liegt der Zielkorridor der Renditen vereinzelt immer noch bei über 3,0%, die ohne die Inkaufnahme eines deutlich höheren Risk Exposures nicht zu stemmen sind. Die geschilderte Umstellung der Anlagepolitik institutioneller Anleger bedeutet für die Master-KVGs eine erhebliche Herausforderung.

Die zuvor geschilderten Rahmenbedingungen beeinflussen auch das Anforderungsniveau der institutionellen Anleger gegenüber „ihrer“ Master-KVG.

Dies fängt damit an, dass die Master-KVG nicht nur mit dem (aufsichts-) rechtlichen Rahmenwerk ihres Kunden vertraut sein muss, sondern zudem in der Lage sein sollte, auf sämtliche Veränderungen und Anpassungen in der Materie auch zeitnah reagieren zu können.

Des Weiteren steigen Reporting-Anforderungen der Kunden. eReporting sowie webbasierte Reportingsangebote gehören heute schon zum Standardrepertoire fast jeder Master-KVG. Neben den klassischen Angaben zur Allokation des Gesamtportfolios über alle Segmente hinweg, Umsatz- und Länderübersichten sowie Zins- und Dividendeneinnahmen, gewinnen Risikokennziffern in verschiedenen Ausprägungen an Relevanz, so zum Beispiel die Berechnung eines Value at Risk (VaR). Nur so können institutionelle Anleger ihrer Verantwortung gegenüber den Aufsichtsbehörden gerecht werden. Auf sich gestellt sind die Anleger aufgrund der Komplexität der Regelungen heute kaum in der Lage, die regulatorischen Anforderungen zu erfüllen. Der Begriff „Full Service“ - Provider steht hier stellvertretend für ein Leistungsspektrum, dessen Ende auch in den nächsten Jahren nicht abzusehen ist. Services wie ganz aktuell ein umfangreiches ESG-Reporting, interaktive (website-gesteuerte) Anwendungsmöglichkeiten beim Reporting, Führen eines Kapitalanlagenebenenbuches, Trennung verschiedener Vermögensmassen auf Seiten des Anlegers (wie Haushaltsvermögen gegenüber Versorgungsvermögen), Integration von Direktanlagen, Transition Management, Administration (und Bewertung) von nicht verbrieften Papieren wie Senior Loans, Overlay Management, die Übernahme des aufsichtsrechtlichen Meldewesens (BaFin) für die Gesamtanlagen eines Investors, Möglichkeit des Handels für eigen gemanagte Wertpapiere des Investors unter Nutzung des Trading Desks durch den Anleger selbst, die Verwaltung von Immobilien (-fonds) usw. stellen heute für Master-KVG-Anbieter nur einen Ausschnitt des Spektrums dar, den eine Master-KVG zu bewältigen in der Lage sein muss.

Als neue Herausforderung an die Master-KVGs sind die Entwicklungen im Bereich der Nachhaltigkeit / ESG einzuordnen. Auch hier treibt die Regulatorik alle Marktteilnehmer vor sich her, Asset Manager, Master-KVGs, Verwahrstellen und Investoren. Die Unterzeichnung der UN PRI gehört heute fast zum guten Ton. Der EU Sustainable Finance Action Plan sowie das legendäre BaFin - Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken aus dem Jahr 2019 nehmen konkret die Asset Management-Branche in das Obligo. Regelungen wie die EbAV II-Richtlinie mit der Aufforderung an Pensionskassen und Pensionsfonds, sich in stärkerem Maße mit Nachhaltigkeit zu beschäftigen, adressiert die institutionellen Anleger der bAV unmittelbar. Die anstehende Taxonomie auf EU Ebene wird die Anforderungen an die gesamte Branche weiter verstärken. Darüber hinaus bietet die KVG-Branche heute zum Teil umfassende Beratungs-Tools an, wie sich etwa ein Portfolio verändert, wenn bestimmte ESG-Restriktionen über das Gesamtportfolio gelegt werden, gewissermaßen als Sensitivitäts-Messungen. Ein gut strukturiertes und

umfangreiches ESG Reporting wird immer mehr zum Zünglein an der Waage; dies aus dem ganz einfachen Grund, da die institutionellen Anleger ihrerseits unmittelbar von der Nachhaltigkeits-Regulatorik tangiert werden.

Immer mehr Asset Manager gehen entsprechend dazu über, ihre Anlagepolitik durch den Nachhaltigkeitsfilter laufen zu lassen. Dem müssen sich die Master-KVGs schon als Monitoring- und oberste Reportinginstanz stellen.

Das dynamische Master-KVG-Umfeld wird auch durch einen zunehmenden Einfluss von Consultants und Beratern belebt. Die immer komplexeren Anforderungen veranlassen so auch immer mehr institutionelle Anleger, sich den „passenden“ Anbieter mit Hilfe eines Beraters auszuwählen.

Bei dem Search-Prozess geht es vor allem darum, dass der Anbieter in fachlicher Hinsicht den Ansprüchen des Anlegers genügt. Doch zunehmend rücken neben diesen „hard factors“ auch die weichen Faktoren, also die „soft factors“, in den Vordergrund.

Zu den rein fachlichen Themen können auch besondere Anforderungen des Investors gehören, etwa die Zuordnung von Fonds auf verschiedene Vermögensmassen oder Einrichtungen innerhalb der Organisation des Investors. Hier verfügen Master-KVGs über sehr unterschiedliche Erfahrungen, in welcher Weise etwa ein Hauptfonds einmal den kurzfristigen „Betriebsmitteln“ und zum anderen den langfristig orientierten „Altersvorsorgerückstellungen“ zugeordnet werden kann.

Den weichen Faktoren sind Gesichtspunkte wie das Betreuungskonzept der Master-KVG zuzuordnen. Master-Mandate sind in aller Regel auf eine längerfristige Zusammenarbeit ausgerichtet. Immer mehr rückt bei einem insgesamt auch von den Services zusammenrückenden Markt auf Anbieterseite die Individualität und Kundenbetreuungstiefe ins Rampenlicht. Berater verfügen hier oftmals über einen guten Überblick des Master-KVG-Marktes, inwieweit der Anbieter mit seinem Leistungsspektrum zum Anforderungsprofil des Investors „passt“.

Ein nicht unerheblicher Vorteil bei der Beauftragung einer Master-KVG liegt sicher auch in dem heute sehr kompetitiven Markt mit einer für den Anleger attraktiven Gebührenstruktur.

Bewegen sich die BP-Sätze heute im unteren einstelligen Bereich, so wurden vor zehn Jahren und davor bei vergleichbarem Sachverhalten zum Teil hohe einstellige BP-Sätze verhandelt. Und Kosten spielen heute mehr denn je für alle institutionellen Anleger angesichts des nach wie vor recht niedrigen Zinsniveaus verständlicherweise eine erhebliche Rolle. «Skalierung» ist demnach das Gebot der Stunde.

Wenn wir über Gebühren sprechen, so stoßen wir auf ein breites Feld an Kostenbausteinen. Wir werden später noch darauf eingehen. Neben der Management-Fee, also der Grundgebühr, die auf das zu verwaltende Volumen in toto zu entrichten ist, kommen etwa sog. Segment-Gebühren. Mit dem zuvor geschilderten Spezialisierungsgrad der Anlagen (z.B. illiquide Assetklassen) wird sich die Intransparenz auf der Gebühreenseite weiter erhöhen. So ist es völlig nachvollziehbar, dass es in dem sehr kompetitiven Umfeld Anbieter gibt, die eher bereit sind, Zugeständnisse beim Pricing zu machen.

Die anwachsende Gruppe der „wechselbereiten“ institutionellen Anleger hin zu einem anderen Master-KVG-Anbieter hält den Markt ebenfalls in Bewegung, wenn diese Entwicklung auch nicht zu einer Gesamterhöhung der AuAdmin führt. So erklären sich aber die zuvor erwähnten teils deutlich unterschiedlichen Wachstumsraten der einzelnen Anbieter im deutschen Markt.

Oftmals wird das Interesse an einem Marktvergleich im heutigen Umfeld über die Gebühreenseite angestoßen. Dazu findet natürlich ein Leistungsvergleich der eigenen, bereits mandatierten, Master-KVG mit anderen Mitbewerbern statt. Folgt man dem Argument, wonach sich die Leistungsspektren zwischen den Anbietern generell annähern, so ist dies der Nährboden für die Anleger, ihre Master-KVG von A bis Z auf den Prüfstand zu stellen und mittels einer Ausschreibung zu überprüfen, ob die einstmals getroffene Auswahl heute noch Gültigkeit beansprucht. Dies impliziert automatisch die Hinterfragung des seinerzeit abgeschlossenen Gebührenmodells. Master-Mandatsabschlüsse vor zehn oder mehr Jahren wurden wie

bereits erwähnt im höheren einstelligen Basispunkte (BP) - Bereich abgeschlossen. Je nach Komplexität des Mandates werden heute Gebühren zur Hälfte oder gar zu einem Drittel dieser Sätze angeboten. Es scheint, dass die Master-KVGen sozusagen in die Wechseljahre gekommen sind.

Bei der Ermittlung des Zahlenwerkes dürfen die unter dem Label „Service-KVG“ im Markt tätigen Anbieter im Bereich Administration nicht vergessen werden. Auch diese unterliegen wie Master-KVGen der Regelung des § 17 KAGB. Service-KVGen traditioneller Prägung sehen als ihre Zielgruppe vornehmlich Vermögensverwalter, zum Beispiel Fonds-Boutiquen, an, für die sie die gesamte Verwaltung des seitens des Vermögensverwalters gemanagten Fonds übernehmen. Dazu gehören die Fondsaufgabe, Abstimmungsprozesse mit der BaFin, die Fondsbuchhaltung, das Reporting und meist auch das Risikomanagement. Oftmals wird zudem die vertriebliche Unterstützung wie Marketing oder die Anmeldung des Produktes auf Fondsplattformen angeboten.

Die wieder sehr erfreuliche Teilnahmequote an unserer diesjährigen, nunmehr siebzehnten, Master-KVG-Studie (2022 / 2023) auf Seiten der Master-KVGen sowie von siebzig institutionellen Investoren und vierzig Asset Managern bestätigt das ungeteilte Interesse, die Entwicklungen dieses sehr dynamischen Marktes aus erster Quelle aller drei Gruppen zu verfolgen.

Der Gruppe der Protagonisten und Top-Anbieter - aufgrund ihrer Größe an Assets unter Administration, aber nicht zuletzt auch aufgrund ihrer Innovationskraft - sind unverändert die „HSBC INKA (Düsseldorf)“ sowie Universal-Investment und Helaba Invest (beide Frankfurt am Main)“. Die „AGI“ (Frankfurt am Main) nimmt vom Volumen eine der Spitzenpositionen ein. Auch die „Deka Investment“ (Frankfurt am Main) schreitet immer weiter voran. Im vorderen Feld dabei ist auch die „DWS“. Anbieter wie „Metzler Asset Management“ oder „BayernInvest“ haben sich einen festen Platz als sehr innovative (z.B. Nachhaltigkeit, Loan-Administration), kundenorientierte und flexible Häuser im Markt erobert. Auch «Warburg Invest AG» hat einen festen Platz in der Reihe der innovativen KVG-Anbieter eingenommen. Gerade die kleineren Anbieter erweisen sich als individuell ausgerichtete und kundenbetonte Häuser, während die mit einem Bias zum Versicherungsgeschäft aufgestellten Anbieter wie „Ampega Investment GmbH (Köln)“ und „MEAG (München)“ unter anderem dieses spezielle Know-how einbringen können.

Die Darstellungen in der Studie orientieren sich in leicht abgewandelter Form an dem Muster der Vorjahre, das zwischen Grafiken bzw. Tabellen und den daraus zu ziehenden wesentlichen Rückschlüssen variiert, die in der vorliegenden Studie konzentrierter dargestellt werden. Auch in diesem Jahr 2022 haben wir den Fragenkatalog auf der Grundlage unserer Erfahrungen aus betreuten Ausschreibungen von Master-KVG-Mandaten sowie zahlreichen Gesprächen mit Anbietern, Asset Managern und Investoren an die aktuellsten Entwicklungen wie beispielsweise „ESG“ angepasst.

Die diesjährige Studie (2022 / 2023) folgt dem Aufbau der letzten Jahre, wonach wir wieder intensiv bei unseren Fragestellungen auf die Entwicklungen im Vergleich zu den Vorjahren eingehen und versuchen, die Ergebnisse zu hinterfragen und entsprechend aufzubereiten, aber auch den Blick nach vorne zu richten. Neben der Markteinschätzung der Master-KVG-Anbieter haben wir auch wieder das Stimmungsbild der weiteren Marktteilnehmer eingeholt.

So wurden parallel institutionelle Anleger wie Versicherungen/Pensionskassen, Banken, Kirchen, Industrieunternehmen usw. zu ausgesuchten Themen im Bereich Master-KVG befragt. Die Gegenüberstellung von „Eigenbild“, nämlich aus Sicht der Anbieter, und „Fremdbild“, also der institutionellen Anleger und der Asset Manager, vermitteln oftmals ein realistischeres Bild als die reine Eigeneinschätzung. Die Ergebnisse dieses Vergleichs „Eigen-/Fremdbild“ fließen an den entsprechenden Stellen in die vorliegende Untersuchung ein.

Die folgenden Master-KVG-Anbieter haben an unserer Markterhebung teilgenommen:

- Allianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft
- Ampega Investment
- BayernInvest
- Deka Investment
- DWS
- Helaba Invest
- HSBC INKA
- Metzler Asset Management
- Union Investment
- Warburg Invest AG

Für die Teilnahme an der Erhebung möchten wir uns bei allen Gesellschaften, den institutionellen Anlegern sowie den Asset Managern bedanken! Unser besonderer Dank gilt auch den Gesellschaften, die unsere Master-KVG-Studie (2022 / 2023) durch einen Fachbeitrag unterstützt haben.

Hervorheben möchten wir genauso wie in den Jahren zuvor, dass der Zweck der Studie nicht darin besteht, spezielle Gesellschaften besonders hervorzuheben oder zu kritisieren. Es geht um die Schaffung eines Marktüberblicks, um auf diese Weise den Blick zu schärfen für das, was an weiteren Entwicklungen und Produktinnovationen auf uns zukommt.

Die Fragen aus unserem Fragebogen sind zum Teil wieder offen gestellt, zum überwiegenden Teil wurden Antworten vorgegeben. Durch die Erfahrungen und Erkenntnisse aus den Vorjahresstudien ist es uns möglich, stärker auf das Multiple-Choice-Verfahren zurückzugreifen. Bei den offen zu beantwortenden Fragen wurden die wesentlichen genannten Aspekte herausgefiltert und zusammengefasst. Die Anzahl der Nennungen kann selbstverständlich dort nur eine Indikation für die Bedeutung eines Punktes sein. Wenn ein Teilnehmer bestimmte Aspekte nicht von sich aus genannt hat, kann nicht automatisch unterstellt werden, dass diese für ihn nicht doch von Bedeutung sein können. Unsere Befragung untergliedert sich in drei große Teilbereiche, nämlich

- Definition des Begriffs Master-KVG – Allgemeines
- Markt für Master-KVGen
- Status quo und Strategie der Master-KVGen.

## 2. Definition Master-KVG

### Definition des Begriffes Master-KVG – Allgemeines

Wie in der Einleitung geschildert, sprechen die volatilen Rahmenbedingungen, die die Kapitalmärkte beeinflussen, angefangen von den inflationären Bewegungen über das weltweit stockende Wirtschaftswachstum, den Krisenherd Ukraine bis hin zu den in diesen schwierigeren Zeiten keineswegs in Vergessenheit geratenen Ansprüchen an das Erreichen der Klimaneutralität, dafür, dass die KVGen stärker denn je als vertrauenswürdiger Partner institutioneller Investoren gefragt sind. Die KVG übernimmt immer mehr die zentrale Steuerung der institutionellen Portfolios und damit auch eine Treuhandfunktion für alle in den Prozess Beteiligten, die Anleger, die Asset Management-Gesellschaften und die Verwahrstellen.

Das Spektrum an möglichen KVG-Dienstleistungen hat sich über die Jahre deutlich ausgeweitet. Doch welche Services sind für die involvierten Parteien von besonderem Interesse und wo gibt es möglicherweise Unstimmigkeiten bei der Bewertung der Relevanz der einzelnen Faktoren?

Auch in diesem Jahr konfrontierten wir alle relevanten Marktteilnehmer der vorliegenden Studie mit dieser Fragestellung, also

- die Master-KVGen als Anbieter,
- die Asset Manager als diejenige Gruppe, die die Anbieter aus Abstimmungsprozessen (z.B. Grenzverletzungen) im „daily business“ bis hin zur Teilnahme an Anlageausschusssitzungen her kennen und beurteilen können, sowie
- die institutionellen Anleger in Deutschland.

Einerseits zählen natürlich zu den unbedingt vorzuhaltenden Services einer KVG weitgehende Reportinganforderungen, andererseits steigt die Nachfrage, die immer stärker von Seiten der Anleger genutzten illiquiden Assets wie Loans, Private Equity oder Infrastruktur zu integrieren.

Hiervon zu differenzieren sind darüber hinausreichende, spezielle Services wie Overlay-Angebote. Diese werden in einem gesonderten Kapitel dieser Studie behandelt.

Hier noch kurz einige flankierende Aussagen zum Status Quo sowie der Bedeutung der Master-KVG-Anbieter im Kapitalmarkt und im Wettbewerbsumfeld:

Wir haben in den letzten Jahren einen gewissen Bereinigungsprozess bei den Teilnehmern im Master-Business gesehen. Dieser Konzentrationsprozess ist auch im Jahr 2022 weiter fortgeschritten, jedoch nicht in dem Sinne, dass eine weitere KVG (wie im Jahr 2021 der Anbieter Société Générale Securities Services) seine Angebote im Bereich KVG nicht weiter fortführt. Vielmehr selektieren einige KVGen in der Form, dass sie ausschließlich in dem Fall zu der Übernahme eines KVG-Mandates bereit sind, wenn sie gleichzeitig auch mit dem Fondsmanagement (für einen Spezialfonds) beauftragt werden.

Zudem haben weitere Fondsgesellschaften ihr Drittdienstleistungsangebot im Bereich Administration (Fondsbuchhaltung, Anlagegrenzprüfung, Reportingangebote, ESG-Know-how) erweitert, ohne dass sie klassischerweise dem Typus „Master-KVG“ zugerechnet werden. Dazu gehören zum Beispiel die Union Investment sowie auch die LBBW Asset Management.

Alle KVG-Anbieter, die sich bis heute behauptet haben und aktiv KVG-Dienstleistungen anbieten, also auch „kleinere“ Anbieter (mit um die 25 Mrd. € Assets under Administration) haben ein klares Commitment zu diesem Geschäftsfeld abgegeben. Flankiert wird die Fortführung und Weiterentwicklung der KVG Aktivitäten bei vielen Häusern auch nochmal durch eine klar bekundete Rückendeckung der Konzernmütter. Vor diesem Hintergrund ist bei einer Reihe von Anbietern ein weiteren Ausbau der Kapazitäten auch in dem jetzigen Umfeld geplant. Dies mag damit zusammenhängen, dass sich das Master-Geschäft immer mehr zum

## Synergien heben und ...

Entdecken Sie die Vorzüge des CACEIS „One-Stop-Shop“: Sie haben ein Wertpapier-, Immobilienfonds-, Private Equity oder ähnliches Portfolio? Sie wollen sich auf Ihre Kernkompetenz aus Vertrieb und Portfolio-Management konzentrieren? CACEIS bietet Ihnen die Verwahrstellen-Funktion nach KAGB und die Fondsadministration aus einer Hand! Auf Wunsch übernimmt CACEIS auch Ihr Middle-Office, ganz oder teilweise, und stellt Ihnen adäquates Risiko-, Performance-, und Regulatory Reporting zur Verfügung. CACEIS kümmert sich um alle Assetklassen: Wertpapiere, Immobilien, Private Equity, Private Debt, Erneuerbare Energien, Infrastruktur u.a.

Ein interdisziplinäres Team aus den Bereichen Kundenbetreuung, On-Boarding, Verwahrstelle, Fondsadministration und Rechtsabteilung betreut Sie persönlich und kompetent.

Lassen Sie uns darüber sprechen!

Ihr Kontakt bei CACEIS ist Gernot Wurzer

Telefon: +49 89 5400-2082 - E-Mail: [gernot.wurzer@caceis.com](mailto:gernot.wurzer@caceis.com)

**CACEIS, your comprehensive asset servicing partner.**



**... weiter springen!**



[www.caceis.com](http://www.caceis.com)

**caceis**  
**INVESTOR SERVICES**  
solid&innovative

A company of Crédit Agricole and Santander

integralen Bestandteil des gesamten Geschäftsfeldes Asset Management entwickelt; damit einhergehend haben die Anbieter registriert, dass sich beide Felder, das klassische Portfoliomanagement und das KVG Geschäft, nicht nur ergänzen, sondern auch Katalysatoreffekte entstehen können.

Insbesondere ausländische und nicht nur hiesige Manager profitieren seit zwanzig Jahren von dem deutschen Angebot der Master-KVG. Ohne die juristische Hilfestellung der KVG könnten ausländische Manager oftmals keinen Zugang zum deutschen institutionellen Markt erreichen.

So betrachtet überrascht, dass sich der KVG-Markt über die letzten Jahre konsolidiert hat und sich zu Mitte 2022 gerade noch ein Dutzend „klassische“ KVG-Anbieter um dieses prosperierende Geschäftsfeld bemüht, zumal die von KVGen verwalteten Assets sich Mitte 2022 bei rund 1,5 Bio. € (2021: 1,5 Bio.€, 2020: 1,4 Bio. €, 2019: 1,3 Bio. €) bewegen und sich darüber hinaus keinerlei Ambitionen neuer, auf den Markt tretender, KVG-Anbieter abzeichnet. Der mit Ausnahme von 2022 über die letzten Jahre um jeweils mindestens 100 Mrd. € anwachsende KVG Markt verteilt sich auf eine geringere Anzahl an Anbietern.

Im Wettbewerb mit den Custodians / Verwahrstellen haben die Master-KVGen frühzeitig die Gunst der Stunde erkannt; so auch im Bereich Reporting, in dem eine große Schnittmenge von den Services her gesehen bestanden hat. Hier haben die Master-KVGen eine Protagonistenrolle übernommen und sich gut behaupten können. Die Custodians decken heute ein differenziertes Angebotsspektrum als „Verwahrer“ mit Sub-Custodians in aller Welt bis hin zu Collateral-Fragen ab und haben obligatorischerweise zunehmende Verantwortung im Bereich des Controllings (Prüfung der Grenz- und Limitüberschreitungen von gesetzlichen oder anlegerseitig verfügbaren Vorgaben) zu übernehmen.

Die Innovationskraft der Master-KVG-Anbieter ist seit ihrem offiziellen Bestehen mit dem InvG im Jahre 2002/2003 ungebrochen. Sie sind ständiger Begleiter ihrer Kunden auf allen Gebieten der Verwaltung. Dazu gehört seit etwa vier Jahren auch das Thema „Nachhaltigkeit“, das sich rasant im institutionellen Markt verbreitet. Umfangreiche ESG - Reportings gehören immer mehr zum Repertoire der Master-KVGen; in diesem Sektor sind jedoch große Unterschiede zwischen den Anbietern zu erkennen. Hier ist der Wettbewerb um die besten ESG-Angebote in vollem Gange. Dieses Thema nehmen wir später nochmal auf.

Weitere Projekte innerhalb der KVGen betreffen die laufende Aktualisierung der regulatorischen Vorgaben (z.B. VAG (Solvency-) Reporting). Dazu kommen die auch über das Jahr 2022 enorm angestiegenen Assets im Bereich illiquider Assetklassen (wie Infrastruktur, Private Debt, Private Equity oder Immobilien), die in institutionellen KVG-Strukturen zu integrieren sind..

Auch die „Digitalisierung und digitale Assets“ sind ein Thema im Asset Management. Insoweit haben wir bereits im letzten Jahr 2021 den Kriterienkatalog an „must-have-Services“, also welche Services eine Master-KVG vorhalten muss oder zumindest sollte, um das Kriterium „Administration digitaler Assets“ erweitert.

Der Kriterienkatalog umfasst ebenso alle aktuellen Entwicklungen im Bereich des Reportings, so etwa auch den Service eines Management Dashboards. Besonders wichtig waren uns vor allem alle Dienstleistungen, die auch mit dem gestiegenen Anspruchsniveau der institutionellen Anleger vor dem Hintergrund der gestiegenen rechtlichen und regulatorischen Anforderungen zum Tragen kommen.

Als schwierig bis problematisch ist die Frage nach den für das KVG Business zu erhebenden Gebühren einzustufen. Weniger Anbieter im Markt verstärken eher den Druck auf das ohnehin schon straff gezogene Gebührenkorsett. An der Gebührenfront hat sich zum Leidwesen der KVG-Anbieter über das letzte Jahr 2022 somit auch nicht viel verändert. Der Wettbewerb nimmt gefühlt auch im laufenden Jahr 2022 eher zu. Wie im Vorwort ausgeführt, tendieren Investoren, die bislang keine KVG mandatiert haben, dazu, nicht zuletzt vor dem anspruchsvollen aktuellen Umfeld den Schritt hin zur KVG zu gehen. Die fortlaufende Anpassung und Ausweitung der Services unter anderem im Reportingbereich führt auf Seiten der Anbieter jedoch zu erheblichem Investitionsaufwand. Dem steht ein tendenziell bereits seit Jahren einsetzender Preisverfall der (in Basispunkten (BP) ausgewiesenen) Gebühren gegenüber, der je nach Volumenshöhe und Komplexität des Mandates den unteren einstelligen BP-Bereich erreichen kann. Das Verhältnis von Einnahmen (über die Gebühren) zu den laufenden Kosten weist unzweifelhaft eine gewisse „Schiefe“ auf. Dieser Problematik haben

wir ein gesondertes Kapitel gewidmet, auch angereichert mit einem Beispiel, um die Problematik anhand von konkreten Zahlen transparent zu machen.

Die folgend diskutierten, für den Betrieb einer Master-KVG „erforderlichen“, Service-Bausteine bilden ausschließlich fachliche wie auch rechtliche Aspekte ab. Nicht zu vergessen sind auch die sog. weichen Faktoren, die eine „gute“ Master-KVG auszeichnen, nämlich ob der Anbieter letztlich zu dem Investor und seinen speziellen Wünschen und Anforderungen passt.

Auf der folgenden Abbildung haben wir zum einen die Einschätzungen der „Must-haves“ der MASTER-KVGen denen der institutionellen ANLEGER sowie der ASSET MANAGER gegenübergestellt.

Besonderes Augenmerk schenken wir wieder den Kriterien, bei denen sich im Vergleich zum Vorjahr eine auffällige Abweichung ergeben hat.

### "Must have Dienstleistungen"

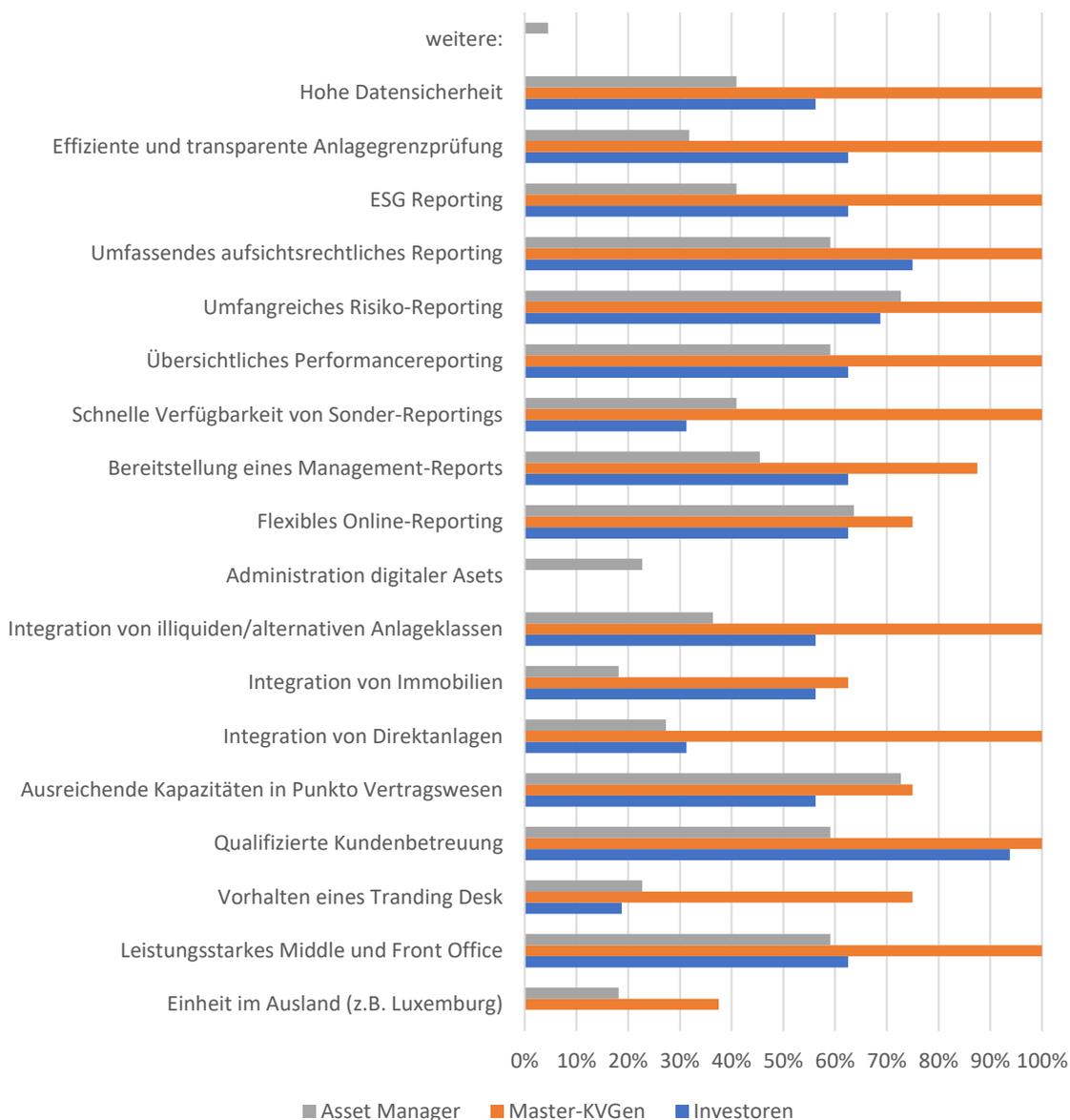


Abb. 1 „Must have“ Dienstleistungen – Master-KVGen, Investoren, Asset Manager

Wie im Vorjahr 2021 haben wir auch im Jahr 2022 die von uns als maßgeblich für ein professionelles KVG Management vorgegebenen Kriterien daraufhin ausgewertet, wie sich die Zahlen im Vergleich zum Vorjahr darstellen; von Interesse sind aber auch eventuell divergierende oder auch gleichlaufende Tendenzen zwischen den drei Gruppen „Master-KVG, Investor sowie Asset Manager“.

#### *Auffälligkeiten im Vorjahresvergleich:*

Unser Hauptaugenmerk konzentriert sich auf die Antworten der „Investoren“ und damit verbundene Veränderungen im Vorjahresvergleich.

Im Jahr 2021 registrierte wir gerade auf Seiten der institutionellen Investoren ein gestiegenes Interesse bei den an die KVGen gesetzten Ansprüche. Alleine bei neun der achtzehn abgefragten Kriterien entschieden sich im letzten Jahr mehr Anleger, einem Kriterium ein höheres Gewicht einzuräumen als im Vorjahr; in diesem Jahr waren es nochmal vier Kriterien, die Anleger als „Must-have“ von ihren KVGen stärker als im Jahr zuvor einfordern, allen voran die „Kundenbetreuung“.

Bei vier Kriterien legten Anleger weniger Gewicht darauf, dass dieser Punkt eine Mindestbedingung sei. Bei den restlichen Kriterien entschieden sich in etwa gleich viele Investoren, dass der Gesichtspunkt als Must-have einzustufen sei.

Die Investoren neigen erfahrungsgemäß nicht dazu, zu starke Forderungen zu formulieren. Insofern ist die Stabilisierung auf hohem Niveau ein Zeichen für Konstanz in der Zusammenarbeit zwischen Investoren und ihren KVGen.

Es fällt jedoch auf, dass die Investoren bei zwei Grund-Services nunmehr höhere Anforderungen stellen; zum einen wie erwähnt bei der „Kundenbetreuung“, und zum anderen bei spezifischen „Reportings“, unter anderem die „Aufsichtsrechtlichen Reports“ (wie VAG) mit einem Plus von 13%.

Aber auch die effiziente „Anlagegrenzprüfung“ war dieses Jahr mit 63% der Investoren von größerer Relevanz als noch 2021 mit 57% und 2020 mit gerade jedem zweiten Anleger (50%).

Die Integration von Direktanlagen verliert deutlich an Interesse, von 47% im Jahr 2021 auf jetzt gerade noch 31% der Anleger.

Auch die Integration illiquider Assets wie Private Debt oder Infrastruktur nahm erstaunlicherweise leicht ab von 62% auf 56% 2022.

Auch das Thema „Online-Reporting“ büßte 13 Prozentpunkte ein auf jetzt noch 63% der Anleger, die diesen Service als Must-have bewerten.

Das „Vorhandensein eines starken Middle - und Front Offices“ sowie das „Risiko-Reporting“ stehen stabil in der Gunst der Investoren.

„Digitale Assets“ sind noch kein Bestandteil der Wahrnehmung bei den Investoren. Dieses Ergebnis deckt sich mit dem aus dem Jahr 2021.

Weniger zu den erforderlichen Bausteinen des KVG-Partners gehören auch die beiden Themen „Schnelle Verfügbarkeit von Sonder-Reportings (von 42% in 2021 auf aktuell 31% der Investoren) genauso wie „die „Integration von Direktanlagen“ (von 38% in 2021 auf jetzt 31% der Anleger), ein Gebiet, auf das die KVGen selbst große Hoffnung setzen.

Die restlichen Werte lagen weitgehend gleichauf im Vorjahresvergleich.

Im Folgenden haben wir einige aus unserer Sicht wichtige Service-Bausteine herausgegriffen.

## Kundenbetreuung

Die Kundenbetreuung wird immer mehr zum Differenzierungsmerkmal, aber auch zum Markenzeichen der KVG. Den gerade zwei Dritteln der Anleger aus dem Vorjahr 2021 (67%), die den Betreuungs-Services eine hohe Bedeutung zugemessen haben, stehen in diesem Jahr 94% gegenüber, mithin ein Quantensprung von annähernd 30%. Annähernd alle institutionellen Investoren legen größten Wert auf eine enge Betreuungskultur durch den Kundenberater der KVG, dies unter der Erwägung, dass neben den „hard factors“ auch der regelmäßige Austausch mit dem Kundenbetreuer ein entscheidender „soft factor“ für sich genommen ist.

Die Betreuungskomponente wird -erwartbar- auch von den KVG selbst als essentiell betrachtet. Alle teilnehmenden KVG (100%) stimmten wie im Vorjahr 2021 der hohen Bedeutung der Betreuung einstimmig zu; dem pflichteten allerdings nur noch 59% auf Seiten der Asset Manager bei (2021: 78%).

Das Betreuungskonzept der Master-KVG bildet den Dreh- und Angelpunkt des Master-Business und damit die Brücke zum Investor. Im Lead steht dabei der Kundenbetreuer. Sein Aufgabengebiet erfordert ein Höchstmaß an Flexibilität, um den sich legislativ wie regulatorisch fortlaufenden Veränderungen anzupassen.

Über den regulatorischen Hintergrund hinaus bietet der von Brüssel regelmäßig erweiterte Rahmen im Bereich Nachhaltigkeit ein laufendes Beratungsfeld für die Betreuer. Einige Manager verfügen heute über Tools, die den Investoren beispielsweise Sensitivitäts- und Szenario-Analysen anbieten können, inwieweit sich ihr Portfolio nach einer Berücksichtigung definierter ESG-Restriktionen mit Blick auf die künftige Performance, aber etwa auch den künftigen CO<sub>2</sub>-Fußabdruck, verändert

Grundsätzlich startet die Betreuung bei der Koordination des Aufsetzens des Masterfonds und zieht sich über die gesamte Wertschöpfungskette der Koordination der Kundenverbindung. Entscheidend ist, dass sämtliche Sonder- und Einzelfragen des Anlegers von Spezialisten (z.B. Steuerfragen, Aufsetzen von mehreren Fonds für verschiedene Anlagetöpfe, werden Schulungen zur Bedienung von online-Tools angeboten etc.) durchgehend begleitet werden können.

Ein nicht unwesentlicher Faktor bei der Beurteilung des Betreuungskonzepts ist auch das Verhältnis, wie viele Kunden von einem Relationship Manager betreut werden.

Das Betreuungskonzept einer Master-KVG ist per se unter den weichen, oder „soft factors“, einzuordnen. Für den Investor ist in aller Regel von Interesse, ob sich im täglichen Austausch, also im „daily business“, ein Ansprechpartner um seine Belange kümmert und die Fäden innerhalb der Master-KVG für den Kunden optimal einsetzt.

Derzeit stehen vermehrt bestehende Master-Mandate auf dem Prüfstand nicht zuletzt gerade wegen Schwächen im Bereich der Kundenbetreuung - meist im Zusammenhang mit Fragen zur Gebührenstruktur.

## Integration von illiquiden Assetklassen und Direktanlagen

Wir haben den Investoren drei Faktoren angeboten, die sich mit der Integration von Assetklassen außerhalb des Main Stream bewegen, nämlich einerseits die Einbeziehung von Immobilien, darüber hinaus die von (anderen) illiquiden Assets, sog. Alternatives, wie Private Equity, Private Debt und Infrastruktur und last but not least die Integration von Direktanlagen des Investors in die Master-KVG.

Aktuelle Erhebungen unseres Hauses bei institutionellen Anlegern haben ergeben, dass im Durchschnitt heute bereits 25% der in institutionellen Portfolien enthaltenen Assets zu den „Alternatives“ zu zählen sind; ein bis dato nicht erreichter Höchstwert. Knapp die Hälfte des Kuchenstückes von 25% fällt auf „Immobilien“, also rund 13%. Inzwischen liegt die Quote an „Infrastruktur-Investments“ heute schon bei 5%; rund 3% sind „Private Debt“ zuzurechnen, nochmal 4% der Assetklasse „Private Equity“.

Die beeindruckenden Wachstumszahlen bei den Alternatives machen deutlich, dass illiquide Assets selbst in dem derzeit im Steigen befindlichen Zinsniveau eine immer wichtigere Komponente im Portfolio institutioneller Anleger ausmachen.

Ein stabil großer Anteil der Investoren erwartet von seiner Master-KVG entsprechende Angebote und die Expertise der Lieferfähigkeit bei Alternatives, sowohl im Bereich Integration bei Immobilien (56% wie im Vorjahr) sowie bei Infrastruktur (56% der Anleger).

Bei der Integration von „Direkt- oder Eigenanlagen“ scheiden sich die Geister. Master-KVGen streben eine Integration der Eigenanlagen im Gesamtkontext des KVG-Reportings an. Auf Investoreseite stieß das Angebot der Integration von Eigenanlagen im letzten Jahr mit 48% Zustimmung noch auf eine relativ positive Resonanz; hingegen sind es jetzt nur noch 31% und damit nicht einmal jeder dritte Investor, der Interesse zeigt. Dies mag mit dem unsicheren Umfeld zusammenhängen. Gerade Investoren mit klar zu erfüllenden Verpflichtungen wie Pensionsleistungen verwalten die eigenen Assets gerne in Eigenregie.

Die KVG-Anbieter setzen insbesondere auf ihre Integrationsangebote für illiquide Assets. In diesem Jahr sind es wieder 100% der Anbieter, die dieses Angebot aus dem eigenen Hause für essentiell erachten. Bei dem Thema „Integration von Direktanlagen“ bestand auf Seiten der Anbieter von jeher Einigkeit. Diesen Service halten auch in diesem Jahr 2022 alle KVGen für essentiell.

Dem Thema „Integration von Immobilien“ nehmen sich wie im Jahr 2021 ca. zwei Drittel der KVGen an.

Mit Prozentsätzen von 18% bis 36% sind sich hingegen die „Asset Manager“ der Bedeutung der Integration von Immobilien, sonstigen Alternatives oder Direktanlagen für das Master-Business nicht sehr bewusst.

### Online-Reporting

Die traditionelle Dienstleistung, mit der eine Master-KVG in Verbindung gebracht wird, ist immer noch das Reporting. Beim Rückblick auf den Startzeitpunkt des (seinerzeit noch als „Master-Kapitalanlagegesellschaften“ bezeichneten) KVG-Businesses ist das Reporting heutigen Zuschnitts nicht mehr zu vergleichen, da es erheblich an technischer sowie inhaltlicher Komplexität zugenommen hat.

Der Innovationsschub fand auf zwei Ebenen statt, einmal im technischen Bereich in Form von Hightech-Angeboten, zum anderen in der Tiefe des Angebots. Alleine sieben der von uns abgefragten Kriterien beschäftigen sich mit dem Thema „Reporting“, so das Performance-, das Risiko-Reporting, dazu Attributionsanalysen und aufsichtsrechtliche Reports, Management-Reports genauso wie ein flexibles Online-Reporting mit Abrufmöglichkeiten über verschiedene Devices wie dem Handy sowie natürlich das ESG-Reporting. Besonders das „Aufsichtsrechtliche Reporting“ stößt auf zunehmendes Interesse von Seiten der Anleger (75% gegenüber 62% im Jahr 2021).

Zwei von drei Anlegern schätzen insbesondere auch ein professionelles ESG-Reporting (63%). Im weiteren Sinne sind alle KVGen besonders bei neuen aufsichtsrechtlichen Regimen gefordert, so etwa die Versicherer im Rahmen der Insurance Distribution Directive, die die Versicherer verpflichtend anhält, nach den Nachhaltigkeitspräferenzen zu fragen. Auch bei von Kreditinstituten vertriebenen Publikumsfonds sind KVGen im Zuge der MiFiD II (Markets in Financial Instruments Directive) gefordert. Dies betrifft unmittelbar auch die von Banken vertriebenen Zielfonds im Rahmen der OffenlegungsVO (SFDR) und deren Qualifizierung z.B. nach Art. 8 OffenlegungsVO; hier geht es um die Festlegung von Quoten für den Anteil taxonomiekonformer Investments. Auch muss bei nachhaltigen Fonds gemäß Art. 8 oder 9 der SFDR dargelegt werden, welche der einer ESG-Konformität entgegenstehenden PAI's (Principle Adverse Impact) verbindlich berücksichtigt wurden.

Die Bereitstellung übersichtlicher „Management-Reports“ ist bei Investoren in diesem Jahr deutlich in den Fokus gerückt mit jetzt 63% gegenüber 42% im Jahr 2021, was einem absoluten Plus von über 20% entspricht.

Mit Ausnahme der schnellen Bereitstellung von Sonder-Reportings (minus 11% auf nur noch 31%) und des Online-Reportings mit einem erstaunlichen Rückgang von 76% auf 63% lagen die Werte im Bereich der Reports stabil oder gewannen wie gesehen auch für deutlich mehr Investoren an Wichtigkeit. Das Online-Reporting ist an sich ein Must-have. Dazu gehören auch verschiedene, modulare Nutzungs- und Zugangsdaten („Bearbeiten / nur aufrufen können / Einsichtnahme anderer Mitarbeiter in selbst zusammengestellte Reportings“ etc.). Der niedrigere Wert ist vielleicht damit zu erklären, dass das Online-Angebot heute als commodity betrachtet wird.

Die Master-KVGen interpretieren naturgemäß ein höheres Anspruchsniveau ihrer Kunden als diese es selbst anfordern. Der selbst gesteckte Anspruch der „Master-KVGen“ geht auch in diesem Jahr zum Teil weit über das Anspruchsniveau der Anleger hinaus. Bei fünf der von uns als Must-have definierten Reporting-Formen liegen die Prozentsätze der Anbieter bei 100%, bei zwei Reportingangeboten (Management-Report und Online-Angebot) erstaunlicherweise bei „nur“ 88% bzw. 75%.

Als Stichworte seien genannt „Attributions- wie Kontributionsanalysen, Spread-Analysen sowie Stress-Test-Szenarien, Integration illiquider Assetklassen, Einbindung von Nachhaltigkeitsaspekten usw. Auch Szenario-Analysen im Sinne von dem Durchspielen verschiedenster künftiger Kapitalmarktentwicklungen (wie ganz aktuell im jetzigen Umfeld eine Zinsanhebung um z.B. 100 BP) gehören zu diesem Repertoire, was angesichts der seit dem 4.Quartal 2021 geführten Diskussionen rund um eine Veränderung des Zinslevels nach oben relevant sein kann.

Lediglich 41% bis in der Spitze 70% der „Asset Manager“ konnten die Euphorie der Investoren sowie der KVGen über die von uns abgefragten verschiedenen Arten der Reportings teilen bzw. sind für diese von essentieller Natur.

#### Aktuell angefragte Dienstleistungen der Investoren und deren Anforderungen

Das gesamte Zinsumfeld hat sich im Vergleich zum Vorjahr diametral verändert. Spätestens mit dem Ausbruch des Ukraine-Konflikts und den sich daraufhin nochmal verstärkt verschlechternden Rahmenbedingungen bei den Lieferketten haben wir an mehreren Fronten Preisexplosionen erlebt, die von den der Verzigfachung von Energiepreisen bis zum Ansteigen ungewohnten Ausmaßes bei Lebensmitteln führten. Die Inflationsraten haben zum Teil schon die zweistellige Marke von 10% überschritten (in Europa), teilweise liegen sie wie in den USA bei hohen 8%. Die Bekämpfung der Inflation ist nach aktuellem Konsens praktisch aller Zentralbanken das oberste Gebot, auch unter Inkaufnahme eines Abwürgens des Wirtschaftswachstums.

Doch noch sprechen wir über im Vergleich zu den Inflationsraten niedrigen Leitzinsen von jetzt 2% in Europa und 3,75% bis 4% in den USA. Problematisch ist der extrem hohe Gap zwischen den Inflationsraten und den 10-jährigen Bundesanleihen mit jetzt um die 200 BP (2%), in den USA bei annähernd 400 BP oder 4%. Die Geldentwertung ist mithin zum Greifen nah bzw. Realität.

Die dennoch scheinbar attraktiven -positiven- Zinsen bei langjährigen Staatsanleihen bergen das Risiko in sich, dass bei fallender Inflation im Jahr 2023 -wofür bereits einige Indikatoren sprechen- die Kursverluste bei den Anleihen vorprogrammiert sind.

Für die Master-KVGen bedeutet dies, auch speziellere - mithin nicht nur die klassischen - Assetklassen in einen Master-Fonds integrieren zu können.

## "Welche Vermögensgegenstände muss eine Master-KVG über klassische Wertpapiere hinaus administrieren können?"

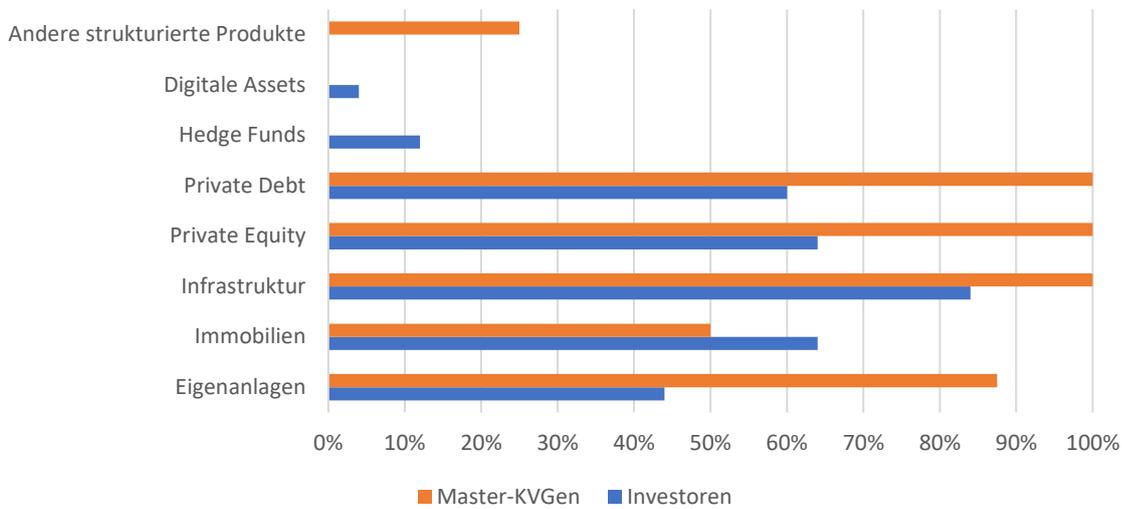


Abb. 2 „Vermögensgegenstände“

In dem Balkendiagramm haben wir wie im Jahr 2021 fünf spezielle Assetklassen aufgegriffen, die außerhalb der Plain Vanilla - Strukturen angesiedelt sind. Nach einem starken Anstieg des Interesses im letzten Jahr haben sich die hohen Werte auf Seiten der Investoren stabilisiert.

Wir befragten die Master-KVG-Anbieter, welche der genannten Assetklassen von Seiten der Anleger an sie zur Abwicklung und Administration herangetragen werden. Vice versa fragten wir institutionelle Anleger, inwieweit das Vorhalten entsprechender Expertise in den genannten Assetklassen für sie bei der Wahl einer Master-KVG von Relevanz ist. Das entsprechende „Wunschprogramm“ der Investoren behandeln wir genauer im Kapitel „Markt für Master-KVGen.“

Den höchsten Zuspruch finden nach Angaben der Master-KVGen anlegerseitig

- „Infrastrukturanlagen“
- „Private Equity“
- „Immobilien“ und
- „Loans“
- mit deutlichem Abstand vor „Eigenanlagen“.

Die institutionellen Investoren haben in diesem Jahr sehr klar zum Ausdruck gebracht, dass sie nicht nur gewillt sind, Alternatives in ihrer Allokation aufzunehmen, sondern dies bereits umgesetzt haben und dass sie dementsprechend eine klare Erwartungshaltung gegenüber ihrer Master-KVG haben.

Dieser Trend ist nicht nur in den Umfragen, sondern bei der konkreten Vergabe von KVG-Mandaten zu spüren. Auf die 25%-ige Investitionsquote alleine in „Alternatives“ in institutionellen Gesamt-Portfolien wurde bereits verwiesen.

„Infrastruktur“ und „Immobilien“ und deren Integration in die KVG-Struktur wurden von 84% respektive 64% der Investoren als wichtige Zusatz-Dienstleistung genannt. Der Rückgang des Interesses bei Immobilien erklärt sich leicht aus dem gestiegenen Zinsumfeld, das insbesondere den Leverage-Effekt in institutionellen Immobilien-Fonds zunichte gemacht hat. Aus diesem Grund agieren die Investoren bei Neuengagements in Immobilien zum aktuellen Zeitpunkt noch vorsichtig und warten die weitere Zinsentwicklung ab.

Bei Infrastruktur teilen die Bedeutung 100% (2021: 100%) der KVGen; „Infrastruktur-Investments“ sind aus Sicht der Master-KVGen damit eine Assetklasse, mit der sich die Master-KVGen noch stärker beschäftigen müssen, da diese Anlagen zunehmend in den Spezial-AIF bzw. innerhalb der Segmente von den Investoren umgesetzt werden. Gemäß einer Studie unseres Hauses sind bereits heute weit über 50% aller institutionellen Anleger in Infrastruktur-Investments aktiv, in welchem Umfang auch immer. Mindestens drei von vier Anlegern beabsichtigen über die kommenden ein bis zwei Jahre weitere Investitionen in dieser Assetklasse, in der sie zur Zeit wie gesehen mit im Durchschnitt 5% engagiert sind. Auch noch nicht investierte Anleger wollen in diese Assetklasse in den kommenden 24 Monaten einsteigen. Das gab fast jeder zweite „noch-nicht-Investierte“ Anleger an. Meist bevorzugten Investoren dabei Investitionsmöglichkeiten im europäischen Raum. Auch hier liegt ein Schwerpunkt der Verwaltungstätigkeit auf der richtigen Bewertung von z.B. Solar- oder Windkraftwerken.

Die vorsichtigere Einschätzung auf Seiten der Investoren im Bereich der Immobilien teilen die Master-KVGen interessanterweise sehr klar. Konkret gaben „nur“ 50% der KVGen an, dass sie die Administration von Real Estate als hohe Anforderung der institutionellen Anleger einschätzen; dies entspricht gegenüber 2021 noch einmal einem Rückgang um 20%.

Im letzten Jahr wurden strukturierte Produkte wie „Loans“ und deren Integration von 53% der Anleger genannt. Dieser Wert ist in diesem Jahr nochmal um 7% auf 60% der Anleger mit Interesse an der Administrationsfähigkeit ihrer KVG in dieser Assetklasse nach oben geschneilt. Bei „Senior Loans“ handelt es sich um vorrangig besicherte Bankdarlehen. Diese stehen insbesondere bei Versicherern hoch in der Gunst, da sie über den das Risiko adäquat entgoltenen Zins eine Stabilisierung ihres Portfolios erreichen können.

Inzwischen erwarten 84% der Anleger, dass ihre KVG in der Lage ist, Assets im Bereich Private Equity zu administrieren. Diese Anforderung haben 100% der Master-KVGen bereits erkannt. (2021: 90%).

Auf die „Integration von Eigenanlagen“ werden Master-KVGen auf mit dem letzten Jahr vergleichbaren Niveau von rund 90% angesprochen. Der stabile Wert zeigt, dass die Integration der Direktanlagen etwa von Versicherern oder Versorgungswerken sich langsam doch zu einem künftigen Katalysator für die KVGen entwickeln könnte. Auf Seiten der Investoren ist mit jetzt nur noch 44% nach 47% in 2021 das Interesse weiter abgeflacht, wie schon an anderer Stelle erwähnt.

Die Beispiele machen deutlich, dass sich in den letzten Jahren die Koordinaten auf der Landkarte deutlich hin zu mehr Investments in Alternatives verschoben haben.

Mit den EMIR wurde eine Regelung für Alternative Anlageprodukte geschaffen, die auch in das KAGB Eingang gefunden hat. Natürlich müssen auch diese Spezialprodukte wie die zuvor angesprochenen Hedge Fonds, Private Equity, Strukturierte Produkte oder Immobilienfonds - und anlagen nicht nur administriert, sondern auch im Rahmen von Reportings bewertet und ausgewiesen werden. Als Leitrichtlinie sei genannt, dass größere Master-KVGen um die 150 bis 200 verschiedene Reportings vorhalten, von denen am Ende um die 10 bis 15 Reporting-Module 90% des Reporting-Businesses ausmachen! Nur die darüber hinausgehenden Reports sind kundenindividuell erstellte Sonder-Reportings, die für nur eine geringe Zahl betroffener Zielkunden zur Anwendung kommen.

Aktuell sind keineswegs alle Master-KVGen in der Lage, alternative Produkte vernünftig zu bewerten und im Reporting abzubilden. Die Konsequenz kann daher nach wie vor sein, dass institutionelle Anleger von Engagements in Loans Abstand nehmen, da „ihre“ Master-KVG diese speziellen Assets nicht abzubilden vermag.

Das „Wunschkonzert“ der Investoren selbst behandeln wir wie gesagt im folgenden Kapitel „Markt für Master-KVGen“.

### Investoren – Branchenaufteilung:

Teilgenommen haben über siebzig institutionelle Investoren. Die verschiedenen Anlegergruppen wurden wie im letzten Jahr differenzierter als in den Jahren davor unterteilt und zwar nach „Banken, Versicherern, Vorsorgeeinrichtungen, und „Sonstigen wie Corporates, Family Office,/ Stiftungen, SGB IV-Anlegern und Kirchen“.

Der Anteil der Banken liegt mit 42% der Teilnehmer vor den Vorsorgeeinrichtungen (Versorgungswerke, ZVKen und Corporate Pensions) mit 27%, den Versicherern mit 16% und den Sonstigen Institutionen mit 15%.

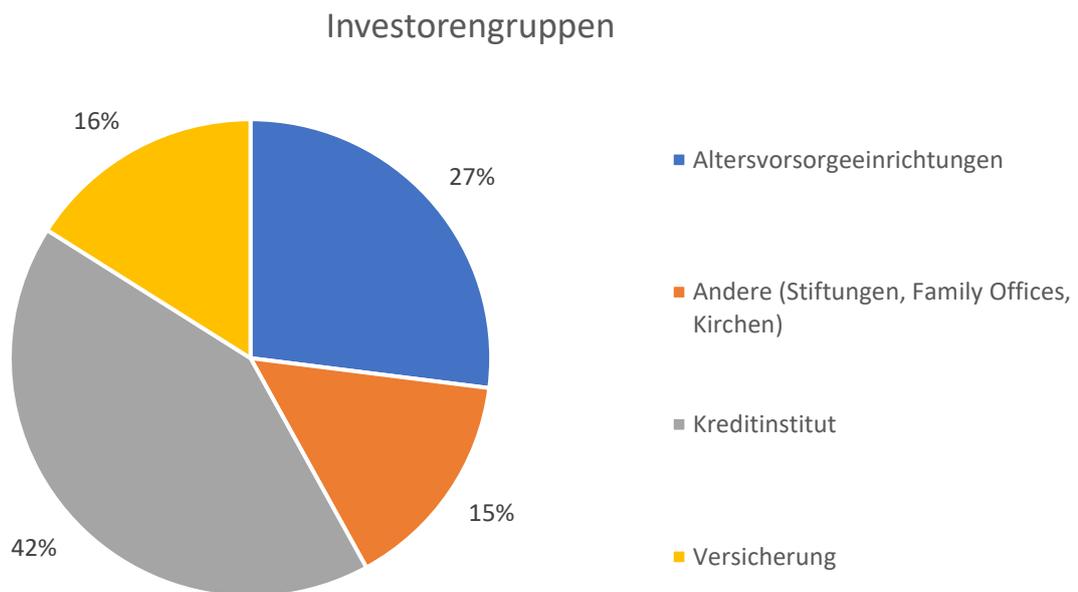


Abb. 3 „Investorengruppen“

## 3. Vorteile und Nachteile einer Master-KVG

### Hintergrund: Entwicklung des Master-KVG-Geschäfts

Nie war sie wichtiger als heute!

So oder ähnlich gefasst könnte man die aktuelle Standortbestimmung der „Master-KVG“ als zentrales Schanier in der Dreier-Konstellation „Institutioneller Investor – Asset Manager – Master KVG“ formulieren.

Die seit nunmehr fast drei Jahren andauernde Pandemie mit ihren unterschiedlich starken Auswirkungen auf die gesamte Menschheit, uns als Individuen, aber eben auch auf die Kapitalmärkte, hat dem KVG-Business zweifelsohne nochmal einen Schub verliehen. Unsicherheit verstärkt erfahrungsgemäß immer den Hang zur Suche nach einem sicheren Hafen. In dem herausfordernden Kapitalmarktumfeld, das zudem flankiert wird von einer Welle an regulatorischen Anforderungen an die Anleger, bildet die KVG als zentraler Verwalter der institutionellen Portfolien diesen Hort der Sicherheit. Da die im deutschen Markt tätigen KVGen ihr

Geschäftsmodell über die Jahre hin zu einem Lösungsanbieter, also weg vom Image des reinen „Administrators“, verfolgt haben, werden sie immer mehr als Partner empfunden.

Hätte die Corona-Krise nach einem kurzen Verlauf ein Ende gefunden, wäre vielleicht nicht so transparent geworden, wie wertvoll eine zentrale Organisation der Gesamtassets eines Anlegers ist.

Die aktuelle geopolitische Lage von der gestiegenen Inflation über die Deglobalisierung bis hin zum Kriegsgeschehen in der Ukraine feuert den Wunsch nach Sicherheit auch im Asset Management nochmal an. Es ist spürbar, wie sich gerade auch kleinere Institutionen wie zum Beispiel Berufsgenossenschaften oder Pensionskassen in dem jetzigen Umfeld einer KVG anvertrauen, um ihre administrativen Kapitalanlagethemen in professionelle Hände zu geben.

Dies beginnt bei so banalen Themen wie der zentralen Durchführung der Anlageausschlusssitzungen, bei denen die KVG Video-Konferenzen unter Zuschaltung der verschiedenen, für den Investor tätigen, Asset Manager aus einer Hand anbieten kann.

Am besten greifbar für den Anleger als Kunden der Master-KVG ist wie etwa für Einrichtungen der Altersvorsorge, Versicherungen oder Stiftungen alleine schon der Mehrwert im eigentlichen Funktionsbereich der Master-KVG, nämlich beim Reporting. Es ist schwer vorstellbar, wie ein Investor ohne den einheitlichen Zugriff auf „sein“ (Online-) Reporting einen professionellen Überblick über seine über mehrere Asset Manager verteilte Spezialfonds bewerkstelligen wollte.

Alleine die zusätzlichen Anforderungen aus dem regulatorischen Umfeld in Bezug auf ESG nötigen den KVGs alle Anstrengungen und Innovationskraft ab. Das „Reporting“ als der wesentliche Servicebaustein nimmt bei den Master-KVGs heute einen immer breiteren Raum ein bis hin zu granularen Auswertungen auch beim Aufsichts- oder Risiko-Reporting. Dabei hat die ursprüngliche Idee, unterschiedliche Mandate von verschiedenen Managern vergleichbar zu machen, nichts an ihrer Gültigkeit verloren, schon gar nicht unter komplizierten und teils schwer überschaubaren Umständen wie den aktuellen. Die real-time Lieferung der Daten über entsprechende Techniken wie Interaktive Online-Reportings verleihen dem Investor natürlich eine gewisse Sicherheit, alleine schon was die Aktualität und Genauigkeit der Datenlage angeht, die wiederum essentiell für weiterreichende taktische Entscheidungen auf Seiten des Anlegers ist. Sowohl in bilanzieller und steuerlicher Hinsicht vermag die KVG auf der obersten Ebene eine Harmonisierung bei der Bewertung der Assets herbeizuführen

So verwundert nicht, dass das Service-Angebot der Master-KVGs in Anlehnung an die laufenden Anpassungen an neue Entwicklungen komplexer wird und unaufhaltsam steigt. Wie im vorigen Jahr 2021 stellten wir allen Teilnehmern wieder

- 20 Kriterien zur Auswahl, worin sie Vorteile in der Beauftragung einer Master-KVG erblicken und
- 13 Gesichtspunkte, warum die Einbindung einer Master-KVG Nachteile aufweisen könnte.

Dies bedeutet gegenüber den allerersten Befragungen im Jahre 2004 praktisch eine Verdoppelung der Kriterien und untermauert das über die fast zwei Dekaden gewachsene KVG-Profil.

Nachdem das BAKred noch im Jahre 1997 das sog. Auslagerungsverbot postulierte, wonach die Verwaltung von Fonds nicht an Dritte vergeben werden durfte, starteten nach dessen Aufhebung mit dem InvestmentG (2003) auch die ersten Master-KAGs mit Ihrem Business. 2003/2004 betrugen die institutionellen Gelder ca. 400 Mrd. €; heute sprechen wir über ein Spezialfondsvolumen von um die 2 Bio. €, das zu rund 75% bis 80% von Master-KVGs administriert wird. Darauf kommen wir später noch zu sprechen.

Klassische Risiko-Reportings greifen insbesondere bei Anlegergruppen wie Versicherern oder Vorsorgeeinrichtungen, aber auch Banken. So reichen die spezifischen Angebote von Reports gemäß Solvency II / AnlageVO, Basel IV, DerivateVO bis zur Durchführung von Stress Test-Szenarien. Darüber hinaus werden im Reporting mit realistischen Bewertungen sämtliche Alternativen Investments bis zu Immobilien oder auch Direktanlagen abgedeckt. Oftmals runden Overlay-Segmente zur Steuerung des

Gesamt-Portfolios den Umgang mit dem Thema Risikomanagement ab. Das Risiko-Controlling wird gerade in schwierigen Kapitalmarktzeiten immer mehr zum geschätzten Service auf Seiten der institutionellen Anleger. Die Übernahme des z.B. versicherungsrechtlichen Meldewesens an die Aufsichtsbehörden, das Führen von Kapitalanlagebüchern oder die Möglichkeit der aktiven Nutzung des Order Desks durch den Investor gehören heute ebenso zur Produktpalette.

Die seit Frühjahr 2022 (Ukraine-Konflikt) gestiegenen Unsicherheiten an den Kapitalmärkten trugen nicht unwesentlich zur Steigerung des Master-Businesses bei. Ein Antreiber des Master-Geschäfts waren sicher diverse Finanzmarktkrisen, die wir im Laufe der letzten knapp zwei Jahrzehnte durchlaufen haben. Die letzten Jahre haben uns vor Augen geführt, dass von dieser Seite und hier insbesondere der politischen Einflussnahme auf die Märkte, keine Entspannung zu erwarten ist. Ganz im Gegenteil, tun sich immer wieder neue Felder auf, die einer Regulierung zugeführt werden; denken wir alleine an das Thema nachhaltiger Investments, das seit gerade einigen Jahren mit enormer Wucht das Parkett betreten hat.

Wenn wir folgend auf die Frage der „Vorteile“ der Einbindung einer Master-KVG eingehen, so sei nochmal auf den enormen Investitionsaufwand gerade bei den Anbietern hingewiesen. Ob sich das „Modell Master-KVG“ am Ende „rechnet“, hängt zum großen Teil von dem Erreichen eines - je nach Anbieter unterschiedlich zu bemessenden - „break-even“-Punktes und damit von der Erreichung eines skalierbaren Master-Volumens ab. Wir hatten eingangs darüber berichtet, dass auch immer wieder KVGen wie jüngst im Jahr 2021 ihr Geschäftsmodell aufgeben. Das hängt unter anderem mit der teils als unbefriedigend eingeschätzten Gebührenstruktur zusammen, auf die wir später noch näher eingehen werden. Jedenfalls gehören Basispunkte selbst im oberen einstelligen Bereich der Vergangenenheit an.

Die heute am Markt etablierten Master-KVGen haben aber alle die Chance ergriffen und keine Investitionen gescheut, um dem hohen Anforderungsprofil ihrer Kunden gerecht zu werden. Die Erweiterung ihrer Service-Angebote mündete bereits vor gut zehn Jahren in dem Begriff „Full-Service-KVG“, was so viel heißt wie die Übernahme einer „Allround-Anbieter“- Rolle.

### **Befragung aller Teilnehmer – Vorteile einer Master-KVG**

Wenn auch der Fokus unserer Analyse immer auf der Seite der unmittelbaren Kunden der KVG-Services und damit bei den institutionellen Investoren liegt, so ist uns doch sehr daran gelegen, ein nicht nur umfängliches, sondern auch objektives Bild aller Marktteilnehmer einzufangen.

Aus diesem Grund haben wir In unsere Befragung alle wesentlich im Master-KVG Geschäft betroffenen drei Gruppen einbezogen, nämlich die Master-KVG-Anbieter, die institutionellen Anleger sowie die Asset Manager.

Unser umfangreicher Kriterienkatalog spiegelt zum einen die zunehmende Dynamik des Master-KVG-Marktes wider, andererseits zeigt sich, dass der Spielraum zur Generierung neuer Innovationen schmaler geworden ist.

Optimierungsbedarf der Systeme ist ein ständiger Begleiter der KVGen und dies hat auch seinen guten Grund. Im Rahmen von Ausschreibungen versuchen die Master-KVGen wenn irgend möglich keinerlei offene Flanken zu bieten. Muss eine KVG zum Beispiel beim ESG-Reporting gänzlich passen, so ist dieser Malus heute praktisch nicht mehr auszugleichen. Da die institutionellen Auftraggeber selbst vor dem Dilemma stehen, für Themen wie Nachhaltigkeit in den nächsten Jahren gewappnet zu sein, müssen sie diese Anforderungen eins zu eins als verlängerten Arm an ihre Master-KVG weiterreichen. Selbst echte Spezialthemen wie etwa die Erstellung eines Reportings gemäß US-GAAP für nach diesen Standards reportingpflichtige deutsche Investoren werden heute von einigen Master-KVGen im Angebot geführt - zumeist unter Zuhilfenahme von Kooperationspartnern. Die heutigen Fondsbuchhaltungssysteme sind auf solche Eventualfälle in aller Regel eingerichtet.

Unser besonderes Interesse gilt wie immer den institutionellen Investoren. Bei der Betrachtung der von Seiten der Anleger angegebenen Vor- sowie die Nachteile haben sich gegenüber dem Vorjahr einige grundsätzliche

Verschiebungen ergeben, die zwar nicht dramatisch sind, jedoch gewisse Trendänderungen andeuten; so zum Beispiel bei den Themen „Risikobetrachtung“, „mehr Kostentransparenz bei Asset Manager-Leistungen“ oder auch ganz allgemein bei dem Ziel, den „Administrativen Aufwand zu reduzieren“.

Nur bei etwa einem Viertel der Kriterien verzeichneten wir vergleichbare Werte wie im Vorjahr 2021. Bei immerhin acht Kriterien ergaben sich höhere Prozentwerte, waren also mehr Anleger der Ansicht, dass das Kriterium als Vorteil anzusehen sei. Hingegen gab es bei sieben Kriterien negative Veränderungen. In Ausnahmefällen erreichte die Differenz zum Vorjahr bis zu 20%!

Die befragten Master-KVG-Anbieter neigen naturgemäß zu einer starken Überzeugungskraft für ihre Services. Weniger KVGen (im Vorjahresvergleich) waren -genau wie beim Vergleich Vorjahr zu Vorvorjahr- auch im Jahr 2022 von der Vorteilhaftigkeit etwa der „Integration von Immobilien“ in eine Master-KVG überzeugt, ebenso bei dem Kriterium „Kostentransparenz für AM-Leistungen und Gebühren“. In Summe stiegen die Balkendiagramme -und damit die Prozentsätze- bei den von den KVGen empfundenen Vorteilen einer Master-KVG aber an, insbesondere bei den Reporting-Services wie ein „Einheitliches ESG-Reporting“ – Angebot. Wie aus dem Balkendiagramm zu ersehen, bewegen sich die Prozentwerte auf einem sehr komfortablen Niveau, bei keinem Kriterium unterhalb 50%.

Große Übereinstimmungen zwischen den Einschätzungen der KVGen und der Investoren finden sich wie in den Vorjahren auch in diesem Jahr 2022 nur in wenigen Fällen, so zum Beispiel bei dem Kriterium „Zentrales und einheitliches Reporting“.

Die Gruppe der „Asset Manager“ bewertete eine Reihe von Kriterien noch einmal kritischer als im Jahr 2021 und bewegte sich damit deutlich näher an den etwas kritischeren Werten der Investoren als an den euphorischen Prozentsätzen der Master-KVGen. Da die Asset Manager das Master-Geschäft über Abstimmungsprozesse oder Anlageausschusssitzungen recht gut einzuschätzen vermögen, bildet ihre Einschätzung eine gute Klammer zwischen den Anlegern und den Master-KVGen.

#### *Vorteile einer Master-KVG – Einzelne Kriterien*

Im Folgenden möchten wir gezielt auf die Punkte eingehen, die insbesondere aus der Perspektive der Investoren von Interesse sind, und wollen diese den Einschätzungen der KVGen und der Asset Manager gegenüberstellen. Der Übersichtlichkeit halber beginnen wir wie immer top-down betrachtet mit den höchsten Prozentzahlen aus der Warte der „Institutionellen Investoren“.

#### Reporting:

Nach wie vor wird das Master-KVG-Geschäft primär mit allen Services rund um das Thema „Reporting“ assoziiert.

Das Reporting ist nach wie vor der entscheidende Vorteil aus Sicht der Investoren und damit der Dreh- und Angelpunkt des KVG-Geschäfts. Seit dem Start des Master-Businesses im Jahr 2003 ist das Reporting das am besten greif- und nachvollziehbare und damit das maßgebende Angebot, das für die Beauftragung einer Master-KVG spricht. Allerdings hat die Komplexität der Reports enorm zugenommen.

Das zentrale und einheitliche Reporting liefert dem Anleger sämtliche Fondsinformationen aus einer einzigen Quelle, nämlich der KVG, und sorgt für eine Vergleichbarkeit der Performance- und Risiko-Ergebnisse. Nach 90% im Vorjahr haben jetzt wieder genau neun von zehn Investoren diesen Service als entscheidenden Vorteil ausgemacht. Diese Verstärkung auf hohem Level ist darauf zurückzuführen, dass die Komplexität der auch regulatorischen Reportinganforderungen immer weiter wächst und auch die Ansprüche an die technischen Systemlandschaften mit zum Beispiel Real-time - Abrufmöglichkeiten der Master-Fonds-Daten ansteigen.

Bei den Master-KVGen sieht das Bild genauso aus.

Die Master-KVGen waren über die letzten fast zwanzig Jahre gezwungen, erhebliche Mittel zu investieren, um den jeweils aktuellen Anforderungen an ein transparentes Reporting gerecht zu werden. Beispiele für besondere Reportinganforderungen sind auch die Bereitstellung von Dashboard- oder Management-Reports. Die Verbesserungen beim Reporting betreffen zudem die inhaltliche Ausgestaltung der Reports wie Datenlieferungen zum Beispiel nach der Aufteilung nach Assetklassen, Integration von Derivateaufstellungen, Umsatzlisten, Duration, Ratings sowie Aufsplittungen nach Länder-Exposures.

So verwundert nicht, dass bei dieser Komplexität das „Risiko-Reporting“ nach wie vor bei zwei von drei Anlegern als eindeutiger Vorteil identifiziert wird.

Nachhaltigkeits-Reports gewinnen kontinuierlich in der Gunst der Anleger, wenn jetzt 62% der Anleger (nach 57% im Jahr 2021) ein ESG-Reporting als vorteilhaft erachten; im Jahr davor, also 2020, waren es nicht einmal 30% der Anleger, die die exponentiell ansteigenden Anforderungen für dieses Spezial-Reporting erkannt hatten.

Konsequent integrieren Master-KVGen deshalb auch in zunehmendem Maße Modelle zur Veranschaulichung und Kontrolle der Einhaltung von „Nachhaltigkeits“-Kriterien und bieten darüber hinaus Sensitivitäts-Analysen an. Diese Auswertungen können aufzeigen, welche Auswirkungen in einem Portfolio stattfinden, wenn bestimmte Einzeltitel beispielsweise mit einem höheren ESG Score im Portfolio integriert würden. Auch die Steuerung eines ESG-Portfolios anhand von Rahmenbedingungen wie die Mindesteinhaltung der 2 Grad Erwärmung über sämtliche Einzeltitel in einem Portfolio hinweg gehören heute zum Repertoire einiger Master-KVGen.

Die individuellen Reports bieten darüber hinaus granulare Analysen bei der Performance- Attribution, die Darstellung von Stress Test-Szenarien bei Annahme vorgegebener Marktentwicklungen (z.B. Zinssteigerung um 100 BP) oder auch Sonderauswertungen zur Kontribution einzelner Manager bzw. Portfolien.

Das heute flächendeckende Angebot beim eReporting oder zum Teil auch von web-basierten Reporting-Systemen stellt ein hohes Maß an Bedienerfreundlichkeit sicher.

Einen hohen Stellenwert im Zusammenhang mit einem zentralen Reporting nehmen heute auch ganz praktische Erwägungen ein wie:

- Bietet die Master-KVG auch Schulungen zur Einführung des Reporting-Tools an?
- Inwieweit kann ich als Anleger Nutzungsrechte für einzelne Mitarbeiter flexibel festlegen?
- Welche Möglichkeiten stehen mir zur Verfügung, ein auf meine Bedürfnisse zugeschnittenes Reporting eigenständig zusammenzustellen?
- In welcher Weise und in welchem zeitlichen Rahmen kann ich auf die Ansprechpartner im Reporting bei der Master-KVG zugreifen?

Im Bereich des Reportings fühlen sich die Master-KVGen von Natur aus zu Hause. Von daher überrascht es nicht, dass fast alle Master-KVGen (88%) das „Zentrale und einheitliche Reporting“ als den wesentlichen Vorteil ihres Gesamtangebotes betrachten. Auf vergleichbarem Niveau gaben die KVGen ihr Angebot im Bereich Risiko- wie auch ESG-Reporting als vorteilhaft an.

Auch die Asset Manager, die traditionell mit ihren positiven Aussagen haushalten, identifizieren mit 92% (Vj.: 96%) diesen Aufgabenkomplex des Reportings als den essentiellen Vorteil im Angebot der Master-KVGen.

Bei den Investoren hat der Wert bei dem Kriterium des „Aufsichtsrechtlichen Reportings“ mit jetzt 66% (nach 62% in 2021) wieder etwas zulegen können. Die Schaffung von Transparenz mit Blick auf die jeweilige Aufsichtsbehörde (wie etwa die BaFin) ist für die betroffenen Institutionen auf Anlegerseite nach wie vor eine

spürbare Arbeitserleichterung. Die Master-KVGen wissen mit ihren Angeboten im aufsichtsrechtlichen Bereich um ihre Stärken (100%). 92% der Manager teilen diese Ansicht (Vorjahr: 84%).

Im weiteren Bereich des „Reportings“ ist auch das von uns abgefragte Kriterium der „Einheitlichen Bewertung der Vermögensgegenstände und somit einem höheren Grad an Vergleichbarkeit bei der Performance“ anzusiedeln. Über 50% der Investoren schätzen die Möglichkeit dieser zusätzlichen Transparenz, auch Fonds in verschiedenen Segmenten einer Vergleichbarkeit zuführen zu können. Im Vorjahr lag der Wert bei lediglich 38%.

#### Verbesserung von Transparenz, Risikokontrolle – und steuerung

Transparenz und darauf aufbauend die Steuerung von Portfoliorisiken sind für institutionelle Anleger eine unabdingbare Voraussetzung, um ihr Gesamtportfolio professionell und effizient verwalten und steuern zu können. Das im vorigen Abschnitt behandelte „Risiko-Reporting“ ist Ausfluss der Anforderungen an ein effizientes Risikokontrollsystem. Institutionelle Anleger sind heute aufsichtsrechtlich gefordert, kurzfristig Risikokennzahlen (z.B. Sharpe Ratio, VaR-Berechnung, Szenarioanalysen) zu liefern. Gerade in der aktuellen und von einer ganzen Reihe von Unsicherheitsmomenten gezeichneten Zeit bilden solche Angebote wichtige Tools zur Schaffung von Transparenz und Steuerung des Risikos in der Institution des Investors.

72% und damit absolut 20% mehr Investoren (52% im Jahr 2020) sehen in solchen Angeboten einen großen Vorteil einer Kundenverbindung. 62% der Asset Manager und 75% der Anbieter auf der KVG Seite teilen diese Ansicht.

#### Reduzierung des administrativen Aufwands

Erstaunlicherweise gaben im letzten Jahr 2021 nur 43% der Anleger an, dass sie in der Reduzierung des bei Ihnen entstehenden Aufwands durch die Einbindung einer Master-KVG einen Vorteil erblicken. Im Jahr 2022 sind es bereits 66%, also zwei Drittel der institutionellen Anleger, die die Aufwandsminimierung entsprechend positiv einschätzen.

Wie schon an anderer Stelle erwähnt, sind über die letzten zwölf Monate neue KVG-Mandate vergeben worden. Die Anzahl der Nutzer ist gestiegen, was auch die hohe Quote der an dieser Studie teilnehmenden und bereits mit einer KVG verbundenen Investoren eindrucksvoll unterstreicht. Es besteht kein Zweifel, dass der regulatorische und damit administrative Aufwand in den Häusern institutioneller Anleger angestiegen ist und diese Entwicklung auch künftig andauern wird. Alleine die zunehmenden Anforderungen beim Reporting der ESG-bezogenen Kriterien werden Asset Manager wie Investoren verstärkt in Anspruch nehmen.

Die im deutschen Markt tätigen Master-KVGen sind in der Lage, den Investoren einen Großteil dieser Aufgaben bis hin zum Meldewesen abzunehmen. Diese Erkenntnis setzt sich bei institutionellen Investoren offensichtlich immer stärker durch.

#### Zentraler Ansprechpartner

Waren die Betreuungsaspekte lange Zeit eher ein Commodity, das institutionelle Investoren zu schätzen wussten, ohne diesen Gesichtspunkt allerdings zu sehr wertzuschätzen, so hat sich das Bild bis heute verändert.

Die Betreuungskomponente spielt im gesamten Asset Management eine zunehmende und bei einigen Anlegern auch mit entscheidende Rolle bei der konkreten Auswahl der KVG.

Die Kundenbetreuung aus einer Hand mit einem zentralen Koordinator auf Seiten der Master-KVG wird von gut jedem zweiten Anleger (52%) als Vorteil geschätzt; und damit mehr als im Jahr 2021 (48%).

Eine Bestätigung für den hohen Stellenwert liefert auch die von unserem Haus vor einigen Jahren veröffentlichte Studie zum Thema „Kundenbetreuung“. Die Analyse zeigt auf, dass von Kunden ebenso die Kontinuität in der Person des Betreuers sowie eine umfassende Expertise geschätzt werden. Es ist

offenkundig, dass immer mehr Kunden auch bei Ausschreibungen diese Ressourcen bei der Master-KVG kritisch hinterfragen und auch Optimierungsbedarf im Betreuungsverhältnis sehen. Mit wachsenden Assets und Administration auf KVG-Seite kann sich dieses Verhältnis zum Negativen hin wenden. Auch andere Gründe für starke Personalfluktuaton oder gesellschaftsrechtliche Veränderungen können Anlass zu einer kritischeren Hinterfragung der Kundenbeziehung sein.

Die Master-KVGen haben die Bedeutung eines professionellen Betreuungskonzeptes mit einem zentralen Kundenbetreuer erkannt und entsprechend große Ressourcen und Engagement in ein umfassendes Betreuungskonzept gesteckt. Das sehen heute alle KVG-Anbieter so, genau wie bereits im letzten Jahr. „Nur“ 54% der „Asset Manager“ teilen diese Einschätzung.

### Kostentransparenz

Die zunehmenden Probleme, den Rechnungszins oder gar darüber hinaus eine Überschussrendite zu erwirtschaften, verstärkt die Sensibilität über alle Kostenkomponenten im Asset Management hinweg. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der zum Teil nicht leicht nachvollziehbaren Gebührenstrukturen im Asset Management, aber auch im Bereich der Verwahrstellen (Stichwort: Ticket fees) rückt auch das Thema Kostentransparenz stärker in den Fokus der institutionellen Anleger. Dabei geht es um die Aufgliederung der Kosten auf Seiten der Asset Manager, die über die eigentliche Grundgebühr hinaus Zusatzkosten z.B. in Form von Performance-Fees mit/ohne Hurdle Rates etc, Ticket-Fees oder Ähnlichem erheben. Dieser Aspekt wurde von 41% der Anleger als Vorteil gewürdigt gegenüber nur jedem dritten Investor noch im letzten Jahr 2021.

Bei Master-KVGen (nur noch 50% nach 60%) und den Asset Managern mit 38% wird die Vorteilhaftigkeit einer Kostentransparenz unterschiedlich eingeschätzt.

### Integration von illiquiden Anlageklassen und Möglichkeit der Einbindung von Immobilienbeständen

In dem derzeit volatilen und von vielen Unsicherheitsmomenten geprägten Kapitalmarktumfeld gewinnen wie schon an verschiedenen Stellen erwähnt Alternatives wie Infrastruktur, Private Debt, Private Equity und natürlich Immobilien an Bedeutung bei der Asset Allokation institutioneller Investoren. Immobilien machen heute schon um die 20% der durchschnittlichen Assets aus, wie die TELOS-Zufriedenheits-Studie 2022 aufgezeigt hat. Infrastruktur wird bereits zu über 4% der Gesamtassets integriert und bei Private Debt und Private Equity liegen die Prozentsätze auch bei um die 3%. Die Bewertung, Administration und das Reporten von Alternatives ist für alle KVG-Anbieter heute ein wichtiger Service, um im Markt kompetitiv zu bestehen. Gut jeder dritte Investor (34%) hält diesen Service für einen wichtigen Vorteil; auch die Einbindung von Immobilienbeständen wird aktuell von 17% der Investoren goutiert. Die Prozentsätze liegen damit etwas unter dem Vorjahre niveau (2021); insgesamt unterstreichen sie jedoch die zunehmende Bedeutung der Integrationsmöglichkeit von Alternatives in institutionellen Master-Portfolien.

Im Durchschnitt meinen lediglich zwei von drei der KVGen, dass sie ihren Kunden im Bereich Infrastruktur damit einen Vorteil bieten; im Bereich Alternatives sind es 75%. Interessanterweise liegen die Prozentsätze bei den Asset Managern nur bei um die 15% bis gut 20%!

### Weitere Gesichtspunkte

Je unsicherer das Umfeld, desto größer das Bedürfnis nach Sicherheit. Dies zeigt sich auch in der aktuellen Lage. 24% der Anleger sehen auch die im Zusammenhang mit der Beauftragung einer Master-KVG verbundene erhöhte „Prozess- und Datensicherheit“ in Verbindung mit klar definierten Schnittstellen“ als Vorteil einer Master-KVG an. Dies erklärt sich aus dem Umstand, dass die Master-KVG als Spezialist dem Anleger diese Tätigkeiten im eigenen Hause abnimmt und insoweit für die Sicherheit der Prozesse Sorge trägt. Hinzu kommt ohne das Einschalten einer Master KVG der interne Aufwand, sämtliche Prozessanpassungen selbst übernehmen zu müssen.

Bei dem zuvor behandelten Kriterium „Reduzierung des administrativen Aufwands“ votierten zwei Drittel der Anleger für diesen Gesichtspunkt. An sich würde man eine gewisse Korrelation mit dem Kriterium „Zeitersparnis“ erwarten. Immerhin spart alleine die Organisation der Anlageausschusssitzungen durch die

Master-KVG einen erheblichen Aufwand auf Anlegerseite ein. Einzelabreden mit dem Asset Manager können so organisatorisch stark konzentriert werden. Das sieht jetzt fast jeder dritte Anleger so. Von der Tendenz her liegen die Master-KVGen ähnlich kritisch, wenn nur jede zweite KVGen „Zeitersparnis“ als echten Vorteil bewertet.

### "Vorteile einer Master-KVG"

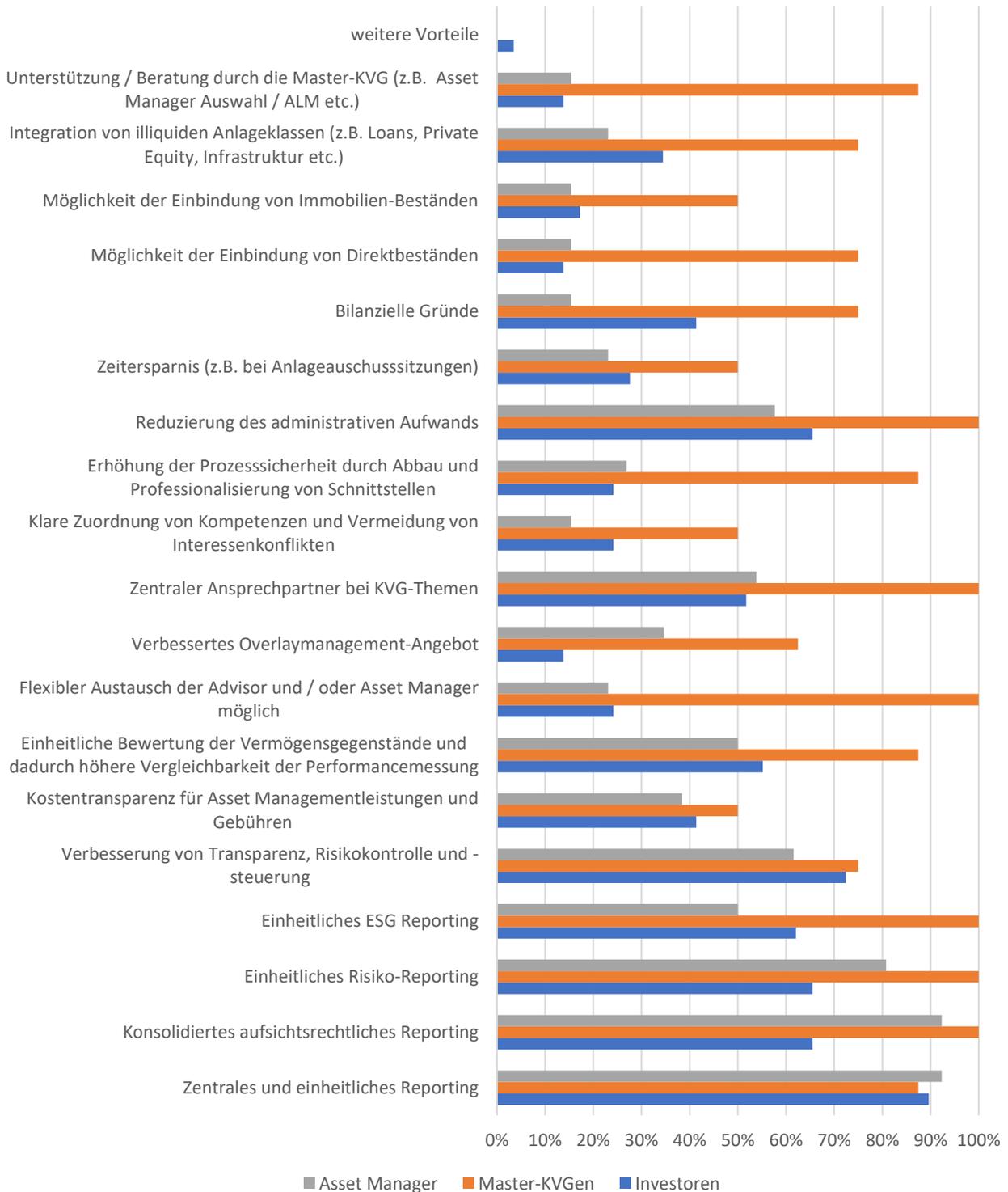


Abb. 4: „Vorteile einer Master-KVG – Investoren, Master-KVGen und Asset Manager“

## Nachteile einer Master-KVG – Einzelne Kriterien

Eine Master-KVG ist naturgegeben kein Selbstläufer für die Kunden, also institutionelle Investoren, sondern fordert diese auch und generiert über Schnittstellen auch (z.B. Abstimmungs-) Aufwand und natürlich Gebühren. So gibt es eben auch die andere Seite der Medaille. Allerspätestens bei dem angesprochenen Kriterium „Kosten“ wird deutlich, dass die Inanspruchnahme eines anspruchsvollen Services mit einer vollständigen Abdeckung aller administrativen und regulatorischen Herausforderungen und Ansprüche auf Seiten des Anbieters hohe Aufwendungen generiert und entsprechend auch nachteilige Auswirkungen mit sich bringen kann. Diese können sich bei den institutionellen Anlegern je nach Branche und Größe in unterschiedlicher Ausprägung bemerkbar machen.

Wir hatten bereits darauf hingewiesen, dass nicht zuletzt in dem nach wie vor von diversen Krisenherden geprägten negativen Sentiment und der generell spürbaren Verunsicherung immer mehr auch kleinere institutionelle Investoren dazu übergehen, sich nicht nur mit der Mandatierung einer Master-KVG zu beschäftigen, sondern diese auch konkret zu nutzen. Dies gilt für Altersvorsorgeeinrichtungen genauso wie für öffentlich-rechtliche Institutionen. Auch bei letzteren Institutionen finden in immer stärkerem Maße illiquide Assets Eingang in die Portfolien.

Stellt sich die Frage nach der Mandatierung einer Master-KVG, so muss letztlich in jedem Haus abgewogen werden, ob die Optimierungen auf der Verwaltungsebene den entstehenden Zusatzaufwand bis hin zu den Kosten und Gebühren kompensieren können.

Diese hängen wiederum stark davon ab, inwieweit der Investor über das standardmäßige Master-KVG-Geschäft (z.B. Reporting) hinaus in Erwägung zieht, individuelle Zusatz-Service-Bausteine wie zum Beispiel ein Overlay - Management oder auch Spezial-Reports in Anspruch zu nehmen.

Allerdings ist anzumerken, dass die Master-KVG heutigen Zuschnitts nicht mehr mit den Ursprüngen der - seinerzeit noch - „Master-KAG“ zu vergleichen ist. Die Master-KVG nach heutiger Form ist für institutionelle Anleger ab einer gewissen Größenordnung kaum noch wegzudenken. Ein schlagendes Argument dafür sind alleine die hohen und einem ständigen Wechsel unterliegenden regulatorischen Anforderungen, denen Investoren ausgesetzt sind. Die Master-KVG übernimmt an dieser Stelle das laufende Screening aller für den jeweiligen Kunden relevanten gesetzlichen Anpassungen und setzt diese auch konsequent um. Es leuchtet ein, dass dies für die KVG selbst einen hohen auch personellen Aufwand bedeutet, sei es durch die Rekrutierung von eigenem Fachpersonal in Rechts- oder Steuerabteilungen oder durch die Inanspruchnahme von externen Spezialisten wie Steuerberatungsgesellschaften.

Die rechtliche Komplexität der Materie bindet Ressourcen auf beiden Seiten und führt an der einen oder anderen Stelle auch zu Abhängigkeiten, die als nachteilig empfunden werden (können).

Die 2022-er Master-KVG-Studie fördert wieder interessante, und wie im Vorjahr weniger (!) kritische, Ergebnisse zutage. Von den dreizehn angebotenen Kritikpunkten („Nachteilen“) kreuzten die Investoren gerade die Hälfte überhaupt an. Im Vergleich zum Vorjahr sind von Seiten der institutionellen Investoren damit eine Reihe von zuvor (wenn auch zum Teil nicht mit hohen Zustimmungswerten) angegebenen Negativkriterien gar nicht mehr als negativ betrachtet worden.

Summarisch können wir sagen, dass die Investoren sich bei lediglich einem Kriterium der zur Wahl gestellten dreizehn Kriterien kritischer geäußert haben als im Vorjahr 2021, also die Nachteile noch stärker empfunden haben. Bei zwei Kriterien herrschte kritischer Gleichklang mit dem letzten Jahr. Wie bereits erwähnt, nahm bei einigen Punkten die kritische Haltung sogar gänzlich ab.

Um die 20% und mehr der Investoren wurden bei folgenden Punkten gezählt:

- auf der Kostenseite (67% der Anleger im Vergleich zu ebenfalls rund zwei Drittel der Anleger in 2021)
- „Verlust von Fachwissen im eigenen Haus“ (53% nach nach „nur“ 10% im Jahr 2021) sowie
- „Abhängigkeit“ von der Master-KVG (40% der Anleger gegenüber 43% in 2021).

Hingegen wurden folgende zwei interessante Punkte praktisch gar nicht mehr als Negativpunkte betrachtet:

- Probleme bei der Integration illiquider Assetklassen wie Infrastruktur und auch Immobilien in die Master-Struktur mit keinen Nennungen (0%) gegenüber um die 15% bis 20% im letzten Jahr sowie
- „Master-KVGen sind lediglich für größere institutionelle Anleger geeignet“ mit jetzt 0% Nennungen gegenüber fast 20% im Jahr 2021.

Die Anbieter selbst gaben sich hingegen bei einigen Punkten wie der „Integration illiquider Assetklassen“ selbstkritischer als es die auf Seiten der Investoren gerade benannten Meinungen vermuten ließen.

Wie im Jahr zuvor folgen wir dem Muster, das wir bei der Erörterung der „Vorteile“ angewendet haben. Ausgehend von den am meisten kritisierten Gesichtspunkten der institutionellen Anleger schauen wir uns das Meinungsbild bei den Anbietern sowie den Asset Managern an.

Die von uns vorgeschlagenen möglichen negativen Gesichtspunkte wurden wieder in zwei Gruppen unterteilt, einerseits die „gut messbaren“ und andererseits die eher „als nachteilig angesehenen oder als solche empfundenen“ Punkte.

### Kosten

An erster Stelle der Nachteile rangieren wie im Vorjahr die allgemeinen „externen Kosten“ für die Administration. Die mit der Beauftragung einer Master-KVG verbundenen „Kosten“ werden aktuell von 67% (nach ebenfalls 67% in 2021) und damit zwei von drei Teilnehmern als negativ empfunden. Die Sensibilität beim Thema Kosten ist auch bei den Anbietern mit jetzt 25% nach 14% im letzten Jahr spürbar, wenn auch nur von wenigen Häusern angegeben. Nur noch 7% der Asset Manager (2021: 20%) assoziiert die zusätzlich bei der Master-KVG anfallenden Kosten mit einem echten Nachteil.

Der stabil hohe Anteil kritischer Stimmen von Investorensseite überrascht - wie bereits im letzten Jahr angemerkt - in seiner Klarheit und vor dem Hintergrund eines ausgesprochen kompetitiven Master-KVG Marktes mit teilweise sehr niedrigen BP-Sätzen je nach Volumen und Ausgestaltung des KVG Mandates.

Drei Aspekte sollten dabei nicht übersehen werden.

1. Zum einen „sparen“ Investoren durch die Einschaltung einer Master-KVG Kosten, die sonst vielleicht im eigenen Hause anfallen würden, z.B. umständliche Recherchearbeit, um bei aufsichtsrechtlichen Themen á jour zu bleiben. Gegenüberzustellen sind fairerweise auch die Kosten zum Beispiel für zusätzlich zu rekrutierendes Personal oder neue Software-Programme, die in Abwägung zu den Gebühren für die Master-KVG aufzubringen sind.
2. Profitieren können Investoren zudem von dem aktuellen Umfeld, in dem Master-KVG-Anbieter teilweise extrem kompetitive Angebote abgeben. Ob dieser Wettbewerb „gesund“ ist, steht auf einem anderen Blatt. Tatsache ist, dass Anbieter bewusst mit sehr günstigen Angeboten in eine Ausschreibung einsteigen, alleine „um“ das Mandat zu erhalten und damit zusätzliches Volumen und

womöglich eine interessante „Referenzadresse“ zu gewinnen. Da sind aus unserer Erfahrung heraus Hebel von Faktor „3“ bei den Gebühren nicht die Ausnahme.

Nicht alle Häuser gehen diesen Preiswettbewerb mit. Um ein Beispiel zu bemühen: ob der Anleger auf ein Volumen zum Beispiel von 1,0 Mrd.€ als Management-fee 2 BP oder 4 BP entrichtet, macht p.a. immerhin stolze 200.000,- € Differenz aus. Da viele Verträge - zum Beispiel im Bereich öffentlicher Ausschreibungen - mit einer festen Vertragslaufzeit und dementsprechend fixierten Gebühren über einen z.B. 5-Jahres-Zeitraum ohne Anpassungsmöglichkeiten innerhalb dieser Zeit ausgestaltet sind, sprechen wir in unserem Beispiel über ein mögliches Einsparvolumen von sage und schreibe 1 Mio.-€.

Ein Anbieter mit einer höheren Gebühr hat vielleicht seine guten Gründe, warum er entsprechend preist. Oftmals sind es schlicht kalkulatorische Erwägungen. So werden für die interessante Kundengruppe von Versicherungen oder Versorgungswerke entsprechende Programme etwa für das aufsichtsrechtliche Meldewesen bis hin zum Führen des Kapitalanlagenebenenbuches entwickelt. An der Stelle erhebt sich die aus Sicht der Investoren nicht unberechtigte Frage, inwieweit sie eine höhere Gebühr akzeptieren sollen, die letztlich auf aufwändige Projekte zurückzuführen sind, deren daraus resultierende Leistungsangebote sie selbst aber niemals in Anspruch nehmen werden; diese Entwicklungskosten werden am Ende der Tage aber auf alle Kunden „umgelegt“. Verfügt etwa ein Investor über keine Immobilien, so macht es keinen Sinn, für dieses Set-Up, das andere Investoren nutzen, bei der Master-KVG indirekt mit zu bezahlen und mittelbar diesen Sektor quersubventionieren.

3. Wird ein Master-KVG-Mandat vergeben, so fallen bei den aktuell noch frei agierenden Asset Managern (die in das Master-KVG-Konstrukt integriert werden sollen) zudem weniger Reporting-Tätigkeiten an. Die Erfahrung zeigt, dass man mit der Fondsgesellschaft über eine Anpassung der Management-Fee sprechen kann, was am Ende zumindest einen Teil der bei der Master-KVG entstehenden Zusatzkosten ausgleicht.

Den Punkt der „Kosten für Extra-Services“ wie das VAG-Reporting oder das Führen von Nebenbüchern hatten wir wie auch 2021 gesondert abgefragt. Fast auf Augenhöhe zum Vorjahr sehen wieder 13% der Anleger die Gebühren für Extra-Services als nachteilig an. Offenbar unterscheiden die institutionellen Anleger klar zwischen den Standardgebühren und den Fees für Extra Services.

Nicht ganz zu Unrecht versuchen die Master-KVG-Anbieter, sich besondere Leistungen gesondert vergüten zu lassen, teils auch, um die teils im Zuge eines Beauty Contests niedriger angesetzten Grundgebühren auszugleichen.

Bei den Master-KVGs scheint die angewachsene Sensibilität der Kunden in Bezug auf die Standardgebühren (25% und damit jede vierte KVG sieht hier einen nachteiligen Effekt) und schon gar nicht bei den Gebühren für Extra-Services (hier sieht nach wie vor keine KVG einen Nachteil) nicht angekommen zu sein.

Einige Anbieter erheben über die in Basispunkten gemessene Vergütung auch Segment-Gebühren, Set-Up-Gebühren für das Aufsetzen des Mandates oder extra Fees im Zusammenhang mit der Erstellung von Sonder-Reportings. Hier gilt es, einen genauen Blick darauf zu werfen, was bei der einen Master-KVG als Standard-Reporting in der Pauschalgebühr enthalten ist.

### Verlust von Fachwissen

Bei diesem Gesichtspunkt korrelieren die Ergebnisse auf Seiten der Investoren und der Master-KVG erstaunlich genau. Waren es im Vorjahr 2021 lediglich 10% der institutionellen Entscheidungsträger, die einen Verlust von Fachwissen durch die Installierung einer KVG beklagten, so schnellte der Prozentsatz in diesem Jahr um das Fünffache nach oben auf 53%. Diese Zahl liegt auf Augenhöhe mit den gemessenen 50% bei den KVG-Anbietern selbst.

Dieser -kleine- Quantensprung ist zum einen mit der zunehmenden Komplexität der (zudem erklärungsbedürftigen) Regulatorik zu erklären, zum anderen dem Umstand geschuldet, dass auf Anlegerseite weniger personelle oder auch systemseitig unterstützte Ressourcen wie Datenbanken aufgebaut und nachgehalten werden wie zu den Zeiten ohne KVG-Unterstützung. Dadurch geht das Engagement, sich intern um die Themen „kümmern“ zu müssen und entsprechendes Know-how zu bilden, verloren und der Investor verlässt sich in immer größeren Rahmen auf „seine“ Master-KVG.

### Abhängigkeit von der Master-KVG

Die „Abhängigkeit des Kunden von seiner Master-KVG“ wird von 40% der institutionellen Anlegern als Nachteil empfunden, was einem leichten Rückgang von 3% gegenüber 2021 (43%) entspricht.

Anders formuliert; nur noch zwei von fünf Anlegern haben das Gefühl, von den umfassenden Services und damit der Organisation ihrer Master-KVG abhängig zu sein.

Im Grunde wählt der Anleger „seine“ Master-KVG zunächst einmal selbst aus, eventuell mit Unterstützung eines Beraters. Doch bezogen auf die umfangreichen Informationen meist in Form von Reportings seitens der Master-KVG sind gewisse Abhängigkeiten auf Seiten des Anlegers nicht von der Hand zu weisen. Letztlich ist der Investor nicht mehr alleine „Herr des Verfahrens“, sondern muss sich auf die ihm gelieferten Services oder Auswertungen verlassen können.

Während doch eine Reihe von Investoren diese Abhängigkeit als störend und damit als Nachteil empfinden, ging der Anteil der Anbieter, die eine Abhängigkeit mit einem Nachteil verbinden, deutlich zurück und zwar von 57% im letzten Jahr auf jetzt noch 25%. Im Jahr 2020 waren sogar 80% der KVGen der Meinung, dass die Abhängigkeit ein negativ zu sehender Gesichtspunkt sei. Innerhalb von zwei Jahren hat sich die zuvor gegebene Selbstkritik damit auf rund ein Drittel reduziert.

Woher die dennoch immer noch kritischere Einschätzung auf beiden Seiten, KVGen sowie Investoren, rührt, lässt sich vielleicht durch die größere Komplexität der Herausforderungen für beide Beteiligten erklären. Anders formuliert: der zunehmende Druck durch gesetzliche Restriktionen fordert einen höheren Einsatz ein bei Investoren sowie bei KVGen. Ein Investor, der auch das regulatorische Umfeld von seiner KVG abdecken lässt, dürfte nach einigen Jahren der Zusammenarbeit kaum in der Lage sein, dieses Aufgabenfeld adhoc wieder selbst zu übernehmen.

Realistisch betrachtet sind Abhängigkeiten vor dem Hintergrund der laufenden Veränderungen im regulatorischen Umfeld kaum auszuschließen. Kaum ein Geschäftsfeld im Asset Management ist derart von Vertrauen getrieben wie das der Master-KVG. Je größer also das gegenseitige Vertrauen ist, desto weniger sollte das Verhältnis auch als Abhängigkeit im „negativ verstandenen Sinne“ empfunden werden.

Dies zu erreichen, hängt in hohem Maße auch von dem „Betreuungskonzept“ der Master-KVG ab. Institutionelle Anleger haben heute einen höheren Anspruch an eine gute und kundennahe Betreuung.

### Integration von Illiquiden Assets sowie von Immobilien

Wie bereits geschildert, dominieren illiquide Assets in institutionellen Portfolios mit insgesamt 20% und damit jedem fünften investierten Euro immer mehr die Asset Allokation. Ein entsprechendes administratives Management der Alternatives ist demnach von höchster Bedeutung für den Anleger. Erinnerung sei an Zeiten von vor zehn Jahren, als es nur wenige Master-KVGen gab, die in der Lage waren, Loans zu administrieren, angefangen bei der Bewertung (meist über externe Anbieter) bis zum Reporting.

Die bis zur Vorjahres (2021-er) Studie teils noch geäußerten Bedenken institutioneller Anleger, inwieweit ihre Master-KVG in der Lage ist, illiquide Assets wie Loans, Private Equity oder Private Debt und Infrastruktur in die KVG-Segmente zu integrieren, haben sich offenbar in Luft aufgelöst.

Gleiches gilt bei der Frage der Integration von Immobilienanlagen. Letzteren Aspekt hatten wir gesondert abgefragt, auch wenn Immobilien zu den illiquiden Assets gehören, in deren Rahmen sie aber den mit Abstand

größten Anteil ausmachen. Bei illiquiden Assets sowie bei Immobilien sahen im letzten Jahr noch 19% bzw. 14% der Investoren Probleme ihrer Master-KVG.

Die vorliegende Auswertung macht allerdings deutlich, dass sich die Master-KVGen ganz offensichtlich auf die Bedürfnisse und Anliegen ihrer Kunden eingestellt haben und auch keinerlei Anpassungsbedarf durch die Investoren erkennbar ist.

Jeweils 15% der Master-KVG-Anbieter teilen diesen Optimismus nicht vollends, sondern sehen auf ihrer Seite noch Handlungsbedarf.

Offensichtlich liegen durch die zunehmende Inanspruchnahme von Alternativen in institutionellen Fonds jetzt auch faktisch mehr Erfahrungswerte vor, die die Grenzen und Herausforderungen für beide Parteien, institutionelle Investoren sowie Master-KVGen, transparent machen.

### Integration von Direktanlagen

Integrationsprobleme von Direktanlagen betrachten lediglich 13% der Investoren als Problem. Im Vorjahr waren es 10%. Aus unserer Erfahrung „beschäftigen“ sich viele Anleger mit diesem Thema der Integration der Eigenanlagen, entscheiden sich aber oftmals auch aus Kostengründen dagegen. Zuvor hatten wir gesehen, dass fast 44% der Anleger den Wunsch äußerten, dass ihre Master-KVG auch die Möglichkeit anbietet, Direktanlagen in das Master-Mandat zu integrieren. Bei der Integration von Eigenanlagen sehen die KVG-Anbieter keinerlei Angriffsfläche; hier sehen sie sich bestens gewappnet.

### Master-KVG ist nur für „größere“ Anleger geeignet

Über lange Jahre seit Institutionalisierung der Master-KVG im deutschen Markt im Jahr 2003 hielt sich hartnäckig das Mantra, dass Master-KVG-Angebote ausschließlich oder zumindest eher für „größere“ Anleger geeignet seien. Heute wissen wir - nicht zuletzt wegen der gestiegenen Anforderungen an alle institutionellen Anleger -, dass annähernd sämtliche Investoren zur Optimierung der Verwaltung ihrer Assets eine Master-KVG benötigen.

Nach 19% im Vorjahr 2021 teilt heute kein einziger Anleger mehr diese Ansicht. Genauso sehen dies die KVGen. Über die letzten drei bis vier Jahre hat an diesem Punkt ein Paradigmenwechsel stattgefunden. Die Master-KVGen sind für alle institutionellen Adressen offen und sie werden wie berichtet im jetzigen unsicheren Umfeld von einer zunehmenden Zahl jetzt „nachrückender“, kleinerer Investoren, auf die Übernahme des Master-Mandates angesprochen.

## "Nachteile einer Master-KVG"

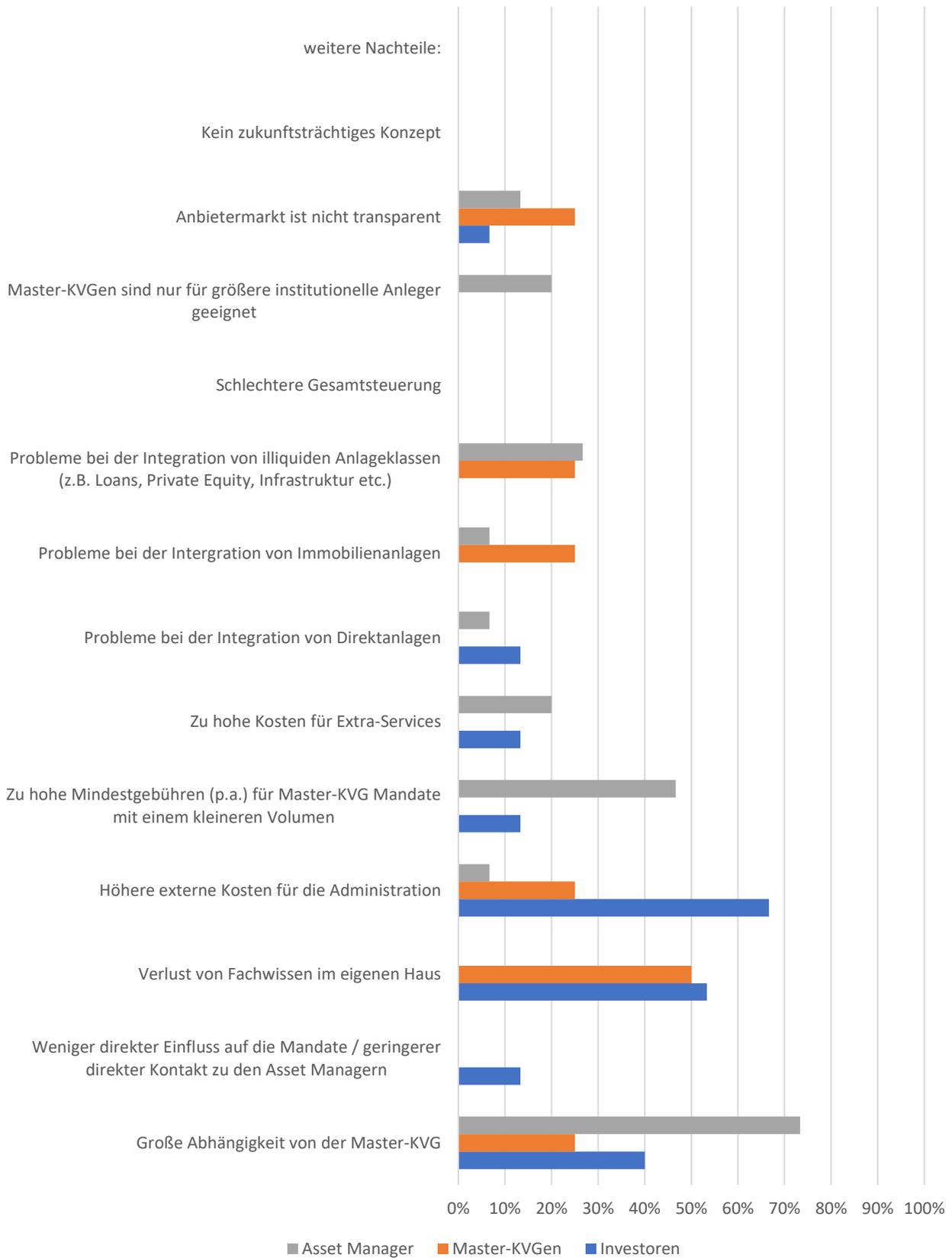


Abb. 5: „Nachteile einer Master-KVG – Investoren, Master-KVGen und Asset Manager“

## 4. Markt für Master-KVG

### Investorenbefragung

Die geschilderte Akzelerierung des Master-KVG-Marktes können wir kontinuierlich seit knapp zwei Dekaden mitverfolgen. Natürlich haben sich die akkumulierten Gesamtvolumina des Spezialfondsmarktes seit Ausbruch des Ukraine-Konfliktes marktbedingt verringert. Unter dem Strich entsprechen die marktbereinigten rund 1,5 Bio.€ AuAdministration in Master-KVG-Mandaten inzwischen 75% bis 80% des Spezialfondsmarktes.

Genau zum jetzigen Zeitpunkt, mitten in der vielfältig geprägten Krise, scheint sich der bislang als begrenzt beschriebene Spielraum zur Verteilung noch offener institutioneller Kunden ohne KVG an ihrer Seite zu schließen.

Insofern erscheint über den gesamten Markt betrachtet in dem aktuellen Umfeld ein höherer Abdeckungskorridor bezogen auf die einzelnen institutionellen Anleger von 80% und auch darüber als realistisch. Bereits die aus der Pandemie resultierenden Unsicherheiten haben den Master-KVGern mehr Geschäft zugeführt. Es handelt sich dabei oft um kleinere Adresse aus dem institutionellen Sektor, die mit zwei oder drei Spezialfonds und ggfs. noch einigen Investments in Publikumsfonds unter das Dach einer KVG schlüpfen. Die hinter diesen einzelnen KVG-Mandaten stehenden Assets bewegen sich allerdings oftmals in einem wenige hundert Millionen Euro betragenden Bereich, so dass diese Zuwächse kaum auf die Gesamtquote an KVG-administrierten Fonds durchschlagen. Der daraus resultierende „noch verteilungsfähige“ Markt bewegt sich folgegemäß weiterhin um die plus/minus 20%.

93% (Vorjahr: 90%) unserer institutionellen Studienteilnehmer gab an, über eine Master-KVG zu verfügen.

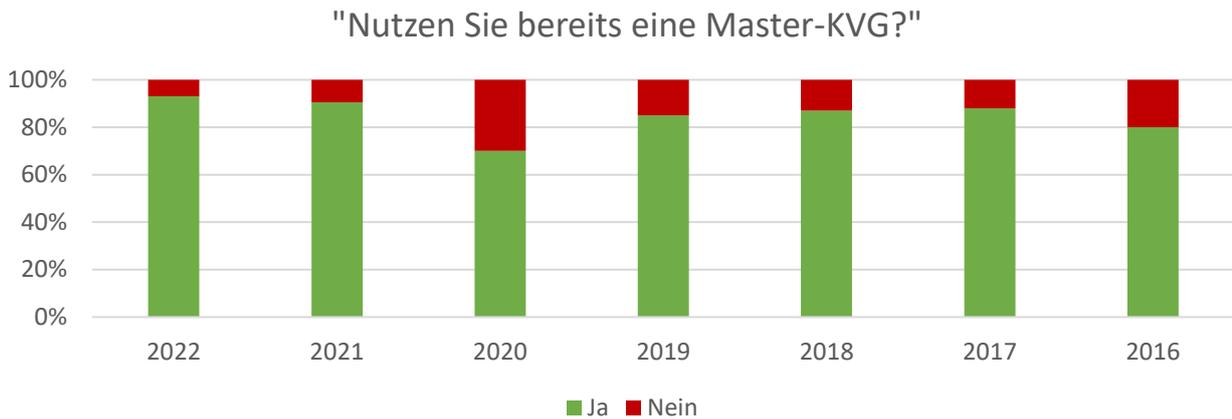
Schauen wir auf die einzelnen Investorengruppen, so hat sich im Vergleich zum Vorjahr eine leichte Verschiebung ergeben. Ein sehr hoher Nutzungsgrad (von an die 100% der Teilnehmer) von Master-Services ist bei

- Versorgungswerken
- Kirchlichen Institutionen
- Corporate -(Pensions)
- Stiftungen sowie
- Family Offices

zu finden; (nur) ein wenig defensiver nutzen

- Banken und
- Versicherungen

eine Master-KVG.



*Abb. 6: „Verbreitung des Master-KVG Modells bei institutionellen Investoren“*

#### *Wie sieht die aktuelle Lage aus?*

Das Master-Business zählt ohne Zweifel zu den Profiteuren seit Ausbruch der Pandemie im Frühjahr 2020; und diese positive Entwicklung ist durch die zunehmenden Unsicherheiten um die Themen Inflation, Deglobalisierung bis zum Ukraine-Konflikt weiter vorangeschritten. Dabei dürfen wir nicht aus den Augen verlieren, dass zum einen die Assets dank der nach wie vor fließenden Mittel institutioneller Anleger über z.B. Beitragszahlungen von Vorsorgeberechtigten von Versorgungswerken, tendenziell ansteigen, zum anderen sich die Kapitalmärkte auch in dem schwierigen Umfeld noch recht gut schlagen, so dass die in den KVGen angesiedelten Mittel über die steigenden Kapitalmärkte automatisch mit profitierten.

Kleinere und mittelgroße Adressen beschäftigen sich vor dem geschilderten Hintergrund zunehmend mit Fragen rund um die Einrichtung einer KVG-Struktur. Zu den Suchenden zählen neben öffentlichen Einrichtungen wie zum Beispiel Städten auch Investoren aus dem Sozialversicherungsbereich (SGB IV) oder kleinere Institutionen aus dem Vorsorgesektor wie Pensionskassen oder Versorgungswerke.

Soweit bereits eine Master-KVG existiert, werden bestehende Mandate auch vermehrt auf den Prüfstand gestellt und auch vor dem Hintergrund aktuell niedrigerer Gebühren als noch vor einigen Jahren neu ausgeschrieben, im öffentlich-rechtlichen Bereich gemäß der VergabeVO. Ein nicht unerheblicher Teil der neu ausschreibenden Investoren rührt folgerichtig auch von institutionellen Anlegern, die bereits mit einer Master-KVG oder auch mehreren Anbietern zusammenarbeiten.

So verfügen von denjenigen teilnehmenden Anlegern, die bereits eine KVG nutzen, 21% über nicht nur einen Partner auf der KVG-Seite, sondern über drei und mehr Master-KVGen. Fast jede zehnte Adresse verfügt über zwei KVG-Anbieter. Drei und mehr Master-KVGen werden von 8% der Investoren in Anspruch genommen.

Gerade in dem derzeit von einer gewissen Verunsicherung an den Kapitalmärkten geprägten Umfeld darf auch das Thema der „Wechselbereitschaft“ institutioneller Investoren in Bezug auf ihre KVG nicht aus dem Blick geraten. Warum wollen Investoren ihren Anbieter austauschen?

Dies hängt zum einen mit dem deutlich höheren Anspruchsniveau der Anleger gegenüber ihrer Master-KVG zusammen. Bedingt durch die enorm angestiegene Leistungstiefe der Anbieter wollen die Anleger wissen, inwieweit ihr Partner bei der Administration noch die beste Wahl ist. Die bestehende Geschäftsbeziehung wird aktuell stärker hinterfragt und auf den Prüfstand gestellt. Das Bedürfnis nach einem Wechsel kann natürlich auch mit einer konkreten Unzufriedenheit etwa mit der Kundenbetreuung zusammenhängen.

Die Gebühren oder „Fees“ für ein Master-Mandat spielen natürlich auch eine Rolle bei der Zufriedenheit eines Investors mit seiner Master-KVG. Wir hatten gerade zuvor bei der Frage nach den eventuell mit einer KVG-

Beauftragung gegebenen „Nachteilen“ eine Investorenquote von 67% (!) auf der Kostenseite festgestellt. Dieser „negativ“ gesehene Aspekt lag damit auf dem Vorjahresniveau.

Folgegemaß gewinnt die Frage nach der Angemessenheit der aktuell erhobenen Gebührensätze immer mehr an Gewicht, also in einer Zeit erhöhter Sensibilität bei der Thematik „Kosten“, ob diese noch zeitgemäß sind. Die Kostenfrage sollte keineswegs das einzige Argument für einen möglichen Anbieterwechsel sein; sie kann aber vor dem Hintergrund der bereits schwierigen Lage bei der Asset Allokation mit einem Trend zu illiquiden Assets und den sehr kompetitiven Gebührensätzen in Abwägung mit anderen Gesichtspunkten den Ausschlag geben. Die geschilderte Kostensensibilität auf Seiten der Investoren untermauert, dass dieser Gesichtspunkt das Zünglein an der Waage sein kann. In aller Regel zeigt sich der aktuell beauftragte Anbieter „flexibel“ bei einer Neuverhandlung der Gebühr, wohl wissend, dass die seinerzeit vereinbarten Sätze heute im Rahmen einer neuen Ausschreibung kaum mehr durchzusetzen sind.

Zusammenfassend kann man aber an dieser Stelle festhalten, dass die Master-KVG-Anbieter bei den Kosten diplomatisches Feingespür an den Tag legen sollten.

Über die genannten Aspekte hinaus, die einen „Wechsel des bestehenden Anbieters“ begründen können, wird die aktuelle Lage bei den Anlegern jetzt im Vergleich zum Vorjahr nicht mehr durch eine fortdauernde Niedrigzinsphase geprägt, an die wir uns zwischenzeitlich gewöhnt hatten. Heute stehen bei inzwischen positiven Zinssätzen die Unsicherheiten rund um die weiteren Entwicklungen der Inflation und damit folgend der Geldmarktpolitik der Zentralbanken im Fokus des Interesses.

Dies hat zur Folge, dass zu allozierende Gelder selbst aus dem klassischen Anleihe segment weiterhin an Fondsmanager übertragen werden. Diese Spezial-AIF wiederum werden anschließend Bestandteil des eingerichteten Master-Fonds. Früher wurden diese „plain vanilla“-Anlagen im Rahmen der Eigenanlage noch direkt vom Investor verwaltet.

Eine weitere Veränderung verzeichnen wir auf der Asset Allokation-Seite. Die Reduktion von Anleihen und hier insbesondere bei Staatsanleihen steht weiter auf dem Rezeptzettel der Investoren. Weniger wegen dem niedrigen Zinslevel, sondern jetzt getrieben von den volatilen Rentenmärkten werden vermehrt Alternatives bzw. speziellere Assetklassen wie Loans, Infrastruktur Debt, Real Estate Debt oder Private Debt-Produkte in Master-Strukturen integriert. Es sei daran erinnert, dass die „Alternatives“ aktuell 20% der gesamten Allokation in institutionellen Portfolien abbilden.

Ein organisatorisches Problem stellt für viele Anleger auch dar, sich nicht nur fachlich, sondern auch EDV- und Software-technisch auf dem aktuellen Stand zu halten. Dies betrifft etwa die Verbuchung von OTC-Geschäften oder auch FX-Trades. Dazu kommen regulatorische Herausforderungen nicht zuletzt im ESG-Bereich, der zunehmend von Brüssel mit knapp gesetzten Umsetzungsfristen dominiert wird, sowie die Rechnungslegungs-Anforderungen im IFRS-Format.

Vor diesem Hintergrund erscheint der Spielraum für Wachstumspotential bei den Master-KVGen auch in den folgenden Jahren schier unerschöpflich. Auch die Integration von Direktanlagen und Immobilien wird einen Gutteil des künftigen Wachstums ausmachen, nicht zu vergessen die etwa 20% der institutionellen Anleger, die noch keine Master-KVG beauftragt haben.

Zum Teil wird wie bereits angeschnitten bei entsprechenden Volumina auch von der Möglichkeit der Beauftragung mehrerer Master-KVGen Gebrauch gemacht. Aus unserem Kreis der befragten Investoren greift etwa jede sechste Adresse Teilnehmer auf zwei und mehr, teils auch über drei, Anbieter zurück. Sinn macht dies zum Beispiel bei mehreren, getrennten Einheiten, die sich mit ihren Vermögen, etwa im Rahmen eines Konzerns, an Spezial-AIF mit bestimmten Anteilen (mit-) beteiligen. Derartige getrennte Konten- oder Buchführungsmechanismen kennt man auch von Versicherern, wenn unterschiedliche Sparten wie Leben, Allgemeine, Krankenversicherung oder Rückversicherung unter einem Dach zusammengefasst werden sollen.

## Einbindung der Spezial-AIF

Hinzu tritt, dass der Anteil der Anleger, der aktuell sämtliche Spezial-AIF in die vorhandene Master-Struktur einbezieht, mit 67% in diesem Jahr gegenüber dem Vorjahr (mit 52%) auf nochmal deutlich höherem Niveau, ausfällt. Auch dies ist ein klarer Beleg dafür, dass KVGen immer stärker in die Gesamtportfoliobetrachtung bei institutionellen Anlegern eingebunden werden.

Weitere 11% (2021: 24%) der Anleger integrieren nicht alle, aber einen guten Teil ihrer Spezialfonds in die Master-KVG. Unter dem Strich entscheiden sich vier von fünf Anlegern dafür, ihre Spezial-AIF-Mandate überwiegend in die Hände ihrer Master-KVG zu legen.

### "Sind die Spezialfonds in die Master-KVG eingebunden?"

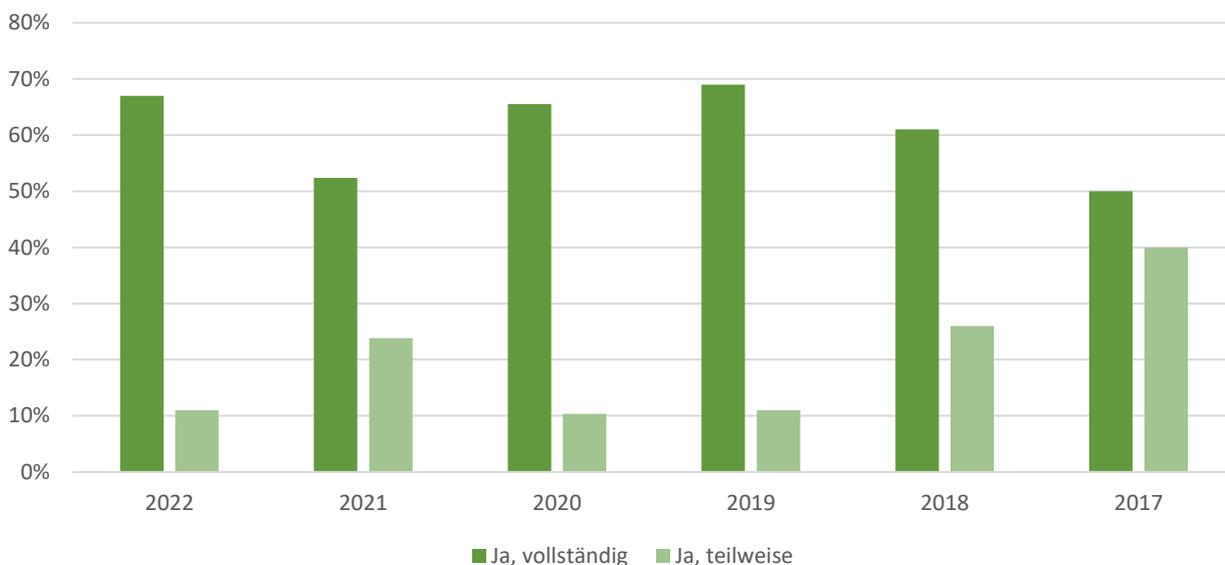


Abb. 7: „Einbindung aller Spezialfonds“

### Argumente für die Einbindung

Wie gerade konstatiert, werden diskretionäre Mandate institutioneller Anleger in Deutschland in stärkerem Ausmaß unter dem Dach eines Master-Fonds integriert. Spezialfonds in die Master-KVG möglichst vollständig einzubinden, macht heute vor dem Hintergrund der zunehmenden Komplexität der genutzten Assetklassen Sinn.

Ein Argument liegt in den Möglichkeiten, die ein transparentes und strukturiertes Reporting zu bieten vermag. Die institutionellen Anleger werden auch im Reporting vor immer neue Herausforderungen gestellt, die diese Aufgabe selbst kaum noch aus eigener Kraft bewerkstelligen können. Die aktuellen Anforderungen aus dem ESG-Sektor wie die seit dem 10. März 2021 geltende OffenlegungsVO (SFDR) ist hierfür ein Beispiel. Diese Verordnung - und das ist ein typisches Muster Brüssel'scher Methodik - ist praktisch an alle Finanzmarktakteure adressiert, nicht nur an einen speziellen Kreis wie etwa die Asset Manager. Der Interpretations- und auch der Gestaltungsspielraum zur Erfüllung seitens der EU vorgegebener Leitlinien ist groß und an die jeweilige Branche und auch Größe der jeweiligen Institution anzupassen.

Bei der Strukturierung seiner Assets im Rahmen einer Master-KVG stehen einem Anleger mit mehreren Spezialfonds, Publikumsfonds und Direktanlagen, Immobilien oder anderweitigen gesellschaftsrechtlichen Strukturen verschiedene Möglichkeiten der Strukturierung zur Verfügung. Im Sinne einer 3-stufigen Master-Konstruktion kann er sich für die Auflage eines einzigen Master-Fonds im Sinne eines „virtuellen Oberfonds“ entscheiden. Dem untergeordnet (Level 2) werden in der Regel zwei oder drei juristische Master-

Fonds, wobei sämtliche gemanagte Assetklassen dann innerhalb eigener und getrennt geführter „Segmente“ (Level 3) verwaltet werden.

Institutionelle Investoren arbeiten buchhalterisch oftmals mit mehreren, voneinander zu trennenden, „Anlagetöpfen“. Die trifft auf große kirchliche Institutionen genauso zu wie auf größere Vorsorgeeinrichtungen oder SGB IV-Anleger (§§ 80 ff. SGB IV; Betriebsmittel / Rücklagen / Altersvorsorgegelder), die ihre Vermögensmassen auch beim Reporting trennscharf auseinanderhalten wollen. Die Anteile sowie Ausschüttungen lassen sich auf diese Weise elegant den einzelnen Vermögensmassen separat zuordnen.

Typische Fälle aus der Praxis sind auch Versicherungsunternehmen mit unterschiedlichen Gesellschaften (z.B. Lebensversicherung, Kranken- oder Sachversicherer). Maßgebend für den Anleger ist, dass ihm ein transparentes und detailliertes Gesamtreporting über alle Fonds und mit allen Möglichkeiten einer Durchschau bis auf Einzeltitelebene, aber auch im Hinblick auf ESG-Kriterien (z.B. Kompatibilität mit bestimmten SDG, Ausschluss definierter kontroverser Geschäftsfelder), zur Verfügung gestellt wird.

### *Integration Direktanlagen*

Das Thema „Integration von Direktanlagen in die KVG-Struktur“ hatten wir bereits bei der Frage nach den möglichen Vorteilen einer KVG angeschnitten. Da sagte wie im Vorjahr jeder siebte Investor (14%), dass er diesen Service als Vorteil einstufen würde; hingegen entschieden sich bei der Frage danach, welche Services eine Master-KVG auf alle Fälle vorhalten sollte, 44% der Anleger, dass sie die Integration von Direktanlagen dazu zählen.

Bei der aktuellen Erhebung gaben immerhin 36% (2021: 43%) der Befragten und damit etwas weniger als im Vorjahr an, dass sie diese Dienstleistung bereits in Anspruch nehmen, teilweise vollständig (7%) und weitere 29% teilweise.

Dieser Wert passt damit relativ gut in das zuvor gewonnene Bild,

- wonach 44% zuvor geantwortet hatten, dass die Dienstleistung der Integration von Eigenanlagen durch KVGen vorgehalten werden sollte;
- für die Bereitstellung von Services für die Einbeziehung von Immobilien und Infrastruktur-Anlagen votierten im übrigen um die 64% bis annähernd 84% der Investoren.

Wenn wir aus diesen Zahlen einen Durchschnittswert für die Beurteilung der Bedeutung der Integrationsfähigkeit von Eigenanlagen ziehen wollten, so dürfte eine Zahl von 40% und damit etwas weniger als im Vorjahr (2021) ein Näherungswert sein.

Die Master-KVGen selbst sehen auf Augenhöhe mit letztem Jahr mit 88% der Anbieter in dem Integrationspotential der Direktanlagen der Anleger ein stark ausbaufähiges Wachstumsfeld, versprechen sich aber insbesondere bei Infrastruktur ein deutlich höheres Integrationspotential (100% der Master-KVGen). Auf der Immobilienseite sehen die KVG-Anbieter im Vergleich zum Jahr 2021 (70%) weniger Expansionsmöglichkeiten mit jetzt gerade noch jeder zweiten KVG (50%).

Die Integration von „Direktanlagen“ und „Alternatives“ bildete auch in den letzten zwölf Monaten ein Differenzierungsmerkmal zwischen den KVGen. Dies wird sich auch in dem aktuellen Umfeld nicht ändern; eine der klaren Botschaften dieser Studie. Die Investoren erkennen selbst die Vorteile einer gesamthaften, administrativen Betreuung unter einem einheitlichen Dach, das ihnen auch im Rahmen ihrer Berichts- und Reportingpflichten die notwendige Transparenz und Lieferfähigkeit vermittelt. Direkt gehaltene Immobilien werden in der Praxis einmal im Jahr von einem Gutachter einer Bewertung unterzogen und entsprechend im Gesamt-Reporting in aller Regel rein „nachrichtlich“ mitgeführt.

## "Sind die Direktanlagen in die Master-KVG eingebunden?"

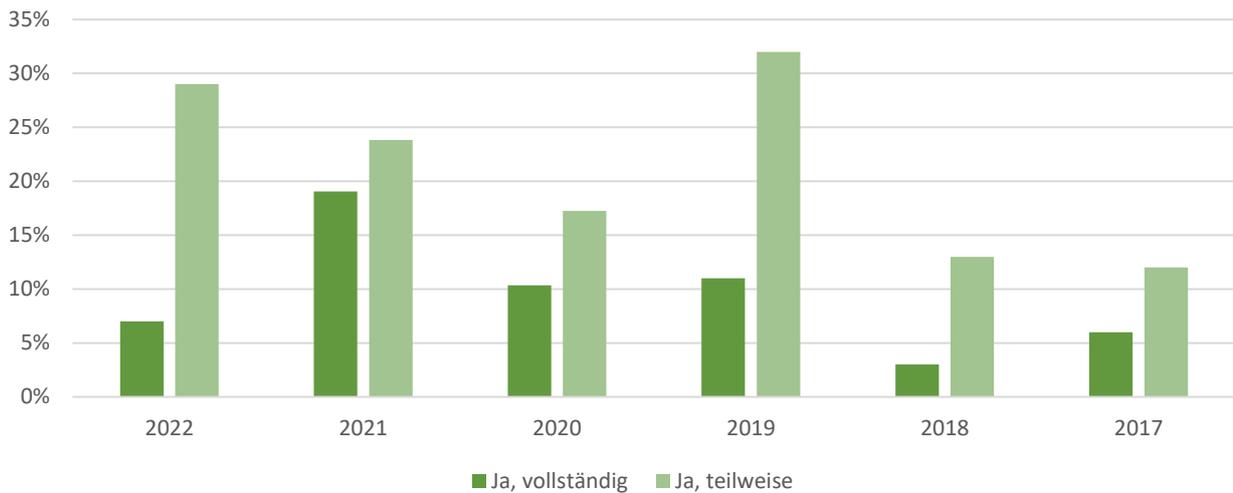


Abb. 8: „Einbindung der Direktanlagen“

### Master-KVG als Asset Manager

Welche Dienstleistungen darf eine Master-KVG anbieten?

Diese Frage beschäftigt die Geister im Asset Management seit langer Zeit und vor allem immer wieder. Oder anders ausgedrückt: auf welche Weise und mit welchen Angeboten lässt sich das in der Regel margenärmere administrative Business einer KVG verbessern? Wie steht es etwa um die Kompatibilität zwischen Master-KVG-Services und dem Asset Management-Angebot aus einer Hand? Und aus Sicht der Anleger: „Können sich institutionelle Anleger vorstellen, ihrer KVG auch ein Mandat als Asset Manager zu geben oder umgekehrt?“ Natürlich immer unter der Prämisse, dass beide Bereiche, also das Asset Management und das Master-KVG-Business, streng voneinander getrennt geführt werden.

Wie wir der folgenden Abbildung entnehmen können, unterliegen die Angaben der Investoren über die letzten Jahre einer gewissen Volatilität.

Die Sensibilität der Investoren nach einer klaren Trennung beider Geschäftsfelder hatte zuletzt eher nachgelassen. So gaben im letzten Jahr 2021 immerhin 48% (2020: 28%) der teilnehmenden Investoren an, dass sie ihre Master-KVG auch als reinen Asset Manager nutzen; also praktisch jeder zweite Investor.

In der vorliegenden Studie hat sich das Blatt wieder gewendet.

64% (2021: 52%) der Anleger lehnen eine Doppelbeauftragung strikt ab. Nur noch jeder dritte Anleger (36%) beauftragt seine KVG auch mit Portfoliomanagement-Aufgaben.

Letztlich muss jeder Investor für sein Haus eine Güterabwägung vornehmen. Eine vergleichbare Diskussion dreht sich um die Frage, ob eine beauftragte Master-KVG dem gleichen Konzern wie die Verwahrstelle entstammen darf.

In den Abwägungsprozess gehören unter anderem mögliche oder denkbare Interessenkonflikte, die Anleger für ein Risiko erachten, wenn die KVG zugleich als Asset Manager in Erscheinung tritt und die Ergebnisse aus dem eigenen Haus dann aus der Funktion der KVG heraus mit dem Kunden erörtert werden.

Die Master-KVG-Anbieter, die es bevorzugen, beide Klaviaturen zu spielen, führen gerne das Argument in das Feld, dass sie als Anbieter mittels des dann gegebenen ganzheitlichen Blicks auf das Gesamt-Mandat die

Interessen ihrer Kunden optimaler vertreten können. Diese Argumentation scheint aber nicht immer zu verfangen, zumal die „conflicts of interest“ in einer solchen Konstellation in der Tat nicht ganz von der Hand zu weisen sind.

Soll zum Beispiel der Manager eines Segments wegen fehlenden Erfolgs ausgewechselt werden, so liegt es für die Master-KVG nahe, ihre Expertise – vorausgesetzt, in dieser Assetklasse bestehen entsprechende Kompetenzen - auch als Asset Manager in das Spiel zu bringen. Umso mehr verdichtet sich hier gegebenenfalls der beschriebene Verdacht einer Quersubventionierung zwischen dem KVG-Geschäft und dem Asset Management.

Die jetzt gemessenen „nur noch“ 36% der Anleger, die für dieses Modell offen sind, geben einen Hinweis auf eine höhere Sensibilität für mögliche Interessenkonflikte.

Ein Argument für diese „Rückbesinnung“ einer Trennschärfe zwischen den unterschiedlichen Geschäftsfeldern kann auch der aktuellen Lage und den komplexeren regulatorischen Anforderungen geschuldet sein. In dieser Ausgangslage möchten Investoren eher Interessenkonflikte von vorneherein ausschließen.

Es gibt aus der jüngsten Praxis heraus auch Fälle, in denen eine Fondsgesellschaft, die das Master-Mandat für einen Anleger übernimmt, ein bestehendes Asset Management-Mandat im Gegenzug abgeben muss. Dies sollte zumindest für das aktive Management gelten. Soweit rein passives Fondsmanagement angeboten wird, kann man dies differenzierter sehen. Alles in allem gilt: Die Unabhängigkeit und damit auch die Objektivität der verschiedenen Teilnehmer in der Wertschöpfungskette sollte im Vordergrund stehen.

### "Ist Ihre Master-KVG auch als Asset Manager tätig?"

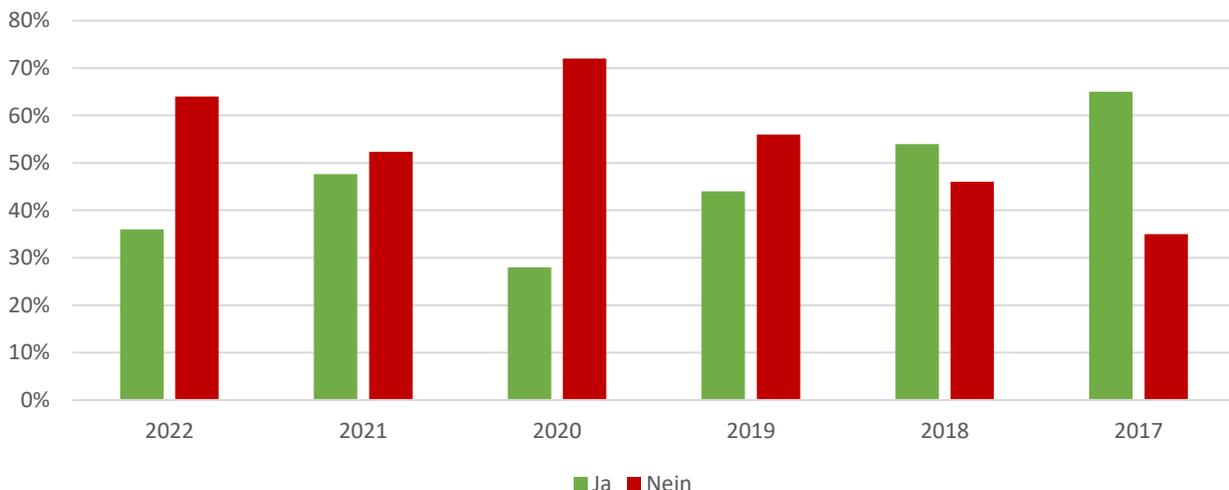


Abb. 9: „Master-KVG auch als Asset Manager für Investoren aktiv?“

### Suche nach der richtigen Master-KVG

Die Master-KVG heutiger Couleur übernimmt für seine Kunden im Durchschnitt immer mehr Aufgaben; teils dank höherer Ansprüche der Kunden, teils durch gesetzliche Initiativen und Restriktionen getrieben. Neben zunehmenden beratenden Funktionen (Beispiel: Erwerbbarkeitsprüfung von illiquiden Assets wie Beteiligungen) übernimmt auch eine immer weiter anwachsende Systemlandschaft das Regiment (Beispiel: Tools zu Sensitivitätsmessungen bei der Integration von nachhaltigen Assets).

Die Master-KVG nach heutigem Verständnis und Zuschnitt repräsentiert demnach einen technisch hoch aufgerüsteten Allround-Anbieter. Der Such- oder Search-Prozess nach dem professionellsten und auch von

der Chemie / Kundenbetreuung am besten passenden Haus sollte entsprechend zielgerichtet auf die Bedürfnisse des Investors ausgerichtet sein.

Searchprozesse folgen insoweit konsequent einem klaren Muster in dem Sinne, dass die für den Anleger relevanten Aspekte im Vordergrund stehen und bei dem anzufertigenden Ranking der verschiedenen Anbieter auch mit unterschiedlichen Gewichtungen versehen werden.

Auch wenn der Kreis der potentiellen Anbieter mit rund einem Dutzend Gesellschaften recht überschaubar ist, haben wir es doch heute im Gegensatz zu noch vor zehn Jahren und der Zeit davor

- einerseits mit einem Umfeld zu tun, das von erhöhten Anforderungen der Aufsichtsbehörden gegenüber den institutionellen Anlegern wie Versicherern, Versorgungswerken, aber auch Stiftungen und SGB IV-Anlegern, geprägt ist,
- aber genauso mit immer komplizierteren Produktkonstruktionen wie illiquiden und alternativen und hier und da auch digitalen Assets konfrontiert ist.

Da scheint es nur konsequent zu sein, einen Berater mit in das Boot zu nehmen.

In der aktuellen Studie haben wir die zwei vom Grunde her bestehenden Möglichkeiten, Beratung in Anspruch zu nehmen, nämlich das klassische Consultancy und die Ausschreibungs-Plattform aggregiert, da beide Ansätze zunehmend zusammenwachsen und schwieriger auseinanderzuhalten sind. Es sollte aber auch Klarheit darüber bestehen, dass rein formal-technisch ausgerichtete Plattformen bei institutionellen Anlegern zumindest bei der Suche nach der richtigen Master-KVG aktuell gar keine Rolle mehr spielen!

In Anbetracht des bereits an anderer Stelle kommentierten zunehmenden Interesses auch kleinerer oder mittelständischer Investoren, sich künftig mit einer Master-KVG zusammenzutun, ist nur konsequent, dass der Anteil der Inanspruchnahme von externen Beratern bzw. Consultants gegenüber dem Jahr 2021 zugenommen hat. Von im letzten Jahr 14% stieg der Anteil der Investoren, die einen Berater (Consultant oder Ausschreibungs-Plattform) hinzuziehen, auf jetzt 39%. Damit scheint der im letzten Jahr noch als verwunderlich empfundene Rückgang des Interesses an einer Zusammenarbeit mit einem Consultant auf 14% wieder in das rechte Lot gerückt zu sein. Und mit zwei von fünf Berater-affinen Anlegern entspricht der Wert auch den Erfahrungen aus der Praxis.

Die Expertise eines Beraters, das gesamte Repertoire der Master-KVG sowie auch die Betreuungskompetenz beurteilen zu können, darf nicht unterschätzt werden

Der Berater muss zum einen über tiefgreifende Kenntnisse der Produktpalette - und tiefe der einzelnen Anbieter verfügen; zugleich sollte er einschätzen können, inwieweit der Anleger und die Master-KVG „zusammenpassen“. Bei letzterem Punkt werden auch Analysen zu dem Betreuungskonzept der Master-KVG-Anbieter erstellt oder auch untersucht, inwieweit das Produktangebot mit den Ansprüchen des Anlegers korreliert. Was nutzt einem nach den §§ 80 ff SozialversicherungsG IV (SGB IV) anlegenden Investor mit einem angenommenen Gesamtvolumen von wenigen 100 Mio.€ eine Master-KVG als Partner, die einen hohen Spezialisierungsgrad in der Administration Alternativer Produkte aufweist, die für einen Anlegertyp nach SGB IV gar nicht oder nur sehr begrenzt in Betracht kommen kann. Mittels eines objektiven Dritten gelingt es, einen guten Überblick über den Master-KVG-Markt zu gewinnen und auch Transparenz bei den Gebühren zu erhalten. Consultants können den Anlegern helfen, Transparenz in das Produkt-, Betreuungs- und das Kosten-Gefüge zu bringen.

Dies gilt gleichermaßen für eine Neuvergabe von KVG-Mandaten wie auch bei einem Wechsel des bestehenden Anbieters. Gerade in letzterem Fall werden in der Praxis oftmals Mitbewerber der bestehenden Master-KVG zum Beauty Contest eingeladen, die sich über mehrere Jahre über laufende Kontakte „in Stellung gebracht haben“. Doch auch diese Anbieter müssen einer gründlichen neutralen und objektiven Analyse unterzogen werden. Der Berater ist letztlich auch in der Lage, eine echte Vergleichbarkeit zwischen den KVG-Häusern herzustellen, da er die Anbieter bereits seit längerer Zeit kennt und um ihre Stärken und Schwächen

weiß. Zudem ist der Berater in der Regel auch in der Lage, die Gebühren-Modelle auch vor dem Hintergrund von deren Komplexität daraufhin zu untersuchen, inwieweit die Kosten in Relation zu dem vom Anleger benötigten Serviceumfang stehen.

### "Haben Sie bei der Master-KVG Auswahl einen Consultant genutzt?"

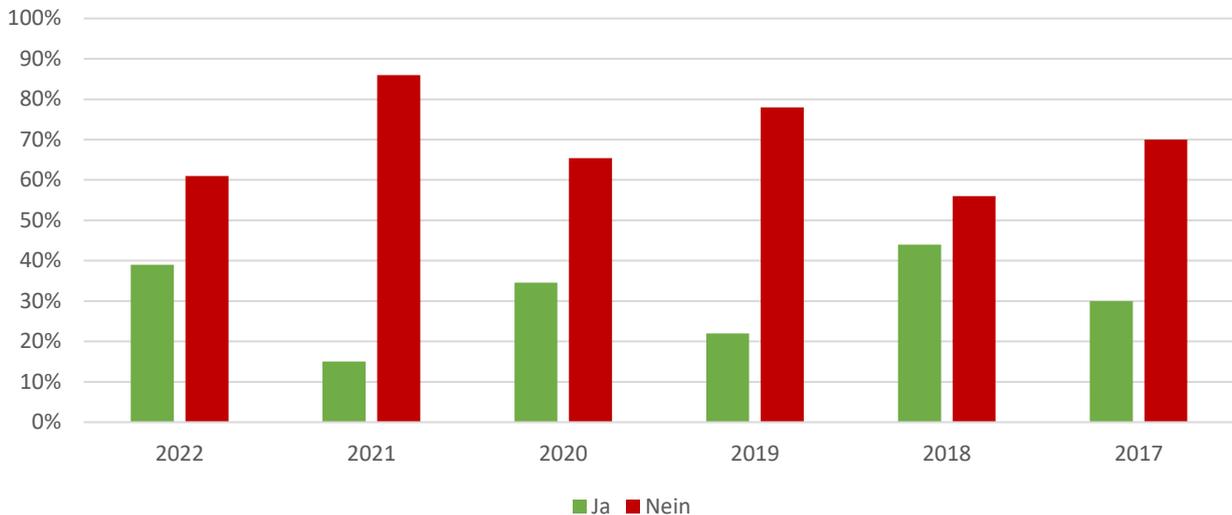


Abb. 10: „Nutzung von Consultants bei der Master-KVG Auswahl“

#### Investorenbefragung - Marktpotential

Wie schon erwähnt, scheint sich die Quote der mandatierten Spezialfondsgelder bei um die 75% bis 80% zu bewegen beziehungsweise festzusetzen; an sich kein Problem bei stetig ansteigenden Volumina aus frischen Kapitalzuführungen seitens der Investoren und bei steigenden Kursen der Wertpapiere.

Das zunehmende Interesse und die konkreten zur Zeit angestoßenen Ausschreibungsverfahren zur Suche nach einer Master-KVG - meist zugleich in Verbindung mit der Suche nach einer Verwahrstelle - sorgen jedoch dafür, dass sich die Lücke der noch offenen institutionellen Anleger immer ein wenig mehr schließt. Diese Entwicklung ist wie gesagt nicht völlig überraschend und sollte durch die von der Corona-Pandemie sowie den Sorgen um die Inflation und Lieferkettenprobleme ausgehenden Unsicherheiten in Bezug auf die Portfolioverwaltung zusätzlichen Auftrieb erfahren. Die von uns gemessenen noch offenen 20% bis 25% der institutionellen Anleger bzw. Gelder (rund 2 Bio €), die noch keine Master-KVG beauftragt haben, repräsentieren cum grano salis 400 Mrd. Sie bilden das Potential, das theoretisch noch als Verteilungsmasse für Master-KVGs, aber auch Service-KVGs (z.B. HANSA INVEST, Hauck & Aufhäuser), zur Verfügung stehen.

Welche Master-Modelle werden von Seiten der Anleger nun stärker in Anspruch genommen und welche werden von den Anbietern präferiert?

#### Outsourcing oder Advisory-Modell

Beim Vergleich der Präferenz zwischen dem sog. Outsourcing-Modell oder dem sog. Advisory-Modell hat sich die Dominanz des Outsourcing-Ansatzes eindeutig verfestigt. Das deckt sich auch mit unseren Erfahrungen aus Ausschreibungen. Die Unterschiede werden noch einmal kurz dargestellt.

## Advisory-Modell

Beim „Advisory-Modell“ übermittelt der externe Anlageberater eine Kauf- oder Verkaufsempfehlung für eine Wertpapierposition an die Master-KVG. Diese überprüft dann selbständig und in eigener Verantwortung, ob gesetzliche oder vom Kunden zum Beispiel in vertraglicher Form vorgegebene Anlagerestriktionen auch eingehalten wurden (sog. „pre trade check“ im Anschluss an die Abgabe einer Anlageempfehlung durch den Asset Manager). Ergeben sich keinerlei Beanstandungen, so wird die Anlageempfehlung durch die Master-KVG zur Ausführung weitergeleitet und der gesamte Abstimmungsprozess unter Einbindung des Brokers und der Verwahrstelle initiiert.

## Outsourcing-Modell

Beim „Outsourcing-Modell“ hingegen trifft der externe Manager die Anlageentscheidung selbständig. Statt eines „pre trade checks“ findet erst nach Durchführung des Trades (sog. „post trade check“) eine Überprüfung statt, ob die gesetzlich oder vertraglich festgelegten Anlagegrenzen eingehalten wurden. Outsourcing-Modelle bedeuten erheblich weniger Verwaltungsaufwand für die Master-KVGen, da der externe Manager die Verantwortung für die Einhaltung der Restriktionen übernimmt und auch über Know-how der in Deutschland gegebenen gesetzlichen Anlagerestriktionen verfügen muss.

In den letzten Jahren fand in dieser Hinsicht eine erhebliche Professionalisierung statt. Nur noch wenige ausländische Asset Manager verfügen über keinerlei Erfahrung im Umgang mit Master-KVGen. Inzwischen sind auch die Verwahrstellen gesetzlich eng in den Controlling-Prozess eingebunden.

Alle Master-KVG-Anbieter bringen unisono dem Outsourcing-Modell verständlicherweise größere Sympathie entgegen, da dem Manager selbst die pre-trade-Kontrolle obliegt.

*Assetklassen, die eine Master-KVG aus Sicht der Investoren verwalten können muss:*

Mehr aus dem Blickwinkel der Master-KVGen selbst hatten wir im Kapitel „Definitionen“ betrachtet, welche spezielleren Produkte oder Assetklassen von Seiten der Investoren mit hoher Priorität angefragt werden.

Folgend wollen wir versuchen, diese Erkenntnisse mit den Augen und den konkreten Wünschen der Anlegerseite zu sehen. Deckungsgleich zu dem Katalog für die KVGen befragten wir die institutionellen Teilnehmer.

Dieses hochaktuelle Thema der Administration spezieller, meist illiquider, Assetklassen, muss nach wie vor auch vor dem Hintergrund gesehen werden, dass Fälligkeiten auslaufender Rentenpapiere noch aus der „Hochzinsphase“ sich dem Ende nähern bzw. anstehen und damit liquide Mittel zur Disposition stehen.

Wer sich vor über längere Laufzeiten noch mit einem positiven Zins eindecken konnte, der muss sich im heutigen Umfeld zunehmend flexibel zeigen und seine Anlagestrategie mit Blick auf seine Verpflichtungsseite (u.a. Pensionen, Versicherungsansprüche) neu überdenken, nicht zuletzt vor dem Hintergrund des seit Anfang 2022 angestiegenen Zinsniveaus.

Auch durch die uns seit Anfang diesen Jahres stärker beschäftigende Inflation und die damit einhergehenden gestiegenen kurzfristigen, aber auch längerfristigen Renditen, ändern daran wenig. Renditen im US-\$ Raum (Treasuries) von 3,5 bis 4% oder deutsche 10-jährige Staatsanleihen mit um die 2% Rendite beseitigen zwar zunächst einmal das Dilemma der Negativzinsen. Doch die Korrelation mit den weiteren, zudem unsicheren, Entwicklungen bei der Inflation bergen enorme Gefahren auf der Kursseite. Sollten die Zinsen weiter anziehen, so würden Investoren nochmal Einbußen bei den Wertpapierkursen in Kauf nehmen müssen. Alleine seit Beginn diesen Jahres haben EU-Unternehmensanleihen sowie Bundesanleihen mit Wertpapierverlusten zwischen 15% und bis an die 20% zu Buche geschlagen. Das Szenario wollen institutionelle Anleger nicht noch einmal durchmachen.

Alle von der Liability-Seite getriebenen Institutionen wie Versorgungswerke, Pensionskassen, Zusatzversorgungskassen oder Versicherer - und diese machen etwa drei Viertel des Spezialfondsmarktes aus - stehen vor diesem Dilemma. Nicht gerade leichter ist die Anlagesituation auch vor dem Hintergrund der schwer einzuschätzenden Entwicklung auf der Inflationsseite, die auch länderspezifisch betrachtet werden muss. Die Zinspolitik der FED ist stärker auf die strikte Bekämpfung der Inflation ausgerichtet, die der EZB muss die sehr differenzierte Situation der verschiedenen EU-Länder mit unterschiedlich hohen Verschuldungsquoten im Kalkül mit einbeziehen.

Sicher wird selbst bei nachlassendem Inflationsdruck eine Kerninflation von mehr als den ursprünglich angestrebten 2% verbleiben, sodass wenig Hoffnung auf eine absehbare Normalisierung des Zinsniveaus besteht.

Die Investoren sind unabhängig davon gezwungen, Renditen in der Größenordnung der festgesetzten Pensionsanpassungssätze zu erzielen. Soweit die Rechnung nicht mehr aufgeht, weil die eine oder andere Adresse über keinerlei Reserven verfügt, wurde auch schon die Reißleine gezogen und der Rechnungszins zum Leidwesen aller Versorgungsberechtigten gekürzt.

Die Konsequenz aus dem bestehenden, von vielen Unsicherheitsmomenten geprägten, Umfeld ist, dass die institutionellen Anleger über den Ausbau riskanterer Assetklassen nachdenken müssen und dies in der Vergangenheit auch bereits gemacht haben. Worauf das Interesse der Anleger aktuell zielt und welche Assetklassen bzw. Anforderungen sie an die Verwaltung der Master-KVGs formulieren, das soll folgend behandelt werden.

Im Vergleich zum Vorjahr 2020 haben sich die Prozentsatzangaben deutlich verschoben, was für einen kleinen Paradigmenwechsel bei den Investoren spricht.

### Immobilien

„Nur noch“ 64% der institutionellen Anleger und damit absolut 20% weniger als im Vorjahr 2021 wünschen sich, dass – so der Wortlaut der Frage – eine Master-KVG die Assetklasse „Immobilien“ administrieren kann.

Wie ist der doch deutliche Rückgang zu erklären, nachdem das messbare Interesse auf institutioneller Anlegerseite über die letzten Jahre kontinuierlich angestiegen ist?

Kommend von gerade 55% der Anleger vor gut vier Jahren (2018) erreichte das Interesse der Investoren im letzten Jahr 2021 mit einem Plus von 5% gegenüber 2020 ganze 84%.

Die Erklärung für das abnehmende Interesse ist wohl in der aktuell unsicheren Phase und den aufgrund der Vielfalt der Problemfelder schwer prognostizierbaren weiteren Entwicklung zu suchen. Insbesondere das gestiegene Zinsniveau schlägt auf die Finanzierung der Immobilien durch, was den Leverageeffekt konterkariert, der in den Jahren der Niedrigzinsphase für ein positives Momentum sorgte.

Positiv betrachtet: Die aktuell gemessenen 64% der Anleger, die eine entsprechende Immobilienexpertise ihrer Asset Manager erwarten, stellen immer noch zwei Drittel der institutionellen Anlegerschaft dar, und untermauern die Bedeutung der Assetklasse Immobilien im Gesamtkontext der Portfolien. „Immobilien“ machen nach einer aktuellen Markterhebung von TELOS inzwischen 12% des Gesamtportfolios institutioneller Investoren aus. Auch vor dem Hintergrund gesetzlicher Anlagegrenzen sind dem ungebremsten Wachstum von Immobilien innerhalb der institutionellen Mandatsstrukturen auch natürliche Grenzen gesetzt.

Immobilien, gewissermaßen eine Art „Betongold“, erweisen sich für institutionelle Anleger seit jeher als stabiler Renditeträger. Real Estate repräsentiert im Umfeld der illiquiden Assets eindeutig diejenige, die am besten greifbar und als Assetklasse mit einem klaren Portfoliomanagementansatz nachvollziehbar ist. Dies erklärt das grundsätzliche Interesse institutioneller Anleger gegenüber Immobilien-Investments. Folgerichtig erwarten die Anleger von „ihrer“ Master-KVG Unterstützung bei der Administration ihrer Immobilieninvestments.

Die Anbieter selbst sehen Immobilien als zu administrierende Assetklasse ähnlich wie die Investoren im jetzigen Umfeld kritischer als vor einem Jahr.

Lediglich 50% (2021: 70%) und damit jede zweite Master-KVGen schätzen das Interesse ihrer Anleger entsprechend ein. Hier besteht also eine nachvollziehbare Korrelation auf beiden Seiten, den Anlegern sowie den KVGen.

Auch bei den KVGen haben wir über die Jahre zuvor feststellen können, dass sie das Interesse der Anleger nachvollziehen können und ihre Ressourcen auch insoweit immer mehr auf diese Assetklasse fokussierten.

Nicht wenige institutionelle Anleger verfügen bereits heute in ihren Portfolien über Immobilienengagements im höheren zweistelligen (bis zu einem Drittel ihrer Gesamt-Assets) Prozentbereich. Der Boom in dieser Assetklasse, die unter den illiquiden Assets für die meisten Investoren immer noch am besten „greifbar“ und damit zu beurteilen ist, könnte allerdings endlich sein. Dies hängt schlicht mit dem Problem zusammen, rentierliche und solide Immobilien zu finden; gerade auch in Europa, das der favorisierte Standort für die meisten institutionellen Anleger darstellt. Nicht selten nimmt der Aufbau eines Immobilien-Spezialfonds mehrere Monate oder länger in Anspruch, bis die passenden Objekte identifiziert und dann auch erworben sind. Letzteres erweist sich oft nochmal als Hürde, da viele Bieter gerade in 1A-Standorten nach wie vor bereit sind, hohe Kaufpreise zu zahlen. Daran hat auch die aktuelle Verschiebung der Zinskurve nichts geändert.

Inzwischen erweitern vor diesem Hintergrund einige Immobilienfonds-Manager ihr Anlageuniversum auch auf Städte in B-Lagen, die zum Beispiel durch Anreize für Firmen, in nahe gelegene und ausgewiesene Gewerbegebiete zu ziehen, überzeugende und zukunftsfruchtige Konzepte vorweisen können.

Immobilien haben sich gerade auch in den zurückliegenden Monaten in der Pandemie als widerstandsfähig erwiesen, vor allem beflügelt durch den Nimbus als „Ort bzw. Anlage der Sicherheit“, zudem bis Ende 2021 durch das niedrige Zinsniveau.

Daher stellt sich die Frage, ob Immobilien, direkt gehalten oder in Form von Immobilien-Fonds, immer noch eine sichere Anlagealternative darstellen?

Da der europäische Markt schon weitgehend ausgereizt ist, beziehungsweise sich die Preise in Top-Lagen in astronomische Höhen geschraubt haben, orientieren sich Anleger wie Immobilienmanager immer internationaler, auch immer stärker in Richtung Asien. In diesem aktuellen Umfeld müssen sich Investoren an international operierende Immobilien Asset Manager wenden, die dann bei der Master-KVG angebunden werden müssen.

Der Charme an Real Assets liegt zweifelsohne für Anleger darin, dass sie einen kontinuierlichen Cash Flow der Mieten vereinnahmen können und parallel von Wertsteigerungen profitieren können. Diese „Grundrechenart“ ist über den gesamten Verlauf der Pandemie seit März 2020 bis heute zwar teilweise angezweifelt worden, letztlich lassen sich aber auch in dem aktuell schwierigen Umfeld im Jahr 2022 kaum größere Mietausfälle verzeichnen, auch wenn diverse gesetzliche Absicherungen wie ein Kündigungsschutz flankierend zum Einsatz kamen.

Insoweit dürfen wir davon ausgehen, dass der Immobiliensektor für Master-KVGen ein interessantes Geschäftsfeld bleiben wird; dies auch deshalb, da die Fonds meist auf längere Laufzeiten ausgelegt sind und Real Estate als illiquide und damit wenig fungible Assetklasse schon aus ganz praktischen Erwägungen heraus ein beständiger Baustein im Portfolio sein wird.

Das Thema „Nachhaltigkeit“ greift auch im Immobiliensektor immer mehr Platz und tangiert somit das Geschäft der Master-KVGen. Gerade aus dem kirchlichen Sektor oder von Seiten von Stiftungen werden Forderungen nach einem „nachhaltigen“ Management von Immobilien immer lauter. Maßstab hierfür sind etwa die Nachhaltigkeitskriterien, die in der aktuellen EKD (Evangelische Kirche Deutschlands) - Richtlinie oder den Vorgaben der Bischofs-Konferenz zusammengefasst sind.

Ein „Nachhaltigkeits“-Reporting wird für alle Master-KVGen damit zu einem Muss, nicht nur bei liquiden Assetklassen, sondern auch im Bereich Real Estate.

Ein weiteres anspruchsvolles Geschäftsfeld für Master-KVGen rührt aus dem Umstand, dass sich gerade bei volumenstarken Engagements (wie bei Immobilien-Investments die Regel) teilweise verschiedene institutionelle Anleger zu einem sog. Club Deal mit mehreren 100 Mio.€ zusammenschließen, um ein für jede einzelne Partei zu großes Projekt gemeinsam zu stemmen und damit auch eine gewisse Risikodiversifikation zu erzielen.

Nur einige Master-KVGen haben sich auf die Integration von Immobilien unter dem Dach eines Master-Fonds spezialisiert. Das Gleiche gilt im übrigen für die mit dieser Assetklasse vertrauten Verwahrstellen.

Auch heute noch im Jahr 2022/2023 stellt die Kompetenz in der Administration von Immobilien (-Fonds) ein Differenzierungsmerkmal zwischen den Anbietern dar. Heute werden die in den Master-Fonds eingebrachten Objekte meist nachrichtlich im Gesamt-Reporting „mitgeführt“. Auch steuerliche Fragen spielen im Immobilienbereich eine nicht zu unterschätzende Rolle. So wird bei jeder „Übertragung“ einer Immobilie, so etwa bei der Einbringung einer Bestandsimmobilie in eine Master-Konstruktion, Grunderwerbsteuer fällig, eine Folge, die auf alle Fälle vermieden werden sollte.

Die Bewertung selbst wird in aller Regel durch einen neutralen Gutachter vorgenommen, dessen Zahlenwerk die Master-KVG in das Reporting übernimmt. Eine echte Chance zur Überprüfung liegt nicht in ihrem Verantwortungsbereich. Diese in der Regel einmal im Jahr vorgenommene Bewertung, die auch Eingang in das Reporting des Anlegers findet, führt per se zu einer Art „Stabilisierung“ des Gesamtportfolios, also gemeinsam mit den liquiden Assets, die in den Segmentfonds investiert sind; eine nicht unwillkommene Nebenwirkung der Integration von Immobilien in eine Master-Struktur.

Nicht vergessen werden dürfen in diesem Zusammenhang dagegen Gesamtlösungen im Immobilienbereich, die von einigen wenigen Master-KVGen angeboten werden. Hierbei handelt es sich um Immobilien-Plattformen, die ein globales Investitionsmanagement anbieten, von dem Immobilien-Asset-Manager wie auch Investoren profitieren können. Dazu zählen im Kern Services wie die Strukturierung der Immobilienanlagen bis hin zur nachhaltigen Administration und Verwaltung. Auch die Beratung für individuelle Lösungen sowie die Überprüfung der seitens des Asset Managers vorgeschlagenen Investments sind Bestandteil dieses relativ neuen Geschäftszweiges auf Seiten der Master-KVGen. Für diese komplexen Strukturen bedarf es allerdings erheblicher Vorleistungen in Form von aufzubauenden Ressourcen und eines erfahrenen Teams.

### Infrastruktur

Infrastruktur-Investments stehen weit vor anderen illiquiden oder alternativen Assets bei den institutionellen Anlegern an erster Position, natürlich mit Ausnahme der Immobilien. Zuvor hatten wir gesehen, dass jeder dritte Anleger in der Integrationsmöglichkeit auch von Infrastrukturprodukten im Rahmen eines Master-Konstruktes durchaus einen „Vorteil“ sieht.

Bei der hier gestellten Frage, welche spezielleren Vermögensgegenstände eine Master-KVG administrieren können sollte, bekannten sich aktuell 84% (2021: 89%) der Anleger zu diesem Wunsch. Die Investoren differenzieren bei ihren Antworten sehr genau. Im Vergleich zu dem Rückgang des Interesses bei Immobilien nämlich (Argument vor allem das ansteigende Zinsniveau und damit einhergehend gestiegene Finanzierungskosten) bedeutet die Bestätigung von über 80% der Investoren bei Infrastruktur eine Stabilisierung auf sehr hohem Niveau. Dies verdeutlicht die zunehmende Akzeptanz von „Infrastruktur“ als Assetklasse und damit als wünschenswerten Administrations-Service gegenüber der Master-KVG. Auch wenn Infrastruktur-Investments sich bei institutionellen Anlegern noch im deutlich einstelligen Prozentbereich bewegen, so spricht doch eine durchschnittliche Quote von aktuell 5% im Gesamtportfolio (gemäß aktueller TELOS-Erhebungen) eine klare Sprache, wo die weiteren Potentiale liegen.

Bei den Master-KVGen waren es sogar 100% (2021: 90%) der Anbieter, die meinten, eine entsprechende Expertise vorhalten zu müssen.

## Private Equity

In der Assetklasse Private Equity signalisierten 64% der Anleger Interesse an der Administrationsmöglichkeit durch eine Master-KVG. Im Vorjahr 2021 verzeichneten wir ein noch größeres Interesse (79%). Auch hier können wir von einer breiten Akzeptanz und Interesse von zwei Drittel der Investoren sprechen.

In unserer aktuellen Umfrage sagten sogar sämtliche KVG-Anbieter aus, dass sie selbst größeres Interesse bei den Administrations-Services rund um Private Equity verzeichneten (Vorjahr: 90%).

Private Equities werden zweifelsohne als echte Beteiligungsform künftig eine stärkere Rolle in institutionellen Portfolios einnehmen. Zur Zeit nehmen sie etwa 3% im Gesamtportfolio ein, eine spürbare Steigerung im Vergleich zu den letzten Jahren.

## Loans

In nicht ganz so dynamischer Form, aber ebenfalls mit gestiegenem Interesse, gilt das auch für (Senior) Loans, also Anlagevehikel, hinter denen vorrangig besicherte Bankdarlehen stehen und die seit Ende 2007 de lege lata in Spezialfonds gehalten werden dürfen. Aufgrund des höheren Zinsträgers werden Loans verstärkt von Versichererseite, aber inzwischen auch von praktisch allen institutionellen Anlegergruppen den Portfolios beigemischt. Private Debt oder Loans nehmen knapp 3% im Gesamtportfolio ein, wie bei Private Equity auch ein Anstieg im Vergleich zu den letzten Jahren.

Nach 53% der institutionellen Investoren im letzten Jahr (2021), die sich das Vorhalten entsprechender Expertise seiner Master-KVG wünschen, sind es aktuell 60%. Inzwischen spüren sämtliche Master-KVG (Vorjahr 2021: 80%) das auf Anlegerseite gestiegene Interesse.

## Eigenanlagen

Wie im Vorjahr erblicken 14% der Teilnehmer und damit jede siebte Adresse auf Investorensseite in der Möglichkeit der Einbindung von Eigen- oder Direktanlagen in den Master-Fonds einen wesentlichen Vorteil. Ein sehr viel positiveres Bild zeichnet sich auch im Jahr 2022 bei der Frage ab, inwieweit Anleger sich wünschen, dass die Master-KVG auch Direkt bzw. -Eigenanlagen verwalten kann. Dies sind in diesem Jahr 44%, etwas weniger als im Jahr zuvor (47%).

Der nach wie vor hohe Prozentsatz verdeutlicht, dass institutionelle Anleger verstärkt darüber nachdenken, quasi sämtliche Assets ihres Hauses in die Hände ihrer Master-KVG zu geben. Dies können wir als TELOS aus unserer Consultant-Tätigkeit eins zu eins bestätigen. Dies ist auch sinnvoll, da unabhängig von der rechtlichen Anlageform, Spezialfonds oder Eigenanlage, die gleichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen bestehen und ein einheitliches Reporting die entscheidende gemeinsame Klammer bildet.

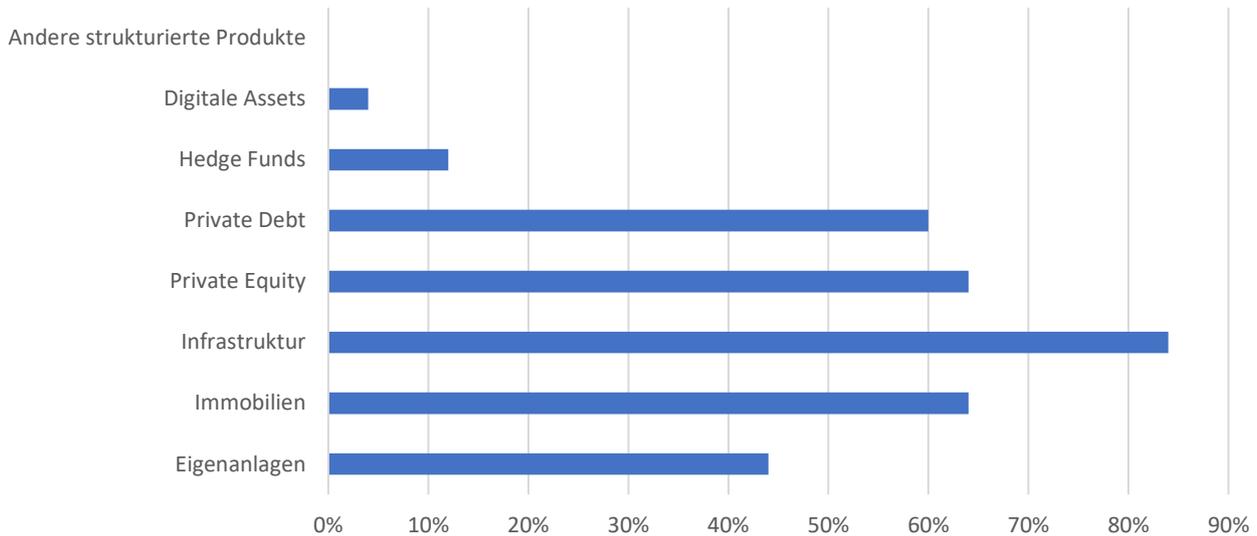
Ein wesentlicher Gesichtspunkt bei der Integration der Direktanlagen in das Reporting ist die Gebührengestaltung. Dies wird von den Master-KVG unterschiedlich gehandhabt. Teilweise werden Eigenanlagen genauso wie Spezialfonds behandelt, also zum Beispiel mit 3 BP auf den Bestand an Eigenanlagen belastet. Andere Anbieter reporten Direktanlagen für niedrigere Basispunkte. Dies hängt natürlich jeweils auch von der Gesamtkonstellation auf Seiten des institutionellen Investors respektive von dem Gesamt-Portfolio ab.

Die Master-KVG selbst betrachten das Angebot der Integration von Eigen- und Direktanlagen nach wie vor mit hoher Priorität als ein zukunftsträchtiges Geschäftsfeld (88%) und damit als Must-have. Denken wir alleine an die enormen Mittel, die Versicherer als Direktanlagen vorhalten, teilweise mit Volumina oberhalb den in Spezialfonds investierten Mitteln, so kann man diese Priorisierung gut nachvollziehen.

## Andere Anlageformen

4% der Anleger gaben an, dass sie sich administrative Expertise ihrer KVG im Bereich „Digitaler Assets“ wünschen, weitere 12% würden ein entsprechendes Angebot gerne für den Bereich „Hedge Funds“ sehen.

### "Welche Vermögensgegenstände muss eine Master-KVG über klassische Wertpapiere hinaus administrieren können?"



*Abb. 11: „Vermögensgegenstände, die eine Master-KVG neben klassischen Wertpapieren administrieren können muss – Sicht der Investoren“*

## *Weitergehende Dienstleistungen*

Zuvor haben wir uns der Frage zugewendet, welche Assetklassen aus Investorensicht für eine Administration über die klassischen Wertpapiergattungen hinaus wünschenswert sind. Die Vorjahresdynamik hat in der aktuellen Studie zwar etwas nachgelassen, so z.B. bei Immobilien; Insgesamt nehmen illiquide Assets aber einen großen Teil auf dem Wunschzettel institutioneller Anleger ein. Alternatives sind für Master-Anbieter insoweit zu einem commodity geworden.

## **Welche darüber hinausgehenden Master-KVG-Services sind nun von Bedeutung?**

Wie erstmals in dem 2020-er Fragenkatalog wurde eine Differenzierung im Bereich Overlay-Angebote vorgenommen. Wie im Jahr 2021 haben wir auch nach dem Bedürfnis institutioneller Anleger gefragt, auch in „strategischer Hinsicht“ eine Beratung durch die Master-KVG zu erfahren.

Der Relevanz zum Thema „Nachhaltigkeit“ haben wir anschließend ein gesondertes Kapitel mit verschiedenen Fragestellungen gewidmet.

Wir werden sehen, dass die von uns abgefragten Services im Vergleich zu den Werten im Jahr 2021 von den Anlegern ausgesprochen differenziert bewertet werden und sich keine einheitliche Tendenz in Bezug auf die Zusatz-Services herausgebildet hat.

## Strategische Beratung

„Full Service Provider“ war ein Begriff, der erstmals im Zusammenhang mit Master-KVGs vor über zehn Jahren einbracht wurde. Der Terminus bot ein breites Spektrum an Auslegungs- und Gestaltungsmöglichkeiten, die die KVG-Anbieter weitläufig ausgenutzt haben. Ein wesentlicher Gesichtspunkt für die Expansion der Produktpalette rührt aus dem lange Zeit stark unterschätzten engen Vertrauensverhältnis zwischen der Master-KVG und dem Investor. Die Master-KVGs gerieren sich schon seit langen Jahren eben nicht nur -wie in den Anfangsjahren- als formaler Administrator, sondern sie nehmen eine fiduziarische Rolle ein, alleine schon dem Umstand geschuldet, dass sie die Übersicht über in der Regel fast alle Assets des institutionellen Kunden haben. Automatisch hat sich die Master-KVG damit über den Zeitraum der letzten zwei Dekaden immer mehr zu einem „Partner“ an der Seite des Investors entwickelt.

Das Selbstverständnis eines „Full-Service-Providers“ wuchs naturgemäß parallel mit den steigenden Anforderungen an die Investoren. Die Master-KVG-Anbieter profitierten in diesem Zuge enorm von dem Umstand, dass mit ihrer Verantwortung auch die Transparenz über die Kapitalanlagen ihrer Kunden wuchs. Die zunehmende Komplexität des „administrativen Managements“ der Portfolios katapultierte die Anbieter in die Rolle des Beraters hinein. Sie mutierten in gewissem Sinne immer mehr zum „Herr des Verfahrens“ mit natürlich auch steigenden Abhängigkeiten auf Seiten der Anleger.

Heute betrachten 55% der Investoren (2021: 53%) und damit in etwa auf Augenhöhe mit dem letzten Jahr 2021 die Übernahme einer strategischen Beraterrolle seiner Master-KVG als eine wichtige Dienstleistung. Die Verstetigung auf hohem Niveau untermauert das partnerschaftliche Verständnis zwischen Investor und Master-KVG.

Die gleiche Frage stellten wir den Master-KVGs. Es verwundert kaum, dass diese ihre Services im Sinne einer „strategischen Beratung“ über die Jahre konsequent ausgebaut haben. Im letzten Jahr gaben 80% der KVGs an, sich als strategischer Berater ihrer Kunden positioniert zu haben; im Jahr 2022 lässt sich keine der KVGs diesen Spielraum als Strategie-Partner nehmen. Alle KVGs haben bis heute ihr Kundenverständnis in diese Richtung erweitert oder ausgebaut.

Das Beratungsuniversum umschließt zum Beispiel die aktive Begleitung der Anlageausschusssitzungen bereits im Vorfeld des Zusammentreffens. Dies können in praxi etwa Hinweise auf hohe im Portfoliomanagement eingegangene Risikopositionen des Fondsmanagers sein. Als weiteres Gebiet bieten sich Auswertungen zum Nachhaltigkeits-Profil der Portfolios etwa in Form des CO<sub>2</sub>-footprints an. Master-KVGs heutigen Zuschnitts bieten ihren Kunden heute eine breite Palette von (Sonder-) Auswertungen zu deren Spezialfonds in Form von Risiko-Reports (zum Beispiel Drawdown-Berechnungen, Stress Test oder Szenario-Analysen, VaR-Berechnungen etc.) an.

## Overlay-Management

In Zeiten schwieriger Kapitalmarktverhältnisse gewinnt das Risikomanagement und damit auch das Overlay Management an Tragweite. Die Optimierung und Abstimmung der einzelnen Assetklassen aufeinander erfordert in dem anspruchsvollen und herausfordernden Umfeld erhöhte Aufmerksamkeit und effiziente Instrumente zur Umsetzung. Dies sollte einen idealen Ergänzungs-Service für Master-KVGs bilden, die kraft ihrer Funktion und Aufgabe zentrale Verwalter der Anlegergelder sind. Dies gilt umso mehr, als derart komplexe Aufgaben von institutioneller Seite nur von großen institutionellen Anlegern wie Versicherern oder großen Versorgungseinrichtungen aus eigener Kraft abgedeckt werden können. Auf diesem Gebiet haben sich die Master-KVGs einen festen Platz an der Seite ihrer Kunden erobert.

Wie im Jahr 2021 haben wir noch einmal danach differenziert, inwieweit Master-KVGs diese Dienstleistung über den Overlay-Service für eigene Kunden hinaus auch Anlegern zugute kommen lassen, die (noch) kein Kunde der Master-KVG sind. Dies wollten wir von beiden Teilnehmern, institutionellen Anlegern sowie KVGs, wissen.

Im diesem Jahr bestätigten 27% -d.h. gut jeder vierte- der Investoren, dass Overlay-Management ein notwendiger Bestandteil der Master-Services sei. Im letzten Jahr waren es noch 33%, was tendenziell ein abnehmendes Interesse an Overlay-Services von Anlegerseite signalisiert.

Kein einziger Anleger hält es für wichtig, dass der Service im Overlay Management auch unabhängig davon angeboten wird, ob der Investor Bestandskunde der KVG ist. 2021 waren es noch 14% der Anleger, also jeder siebte Befragte.

Auf Seiten der Master-KVGen fiel das Ergebnis deutlich empathischer aus. Lediglich 29% (2021: 40%) begrenzen das Overlay-Angebot auf eigene Kunden; 86% bieten Overlay auch für Investoren an, die keine Kunden sind (Vorjahr: 80%). Die Master-KVGen fühlen sich in Bezug auf Overlay Management-Angebote gut gewappnet, überschätzen aber derzeit noch das Interesse auf Seiten der Investoren. Dieses könnte aber vor dem Hintergrund von Allokationsanpassungen mit Blick auf die kommenden Jahre zunehmen. Gerade die betrieblichen Altersvorsorge-Parameter haben sich extrem mit dem aktuell gestiegenen Zinslevel verändert. Das erhöhte Zinsniveau führt zu höheren Abdiskontierungen und entsprechend geringeren Barwerten auf der Verpflichtungsseite.

### Asset-Liability-Studien

Asset-Liability-Studien (ALM) wurden noch vor einigen Jahren von vielen institutionellen Anlegern in regelmäßigen Zyklen von zum Beispiel allen drei Jahren durchgeführt, um die Asset Allokation auf den Prüfstand zu stellen und gegebenenfalls anzupassen. ALM mutierte immer mehr zu einer wichtigen Service-Komponente für Master-KVGen.

Das sehen heute nur noch 18% der Anleger so nach 13% im letzten Jahr. Natürlich bestehen über die KVGen hinaus auch weitere Beratungshäuser, die sich auf das Thema ALM auch vor dem Hintergrund der Absicherung / Finanzierung betrieblicher Altersvorsorgesysteme spezialisiert haben.

Im Vorjahr boten bereits 80% der Master-Adressen ALM-Services an. Heute sind es wieder 86% der KVGen. Perspektivisch vorstellbar ist, dass die Investoren nach einer Beruhigung der zur Zeit schwierigen Umstände und bei besser kalkulierbaren Marktverhältnissen wieder mehr zur Beauftragung und Nutzung von ALM-Studien übergehen.

### Weitere Dienstleistungsangebote

Der Anteil der Investoren, die sich von ihrer Master-KVG auch Unterstützung bei der Auswahl eines Asset Managers oder einer Verwahrstelle wünschen, ist über die letzten zwölf Monate nochmal stark zurückgegangen. 59% der Investoren aus dem Jahr 2020 standen 2021 noch 27% gegenüber. Jetzt ist es nicht einmal jeder zehnte institutionelle Entscheidungsträger, der sich von seiner KVG Hilfestellung der Asset Manager-Auswahl wünscht (9%).

Im Bereich der Mandatsvermittlung und entsprechender Unterstützung haben die Master-Anbieter offensichtlich aufgerüstet, wenn jetzt wieder 86%, also alle bis auf eine Adresse, diesen Service als zusätzliche Dienstleistung anbieten, wohl wissend, dass sie sich hier im Bereich des klassischen Consultings bewegen. Wir kommen an anderer Stelle darauf zurück.

Auf größeres Interesse bei Anlegern stoßen Dienstleistungen rund um das Thema „Nachhaltigkeit / ESG“. Mehr als jeder zweite Investor wünscht sich entsprechende Beratungsangebote seiner KVG. ESG-Services sind absolut kompatibel mit dem ureigentlichen Business der KVGen. Dies zeigt sich insbesondere beim Reporting, also „dem eigentlichen, traditionellen“ Angebot einer KVG.

Diesen Optimismus teilen 71% der Master-KVGen.

In Bezug auf die hier behandelten Services, die über die reine Administration hinausgehen, müssen wir teils ernüchternd geringes Interesse von Seiten der Investoren konstatieren. Als Misstrauen gegenüber ihren KVGen

sollte dies nicht gewertet werden. Soweit diese Angebote von Seiten der KVGn bestehen, sollte sich die Interessenlage der Anleger nach einer Normalisierung der Lage auch wieder zum Positiven einpendeln.

### "Zusatzdienstleistungen einer Master-KVG?"

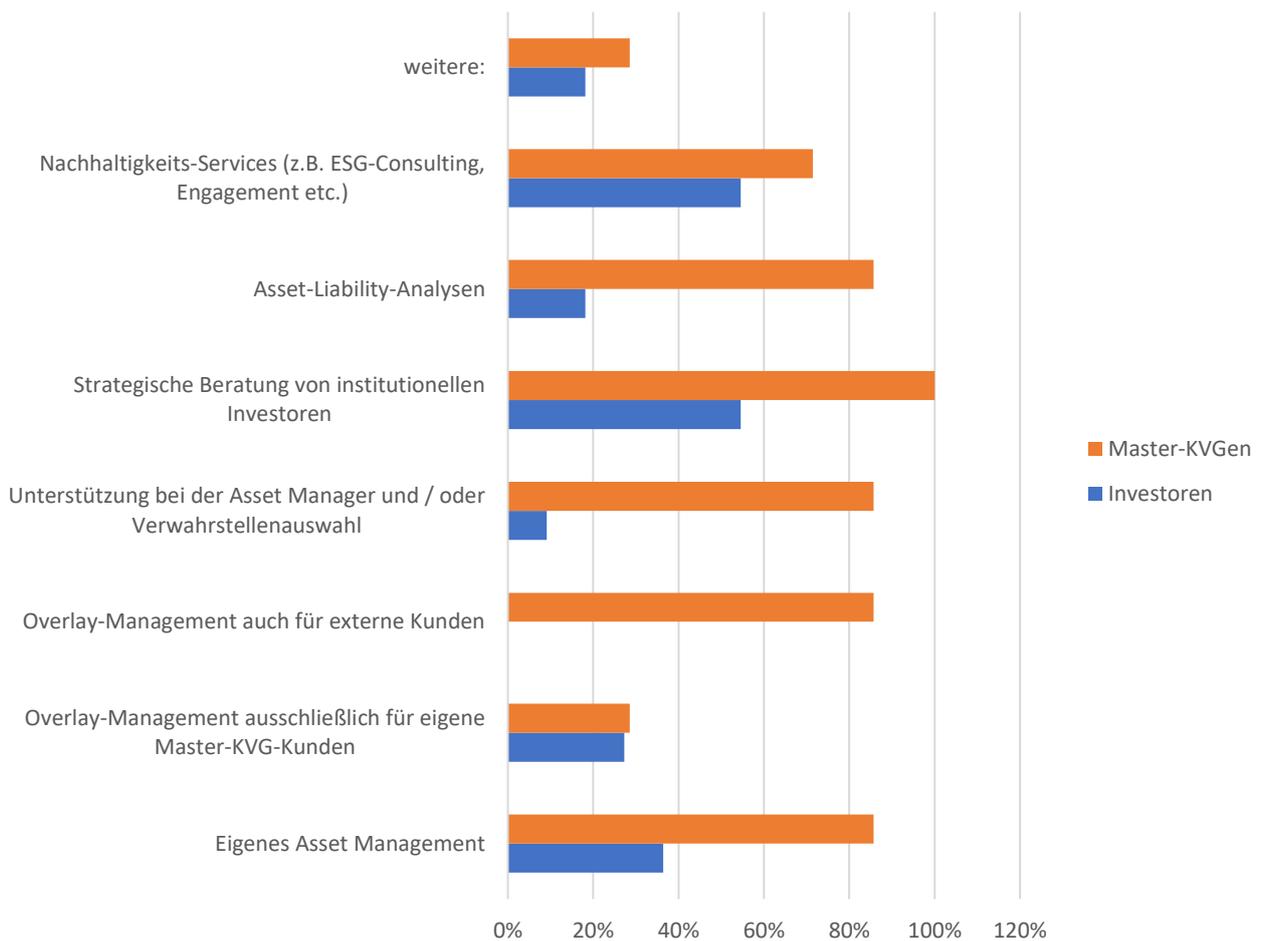


Abb. 12: „Wichtige Zusatzdienstleistungen – Vergleich Investoren und Master-KVGn“

### Nachhaltigkeit

Hintergrund:

Die Kapitalmärkte werden derzeit von einer ganzen Reihe von Problemfeldern heimgesucht. Sie Stichworte sind an anderer Stelle schon gefallen; hervorzuheben sind die hohe Inflation (insbesondere in Europa), damit unmittelbar zusammenhängend die gestiegenen Energiepreise, der Ukraine-Konflikt und auf ganz großer Bühne die geopolitischen Entwicklungen wie das ausgeprägte Konkurrenzverhältnis zwischen den USA und China. Wie kann sich ein Thema wie „Nachhaltigkeit / ESG“ in solch einem vielfältigen Umfeld an „issues“ entfalten. Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, dass die ESG-Dynamik -wenn auch nicht dramatisch- jedoch dennoch spürbar ein wenig nachgelassen hat; auch auf Seiten der institutionellen Anleger.

Es wäre jedenfalls nicht korrekt, ESG trotz der anhaltend schwierigen Gesamtumstände ungebremste Durchschlagskraft attestieren zu wollen. Dieser Aussage widersprechen erst einmal über 90% der institutionellen Entscheider, die nach der aktuellen TELOS - Zufriedenheits-Studie (2022) ESG vor allen anderen Themen (z.B. Geopolitik) als relevantestes Thema benannt haben. Begeben wir uns jedoch auf die dahinter liegenden Detailthemen im Bereich Nachhaltigkeit, so ist erkennbar, dass die Anleger im

Vorjahresvergleich einigen Nachhaltigkeits-Themen (z.B. auf Detailebene bei den Anforderungen beim ESG-Reporting oder beim Thema „Engagement“) keine gesteigerte Aufmerksamkeit schenken.

Ob das Vorhalten von ESG-Services durch die Master-KVG für Investoren von Bedeutung ist, ob sich der Anleger für oder gegen eine KVG entscheidet, darauf werden wir in diesem Kapitel eingehen. Wie in den beiden Vorjahren haben wir ergänzend einen Zusatzkatalog an Fragen um das Thema ESG sowohl für die KVGen wie auch die Investoren erstellt.

Heute zählt „Nachhaltigkeit“ oder vielfach kurz als „ESG“ (environmental / social / governance) betitelt, zu den dynamischsten Themen im gesamten Asset Management. Das betrifft zunächst die Integration von ESG in bestehende oder neu aufgelegte Fondsprodukte, oftmals auf der obersten Ebene als (Ausschluss-) Filter definiert. Nicht nur Kirchen und Stiftungen als Institutionen, bei denen man ESG traditionell verorten würde, sondern im Grunde alle institutionellen Anlegergruppen beschäftigt die Berücksichtigung von ESG in ihren Assets.

Teils geschieht dies – wieder einmal – aufsichtsrechtlich getrieben (wie bei Versicherern in Form der Solvency II - Bestimmungen) oder auf europäischer bAV-Ebene.

Dazu zählen zum Beispiel die auf Ebene der Vereinten Nationen im Jahr 2015 festgelegten 17 Sustainable Development Goals (SDG), die einen an alle (Regierungen, Privatwirtschaft etc.) gerichteten Fahrplan zur Erhaltung der natürlichen Lebensgrundlagen und der Ermöglichung eines menschenwürdigen Lebens darstellen. Die im Jahr 2006 gegründete Investoreninitiative UN PRI (Principles for Responsible Investment) verfolgt das Ziel, Anleger für das Thema Nachhaltigkeit zu sensibilisieren und diese bei der Integration dieser Themen wie zum Beispiel der Einbeziehung von E, S und G in ihren Investitionsentscheidungen zu unterstützen. Auf Ebene der Europäischen Union wurde 2018 der EU Sustainable Finance Action Plan erlassen, der etwas konkreter alle Finanzmarktakteure wie Versicherungen oder auch Pensionskassen in die Pflicht nimmt.

Herzstück des Action Plans sind die Maßnahmen zur Klassifizierung (sog. Taxonomie) von Assets oder auch Aktivitäten im Sinne der Nachhaltigkeit; in diesem Kontext wurden sechs klare Umweltziele definiert, unter anderem die Eindämmung des Klimawandels (Stichwort: CO2 footprint) und die Anpassung an den Klimawandel. Bei der Taxonomie soll es konkreter werden. Wegweisend war das im Dezember 2019 von der BaFin veröffentlichte Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken für die von ihr beaufsichtigten Unternehmen wie Versicherungen oder Kapitalverwaltungsgesellschaften. Das Management von Nachhaltigkeitsrisiken bildet dabei den Schwerpunkt, verbunden mit der Aufforderung an die Asset Manager, eine ESG-Risikostrategie auch bis hin zur Zusammensetzung des Kunden-Portfolios zu entwickeln.

Konkret für den Bereich Altersvorsorge wurde die EbAV II – Richtlinie im Januar 2019 erlassen, die Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) wie Pensionskassen und -fonds zur „Beschäftigung“ mit ESG Faktoren in deren Kapitalanlage - allerdings auf freiwilliger Basis - rät; immerhin müssen die Einrichtungen ihren Mitgliedern, d.h. Versorgungsberechtigten, Auskunft darüber geben, inwieweit ökologische und soziale Kriterien in ihrer Anlagepolitik zum Tragen kommen.

Konkrete Regelungen im Altersvorsorge - und Versicherungssektor unterstützen diese Entwicklung, so etwa § 144 VAG, wonach Versicherer, soweit sie Produkte der betrieblichen Altersvorsorge anbieten, den Versorgungsanwärtern - oder beziehen gegenüber auch Auskünfte zur Nachhaltigkeit der Kapitalanlagen machen müssen.

Teils beruhen die ESG-Aktivitäten natürlich auch auf freiwilliger Basis der Investoren bei der Neufassung ihrer Anlagerichtlinien.

In den letzten Jahren ist die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten immer spürbarer mit Händen greifbar. Diese Integrationswirkung bezieht sich einerseits auf das Portfolio Management, genauso aber auf das administrative Business, sprich das Nachhaltigkeits-Reporting, die Wahrnehmung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen oder ein umfassendes Beratungsangebot im Bereich ESG. Viele Asset Management-Häuser verfügen bereits über eigene ESG-Abteilungen oder -Spezialisten.

Interessanterweise besteht trotz der Dynamik des Themas und auch bei dem Versuch, „ESG“ zu definieren (Stichwort: Taxonomie), nach wie vor ein relativ breiter Ermessensspielraum, was unter nachhaltiger Kapitalanlage zu verstehen ist. Ratingagenturen, die sich wie MSCI, Sustainalytics oder imug (siehe dazu später) auf dieses Gebiet spezialisiert haben, verwenden unterschiedliche, diskretionäre Ansätze.

Vor diesem Hintergrund gerieten auch die Master-KVGen in Zugzwang, „Nachhaltigkeit“ in ihre Prozesse zu integrieren. Dazu zählt im weiteren Sinne nach heutigem Sprachgebrauch auch das sog. „Proxy Voting“, also die Wahrnehmung der Stimmrechtsinteressen von Investoren auf Hauptversammlungen durch einen Drittanbieter, genauso das „Engagement“, mithin die aktive Interessenwahrnehmung in puncto Nachhaltigkeit direkt in den Unternehmen und mit deren Vorständen oder Geschäftsführern.

Entsprechend den gestiegenen Anforderungen der Investoren im Bereich Nachhaltigkeit haben die Master-KVGen bis heute ihr Reportingwesen aus der Welt der reinen Finanzkennzahlen auch auf ESG ausgeweitet.

Im Anschluss an die Darstellung des Hintergrundes der Dynamik im Bereich ESG wollen wir auf einige KVG-spezifische Nachhaltigkeits-Aspekte eingehen, die wir von den institutionellen Anlegern sowie den KVG-Anbietern erfragt haben.

#### Master-KVGen:

Zunächst wollten wir von den Master KVGen wissen, seit wann sie sich mit dem Thema Nachhaltigkeit im Rahmen ihrer Services beschäftigen. Die Historie liegt naturgemäß nicht allzu lange zurück.

- 2 Master-KVGen gaben an, bereits 2015 und davor ESG-Kriterien in die Services eingebunden zu haben
- 3 KVGen engagieren sich seit dem Zeitraum zwischen 2017 und 2019
- Weitere 3 Anbieter haben sich des Themas im Jahr 2020 angenommen.

#### *ESG Service – Angebot der Master-KVGen:*

DIE Master-KVG steht klassischerweise für Reporting-Services. Unsere Studie hat gezeigt, dass sich über die letzten Jahre die KVGen deutlich weiter entwickelt haben und heute ein breites Spektrum verschiedener Angebote über das reine Reporting hinaus anbieten. Dazu gehören Beratungsdienstleistungen genauso wie Strukturierungsthemen (z.B. ALM, Overlay).

Auf die Komplexität des unter den drei Buchstaben „E / S / G“ zu subsumierenden ESG-Universums sind wir bereits eingegangen. Daran angelehnt stellt sich das ESG-Reporting auch aus dem Blickwinkel der Master-KVGen aktuell als schlichtweg DIE für die institutionellen Anleger entscheidende Servicekomponente dar.

## "ESG Services einer Master-KVG"

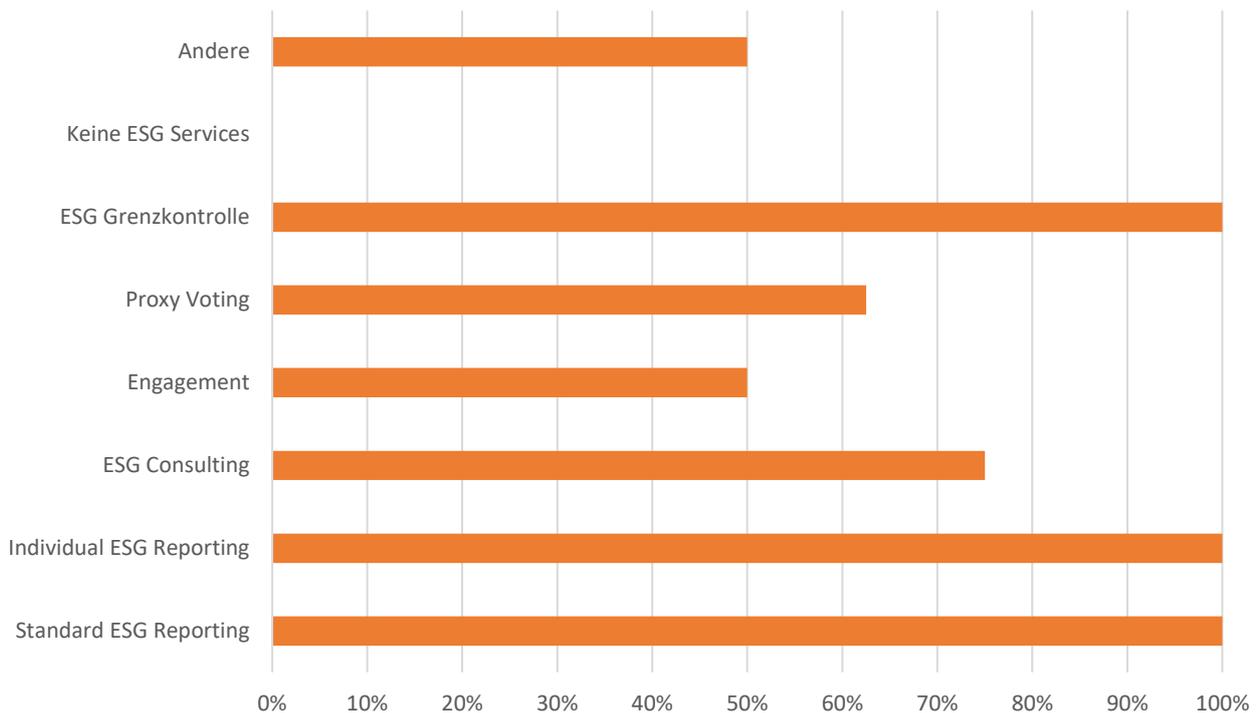


Abb. 13: „ESG Services einer Master-KVG – Angebote der Master-KVGen“

Bei einem Vergleich der Werte aus dem Vorjahr (2021) lässt sich anhand der vorigen Grafik leicht ausmachen, dass die KVGen sich unverändert sehr intensiv mit der Materie ESG auseinandersetzen. Sie können es sich offensichtlich nicht mehr leisten, das Thema auszuklammern.

Hinter der Strategie steckt ein breites Spektrum an inzwischen funktionsfähigen ESG-Dienstleistungen rund um das Thema Nachhaltigkeit.

Ein gutes ESG-Reporting bildet nach wie vor den Nukleus der ESG-Services, ist also gewissermaßen „Core“ für die Dienstleister. Dies gilt wie im Vorjahr ohne Gegenstimme für das „standardisierte“ ESG-Reporting; inzwischen erkennen aber auch alle Anbieter an, dass für den Kunden das individuelle Nachhaltigkeits-Reporting von essentieller Bedeutung ist. Zu ESG-Reportings sind heute praktisch alle KVGen in der Lage und entsprechend lieferfähig.

Den Unterschied macht allerdings der Tiefgang aus und damit die qualitative Ebene. Das ESG-Reporting fällt bei professionellen Anbietern mehrere Seiten stark aus, beginnend mit einer Übersicht über relevante ESG-Messfaktoren wie die Beachtung der Menschenrechte nach dem UN Global Compact über den Treibhausgas-Emissionswert des Gesamtportfolios bis zu komprimierten Darstellungen im Bereich Voting und auch das Engagement wird transparent gemacht. Anschließend wird auf der Detailebene in die einzelnen ESG-Aspekte wie Kohlendioxidbelastung (CO2 footprint), die Kompatibilität der Portfolio-Titel im Hinblick auf die SDG bis zu Transition Scores (Unternehmen, die Maßnahmen ergriffen haben zur Verbesserung z.B. ihres Kohlenstoffdioxid-Ausstoßes) eingestiegen. Auch für den Direktbestand des Investors bieten KVGen Nachhaltigkeits-Auswertungen an. Welche einzelnen Komponenten die KVGen innerhalb des Reportings anzubieten vermögen und auf welche Komponenten die Investoren wiederum Wert legen, zeigen die beiden nachfolgenden Diagramme.

## "Inhalte eines ESG Reportings"

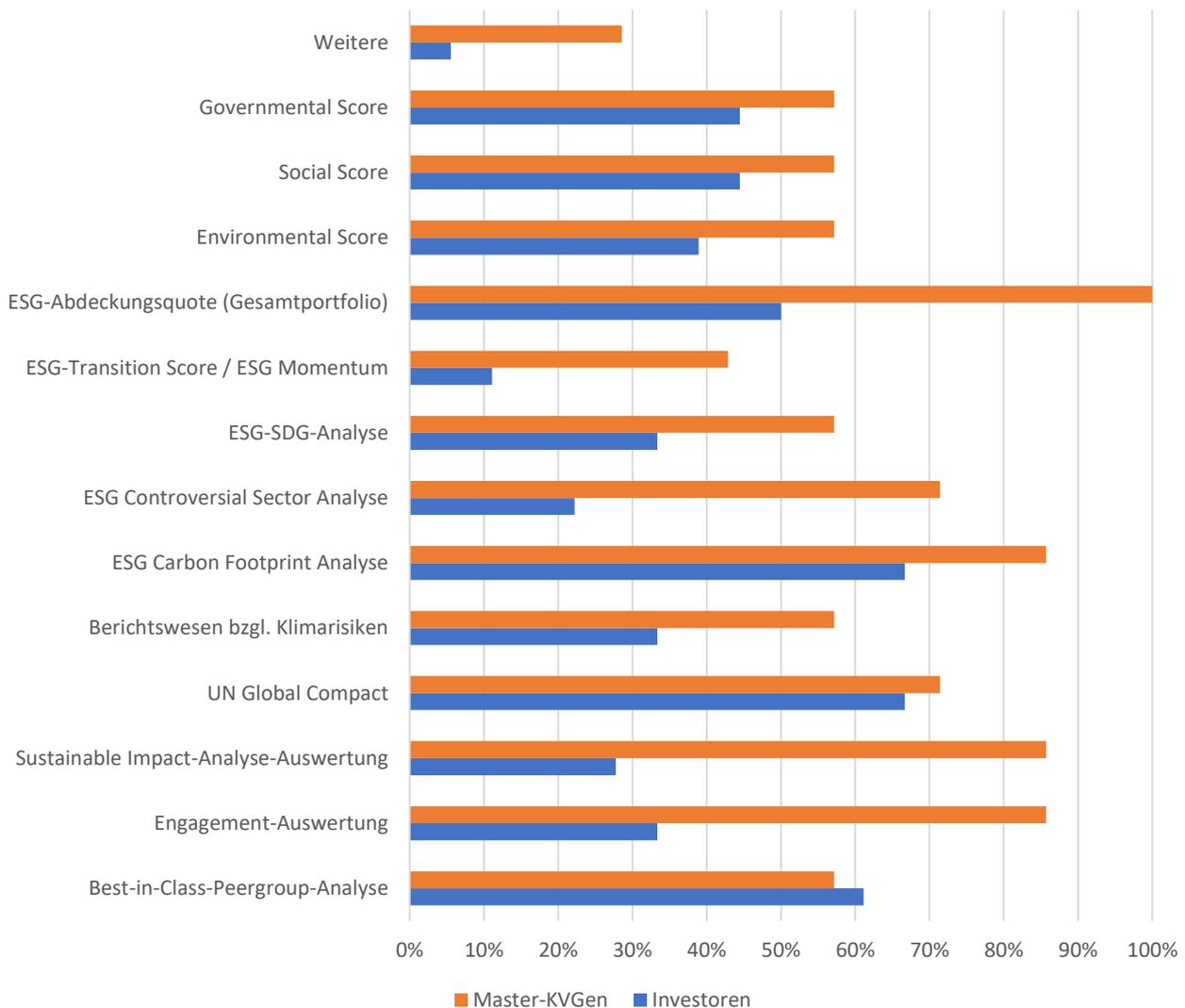


Abb. 14: „Inhalte eines ESG Reportings – Vergleich Investoren und Master-KVGen“

Es lässt sich allgemein bei dem Vergleich der Prozentwerte zwischen Investoren und Master-KVGen feststellen, dass auch bei einem selbstverständlichen Service wie dem Reporting die Angaben bei den KVGen teilweise zwei- bis dreimal so hoch liegen wie auf der Anlegerseite. Kurz zusammengefasst stehen bei den Anbietern die folgenden ESG-Reporting-Services im Vordergrund:

- ESG Abdeckungsquote auf Gesamtportfolio-Ebene
- ESG Carbon Footprint Analyse
- Auswertung des Sustainable Impacts
- UN Global Compact sowie
- ESG Controversial Sector Analysis (Kontroverse Geschäftsfelder).

Die Investoren legen größeren Wert auf die folgenden Reportinginhalte:

- ESG Carbon Footprint Analyse
- UN Global Compact,
- Best-in-Class Peergroup – Analyse sowie
- eine Auswertung auf Ebene des Gesamtportfolios.

Im Vergleich zum Vorjahr hat sich das Anspruchsniveau bei den KVGen auf hohem Niveau stabilisiert. Auffällig auf Seiten der Anleger ist, dass einige Reportinganforderungen über die letzten zwölf Monate für weniger wichtig erachtet werden. Beispielhaft seien die niedrigeren Werte bei dem Angebot von ESG Transition Scores (nur noch 11% gegenüber 20% im Jahr 2021) und bei den Engagement-Auswertungen (33% gegenüber 55% 2021) oder auch bei der Messung der Kontroversen (22% im Vergleich zu 40% im Vorjahr).

Vereinzelte wurden auch auf die Kompetenz hingewiesen, ESG-Messungen zudem im Bereich „illiquider Assets“ anzubieten oder auch „bis auf Segmentebene, differenziert nach Asset Managern und Assetklassen reporten zu können“.

Grundlage für die Messung und Beurteilung, inwieweit Unternehmen, in die das Portfolio investiert ist, ESG konform sind, sind Scores externer Anbieter oder auch eigen entwickelte Scores. Oftmals werden extern eingekaufte Daten zu ESG-Beurteilungen nochmal mit eigenen, diskretionären, Messmethoden zu einem einheitlichen Score zusammengefügt.

Die KVGen nutzen zum Teil mehrere Datenprovider, die im Folgenden aufgeführt sind (in Klammern der Anteil der KVGen, die diese Datenprovider in Anspruch nehmen):

- MSCI (88% / Vj.:80%)
- ISS Oekom (63% / 50%)
- Bloomberg/Sustainalytics (38% / 30%)
- GRESB (25%)
- RepRisk (13% / 10%)
- Moody`s/Vigeo Eiris (13% / 20%)
- imug (13% / 20%)
- Ethix (25% / 20%)
- Trucost (13% / 10%).

Wir sehen, dass sich bei der Attraktivität der in Anspruch genommenen Analysehäuser relativ wenig verändert hat; zum Teil kam es zu leichten Verschiebungen, meist im Sinne einer geringeren Nutzungsquote von Analysehäusern gegenüber 2021.

Alle aufgeführten Häuser verfügen über eigene Analysemethoden und verfolgen auch Schwerpunkte innerhalb des ESG Universums.

Durch die Bank weg alle KVG-Teilnehmer unserer Studie bieten jetzt auch die notwendigen „Grenzkontrollen“ an (2021: 90%), inwieweit mithin die seitens der Kunden oder auch rechtlich vorgegebene Rahmenbedingungen eingehalten worden sind.

Weitere 63% (Vorjahr: 80%) der KVGen üben auch die Stimmrechte für ihre Kunden aus, teils durch eigene Verantwortliche, zum großen Teil in Kooperationen mit darauf spezialisierten Häusern wie beispielsweise BMO (sog. Proxy Voting).

Drei Viertel der KVG-Anbieter „beraten“ ihre Kunden zudem in allen Belangen von Nachhaltigkeit. Ein typisches Beispiel ist die Durchführung von Sensitivitäts-Analysen. Diese zeigen dem Kunden auf, wie sich sein bestehendes Portfolio im Hinblick auf Rendite und Risiko verändert (bzw. in der Vergangenheit verändert hätte), wenn an gewissen Nachhaltigkeits-Stellschrauben wie etwa einer strengeren Einhaltung der Menschenrechte gemäß UN Global Compact gedreht wird.

50% der KVGen und damit jedes zweite Haus betreibt auch „Engagement“, sucht mithin den aktiven Kontakt zu den Managern der investierten Unternehmen, um etwa auf Missstände im Bereich ESG hinzuweisen und auf eine positive Entwicklung der beanstandeten Punkte hinzuwirken.

#### Anforderungen der Investoren:

Parallel zu den KVGen befragten wir die institutionellen Anleger, welche der bereits zuvor angesprochenen ESG-Services aus deren Sicht besondere Bedeutung haben.

- Größere Einigkeit (78% ggü 67% im Jahr 2021) bestand in der Zurverfügungstellung eines ESG Standard - Reportings
- 52% der Anleger (2021: 50%) wünscht sich darüber hinaus ein individuell auf seine Belange hin zugeschnittenes Reporting
- Auch die Anlagegrenzprüfung bezüglich der vorgegebenen ESG-Limite nimmt bei etwa der Hälfte der Investoren (50%; 2021: 67%) einen breiteren Raum ein
- Annähernd jeder dritte Anleger legt größeren Wert auf Aktivitäten seiner KVG im Bereich „engagement“ oder „(Proxy) Voting / Stimmrechtsausübung“.
- ESG-Beratungs-Dienstleistungen erwarten nur 15% der Investoren (2021: 10%). Hier wäre ein höherer Erwartungshorizont nicht verwunderlich gewesen, da bei unserer Frage nach den gewünschten „Zusatzdienstleistungen“ mehr als die Hälfte der Investoren den Punkt „Strategische Beratung“ angekreuzt hatten.
- Nur 4% der Anleger dulden hingegen, dass ihre KVG keinerlei ESG-Services offeriert.

## "ESG Services einer Master-KVG"

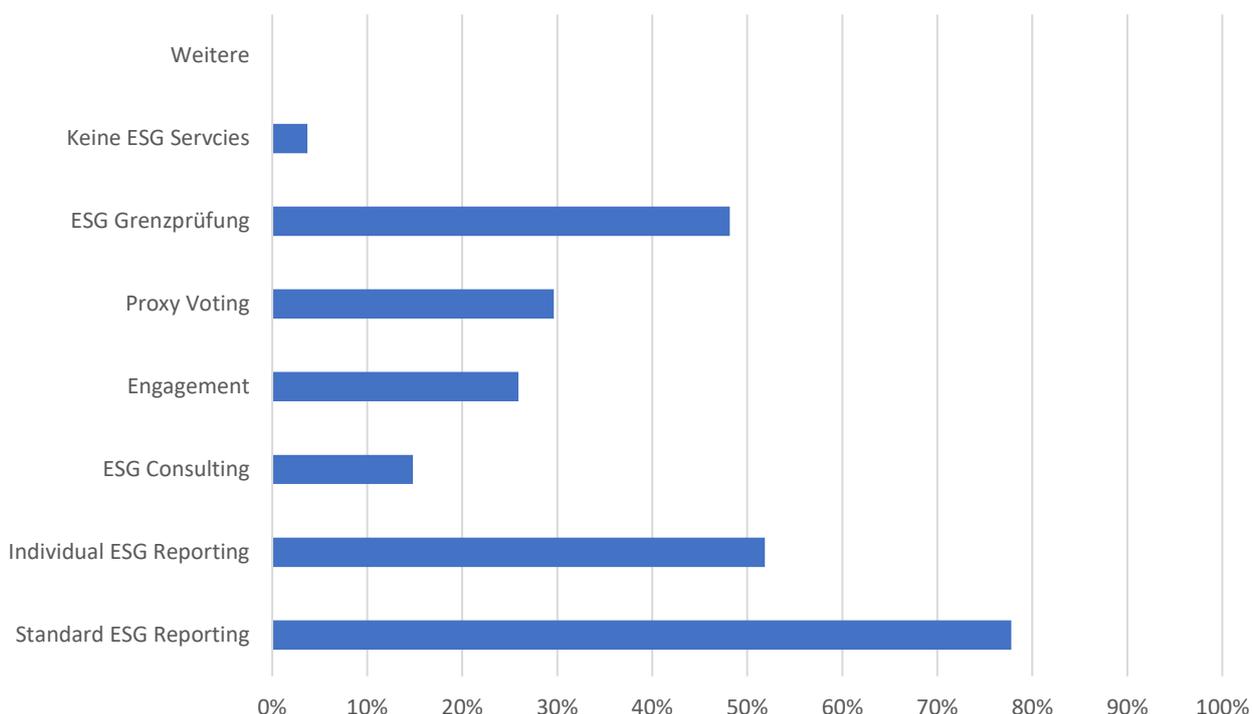


Abb. 15: „ESG Services einer Master-KVG – Anforderungen der Investoren“

### Kosten für ESG Services:

Das Thema der für die KVG-Leistungen anfallenden „Kosten und Gebühren“ behandeln wir später nochmal gesondert. Bekannt ist, dass das administrative Business engmargig ist und die KVGen verständlicherweise nach Skalierungseffekten suchen.

In dem vorliegenden Zusammenhang der ESG-Services wollen wir untersuchen, für welche ESG Komponenten die KVG-Anbieter gesonderte Gebühren erheben können und inwieweit institutionelle Anleger bereit sind, diese Zusatzkosten aufzuwenden. Dabei haben wir zwischen verschiedenen Kostenkomponenten differenziert, wie den beiden nachfolgenden Grafiken zu entnehmen ist.

Im Grunde liegen die Ansichten der institutionellen Investoren und der KVGen nicht so weit auseinander. Aber wie immer ist das natürlich auch eine Frage der Perspektive.

Beim ESG Standard Reporting zum Beispiel gaben 75% der Anbieter an, dass sie diesen Service frei jeglicher Gebühren anbieten (Vorjahr: „nur“ 60% der KVGen!); hier erwarten erstaunlicherweise nur noch die Hälfte der Investoren auch einen kostenlosen Service. Im Vorjahr waren es noch 85%. Die Bescheidenheit ist auf den Vorjahreswert (57% der Anleger) zurückgegangen und den Master-KVGen wird konzediert, dass dieser Service auch bezahlt werden sollte.

Beim Individual-ESG-Reporting besteht zwischen Anlegern und KVGen annähernde Übereinstimmung, dass diese Leistung zu entgelten ist (87% der KVGen und 91% der Investoren ! ).

## "Kosten für ESG Services"

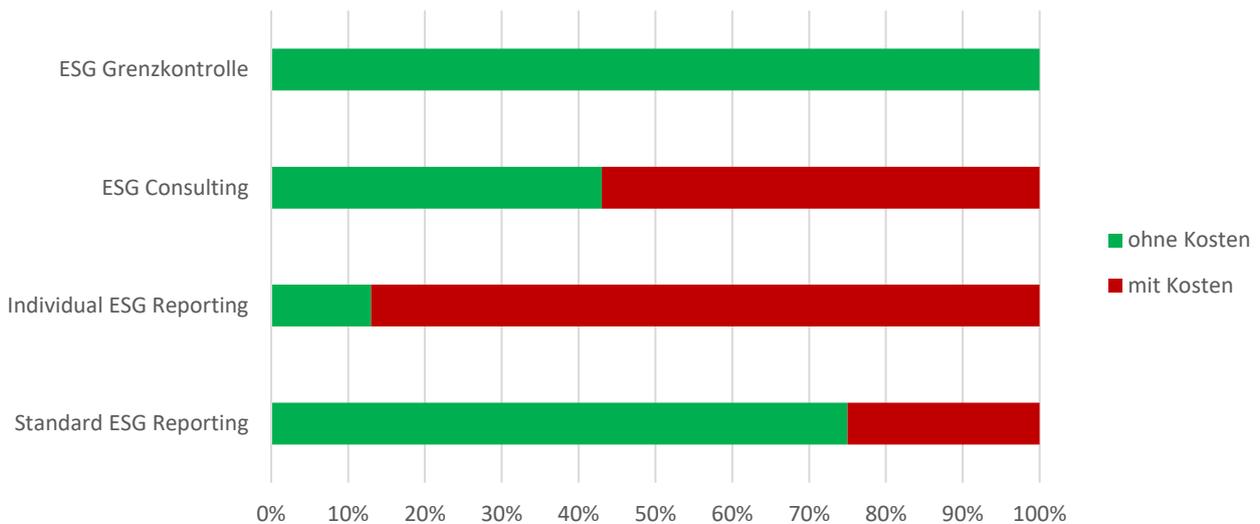


Abb. 16: „Kosten für ESG Services – Sicht der Master-KVGen“

## "Kosten für ESG Services"

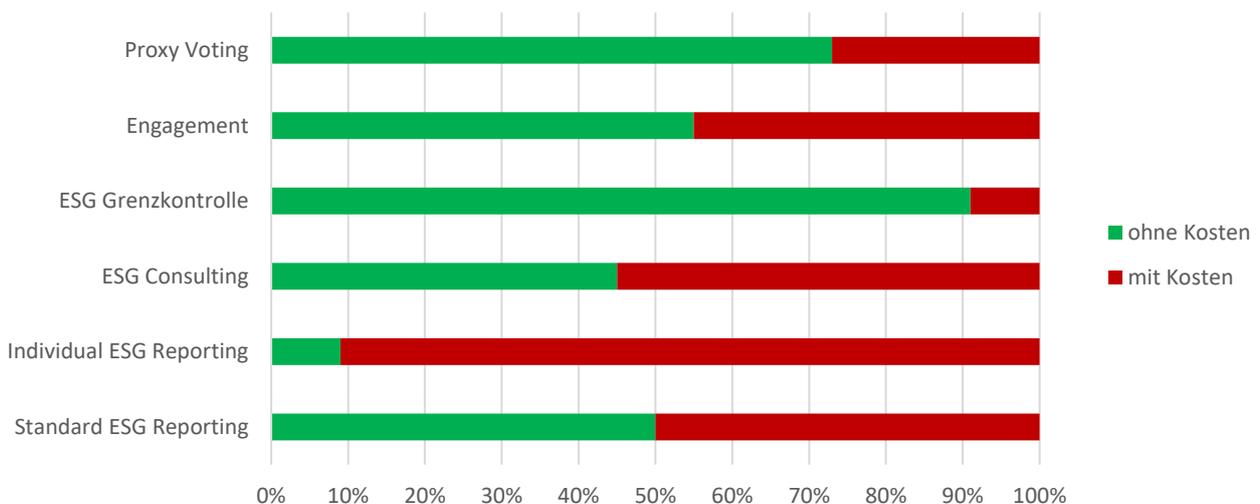


Abb. 17: „Kosten für ESG Services – Sicht der Investoren“

Bei den übrigen Zusatz-Services liegt ebenfalls ein gewisser Gleichklang zwischen der Anbieter- und der Nachfrage (Anleger) - Seite vor. So wird die Beachtung der Grenzverletzungen, also das Angebot von ESG-Grenzprüfungen, von beiden Seiten ganz überwiegend als ein selbstverständlicher und nicht zusätzlich vergütungspflichtiger Baustein angesehen.

Auch bei der Vergütung für „ESG Consulting“ besteht insoweit Übereinstimmung insoweit, als jeweils um die 50% auf KVG- wie auf Anlegerseite diesen Service für vergütungspflichtig halten, die andere Hälfte nicht.

### Auswahlkriterien aus Sicht der Investoren:

Für die KVG-Anbieter ist auch über den Zeitablauf von Interesse, welche Gesichtspunkte aus Investorenperspektive die maßgebenden sind, sich für oder gegen eine Master-KVG zu entscheiden. Die nachstehende Grafik zeigt zehn Kriterien auf, die sich über die Jahre als die wichtigsten Entscheidungskriterien herauskristallisiert haben. Später werden die Ansichten der Investoren denen der Master-KVG gegenüber gestellt werden. In diesem Kapitel weisen wir auf die Veränderungen bei den befragten Anlegern im Vergleich zum Vorjahr 2021 hin.

### "Gründe für die Auswahl der jetzigen Master-KVG?"

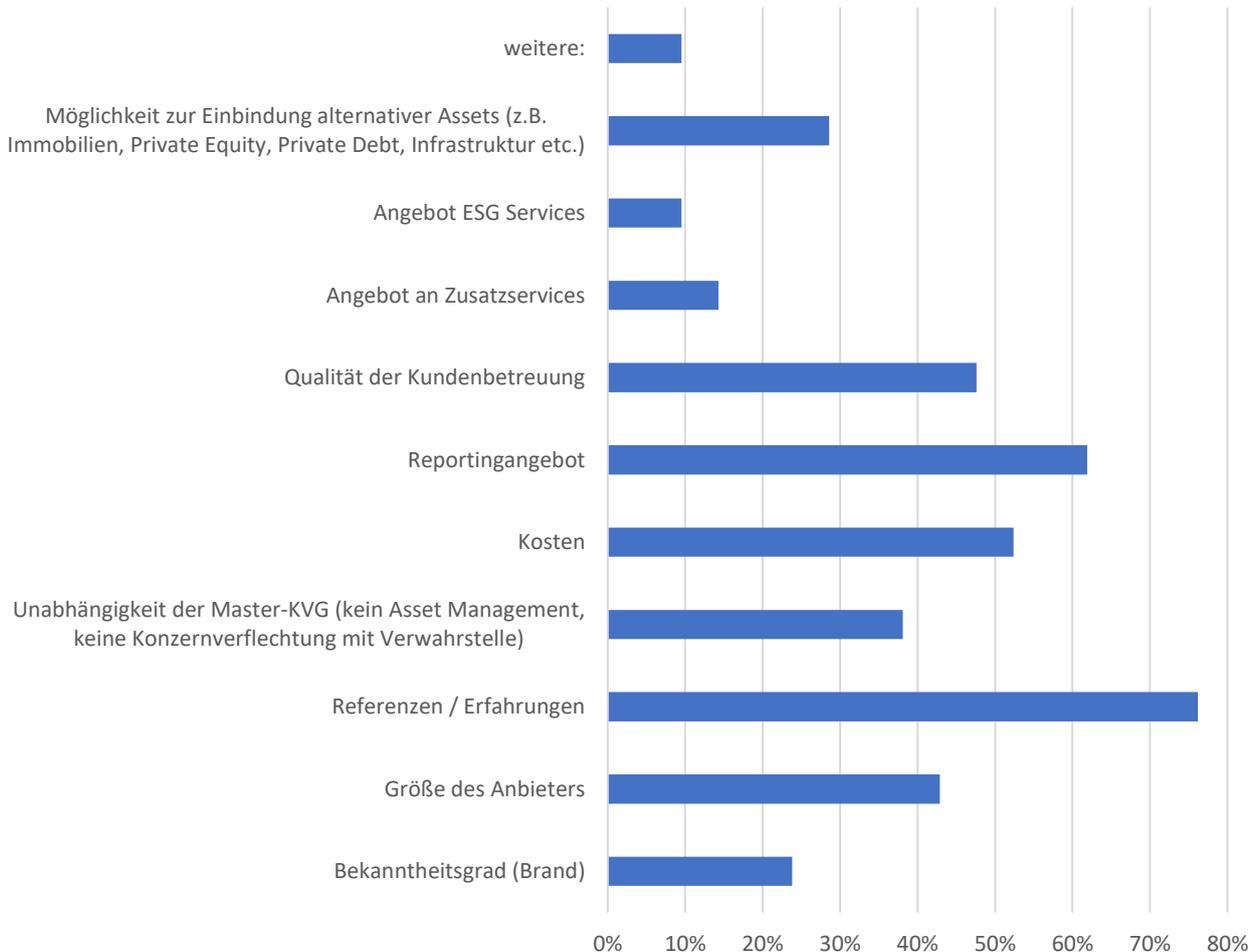


Abb. 18: „Auswahlkriterien – Investoren“

In diesem Jahr sind lediglich drei der zehn angebotenen Kriterien auf gleichbleibendem Niveau als relevant angegeben worden. Bei den sieben weiteren Punkten haben wir gegenüber dem Vorjahr zum Teil starke Verschiebungen feststellen können, die die KVG-Auswahl am Ende beeinflussen.

Bei vier Kriterien machten die Anleger höhere Angaben, bei drei lagen sie niedriger.

Gehen wir die Punkte von der prozentualen Bedeutung an, so machen die **Kosten**, das **Angebot im Reportingsektor** sowie **vorhandene Referenzadressen** mit jeweils über 50% der Nennungen einen sehr wichtigen Part bei der Auswahl des Anbieters aus.

Ein Investor fühlt sich bei einer KVG mit entsprechender Erfahrung auf seinem gesetzlichen oder regulatorischen Terrain bekanntlich wohler. Das Vorhandensein von **Referenzen** ist aus diesem Grund im

Rahmen von Ausschreibungen oftmals das Zünglein an der Waage. In diesem Jahr votierten für dieses Kriterium 76%, also drei von vier, teilnehmenden Anlegern, ein im Vergleich zum Vorjahr (mit 57%) um absolut annähernd 20% gestiegener Wert. Der Verweis auf langjährige Beziehungen zu Kunden mit gleichem rechtlichem Hintergrund öffnet Tür und Tor, da ersichtlich Erfahrungen mit den wesentlichen Rahmenbedingungen des Hauses des Investors bestehen. Beispielhaft seien Versorgungswerke oder Sozialversicherungsträger aufgeführt, die großen Wert darauf legen, dass ihre künftige Master-KVG mit den Anlagerichtlinien (z.B. SGB IV oder VAG) vertraut ist. Das Vorweisen von Referenzadressen stärkt automatisch das Vertrauen. In aller Regel lässt sich nach Rücksprache auch ein direkter Kontakt zu einem vorhandenen Referenz-Kunden herstellen.

Der markant höhere Zuspruch erklärt sich unseres Erachtens auch aus dem aktuellen Umfeld, in dem es einigen Teilnehmern nach wie vor schwer fällt, sich im Rahmen von persönlichen Treffen kennenzulernen bzw. seine Expertise unmittelbar präsentieren zu können. Der Verweis auf die Erfahrung mit Kunden aus einem vergleichbaren Umfeld und ein eventuell begleitend geführtes Telefonat mit einer Referenzadresse kompensieren weitere Recherchen.

Das **Reportingangebot (eReporting und webbasiertes Reporting)** liegt als klassischste aller Leistungskomponenten einer Master-KVG mit 62% an Rang 2 des Rankings aus Sicht der Investoren. Dieses Ergebnis liegt zehn Prozentpunkte über dem Vorjahreswert. Dies belegt, dass das ständig neuen Herausforderungen gegenüber stehende Reporting-Angebot der Master-KVGen als Differenzierungsmerkmal wieder an Wertschätzung dazugewonnen hat. Dies gilt heute im Zeitalter der Integration von immer mehr illiquiden Assetklassen umso mehr.

Das Reporting ist die täglich sichtbare Transparenzbrücke zwischen Master-KVG und Investor. Ein Stück weit ist das Reporting mit allen Ausprägungen hin zu bequemeren Varianten wie e- oder Web-Reporting auch schon zum Commodity geworden. Dies zeigt, dass alle hier untersuchten Kriterien auch immer vor dem Hintergrund der aktuellen Lage bewertet werden müssen. Im Ergebnis umfasst ein webbasiertes Reporting alle Möglichkeiten, die ein Anbieter im Reportingbereich anzubieten vermag, angefangen von der Tiefe der Reportinhalte bis zur Nutzungs- und Handelbarkeit im täglichen Ablauf.

Hatte die **Kosten**-Komponente im letzten Jahr noch mit 52% der Investoren zu Buche geschlagen, so hat dieser Gesichtspunkt in diesem Jahr keineswegs an Relevanz eingebüßt. Wieder gut jeder zweite Anleger zeigte sich kostensensibel und sah die Gebühren als entscheidungsrelevant an. Angesichts des Umstandes, dass wir uns historisch bereits in einem recht niedrigen BP-Bereich bei den Gebühren bewegen, zeigt das stabile Ergebnis, dass die über die Jahre gestiegenen Anforderungen gegenüber den KVGen von Seiten der Investoren goutiert und die dafür erhobenen Gebühren als angemessen geschätzt werden.

Die Erkenntnis aus der Vergangenheit, dass „je länger sich die Phase hinzieht, in der kaum Renditen aus sicheren Ertragsquellen zu erzielen sind, desto mehr die Zügel auf der Kostenseite angezogen werden“, gehört -zumindest status quo jetzt- offenbar der Vergangenheit an.

Wir hatten zuvor schon auf die enorme Bedeutung eines guten Betreuungskonzeptes hingewiesen. In diesem Jahr lag das Kriterium **Kundenbetreuung** bzw. die **Betreuungsqualität** bei 48%, davor im Jahr 2021 noch bei 62% und die Jahre zuvor konstant bei über 60%. Woher der Sinneswandel rührt, ist schwer zu erklären. Vielleicht gilt auch hier, dass eine qualitativ gute Betreuung als commodity angesehen wird und insoweit eine gewisse Erwartungshaltung vorgegeben ist.

Schließlich steigen die Ansprüche an die institutionellen Anleger und damit an die KVGen stetig an. Insoweit ist der direkte Draht zu der KVG und damit zum Kundenbetreuer besonders wichtig, nicht zuletzt im Alltagsgeschäft. Die Ergebnisse der TELOS - Kundenbetreuungsstudie 2018/2019 ([www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)) zeigen auch ein größeres Interesse der Anleger an einer engen Kundenbetreuung auf. Diese Studie geht detailliert auf alle Aspekte der Kundenbetreuung ein und unterstreicht das Vertrauensverhältnis zwischen den handelnden Personen auf beiden Seiten, Kunden und Anbieter, was insbesondere für das tägliche Miteinander wie einem Master-Mandat gilt.

Die hohe Wertigkeit eines funktionierenden und von Vertrauen getriebenen Betreuungskonzeptes zeigt sich auch daran, dass gemäß der Kundenbetreuungsstudie die Investoren von ihrem Betreuer Know-how ihrer Rahmenbedingungen fordern. Auch wird Wert darauf gelegt, dass im Rahmen eines Beauty Contests im Pitch der/die am Ende zuständige Kundenbetreuer/in anwesend ist.

Hingegen nimmt die **Größe** der Master-KVG mit jetzt 43% der Anleger und damit mehr als im Vorjahr (2021: 29%) wieder einen höheren Stellenwert als Entscheidungsparameter ein. Die in dem sehr kompetitiven Umfeld bis heute erreichten Assets unter Administration stehen zweifelsohne spiegelbildlich für eine stabile Ausstattung des KVG-Anbieters, was auch für die Zukunft die Aussicht auf einen starken Partner an seiner Seite suggeriert. Schließlich sind gerade in den letzten zwei Jahren einige Anbieter als KVG-Dienstleister weggefallen.

Der **Unabhängigkeit** eines Anbieters messen wieder 38% der Investoren und damit exakt doppelt so viele wie 2021 ein hohes Maß an Bedeutung zu. Der gegenüber dem Vorjahr gestiegene Wert bei der „Unabhängigkeit“ verdeutlicht, dass die Thematik um mögliche Interessenkonflikte durch das Angebot übergreifender Produkte wie dem Portfoliomanagement immer noch eine Rolle beim Entscheidungsprozess spielen kann.

Dem **Bekanntheitsgrad** der **Master-KVG** messen 24% der Investoren nach 38% im Jahr 2021 eine Bedeutung bei der Master-KVG-Auswahl bei. Auch wenn der Anbietermarkt doch über die Jahre geschrumpft ist, so erstaunt, dass einige Häuser den institutionellen Anlegern gar nicht bekannt sind beziehungsweise auch vom Namen her noch ein unbeschriebenes Blatt sind. Wenig verwunderlich schenken institutionelle Anleger einem am Markt eher bekannteren Anbieter vorab ein größeres Vertrauen, ohne dass diese Gesichtspunkte prioritär entscheidend wären.

Damit hat sich das Ranking nach unserer Erhebung im Vergleich zum Vorjahr etwas verschoben. Das Reportingangebot, Referenzen sowie Kosten liegen jeweils mit über 50% der Anleger vorne auf der Prioritätenskala.

### Marktpotential

Vor ziemlich genau einem Jahr konnten wir noch voller Zuversicht feststellen, dass die uns von März 2020 bis Ende 2021 tangierende Pandemie trotz all ihrer unschönen Nebenwirkungen den Kapitalmärkten nicht nur nicht geschadet hat, sondern ganz im Gegenteil weltweit die Indizes neue Rekordstände erklommen haben. Entsprechend wurden den bestehenden Spezialfonds auch neue Mittel seitens der institutionellen Anleger zugeführt mit entsprechenden Zuwächsen bei den Assets unter Administration. Von den Ende 2021 in Spezialfonds investierten ca. 2,1 Bio. € waren rund 1,5 Bio.€ Master-KVG-Anbietern anvertraut.

Diese positive Grundstimmung, die noch die ersten Wochen im Jahr 2022 anhielt, hat sich in ein Negativszenario gewandelt, das sich kaum jemand in seinen Ausprägungen vorstellen konnte. Auslöser war der kriegerische Angriff Rußlands auf die Ukraine.

Durch die Vielfältigkeit der durch diesen Konflikt ins Rollen gekommenen -und bereits benannten- Negativszenarien (Inflation, Lieferkettenprobleme, gestiegene Energiepreise etc.) rentierten global fast alle Kapitalmärkte korreliert negativ. Während die Aktienmärkte teilweise Einbußen von bis zu 30% erlitten, büßten selbst Rententitel um bis zu 20% ein.

Entsprechend reduzierte sich das Spezialfondsvolumen auf weniger als 2 Bio.€. Das KVG-Volumen dürfte dem entgegengesetzt bei rund 1,6 Bio.€ liegen.

Gründe für den Anstieg auf jetzt zwischen 75% und 80% Deckungsgrad sind verschiedene -bekannte wie neue- Entwicklungen:

- Der Ukraine-Rußland-Konflikt und die daraus entstandenen Unsicherheiten,
- die nach wie vor durch die Pandemie noch bestehende Verunsicherung zum Beispiel in China (Null Covid-Politik),
- die zunehmende Regulatorik sowie
- in zunehmenden Maße der Spezialisierungsgrad bei den Assetklassen wie Alternatives.

Von den Master-KVGen wollten wir eine Einschätzung einholen, wie groß sich aus ihrer Sicht das noch zur Verfügung stehende Verteilungspotenzial im Master-Sektor darstellt.

Über alle Anbieter gerechnet ergab sich ein durchschnittlicher Wert für ein natürliches Wachstum von ca. 150 Mrd. € (Vorjahr: 220 Mrd.€). Das noch freie Volumen wird damit gegenüber 2021 wenig verwunderlich geringer eingeschätzt. Dies ist schon als Aussage erwähnenswert genug, weil durch diese gegenüber dem Vorjahr doch deutliche Reduktion an Verteilungsmasse unsere These bestätigt wird, dass immer mehr institutionelle Anleger den Weg unter das Dach einer Master-KVG suchen. Betrachten wir die Differenz zwischen dem 2 Bio.€ starken Spezialfondsmarkt und den über KVGen administrierten Markt von um die 1,6 Bio. €, so entsprechen die durchschnittlich gemessenen 150 Mrd.€ noch knapp 40% der noch nicht bei KVGen platzierten Gelder; ein absolut realistisches Szenario.

Die Bandbreite der von den Master-KVGen angegebenen Schätzungen bewegt sich zwischen Angaben in Höhe von rund 50 bis 75 Mrd. € am unteren Ende bis zu über 250 Mrd. € (diese Einschätzung gaben zwei KVGen an) in der Spitze. Bei einem Volumen von über 250 Mrd. € kämen wir dem Bereich einer annähernden Vollauslastung des Master-Marktes schon recht nahe, was pragmatisch betrachtet natürlich nie passieren wird.

Wir hatten in den vorigen Kapiteln gesehen, dass der eine oder andere Anbieter die verstärkte Integration der Eigenanlagen als mögliches Wachstumsfeld identifiziert hat. Ob diese Prognose haltbar ist vor dem Hintergrund der seitens der Investoren zu dem Thema „Integration von Direktanlagen“ gemachten Aussagen, lässt sich leider nicht eindeutig beantworten. Zwar hielt fast jeder zweite Investor (44%) diesen Service für ein Must-have auf KVG-Seite, bei der Frage, inwieweit die Eigenanlage-Einbindung in ein KVG-Mandat aber tatsächlich als „Vorteil“ angesehen wird, hielten sich die Anleger mit gerade 14% „Ja“ und damit jeder siebten Adresse doch auch im aktuellen Umfeld des Jahres 2022 recht bedeckt.

Die noch für ein Master-KVG-Mandat offenen institutionellen Anleger sehen die Master-KVG-Anbieter selbst von der Anzahl her zwischen 10 und über 75 Investoren. Im Durchschnitt entspricht dies wie im Vorjahr 50 Anlegern als künftiges Potential. Die Tendenz scheint danach zu einer weiterhin dynamischen Aufteilung des Marktes auch mit Blick auf das noch zur Verfügung stehende Zeitfenster zu gehen. Wie schon im letzten Jahr 2021 finden -in aller Regel über Video-Konferenzen zumindest im Beauty Contest- nach wie vor Auswahlprozesse im Bereich Master-KVG (meist in Verbindung mit der Verwahrstellensuche) statt. Dies betrifft unter anderem öffentlich-rechtliche Einrichtungen, Sozialversicherungsträger und kleinere Versorgungs- und Pensionskassen, soweit sie noch nicht über einen Master-KVG-Anbieter verfügen oder auch nach einer langjährigen Erfahrung das Mandat neu ausschreiben.

Diese Momentaufnahme ist aus unserer Sicht realistisch, soweit wir ausschließlich auf die Integration von Spezialfonds in einer Master-Konstruktion fokussieren. Der Master-Markt in toto bietet darüber hinaus aus unserer Sicht noch erhebliche Reserven über die Einbeziehung der Eigenanlagen.

Einen dynamischen Schub erwarten wir aber von der zunehmend von Investorenseite abgefragten Integrationsfähigkeit von illiquiden Assets. Wie zu Anfang der Studie gesehen, erwarten zwischen 60% und 84% der institutionellen Anleger auf die Frage „Welche Vermögensgegenstände sollte eine Master-KVG administrieren können?“, dass ihre KVG Alternatives wie Private Equity, Private Debt oder Infrastruktur zu

administrieren in der Lage ist. Die Prozentangaben liegen wie in den zurückliegenden zwei bis drei Jahren auf hohem Niveau.

Dazu sollten Institutionen mit Assets im unteren 3-stelligen Mio.€ - Bereich auch noch zusätzliches Potential in der nahen Zukunft bieten.

Im vorigen Jahr 2021 sahen die Master-KVGen bei der Frage nach der Mindestanzahl an in einem Master-Mandat zu integrierenden Fonds bzw. Segmente eine realistische Kennzahl bei im Schnitt knapp drei Mandaten (Segmente). Die Hälfte der Anbieter akzeptiert inzwischen auch weniger als drei Segmente. Dies hängt natürlich auch immer von der Einzelfallkonstellation ab, zeigt von der Tendenz aber sehr klar auf, wie flexibel die Master-KVGen aktuell aufgestellt sind. Jetzt im Zuge der Verteilung der noch offenen Mandate will man kein Terrain durch unnötige formale Grenzziehungen verschenken. Meist steckt in den noch kleinteiligeren Volumina zusätzliches Potential für zukünftiges Wachstum oder eröffnet Opportunitäten mittels zum Beispiel neu aufzumachender Segmente etwa für den Bereich Direktanlagen oder für die investierten illiquiden Assets. Mehr als drei Segmente erwartet wie auch im Vorjahr 2021 keine Master-KVG als Mindestvoraussetzung.

Das angestrebte Mindestvolumen für die Auflage liegt jetzt überwiegend (70% der Master-KVGen) in etwa bei um die 250 Mio.€ und darüber. Im übrigen werden vereinzelt auch Volumina unterhalb 250 Mio.€ akzeptiert, vereinzelt wird auch ein Volumen von mindestens 500 Mio.€ angestrebt. Die Zahlen reflektieren wie im Jahr 2021 die gestiegene Flexibilität der Anbieter, auch Mandate im unteren dreistelligen Mio.€-Bereich zu administrieren.

#### Wann ist der Master-KVG-Markt erschöpft?

Aus den bisher gewonnenen Erkenntnissen ergibt sich fast idealtypisch die Antwort auf unsere Frage, ab welchem Zeitpunkt der Master-KVG-Markt erschöpft sein könnte. Die enorme Innovationskraft der KVGen hat zusammen mit den höheren Anforderungen aus der regulatorischen Ecke dazu geführt, dass institutionelle Anleger die KVG-Branche auf unabsehbare Zeit mit immer wieder neuen Herausforderungen konfrontieren werden.

Entsprechend waren sich fast alle Teilnehmer im Master-Sektor darüber einig, dass der Master-KVG-Markt auf absehbare Zeit nicht erschöpft sein wird. Nur ein Anbieter glaubt an eine weitgehende Verteilung des Marktes innerhalb der kommenden 24 Monate. Das Ergebnis entspricht dem aus 2021.

Welche Gründe sprechen eher für die Möglichkeit eines ständig weiter wachsenden Marktes im Master-Geschäft?

Nach zwanzig Jahren „Master-KVG-Business“ ist allen Marktteilnehmern, den Anbietern selbst wie auch den institutionellen Entscheidungsträgern, bewusst, dass wir im Zeitalter der Digitalisierung im Master-Business einen Paradigmenwechsel eingeläutet haben. Das traditionelle Verständnis eines Reporting-Lieferanten gehört der Vergangenheit an. Die neuen Potentiale werden aus „high sophisticated products“ geschöpft, also im wahrsten Sinne eines „Full Service-Providers“. Sog. API's oder Sophisticated Application Programmierung Interfaces sind als Service-Plattformen heute in der Lage, verschiedenste Service-Angebote zentral abzubilden.

Die Angebotspalette an Services wird immer breiter und von Seiten der Anleger aktiv eingefordert. Sehr klar haben wir das bei der an die Investoren gerichteten Frage nach den Must-haves einer Master-KVG im Bereich der Alternatives, u.a. Immobilien und Infrastruktur, sehen können. Aber auch die Services rund um das Reporting wie insbesondere dem Risk Reporting nehmen an Bedeutung zu. Auf Vorjahreshöhe wurde von Seiten der Anleger mit knapp der Hälfte der Befragten auch die Integration von Eigenanlagen wieder in den Vordergrund gerückt. Damit einher geht eine gewaltige technische Auf- und Nachrüstung im gesamten Bereich der IT, angefangen von der Datensammlung bis zur -aggregation.

Aller technischen Weiterentwicklung zum Trotz sind nicht alle Dienstleistungen einer Skalierbarkeit zuführbar. Das gilt auch für den Reportingbereich. Das belegen folgende Zahlen: von der umfangreichen Reporting-line einer Master-KVG werden erfahrungsgemäß im Schnitt über alle KVGs betrachtet lediglich 10% bis 20% im größeren Stile und für eine Vielzahl von Kunden verwendet. Alles darüber hinausgehende Reporting wird individuell erstellt. Hier entstehen die wahren Aufwands- und Kostentreiber, die natürlich zusätzlich auf neue gesetzliche oder regulatorische Änderungen reagieren müssen. Über die reinen Performancezahlen hinaus liegt ein Schwerpunkt bei den Master-KVGs im Erstellen von Risiko-Reports, die alle Facetten der Risikoparameter bis zu Stress Tests umfassen. Inzwischen gewinnen ESG-Reportings immer mehr an Bedeutung, zumindest was die Mindestanforderungen wie die Beachtung von Ausschluss-Kriterien, den Ausweis von Treibhausgas-Emissionen oder auch die transparente Berichterstattung zu Menschenrechtsverletzungen (UN Global Compact) angeht.

Hinzu treten Auswertungen der Master-KVG über die Erfolgsbilanz der einzelnen Fondsmanager.

Dazu kommen noch Dienstleistungen, die sich etwa auf die spezifischen Anforderungen bestimmter Kundengruppen wie die der Versicherer beziehen. Beispielhaft zu nennen sind hier das VAG-Reporting und die Maßgaben der AnVVO genauso wie die Berechnung der SCR. Auch das Angebot von Overlay-Strukturen als ein Segment innerhalb des Master-Fonds gehört zum Repertoire eines Full Service-Anbieters. All diese Ansatzpunkte eröffnen neue Opportunitäten, die der Vorstellung, dass der Master-KVG-Markt in absehbarer Zeit tatsächlich ausgeschöpft sein könnte, zweifellos entgegenstehen.

Zweifel an einer „Erschöpfung des Master-Marktes“ sind zudem vor dem Hintergrund der in vielen Master-Mandaten noch nicht erfassten und im Eigenbestand geführten meist traditionellen Assetklassen wie Staatspapieren (Govies) oder Pfandbriefen angebracht. Die erhöhten Anforderungen an die Regulatorik werden zunehmend zu einer Integration der Direktanlagen in das Master-Mandat führen; gemäß dem Motto: „Alles aus einer Hand!“

Dazu kommt die in dem heutigen Zinsumfeld zu treffende Selektion von Staatsanleihen, der Bonität der Staaten, vor allem unter Beachtung der Duration. Zum anderen sind vor dem Hintergrund des gestiegenen Zinsniveaus die Herausforderungen gewachsen. Im jetzigen Umfeld lassen sich zwar höhere Renditen im Rentensektor erzielen. Doch diese sind mit Gefahren verbunden, angenommen, die Zinsen werden in der bisherigen Geschwindigkeit von Seiten der Zentralbanken weiter angehoben. Auch beim Eingehen eines erhöhten Risikos etwa durch Engagements im High Yield-Sektor sind die Spezialisten in den Research-Teams der Manager gefragt. Kurzum, die zunehmend komplexeren Portfoliostrukturen spielen den Master-KVGs in die Hände. Die Volumina werden durch den Spezialisierungsgrad wieder zunehmen.

64% (2021: 84%) der Investoren erwarten laut unserer Umfrage, dass ihre KVG in der Lage ist, Immobilien zu administrieren. Zwar konterkariert das gestiegene Zinsniveau mit der Folge höherer Finanzierungskosten das ungebremste Wachstum zusätzlicher Assets im Immobilienbereich. Der Immobiliensektor ist dessen ungeachtet ein fester Bestandteil in den Portfolien institutioneller Investoren. Meist genügt den Investoren beim Immobilien-Reporting auch ein „nachrichtliches Reporting“.

Auch die illiquiden und alternativen Assetklassen außerhalb des Immobiliensektors werden ihren Beitrag zum Anstieg des Master-Volumens leisten. Wie gesehen betrachten zwischen 60% und 84% der Anleger die Einbeziehung von Infrastruktur-Anlagen, Private Debt und Private Equity-Anlagen unter dem Dach der Master-KVG als einen unverzichtbaren Baustein von deren Produktpalette.

### **Häufigkeit der Nennungen der am meisten wahrgenommenen Master-KVGs**

Von besonderem Interesse ist in jedem Jahr nicht zuletzt für die KVG-Anbieter selbst, wie sie im Markt wahrgenommen werden.

Einen wichtigen Frageblock unserer KVG-Umfrage bildet aus diesem Grund die Erfassung des Fremdbildes anderer Teilnehmer im Markt über die jeweilige Master-KVG. Um unser Bild von den KVG-Anbietern

abzurunden, haben wir in den Jahren zuvor in unsere Befragung neben den Asset Managern, die die Master-KVG-Anbieter aus der regelmäßigen Zusammenarbeit aus Anlageausschusssitzungen oder laufenden Abstimmungsprozessen im täglichen Geschäft (z.B. Grenzverletzungen etc) gut kennen und deren Professionalität einschätzen können, die institutionellen Investoren und natürlich die Anbieter selbst zu deren Meinungsbild befragt.

Wenig verwunderlich, weicht die Einschätzung der Anbieter über ihr eigenes Haus von der Bewertung durch andere Marktteilnehmer wie Investoren oder Asset Manager wie auch in den Vorjahren teilweise signifikant voneinander ab.

Um ein möglichst positives Gesamtbild abzugeben, verfolgen die Anbieter von Master-KVG-Dienstleistungen verschiedene Stoßrichtungen und Philosophien, wie sie sich im Markt aufstellen und präsentieren.

Konzentrieren sich die Anbieter alleine auf dieses Geschäftsfeld der Administration auch im Sinne eines Full Service-Anbieters wie es etwa HSBC/INKA konsequent umsetzt?

Oder wird auch das Asset Management betrieben und wenn „ja“, in welcher Ausprägung, passiv oder aktiv? Gesellschaften wie Metzler Asset Management, AGI, DWS, Warburg Invest AG, Deka Investment, Ampega Investment, Meag oder BayernInvest bieten in unterschiedlichen Ausprägungen über das Master-Geschäft hinaus auch aktives Portfoliomanagement an. Einige Anbieter verknüpfen auch ihr KVG-Angebot mit dem Asset Management in dem Sinne, dass sie KVG-Services ausschließlich unter der Bedingung übernehmen, dass sie auch als Portfolio Manager beauftragt werden. Meist spielen für diesen eingeschlagenen Weg auch historische Entwicklungen eine Rolle.

Denn eine Reihe von heute im Markt als Master-KVGen tätigen Häusern haben vor offizieller Zulassung des Master-Geschäftes vor annähernd zwanzig Jahren die Administration zusätzlich zum angestammten Portfoliomanagement mit in ihre Angebotspalette aufgenommen. Strategisch war zu diesem Zeitpunkt auch schon die Entscheidung gefallen, dass kein Manager seinerzeit daran dachte, das klassische Portfoliomanagement zugunsten des damals bereits engmargigen Master-Geschäftes zu opfern. Als eher „passiv“ ausgerichtete oder mit quantitativen Modellen operierende Anbieter sind die Helaba Invest und Universal-Investment bekannt.

*Hier nun die Ergebnisse der befragten Teilnehmer in der Reihenfolge:*

- Asset Manager
- Master-KVG-Anbieter
- Investoren.

#### Befragung Asset Manager

Konkret fragten wir die Asset Manager danach, wie „zufrieden“ sie mit den einzelnen Master-KVG-Anbietern sind. Zur Auswahl standen die Bewertungsstufen

- ✓ sehr zufrieden
- ✓ zufrieden
- ✓ weniger zufrieden
- ✓ unzufrieden
- ✓ bislang keine Zusammenarbeit.

Die nachfolgenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf die beiden ersten Stufen „sehr zufrieden und zufrieden“. Den Kreis der Anbieter haben wir bei Bedarf wie zum Beispiel bei gesellschaftsrechtlichen Veränderungen wie in den Vorjahren angepasst.

Die Prozentangaben zeigen die Perspektive der Asset Manager, die durch den fast täglichen Austausch mit den Master-KVGen sowie im Rahmen der Anlageausschusssitzungen über profunde Erfahrung im Umgang mit den einzelnen KVG-Anbietern verfügen. Gerade die Asset Manager sehen natürlich alleine anhand der Häufigkeit der Einladungen zu meist umfangreicheren Master-Anlageausschusssitzungen, welche Anbieter über den größten Fundus an Kunden verfügen. Genauso wichtig ist aber das Gefühl für die Abwicklung und Abläufe beispielsweise der Anlageausschuss-Sitzungen und in welcher Form und Professionalität diese von den Master-KVGen durchgeführt werden.

Die Asset Manager sahen die Master-KVGen wie folgt (Stufen: sehr zufrieden / zufrieden):

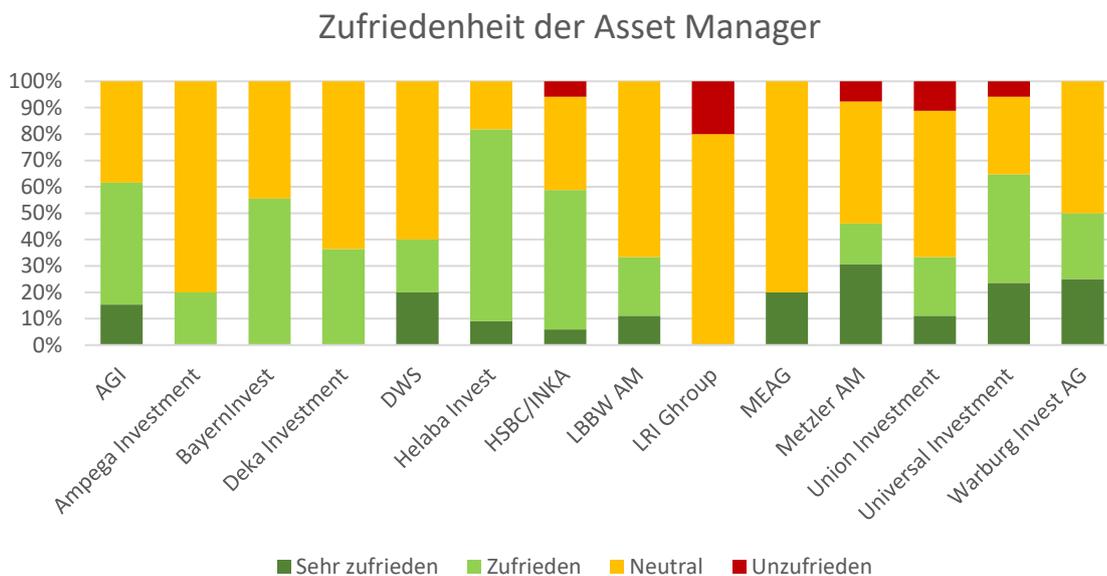


Abb. 19: „Zufriedenheit der Asset Manager mit den Master-KVGen“

### Sichtweise der Master-KVGen zu den Mitbewerbern

Wie schon an anderer Stelle ausgeführt, wird der Markt an Anbietern im KVG-Bereich eher überschaubarer. Genannt wurden vierzehn Häuser, die wiederum in einem ausgesprochen kompetitiven Master-Markt agieren. Sobald eine Master-KVG ihr Business einstellt, ergeben sich für alle anderen Mitbewerber neue Opportunitäten, ihr Volumen an Assets unter Administration auszubauen. Bevor wir die institutionellen Anleger und auch die Asset Manager zu Wort kommen lassen, wollten wir von den KVGen selbst wissen, wie diese sich untereinander einschätzen. Da wird auch mal ein gutes Wort über andere Anbieter verloren, so unsere Erfahrung aus der Vergangenheit. Aus diesem Grund gehört eine Befragung der Master-KVGen zu deren Wahrnehmung über die Entwicklungen bei anderen Gesellschaften zur Abrundung mit in diesen Zusammenhang. Wir haben in diesem Jahr drei Bewertungskategorien angeboten

- Mitbewerber mit hoher Bedeutung
- Mitbewerber mit neutraler Bedeutung und
- Mitbewerber mit geringer Bedeutung.

Im Folgenden ist zu ersehen, wieviele Mitbewerber (in Prozenten angegeben) die nachfolgend alphabetisch aufgeführten KVG-Anbieter als bedeutende oder neutrale Mitbewerber („Mitbewerber mit hoher / neutraler Bedeutung“) betrachten:

- Ampega Investment (hohe Bedeutung: 14% / neutrale Bedeutung: 14%)
- AGI (0% / 83%)
- BayernInvest (0% / 43%)
- Deko Investment (43% / 57%)
- DWS (0% / 29%)
- Helaba Invest (57% / 29%)
- HSBC/INKA (67% / 33%)
- LBBW Asset Management (0% / 43%)
- LRI Group (0% / 0%)
- Meag (0% / 14%)
- Metzler Asset Management (0% / 50%)
- Union Investment (14% / 43%)
- Universal-Investment (100%)
- Warburg Invest AG (29% / 14%)

#### Investorenbefragung – Bekanntheitsgrad der Master-KVGEn

Die Sichtweise und Einschätzung der institutionellen Anleger ist für die Master-KVG-Anbieter naturgemäß von besonderem Interesse. Großen Ausfluss auf das Bild der Anleger haben wie gesehen die folgenden Kriterien:

- die Gebühren / Kosten
- das Reportingangebot
- Referenzadressen und auch
- die Qualität der Kundenbetreuung.

Wie in den Jahren zuvor wurden die Anleger gebeten, innerhalb von drei vorgegebenen Kategorien zu wählen, ob sie die Master-KVG in die Kategorie „sehr bekannt“, lediglich „vom Namen her bekannt“ oder „noch nicht gehört“ einstufen.

In diesem Jahr haben wir die Ergebnisse wie in den Vorjahren in einem Balkendiagramm verdichtet. Dabei müssen sich die drei Prozentzahlen nicht zu 100% aufaddieren, soweit nämlich einige Anleger die Frage nicht beantwortet haben.

Auch im Jahr 2022 können wir festhalten, dass die Investoren praktisch alle Master-KVG-Anbieter von ihrem Namen her kennen und zudem alle Anbieter auch Nennungen im Bereich „sehr bekannt“ aufweisen. Die Spanne in dieser höchsten Einwertung reicht in diesem Jahr von 4% der Anleger bis zu 65%.

Die Prozentsätze im Bereich „vom Namen her unbekannt“ bewegen sich entgegengesetzt zum Vorjahr 2021 (mit zum Teil niedrigen Prozentsätzen) in keinem Fall unterhalb 30%. Dies spricht für den sehr guten Informiertheitsgrad der institutionellen Entscheidungsträger!

Es fällt -wie im Jahr 2021 auch- auf, dass kein Anbieter mit 100% der Kategorie „sehr bekannt“ zugeordnet wurde. Der höchste Wert in der Kategorie „sehr bekannte Master-KVG“ liegt wie angesprochen bei 65%. Daraus dürfen wir schließen, dass sich die Anbieter-Häuser und deren Services untereinander angeglichen haben, was durchaus für eine Belebung des Wettbewerbs spricht.

### Firmen - Bekanntheitsgrad von Master-KVGen aus Sicht des institutionellen Anlegers

Die Anordnung ist alphabetisch. Die Prozentzahlen beziehen sich auf die Anzahl der Teilnehmer, die die Frage so beantwortet haben. Die Zahlen müssen sich nicht auf 100% summieren, da Fragen auch unbeantwortet bleiben konnten.

#### "Wie bekannt sind Ihnen die einzelnen Anbieter?"

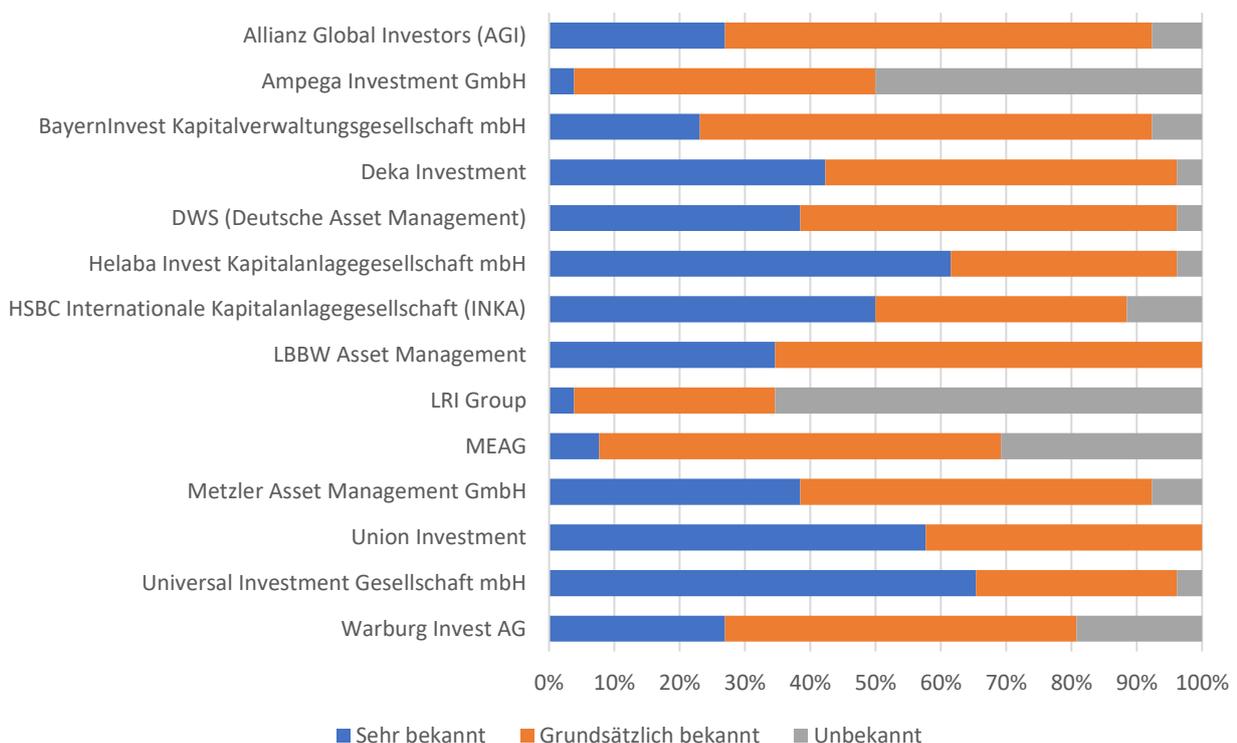


Abb. 20: „Bekanntheitsgrad der Master-KVGen aus Sicht der Investoren“

### Etablierung weiterer Anbieter im Markt

Eine Frage, die wir auch in diesem Jahr stellen müssen, ist, inwieweit noch Platz für weitere Anbieter in dem Master-KCG-Markt besteht.

Das engmargige Geschäft der KVGen hat offensichtlich seine Spuren hinterlassen. Insbesondere Häuser mit Zentralen bzw. Hauptsitz außerhalb Deutschlands haben bereits Überlegungen angestellt, diesen

Geschäftszweig nicht weiter anzubieten, sondern das Terrain deutschen Anbietern zu überlassen. Da wir über frei werdende höhere Volumina sprechen, ist Bewegung in den Verteilungskampf gekommen. Der somit immer engere Kreis der Anbieter an Master-KVGen beansprucht für die Zukunft recht selbstbewusst die Hoheit über das Thema Administration für sich. Dabei ist zu bedenken, dass der noch zu verteilende Spielraum bei um die 20% bis 25% des institutionellen Spezialfondsmarktes ein wenig attraktives „playing field“ für neue Anbieter bietet.

Für „Neuankömmlinge“ stellt sich ein Eindringen in den Master-Markt nicht nur vor dem Hintergrund des volatilen Umfeldes, angefangen bei der uns seit März 2020 tangierenden Pandemie bis zu dem großen Thema Inflation, sondern ganz grundsätzlich auch deshalb als schwierig dar, da die Anleger im Laufe der letzten zwanzig Jahre höhere Ansprüche und Anforderungen an ihren Anbieter stellen, wozu wie eingangs erwähnt auch Gesichtspunkte wie vorhandene Referenzadressen und damit ein bestehender Track Record und langjährige Erfahrung gehören. Dazu treten wesentliche Auswahlkriterien wie Individual-Reportings und eingespielte Kundenbetreuungskonzepte. Überzeugungsarbeit mit neueren, wenn auch nicht mehr ganz neuen, Themen wie „ESG-Reportings“ kann zwar von einem potentiellen neuen Haus angeboten werden; andererseits vermögen derart „neue“ Services Kriterien wie die zuvor aufgeführten Erfahrungswerte kaum zu kompensieren und zum anderen werden „neue“ Themen schnell vom bestehenden Markt aufgesaugt. Beispielsweise verfügen bereits einige KVGen über sehr professionelle Reporting-Tools zur transparenten Darstellung verschiedener ESG Scores.

Die Anzahl der Anbieter im deutschen Markt stagniert vor diesem Hintergrund bzw. ist sogar rückläufig. Einige deutsche Häuser haben sich über die klassischen als Master-KVG qualifizierten Häuser hinaus in den letzten Jahren des Themas Reporting und Administration angenommen. Die Services betreiben sie aber eher opportunistisch und ohne als reine Master-KVG eingestuft und wahrgenommen werden zu wollen, um zum Beispiel den Anschluss an die Konzerngesellschaften nicht zu verlieren. Schon von der ersten Geburtsstunde der Master-KVGen seit 2002/2003 sind bereits nach wenigen Jahren einige ausländische Häuser gescheitert, als Master-KVG Fuß zu fassen. Andere Anbieter sind aktuell mit der Situation konfrontiert, das KVG-Business wiederum aufgrund des wenig auskömmlichen Gebührengefüges einzustellen. Der Master-Markt ist daher auf die zuvor aufgeführten Anbieter begrenzt.

Die Master-KVGen üben sich konsequent wie im Jahr zuvor in einmütiger (100-prozentiger) Übereinstimmung und antworteten in unserer Befragung, inwieweit sie das Auftreten neuer Mitbewerber für denkbar halten, mit einem klaren „Nein“ oder mit „Eher unwahrscheinlich“. Man ist mit zunehmenden Zeitablauf immer mehr „unter sich“ und in Anbetracht der Tatsache, dass im Grunde betrachtet fast alle Anbieter den Markt auch über die nächsten Jahre noch als absolutes Wachstumsfeld einschätzen, ist dies eine kommode Ausgangslage.

Dennoch sei auf die eine oder andere Entwicklung hingewiesen, die den Master-Markt zumindest beleben könnte.

Dazu gehört das zur Zeit sehr expansive Geschäft der Service-KVGen. Diese rekrutieren ihre angestammte Klientel zwar bei der Gruppe der Vermögensverwalter, oftmals Asset Management Boutiquen, für die sie die gesamte Wertschöpfungskette für die Auflage eines Fonds übernehmen, mithin das Reporting, die Fondsbuchhaltung etc. bis zum Risikomanagement. Diese Stichworte machen aber deutlich, dass es mit dem klassischen Master-Geschäft doch durchaus Schnittmengen gibt.

Gerade für kleinere institutionelle Adressen wie Stiftungen, die über einen oder wenige Spezialfonds oder Publikumsfonds verfügen mit entsprechend kleinvolumigen Assets, können Service-KVGen wie Hansa Invest oder Hauck & Aufhäuser passende Partner in der Administration bilden. Die noch zu verteilenden Assets von rund 400 Mrd. € betreffen wie geschildert gerade auch Kunden aus diesem Anlegerkreis.

Hinzu kommt, dass sich größere Master-KVGen schon aus Kostengründen zum Teil gar nicht für die Übernahme dieses kleinteiligeren Geschäfts interessieren, wobei wir bereits festgestellt hatten, dass auch kleinere Anleger mit wenigen hundert Millionen € heute bei klassischen KVGen immer stärker umkämpft sind. Das Geschäft muss natürlich profitabel sein. Mit Blick auf die Entwicklung der Gebühren in dem unteren einstelligen BP-Bereich lassen sich kleinere Mandate heute kaum noch kosteneffizient mit entsprechendem

# SIE KONZENTRIEREN SICH AUF IHR BUSINESS, WIR UNTERSTÜTZEN SIE DABEI

---

Ein zukunftsfähiges Serviceangebot als Basis,  
angepasst auf Ihre individuellen Wünsche,  
zur Abdeckung Ihrer finanztechnischen  
Bedürfnisse – Ihre Verwahrstelle in Deutschland.

[securities-services.societegenerale.com](https://securities-services.societegenerale.com)



**THE FUTURE  
IS YOU**



**SOCIÉTÉ  
GÉNÉRALE**

**ADVISORY – INVESTMENT BANKING – INSURANCE – FINANCING – MARKETS – TRANSACTION BANKING  
ASSET MANAGEMENT – SECURITIES SERVICES – EQUIPMENT FINANCE – FLEET MANAGEMENT**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Unter keinen Umständen ist es ein Angebot zum Abschluss eines Vertrags. Société Générale übernimmt keine Verantwortung (weder direkt noch indirekt) für die Verwendung des Dokuments. Société Générale S.A., St. mmkapital 1.066.714.367,50 EUR - 552,120,222 RCS PARIS. Eingetragene Adresse: 29, Boulevard Haussmann, 75009 Paris. Bildnachweis: © GraphicObsession – Dezember 2022.

Skalierungseffekt administrieren. An dieser Stelle könnten Service-KVGen vielleicht auch eher in die Rolle des „individuelleren“ Partners schlüpfen.

Darüber hinaus nimmt die Überschneidungsmenge mit den „Verwahrstellen“ deutlich zu. Gerade in Servicefeldern wie dem Reporting oder der Übernahme des Risikomanagements bis hin zu Overlay-Angeboten wachsen die Schnittmengen zwischen Master-KVGen und Verwahrstellen deutlich an. Hierbei handelt es sich keinesfalls um neue „Mitbewerber“ im juristischen Sinne; aber doch um Geschäftsfelder, die aus der Sphäre der Master-KVG an Verwahrstellen übertragen werden könnten. Insbesondere wünschen sich institutionelle Investoren zunehmend, dass die Verwahrstellen parallel zum KVG-Report noch einmal gesonderte Reportings anbieten können, um auch eine Art „Kontrolle“ ihrer Master-KVG vorzunehmen. Die Verwahrstellen müssen gemäß KAGB ja ohnehin diese Kontrollaufgabe gegenüber der Master-KVG vornehmen.

Ausreichendes weitergehendes Wachstumspotential für alle Anbieter im administrativen Sektor erschließt sich nach heutigem Stand aus verschiedenen Quellen.

Dies betrifft zum einen die denkbare stärkere Einbindung von Direktanlagen oder Immobilien in Master-Mandate, die sich im höheren Bio.€ - Bereich bewegen. Die institutionellen Investoren werden aufgrund der immer strengeren staatlichen Auflagen dazu gezwungen sein, ihre Assets in einer Gesamtschau gerade im Risikomanagement transparent zu machen. So können wir im Versicherungssektor leicht erkennen, dass diese Veränderungsprozesse selten ein Ende erfahren. Letztlich müssen Gesetze wie das VAG, Verordnungen wie die AnlageVO oder weitergehende Richtlinien wie die Säulen 1 bis 3 sich laufend in aktuellen Marktphasen bewähren.

Selbst bei Sozialversicherungsträgern, die gemäß SGB IV anlegen und damit eindeutig auf der konservativen Seite in der Anlagepolitik stehen, dürfen im Bereich der Altersvorsorge (-rückstellungen) - wenn auch kleine - Aktienquoten berücksichtigt werden. In der heutigen Zeit nutzen auch immer mehr SGB IV-Anleger wie etwa Berufsgenossenschaften diese Öffnungsklausel hin zu Aktien schon aus Diversifikationsgründen.

Da mithin auch künftig größere regulatorische Herausforderungen auf die Branche zukommen werden, bietet sich die Vereinigung aller Vermögensmassen unter dem Dach einer Master-KVG folgerichtig an.

Auch der zunehmende Spezialisierungsgrad der Assetklassen in den Portfolien der institutionellen Investoren wird das Master-KVG-Geschäft weiter anfachen. Wir hatten gleich zu Beginn der Studie auf diese sich seit einigen Jahren bereits verstärkende Entwicklung hingewiesen, der die KVG-Branche stark fordert. Neue Assetklassen wie Senior Loans oder Corporate Financials wie CoCo-Bonds, auch CAT-Bonds oder Hybrid-Anleihen, Cross-Over-Segmente usw. finden Eingang in die Portfolien. Zwar werden wir absehbar keine „amerikanischen“ Verhältnisse bekommen mit u.a. universitären Stiftungen, die den Großteil ihrer Gelder etwa in Private Equities oder Real Estate anlegen. Aber vor dem Hintergrund einer weiterhin unsicheren Zinssituation werden die Quoten illiquider Assets sicher ausgeweitet werden.

Gerade der ansteigende Spezialisierungsgrad (z.B. Bewertung und Administration von illiquiden Assets und Kreditforderungen) oder neue Services wie das Immobilien-Management könnten neue Player wie auch aus dem Custody-Sektor animieren, sich als KVG ein weiteres Standbein aufzubauen.

Als weiterer Gesichtspunkt für eine Öffnung hin zu Master- und Service-KVGen werden die bereits an verschiedenen Stellen angesprochenen vermehrten Anlagen in „nachhaltigen“ Assets oder ESG und die damit schon unter Risikoaspekten erhöhten Anforderungen ins Feld geführt.

Dessen ungeachtet spricht wenig für die These, dass neue Mitbewerber als „klassische Master-KVG“ noch in den Markt eintreten werden.

Der Kostendruck bei den Master-KVGen hat zugenommen. Andererseits sind die KVGen gezwungen, insbesondere im IT-Bereich ständig nachzurüsten. Dieser Spagat ist schwer aufzulösen, zumal die Anleger gerade im Kostenbereich sensibel reagieren.

Die generelle Kostenproblematik wurde wie zuvor gesehen alleine von 67% (2021: 67%) der Anleger und die Aufwendungen für Extra-Services von 13% (2021: 14%) der Anleger als kritisch eingestuft und von 52% der Investoren als ein entscheidendes Auswahlkriterium für eine Master-KVG angegeben.

Jeder neue Anbieter sähe sich heute nicht nur einem margenengen, sondern auch einem investitionsintensiven, Geschäftsfeld gegenüber. Ein Start am Nullpunkt, zudem mit keiner etablierten Kundenbetreuung ausgestattet, würde selbst bei bester Kapitalausstattung zum Scheitern verurteilt sein.

Das Master-Geschäft mit rund 80% Abdeckung des Spezialfonds-Geschäfts hat sich über einen Zeitraum von zwei Dekaden positiv weiterentwickelt. Schauen wir auf die Entwicklung des Spezialfondsmarktes aus der Perspektive des Asset Managers, so hat die Branche annähernd doppelt solange benötigt, bis das Volumen von heute über 2 Bio. € erreicht wurde.

Auch die zunehmende Komplexität der zu administrierenden Produktlandschaft spricht gegen ein Hinzutreten neuer Player im Master-Markt. Alleine ein Risiko-Reporting umfasst oftmals über einhundert Seiten. Die Titel werden bis auf Detailebene in ihrer Struktur dargestellt, ob es sich um Angaben zu Ratings, Duration, Sharpe Ratio, VAG-Kennziffern, Attributions-Analysen, Derivateinsatz oder Stress Test-Szenarien handelt. Auch Bewertungsfragen wie bei Senior Loans oder Immobilien vervielfachen den Aufwand bei der Master-KVG; gerade bei Bewertungsfragen werden meist zwei externe Partner hinzugezogen, was zum Beispiel in problematischen Börsenzeiten Sinn macht.

Ein nicht unwesentlicher Erfolgsfaktor der heute etablierten Anbieter ist sicher auch dem Umstand zu verdanken, dass sie von der Geburt der ersten Stunde an „dabei waren“ und „Durchhaltevermögen“ bewiesen haben; auf diese Weise und durch alle Krisen der letzten zwanzig Jahre hindurch sind sie mit allen Eventualitäten des Master-Businesses vertraut. Ein neuer Anbieter könnte diese Entwicklung, die alle Master-KVGen mitgemacht haben, heute nicht aus dem Reagenzglas generieren.

Eine weitere Entwicklung, die immer wieder thematisiert wurde -allerdings mit nachlassender Dynamik-, liegt in der Verbindung des Master-Geschäfts mit einer konzerneigenen Verwahrstelle.

Dies leitet über zu der immer wieder hinterfragten Machtkonstellation zwischen den im deutschen Markt agierenden Custodians, also Verwahrstellen wie BNP, Caceis, State Street, JP Morgan, BNY Mellon oder HSBC und den Master-KVG-Anbietern. Wird es den (Global) Custodians gelingen, sich im deutschen Markt als Wertpapierverwahrer mit zusätzlichen Services und damit als Mitbewerber zu den Master-KVGen zu etablieren?

## **Master-KVGen und Global Custodians**

Da sich wie gerade erörtert die Phalanx der Anbieter im deutschen Administrationsbereich aus verschiedenen Gründen (Aufgabe des Angebotes, zunehmende Integration illiquider Assets in den KVG-Mandaten der Kunden, regulatorische Herausforderungen, u.a. im ESG-Bereich etc.) verschiebt, wollen wir einen kurzen Blick auf die Seite der Custodians werfen. Dabei interessiert uns aber eher die Perspektive der institutionellen Anleger.

Denn von einem lange Zeit beschworenen Wettkampf zwischen Master-KVGen und Custodians kann heute kaum mehr die Rede sein. Die Aufgaben sind klar verteilt. Hierzulande existieren klare rechtliche Trennlinien; die Verwahrstelle oder Depotbank ist wie der Name schon sagt für das Verwahrungsgeschäft zuständig, die Master-KVG für die Administration, vornehmlich also die Fondsbuchhaltung. Juristisch betrachtet besteht in Deutschland anders als zum Beispiel in England aus dem gutem Grund gegenseitiger Kontrollmechanismen eine klare Trennung zwischen beiden Geschäftsfeldern. In Deutschland sind das Verwahrstellengeschäft (KWG, DepotbankG) und das KVG-Business rechtlich klar voneinander getrennt (KWG, KAGB). In anderen Staaten kennt man die Stellung des Custodians als Trustee. Juristisch gesehen ist es einem Global Custodian nicht gestattet, einen Master Fonds nach deutschem Recht abzubilden. Der Custodian ist rechtlich betrachtet auf die Rolle des „Wertpapierverwahrers“ begrenzt.

Die Master-KVG-Anbieter konnten sicher von ihrer rechtlich hervorgehobenen Ausnahmestellung als „zentrale KVG“ nicht zuletzt durch das im Juli 2013 in Kraft getretene KAGB profitieren.

Das „Reporting“ als das ursprünglich wesentliche Argument zur Einbindung einer Master-KVG bildet nach wie vor die größte Schnittmenge zwischen Master-KVGen und Custodians. In zunehmendem Maße fordern institutionelle Investoren parallel zu ihrer KVG auch von ihrer Verwahrstelle ein Reporting zum Abgleich mit dem der Master-KVG an. Die Verwahrstelle soll damit auch aus Sicht des Anlegers durchaus in stärkerem Maße proaktiv in den Prozess der Berichterstattung eingebunden werden.

Das VAG-Reporting mit den ständigen Anpassungen an die Solvenz-Regeln bildet dazu ein anschauliches Beispiel. Mit Inkrafttreten der EU - EbAV-Richtlinie im Januar 2019 müssen die Master-KVGen und Verwahrstellen auch hier Services für zum Beispiel Pensionskassen und Pensionsfonds vorhalten. Aber auch „Attributionsanalysen, das Reporting auf Grundlage von EMIR für Derivate, IFRS-Reporting bis hin zu Durchschaulösungen auf Einzeltitelebene“ stehen stellvertretend für das, was heute als „state-of-the-art“ im Reporting zu bezeichnen ist. Auf der anderen Seite ist heute kein Kunde mehr bereit, für im Grunde gleiche Services wie das Reporting zweimal zu zahlen, einmal an die Master-KVG und einmal an seinen Custodian.

Traditionell verstehen die Master-KVGen die Nutzung der Services der Verwahrstelle über die reine Verwahrstätigkeit hinaus -wie etwa das Transition Management, Overlay-Services oder das Wertpapierleihegeschäft- eher als zusätzliche Option für institutionelle Investoren. Aus ihrem Selbstverständnis als „Full-Service-Provider“ heraus fürchten die KVGen heute die Angebote der Custodians aber keineswegs mehr -wie zum Teil noch vor einigen Jahren- als Eingriffe in ihr angestammtes KVG-Business.

Wie positionieren sich nun die Investoren gegenüber Global Custodians in diesem Umfeld, das sich über die Jahre von der Produktangebotstiefe wie auch von den Anbietern her verschoben hat?

### **Investorenbefragung: Custodians**

Wir befragten die institutionellen Anleger, inwieweit sie bereits mit einem Custodian zusammenarbeiten? Die sich daran anschließende Frage zielt darauf, ob dieser Custodian deutscher Provenienz ist.

Immerhin 48% (2021: 33%) und damit annähernd die Hälfte der institutionellen Investoren arbeitet mit einem Global Custodian zusammen, davon sogar 37% (Vorjahr: 14%) ausschließlich. 11% (2021: 19%) unserer Teilnehmer auf der Anlegerseite nutzen sowohl einen Global Custodian sowie eine deutsche Verwahrstelle. Gerade noch gut jede zweite Adresse (52%, 2021: 67%) greift ausschließlich auf eine deutsche Verwahrstelle zurück.

Im Vergleich zu der Vorjahreserhebung verstärkt sich die Tendenz zu global tätigen Verwahrstellen. Der Unterschied zu der Lage vor zwölf Monaten lässt sich vermutlich mit der zunehmenden Anzahl an Neuausschreibungen für administrative Dienstleistungen und den Bias zu globaleren Mandaten wie Emerging Markets erklären. Ausschlaggebend für die Auswahl einer deutschen und/oder international agierenden Verwahrstelle kann auch die erhöhte Kostensensibilität der Anleger sein.

## "Mit welcher Art von Verwahrstelle arbeiten Sie zusammen?"

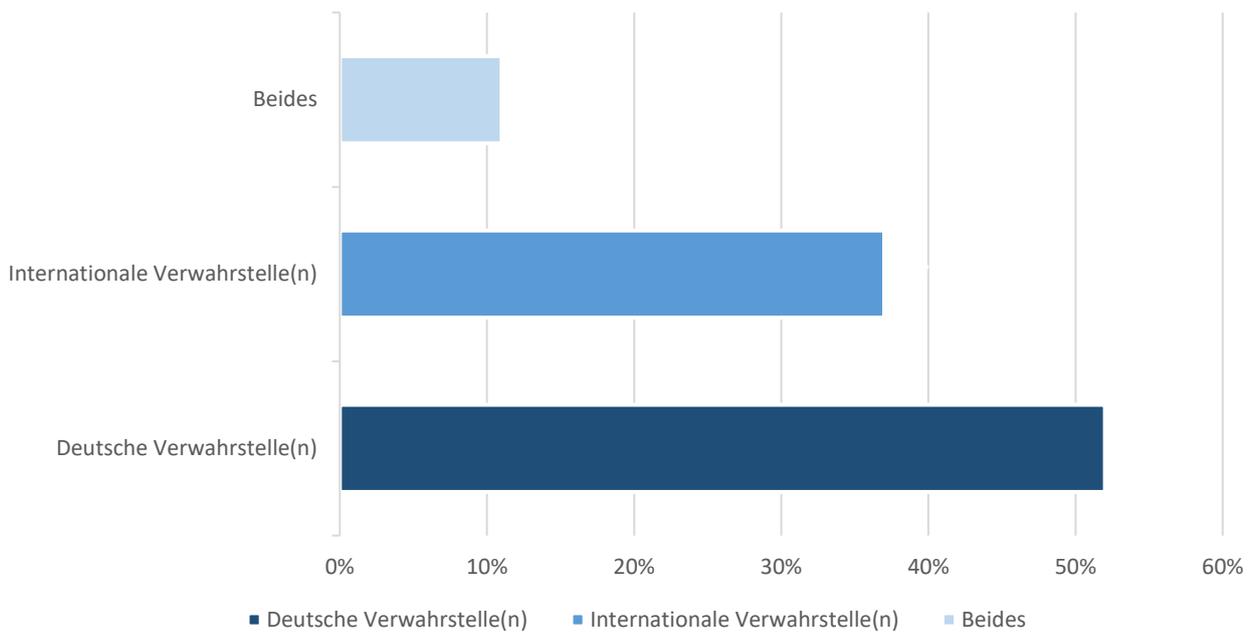


Abb. 21: „Art der genutzten Verwahrstelle aus Sicht der Investoren“

Darüber hinaus fragten wir die Investoren, mit wie vielen Verwahrstellen sie zusammenarbeiten. 81% der Investoren (Vorjahr 62%) arbeiten danach mit einer einzigen Verwahrstelle zusammen, 11% (2021: 33%) mit zwei Verwahrstellen und nochmal jeweils 4% beanspruchen drei und sogar mehr als fünf Verwahrstellen. Die nachfolgenden Balkendiagramme zeigen unsere Ergebnisse nochmal grafisch aufbereitet auf.

## "Mit wie vielen Verwahrstellen arbeiten Sie zusammen?"

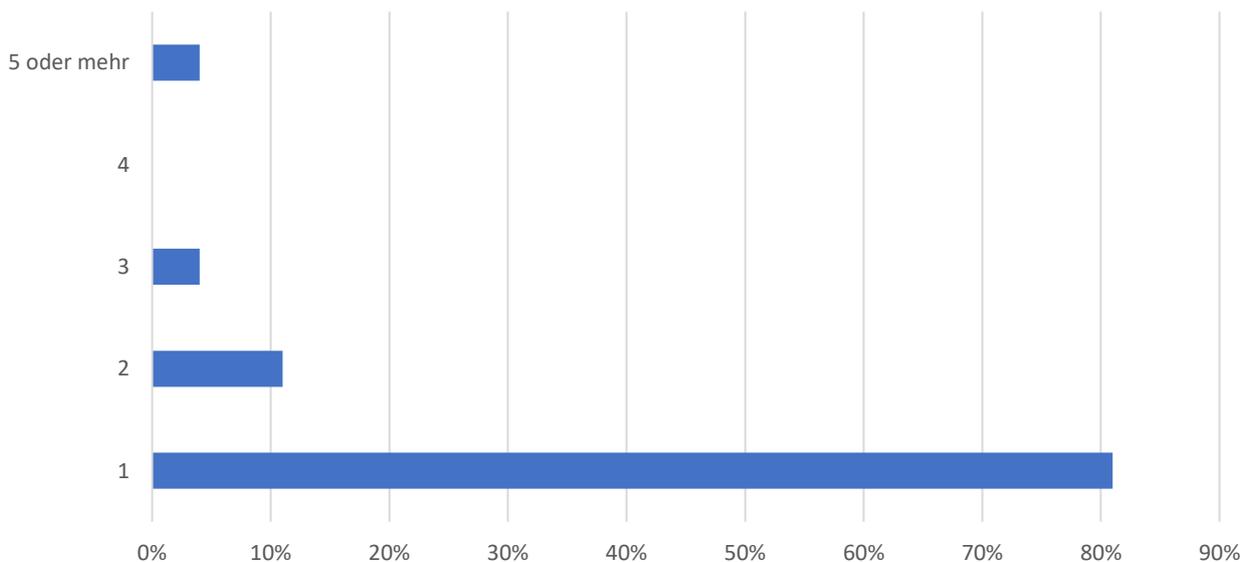


Abb. 22: „Anzahl der mandatierten Verwahrstellen aus Sicht der Investoren“

## Gebühren und Master-KVG:

Bei der Frage nach den Entscheidungskriterien für die Auswahl der Master-KVG wurden die Kosten hinter den Kriterien „Referenzen / Erfahrung“ mit 76% der Investoren und „Reportingangebot“ mit 62% der Anleger an dritter Stelle genannt. Die Höhe der Gebühren ist damit eines der wesentlichen Auswahlkriterien. Noch deutlicher wird das Kosten- bzw. Gebühren-Argument, wenn wir uns nochmal vor Augen halten, dass etwa drei Viertel (76%) der institutionellen Entscheidungsträger die Administrations-Gebühr als echten „Nachteil“ empfinden.

Wir gaben unseren Teilnehmern auf der KVG-Seite einen Ausgangsfall vor, der so oder in ähnlicher Form in der Praxis vorkommen kann, um eine realistische Vergleichbarkeit zwischen den Anbietern herzustellen. Wir haben die Ausgangslage bewusst wie im letzten Jahr (2021) gehalten, um die Vergleichbarkeit so effizient wie möglich zu messen.

Ausgangsbasis unserer Erhebung war ein VAG-Mandat mit einem Volumen von 3 Mrd.€.

Im letzten Jahr hatte sich der Preiswettbewerb weiter zugespitzt und wir mussten wiederum einen Preisverfall zur Kenntnis nehmen; ein Gutteil der Master-KVGs lag im Gebührenrahmen um die 2 BP, weitere 14% bei 2,5 BP und 29% bei 3 BP. Ein Anbieter bot einen Gebührevorschlag von 1,5 an.

In diesem Jahr hat sich das Ergebnis des Vorjahres praktisch bestätigt, womit das Gebührendumping auf dem im letzten Jahr erreichten Niedrigniveau vorerst zum Stillstand gekommen sein sollte.

Auch wenn die jeweiligen Einzelfallumstände wie oben beschrieben, dazu die Reichweite an Assetklassen oder individuelle Reportinganforderungen von Kundenseite, die Höhe der Gebühren mit beeinflussen, so zeigt die Analyse doch eine Stabilisierung auf niedrigem Level. Festzuhalten ist, dass die Indikation seitens der teuersten Master-KVG doppelt so hoch liegt wie die der günstigsten Anbieter.

"Master-KVG Gebühr für ein 3 Mrd. Euro Mandat eines VAG Anlegers"

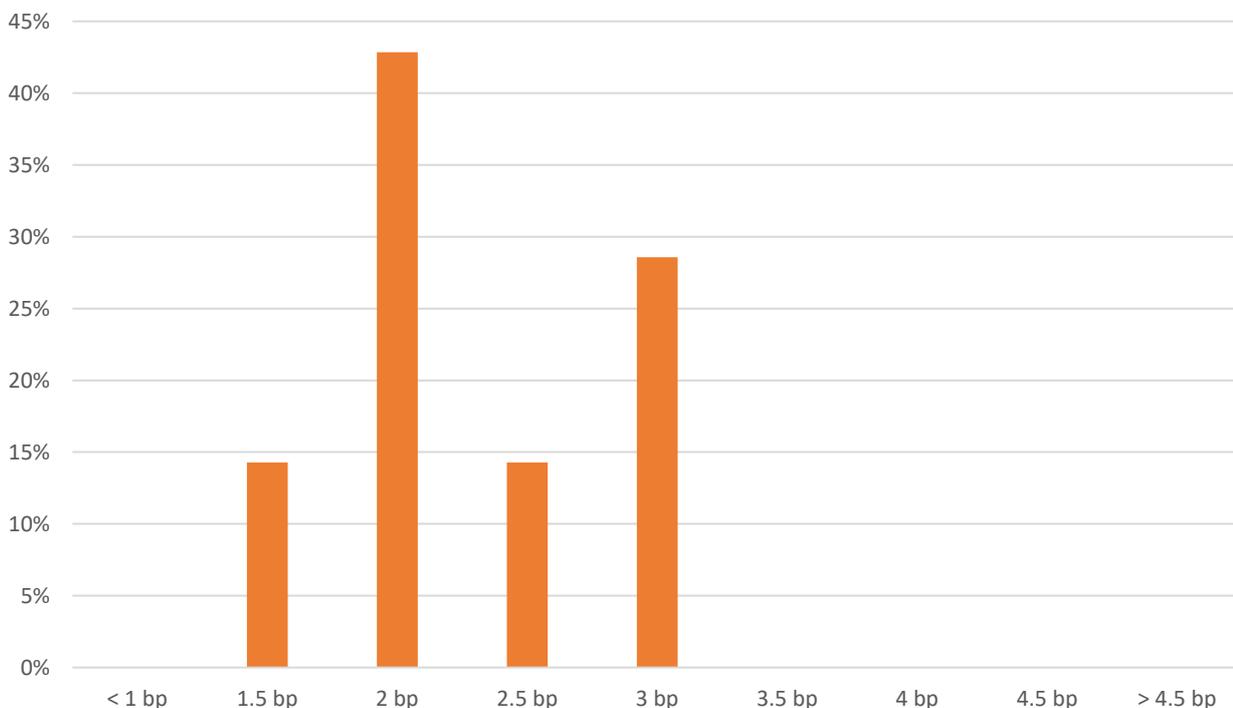


Abb. 23: „Master-KVG Gebühr – Beispiel-Mandat“

## Wunsch oder Wirklichkeit?

Unsere Erfahrungen bei Ausschreibungen zur Auswahl einer passenden Master-KVG bestätigen das aufgezeigte Bild. In praxi ist es keine Ausnahme, dass mit Überschreiten der 1 Mrd.€ auch eine Null oder eine Eins vor dem Komma stehen kann. Ab einem Bereich von 2 Mrd.€ zu administrierenden Geldern ist diese Größenordnung schon fast eine Selbstverständlichkeit. Diese Basis-Fee betrifft natürlich alleine die Grundgebühr für die Administration; zusätzlich werden noch andere Gebühren wie die „Segmentgebühr“ belastet, also ein fester Gebührensatz, angegeben in Euro. Die Segmentgebühr fällt von Anbieter zu Anbieter sehr unterschiedlich aus und reicht unserer Erfahrung nach von 4.000,- € bis zu in der Spitze auch 15.000,- € je Segment, was bei einer höheren Anzahl an Segmenten natürlich einen erheblichen Unterschied ausmacht und am Ende dazu führen kann, dass alleine die Differenz zwischen teuerstem und günstigstem Anbieter nur für die Segmentgebühr den gleichen Betrag ausmacht wie die reine Grundgebühr. Die Segmentgebühren können das Gesamtgefüge der Gebühr für ein Mandat also erheblich beeinflussen, wie wir in dem nachfolgenden Musterfall sehen werden. Die Umstände für die Abgabe eines konkreten Angebotes sind breit gestreut. Was sind nun die entscheidenden Kriterien und Umstände, die die Gebühren beeinflussen?

Die fast als tektonisch zu bezeichnende Verschiebung der Gebührenangebote von Seiten der Master-KVG nach unten weist in eine bedenkliche Richtung: immer mehr werden die Kosten als Differenzierungsmerkmal zum Zünglein an der Waage neben den Reporting-Kompetenzen, Referenzen und der Kundenbetreuung. Immerhin ist das Ranking der wichtigsten Entscheidungsparameter damit wieder insoweit ins rechte Lot gerückt, dass die qualitativen Angebote wie das Reporting Priorität genießen und die Gebühren dann im nächsten Schritt des Auswahlprozesses diese als wichtiges Zusatzkriterium flankieren, aber eben nicht dominant in der allerersten Reihe platziert sind.

Wir fingen zunächst das Meinungsbild der MASTER-KVG ein, welche Parameter sie für die entscheidenden für die Bemessung der Gebühren erachten.

Auch in 2021 kristallisieren sich einige wesentliche Gesichtspunkte heraus, die die Gebührenhöhe maßgebend beeinflussen. Bemerkenswert ist, dass es alleine bei sechs von acht angebotenen alternativen Antworten doch merkbare Unterschiede in der Einschätzung gab, inwieweit diese das Gebührenggefüge beeinflussen können.

- ESG - Services (88% der Teilnehmer, 2021: 90%)
- Besondere Dienstleistungen wie Overlay-Management (80%, Vj.:90%)
- Reporting-Angebot (88%, Vj.:90%)
- Betreuungskonzept (100%, Vj.:90%)
- Integration Direktanlagen (75%, Vj.:80%)
- Integration Immobilienanlagen (88%, Vj.:90%)
- Brand des Anbieters (63%, Vj.: 60%) sowie
- Referenzadressen (38%, Vj.60%).
- ESG Services (88%)
- Overlay Management (63%).

Das Kriterium ESG-Services wurde neu aufgenommen, das fast alle KVG für ein wesentliches Differenzierungsmerkmal und damit zugleich als Argument für höhere Gebühren erachten. Dies ist insoweit interessant, da wie gesehen die meisten KVG-Anbieter für das ESG-Reporting als Einstiegsprodukt für ESG-

Services keine Gebühr erheben. Gemeint sein können mithin nur darüber hinausgehende ESG- (Beratungs-) Services.

„Referenzen“ gewinnen aus dem Blickwinkel der Master-Anbieter offenbar eher weniger an Bedeutung. Dieser Gesichtspunkt spielt aus unseren konkreten Erfahrungen heraus eine immer wichtigere Rolle alleine aus dem Umstand heraus um festzustellen, ob die Master-KVG mit den Besonderheiten (u.a. rechtliche Voraussetzungen) des jeweiligen Investors (z.B. Solv. II, SGB IV etc.) vertraut ist. Dass dies die Investoren genauso sehen, haben wir bei einem Votum von 76% der Anleger eindrucksvoll erfahren können. Diesem Umstand sollten auch die KVGen mehr Rechnung tragen.

Weniger wichtig als andere Services bzw. Kriterien ist aus Sicht der KVG-Anbieter auch der „Brand der KVG (63%)“. Zuvor hatten wir gesehen, dass auch nur ein Viertel der Investoren (24%) ihre Entscheidung pro oder contra einer KVG nach dem Bekanntheitsgrad ausrichten. Dieses Ergebnis verwundert insbesondere ob der Tatsache, dass doch eine Reihe von Investoren schon aus dem Vorsichtsprinzip heraus dazu neigen, sich jedenfalls keiner unbekanntem Adressen anzuvertrauen; wir kennen die Diskussionen aus dem Asset Management.

Die hohen Werte für die Kriterien „Kundenbetreuung“ sowie „Integration von Immobilienanlagen“ verwundern wenig. Eine qualitativ hochwertige Betreuung der Kunden ist heute zum Dreh- und Angelpunkt dafür geworden, den Kunden umfassend im Sinne eines Full-Service-Anbieters beraten zu können. Und dass illiquide Assets immer mehr zum Bestandteil von KVG-Mandaten geworden sind, wurde an anderer Stelle bereits herausgestellt.

Für die Durchsetzung angemessener Gebühren nimmt das „Reporting“ (inklusive des Risiko-Reportings) erkennbar einen hohen Stellenwert ein, genau wie im Jahr 2021. Die bereits an anderer Stelle strapazierte und in der Tendenz zunehmende Regulatorik stellt alle Anbieter vor ständig neue Herausforderungen im Bereich des Datenmanagements und insbesondere des Reportings. Das betrifft über die klassischen Reports mit Umsatzlisten, Returns, Durationsangaben oder Ratings (von Unternehmen) hinaus insbesondere den Bereich der Risiko-Reports und der kundenspezifischen Reportings wie bei Banken, Versicherern oder Versorgungswerken.

Die Schonzeit etwa für die PRIIPs ist vorbei. Diese gelten bereits seit 1.1.2018. Genauso macht den Master-KVGen das neue Investmentsteuergesetz zu schaffen, ebenfalls seit 1.1.2018 in Kraft. Wie schon an anderer Stelle angesprochen, dürfen sich die Master-KVGen über die letzten zehn Jahre mit im Schnitt zwei Gesetzen pro Jahr und deren Umsetzung auseinandersetzen. Dies dürfte sich künftig kaum ändern.

Diese Restriktionen sind inzwischen auf allen Ebenen angekommen, angefangen beim Anlegerschutz, strengeren Anforderungen an Vermittler, Protokollierungsregeln (bei Privatanlegern) bis hin zu detaillierten Stress Tests. Im aktuellen Zinsumfeld besteht ein hoher Bedarf an Stress Test-Szenarien. Dabei werden verschiedene Zins-Szenarien durchgespielt, die dem Anleger sein Risiko Exposure aufzeigen, welche Verluste etwa mit einem Zinsanstieg von zum Beispiel 25, 50 oder 100 BP verbunden sind. Eine Zinsanhebung um 100 BP kann bei langlaufenden Anleihen zu Rückschlägen im zweistelligen Prozentbereich führen. Die aktuelle Situation und Unsicherheit, wo die Reise bei den Zinsen angesichts erkennbarer inflationärer Tendenzen hingeht, unterstreicht die Bedeutung professioneller, von den KVGen vorgehaltener, Tools.

Insoweit ist konsequent, dass auch das „Overlay Management“-Angebot inzwischen von mehr als der Hälfte der Master-KVGen (63%) als wichtige Komponente für die Gebührenhöhe erachtet wird.

## "Parameter für Gebührenhöhe - Sicht der Master-KVGen"

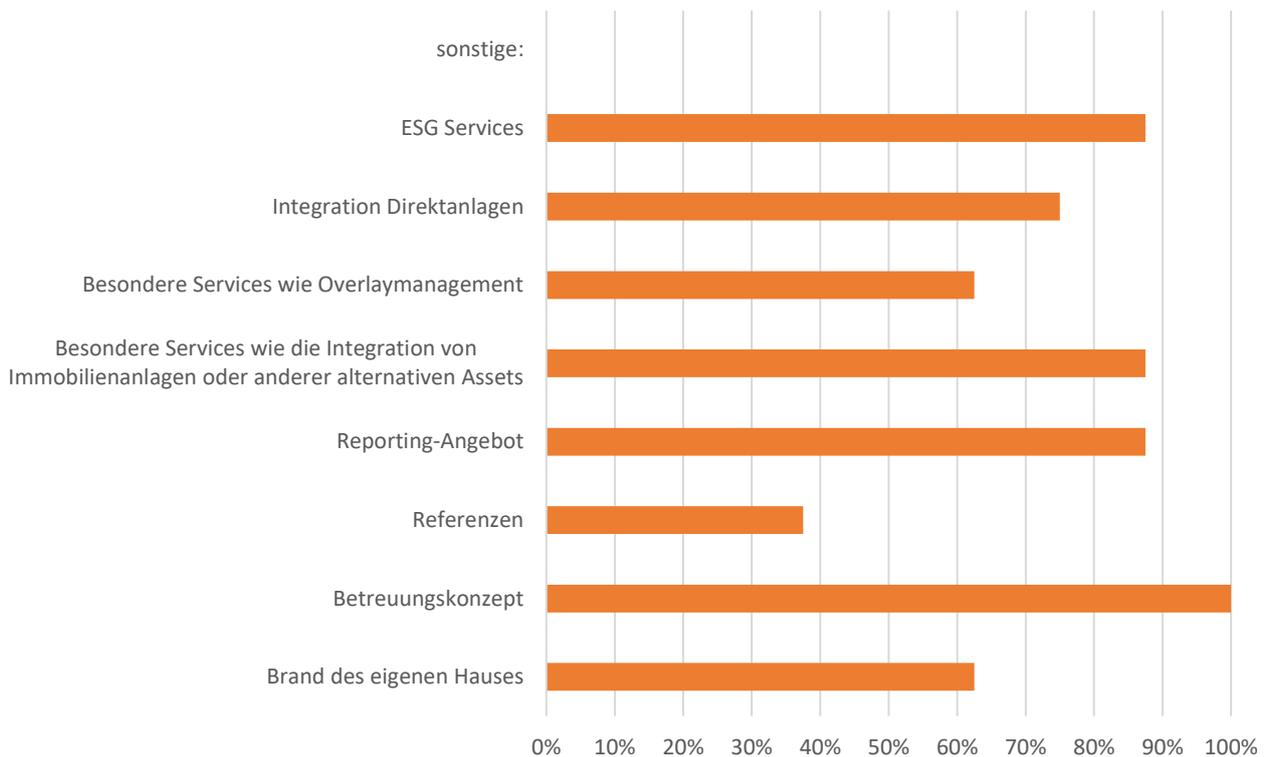


Abb. 24: „Parameter für die Höhe der Gebühren aus Sicht der Master-KVGen“

### Vergleichbarkeit verschiedener Gebühren-Angebote

Für über 50% der institutionellen Anleger sind die für die Administration des Master-Mandates erhobenen Gebühren ein entscheidendes Auswahlkriterium ihrer Master-KVG.

Mit Hilfe eines einfachen Beispiels wollen wir einen Vergleich zwischen zwei Anbietern vornehmen. Auch wenn bei der Vergabe eines Master-Mandates spezielle Services mit sich nachziehenden Gebühren eine Rolle spielen können - so etwa bei Inanspruchnahme eines Trading Desks der Master-KVG mit Fragen zur Abrechnung (nach Umsatzhöhe oder Ticketgebühr etc.) -, so wollen wir uns hier auf einen nicht zu komplexen Sachverhalt beschränken.

Generell gilt, dass der Anleger sich bei der Analyse der Anbieter nicht nur auf die Gebühren für das erste Jahr begrenzen sollte, sondern einen mehrjährigen Zeitraum von mindestens fünf oder sechs Jahren zur Grundlage des Angebots machen sollte. Diese Vorgehensweise ist im Übrigen bei öffentlichen Vergabeverfahren nach der VergabeVO gewissermaßen eine Pflichtveranstaltung. Aus diesem Grund wählen wir hier einen Fall aus, der in praxi jeden Tag zu einer Ausschreibung kommen könnte.

Ausgangs-Beispiel: Ein Versorgungswerk verfügt über ein in Spezialfonds investiertes Portfolio,

- das sich in Höhe von 1,2 Mrd.€ aus Renten (Fixed Income) mit 20 Segmenten und
- in Höhe von 0,8 Mrd.€ aus Aktieninvestments (in 10 Segmenten) zusammensetzt,
- dazu kommen Immobilien-Direktanlagen von 200 Mio.€, die nachrichtlich mitgeführt werden sollen; alles zusammen also 2,2 Mrd.€.

Bepreist wird das Master-Mandat für sämtliche Spezial-AIF in Höhe von 2,0 Mrd.€

- von Anbieter 1 mit 1,5 BP, was einer Gebühr von 300.000,- € p.a. entspricht,
- von Anbieter 2 mit 2 BP, was einer Gebühr von 400.000,- € entspricht.

Dazu kommen für das nachrichtliche Mitführen der Direktanlagen bei dem Anbieter 1 zusätzlich 0,2 BP, was 4.000,-€ entspricht. Es wird aber eine Mindestgebühr von 5.000,- € von Anbieter 1 veranschlagt; Anbieter 2 geht von den 4.000,- € aus.

Zumeist koppeln die Anbieter die Angebote aber mit weiteren Elementen. Häufig werden sog. Segmentgebühren als Fixbetrag je verwaltetes Segment (p.a.) erhoben. Dabei tut sich erfahrungsgemäß eine Range zwischen 4.000,- / 5.000,- € und maximal 15.000,- € pro Segment auf. Nehmen wir wie oben angegeben 20 Segmente im Rentenbereich und 10 Segmente im Aktienbereich an, alles zusammen also 30 Segmente, die

- bei Anbieter 1 mit 8.000,- € / Segment (30 x 8.000,- €) sich auf 240.000,- €
- und bei Anbieter 2 (4.000,- € / Segment x 30) auf 120.000,- € belaufen würden.

Ergebnis:

- Anbieter 1 würde im Ergebnis p.a. eine Gebühr von 545.000,- € (300.000,- € + 240.000,- € + 5.000,- €) erhalten,
- während Anbieter 2 bei 524.000,- € ausläuft (400.000,- € + 120.000,- € + 4.000,- €).

In dem Bietervergleich schließt Anbieter 1 trotz niedrigerer Management Fee (1,5 BP), aber aufgrund der um 100% höher liegenden Segment-Fee (im Vergleich zu Anbieter 2) von 8.000,- € / Segment am Ende gut 20.000,- € schlechter ab als Anbieter 2.

Das Beispiel soll veranschaulichen, dass auch bei vermeintlich attraktiver Management Fee sehr genau auf darüber hinausgehende Kosten wie die Segmentgebühren zu achten ist.

Diese jährliche Differenz von 21.000,- € bedeutet hochgerechnet auf eine durchschnittliche Haltedauer von zehn Jahren im Master-Geschäft einen Betrag von 210.000,- €. Dieser Musterfall kommt der Realität schon sehr nah. Unsere Erfahrungen mit Ausschreibungen bestätigen dies. Wichtig an dieser Stelle festzuhalten ist, dass die Anbieter alle über sehr gute Produkte und Ressourcen verfügen. Die Unterschiede resultieren aus kalkulatorischen Gegebenheiten bei den Master-KVGs. Bekanntermaßen gibt es auch Häuser, die an einem Mandat besonderes Interesse haben und daher bereit sind, mit wettbewerbsfähigeren Konditionen anzubieten. Am Ende muss der Anleger entscheiden, welche Master-KVG aus verschiedensten Erwägungen heraus am besten zu seinem Profil passt.

Die Anforderungen des Kunden beeinflussen maßgeblich die Konditionen. Als Beispiel sei die Integration von Direktanlagen in dem Master-Fonds erwähnt. Die Gebührensätze in diesem Fall stellen sich sehr unterschiedlich dar. Die Komplexität des Mandates wird auch durch die Berücksichtigung von Immobilien erhöht. Der Investor muss letztlich die Gegenrechnung aufmachen, welche Ressourcen und damit verbundene Kosten bei ihm selbst für Personal, Systeme sowie Wartung (auch was rechtliche Neuerungen angeht) anfallen würden. Bei komplexeren Fällen werden meist auch Pauschalbeträge p.a. vereinbart. In der Vereinbarung mit der Master-KVG wird dann dezidiert aufgezählt, welche Leistungen in der Pauschale eingeschlossen sind.

Bei den von den Master-KVGs angebotenen Zusatz-Services (Nutzung des Trading Desks, Führen des Kapitalanlagenebenenbuches, VAG-Reporting) werden oftmals als Sonderposition in Rechnung gestellt. Einige Anbieter erheben beispielsweise auch eine – einmalige – (Set-Up-) Gebühr für das Aufsetzen des Mandates. Diese Implementierungsgebühr wird zwar lediglich die Kosten im 1. Jahr nach Mandatsauflage beeinträchtigen;

diese machen bei kleineren Mandaten von wenigen 100 Mio. € zwischen 10% und im Extremfall bis zu 30% der Gebühr im Jahr 1 aus!

Aus Sicht der Anleger ist unbedingt darauf zu achten, dass gesonderte Rechnungsposten ein nach den Grundgebühren (Management Fee, Segmentgebühren) an sich attraktives Angebot uninteressant machen. Der nicht zuletzt durch die ganz aktuelle Verengung der Angebotsseite weiter zunehmende Wettbewerb bei der Vergabe der noch nicht vergebenen 20% bis 25% kann sich bei steigender Flexibilität der Anbieter für die Investoren als Vorteil erweisen.

Durch unser Haus begleitete Ausschreibungsprozesse zur Suche einer Master-KVG zeigen einen leichten Trend hin zu einem kompletten Outsourcing auf. Nach zwei Dekaden Erfahrungen im Master-Sektor wird jetzt oftmals die Gelegenheit genutzt, eher mehr Kapitalanlagen (z.B. auch Direktanlagen und wie gesehen Immobilien) in ein Master-Mandat zu integrieren als weniger. Diesen Trend haben wir zu Anfang der Studie bei der Befragung der Investoren bestätigt bekommen.

Den Investoren fällt es heute aufgrund des attraktiven Gebührenniveaus leichter, sich für eine „große Lösung“ zu entscheiden.

Die Angebote verschiedener Master-KVGen vergleichbar zu machen, lässt sich im Rahmen eines Beauty Contests oder einer Ausschreibung am effizientesten und nach objektiven Maßstäben regeln. Die Gebührenhöhe sollte niemals zu sehr im Vordergrund stehen. An dieser Stelle sei dennoch der Hinweis (an die Master-KVGen) gestattet, dass die Kosten als numerisch leicht nachvollziehbare Ziffern prima facie ein leichtes Unterscheidungsmerkmal darstellen. Hier empfiehlt es sich für die Anbieter - soweit vertretbar -, die Kalkulation der Gebühren nicht zu weit entfernt vom üblichen Marktniveau vorzunehmen, um sich die Chance auf die Teilnahme an dem meist dann durchzuführenden Beauty Contest zu bewahren. Aus der Erfahrung lässt sich folgendes Szenario wiedergeben:

Bei der ersten Sichtung und Analyse der an einem Beauty Contest teilnehmenden Master-KVGen neigen die Anleger dazu, die „teureren“ Anbieter zunächst nicht in die engere Auswahl zu nehmen. Bei heutigen Ausschreibungen nehmen in aller Regel alle bekannten Anbieter teil. Bei der weiteren Konzentration auf zwei oder drei Anbieter rückt die Gebühr mehr in den Fokus, ist in diesem Stadium aber auch nicht „die Frage schlechthin“; zu diesem Zeitpunkt ist die Feinabstimmung darüber, inwieweit die Master-KVGen die Ansprüche des Investors erfüllen können, ausschlaggebend. Faktoren wie das Reportingangebot, das Betreuungskonzept, auch das gezeigte Engagement des Anbieters in dem Auswahlprozess, individuelle Lösungen für den Investor zu entwickeln, sind besonders wichtig. „Leben und leben lassen“, dies ist dann in der Endphase auch das Motto bei der Preisfindung. Den Anlegern ist bewusst, dass die Master-KVGen laufend über die Zeit und auch künftig gefordert sind und damit verbunden hohe Investitionen eingehen müssen, um immer state-of-the-art zu sein, um ihre Wettbewerbsposition zu halten. Die unter der Überschrift „Höhe der Gebühren“ angegebenen Werte sind Durchschnittswerte. Die faktisch anfallenden Gebühren müssen je nach Einzelmandat individuell angefragt werden. Soweit Master-KVGen „Staffelmodelle“ anbieten, sollten Anleger auf die Art der Staffel achten. Mit einer „echten“ oder „amerikanischen“ Staffel ist gemeint, dass für jeden aufgeteilten Volumensbereich die jeweils genannten BP gelten. Eine „unechte“ Staffel hat dagegen den Vorteil, dass - soweit die nächste Volumensstufe erreicht ist (z.B. der Betrag von 500 Mio.€ überschritten wird) - auf den gesamten Betrag die niedrigere Gebühr ihren Ansatz findet. Die Botschaft für institutionelle Anleger lautet auch, nachzufragen, welche Dienstleistungen in dem „Standard“-Angebot enthalten sind. Und hier lässt sich für die Master-Branche wirklich eine Lanze brechen; die meisten Anleger sollten mit den Services, die heute als „Standard“ erfasst sind, weit kommen.

Die Fragestellung unserer Studie zur aus Sicht der Master-KVGen im Durchschnitt erhobenen Gebühr haben wir wie im Vorjahr dahingehend gestellt, wie hoch diese speziell für einen VAG-Anleger (Mandatsvolumen: 3 Mrd. €) ausfallen würde. Die in der Studie gemachten Angaben unterstreichen, dass die Gebühren nach Jahren weiterer Reduktionen vorerst am unteren Ende angelangt sein sollten.

In diesem Jahr wurden als durchschnittliche Gebühr für das angesprochene Master-KVG-Mandat 2,3 BP (2021: 2,25 BP) genannt. Die Spannweite lag zwischen 1,5 BP und 3,0 BP.

## Break-even nach Volumensgröße

Die sehr großen Master-KVG-Anbieter wie die AGI, INKA und Universal administrieren heute Volumina von über 300 Mrd.€. Kleinere Häuser liegen noch im unteren zweistelligen Mrd. € - Bereich. Einerseits rücken die Master-KVGen bedingt durch den regulatorischen Druck und somit konsequenterweise der Anforderungen ihrer Kundenklientel näher zusammen; andererseits sind die Volumensunterschiede zwischen den gut einem Dutzend Anbietern nach wie vor gewaltig.

Wir befragten die Master-KVGen, ab welchem Volumen sie das Master-Geschäft für ihr Haus als rentabel erachten. Die Aussagen zwischen den Anbietern fielen wie in den Vorjahren unterschiedlich aus und reichten von 20 Mrd. € bis zu über 100 Mrd. € und darüber. Denn das Gesamtvolumen im Verhältnis zu den Kosten beeinflussen natürlich die Frage, ab welcher Größenordnung schwarze Zahlen geschrieben werden.

Neben den Personalkosten fallen bei den Master-KVG-Anbietern erhebliche IT-Kosten für das Back Office bis zum Front Office in das Gewicht, um den aktuellen regulatorischen Anforderungen wie beim Investmentsteuergesetz laufend gerecht werden zu können. Auf ein größeres Master-Volumen gerechnet sind die Skaleneffekte natürlich höher.

In der aktuellen Umfrage wurden - im Schnitt aller Master-KVG-Angaben - 70 Mrd. € (2021: 55 Mrd. €) als Mindestmaß angegeben, ab der das KVG-Geschäft rentabel ist. Einerseits werden die Ansprüche an das Mindestvolumen wohl auch seitens der größeren KVGen trotz aller Skalierbarkeit nach oben geschraubt. Andererseits können auch kleinere Anbieter, die bewusst nicht jede Zusatzdienstleistung anbieten, mit niedrigeren Assets und mithin niedrigeren Kosten gut auskommen.

Das von Seiten der KVGen angegebene Mindestvolumen, ab dem von einem profitablen Geschäftsfeld ausgegangen werden kann, ist in dem folgenden Kuchendiagramm zusammengefasst.

Der höchste Wert lag in diesem Jahr bei > 100 bis 150 Mrd.€, der niedrigste bei unterhalb 20 Mrd.€. Mehr als jede zweite Adresse gab ein Mindestvolumen von über 50 Mrd.€ an. Die Ausführungen und Angaben der Master-KVGen zeigen, dass ein gewisses Mindestvolumen an Assets unter Administration angestrebt wird. Die Zahlen liegen oberhalb des Niveaus aus 2021.

### Ab welchem Gesamtvolumen (AuA) halten Sie das Betreiben/Vorhalten einer Master-KVG für auskömmlich?

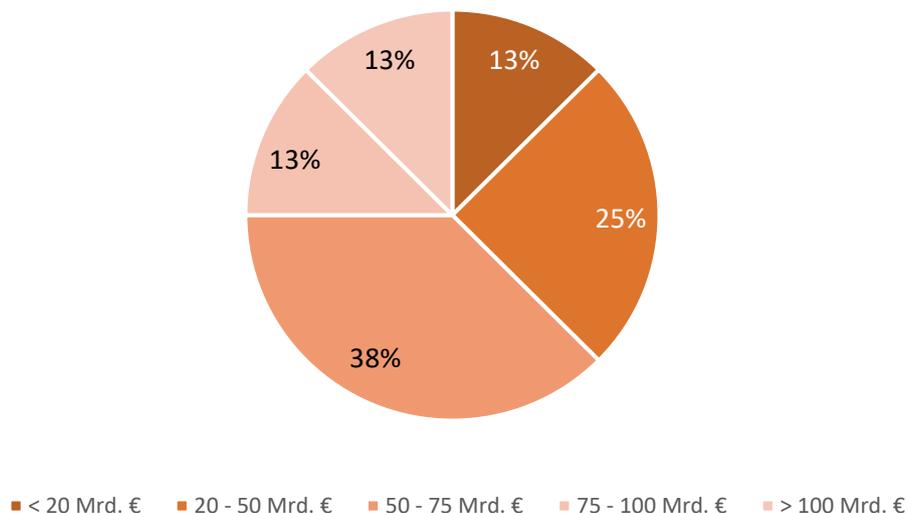


Abb. 25: „Wirtschaftlich notwendiges Mindestvolumen aus Sicht der Master-KVGen“

## Vergleichstest Investoren – Master-KVG-Anbieter

In den vorigen Abschnitten haben wir die Kriterien herausgestellt, die für die Auswahl des richtigen Anbieters ausschlaggebend sind, und zwar

- einmal aus dem Blickwinkel der Master-KVGen und
- zum anderen aus der Sicht der Investoren.

In diesem Kapitel wollen wir auf die Unterschiede im Sinne der Eigen- und Fremdwahrnehmung zwischen Investoren und Master-KVGen eingehen und analysieren, wie weit diese auseinander liegen.

In aller Regel schätzen die Master-KVGen die Bedeutung der Auswahlkriterien höher ein als die institutionellen Investoren. Wie die Ergebnisse zeigen, muss dies jedoch nicht notwendigerweise so sein.

### Unabhängigkeit des Master-KVG-Anbieters vom Asset Management:

Ein schönes Beispiel ist der Gesichtspunkt der „Unabhängigkeit der Master-KVG vom Angebot im Bereich Asset Management“.

Master-KVGen sowie Anleger lagen bei dem Punkt „Unabhängigkeit des Master-KVG-Anbieters vom Asset Management“ weit auseinander. Nur noch 13% der KVGen, also eine Adresse (2021: 40%) halten ihre Unabhängigkeit von anderen Geschäftsfeldern wie gerade dem Asset Management für ein wesentliches Entscheidungskriterium des Anlegers. Die Anleger gaben hingegen die noch im letzten Jahr 2021 gezeigte Offenheit bei diesem Punkt großteils auf. Immerhin 39% (2021 nur 19%) und damit doppelt so viele wie im Vorjahr erachten diesen Gesichtspunkt als essentiell für die Selektion der richtigen Master-KVG. Wichtig ist vielmehr, dass die KVG-Anbieter die Chinese Walls zwischen Asset Management und Administration einhalten, was für ungefähr vier von zehn institutionellen Entscheidungsträgern wieder eine Rolle spielt.

### Größe des Anbieters:

Ein weiteres Exempel dafür, dass Anleger ein höheres Gewicht auf ein Auswahlkriterium legen als die KVG-Anbieter selbst, ist die „Größe des KVG-Hauses“.

Die Frage nach der Größe der KVG als Entscheidungskriterium zielt darauf ab, ob ein Anbieter zur Unterstützung der Entscheidung des Investors ein bestimmtes, vorzeigbares, Volumen an Assets unter Admin mitbringen sollte. Im Vorjahr standen 50% der KVGen in etwa halb so viele (25%) der Investoren gegenüber. In der vorliegenden Erhebung hat sich das Kräfteverhältnis fast vollständig in das Gegenteil gedreht. Nur jede vierte KVG meint, dass die Größe ihres Hauses für Investoren wichtig sei, hingegen fühlen sich jetzt 43% der Anleger offenbar mit einem größeren KVG-Anbieter wohler.

Der Vollständigkeit halber muss man aber auch unterstellen, dass einige kleinere oder mittelgroße Investoren sich eher nach einem auch der Größe nach passenden Partner auf der KVG-Seite aussuchen mit einer gefühlt vielleicht individuelleren Betreuung, bei dem sie sich nicht als einer unter einer großen Anzahl an Kunden fühlen.

### Kosten:

Die Gebühren bilden das dritte Kriterium, bei dem die Investoren die Elle höher legen als die KVGen. An sich verwundert dies nicht sonderlich. Immerhin, im letzten Jahr 2021, standen 70% der Master-KVGen gut 50% der Anleger gegenüber, die die Gebühren als wesentliches Kriterium bei der Master-KVG-Auswahl ausmachten.

In unserer aktuellen Umfrage sind es jedoch nur noch 38% der KVGs, die der Brisanz der Gebührenhöhe noch die entsprechende Aufmerksamkeit zusprechen. Das heisst, deutlich mehr als die Hälfte der Anbieter ist der Auffassung, dass die Gebühren nicht mehr das Zünglein an der Waage sind, die zu einer Entscheidung pro oder contra einer KVG führt. Die Anbieter sollten den Kostenaspekt jedoch nicht unterschätzen. Wirft man zum Beispiel einen Blick in die Vergabe Verordnung, die gesetzliche Basis bei der Ausschreibung öffentlicher Institutionen wie Krankenkassen oder Berufsgenossenschaften ist, so fällt auf, dass die „Kosten“ mit mindestens 30% bei der Auswahl des richtigen Anbieters zu Buche schlagen müssen; und das gilt für die Bestellung von Büromöbeln gleichermaßen wie bei der Selektion im Asset Management, also auch einer Master-KVG.

Die Kostenseite ist nachvollziehbar aus Sicht von über der Hälfte der Anleger ein entscheidender Aspekt bei der KVG-Sektion (52%). Zumindest an dem Scheidepunkt, da -wie oftmals in Ausschreibungsprozessen zu beobachten- die inhaltlichen Punkte zwischen verschiedenen Häusern gleichauf liegen, wird die Gebühr zum Maß der finalen Entscheidung.

#### Kundenbetreuung:

Dass eine Verbesserung der Kundenbetreuung bei fast allen KVGs auf dem Plan stand, haben wir bereits erörtert. So verwundert nicht, dass im Rahmen unserer Studie alle teilnehmenden KVG-Anbieter, also 100%, den Betreuungsaspekt als wichtiges Auswahlkriterium identifiziert haben.

Standen diesen 100% auf Seiten der KVGs im letzten Jahr noch 62% der Anleger gegenüber, so sind es in diesem Jahr etwas weniger, nämlich 48% und damit die Hälfte der Teilnehmer auf Investorensseite, die der Kundenbetreuung bei der Auswahl ihrer KVG höchste Priorität schenken.

Neben der Gebührenfrage wird ein überzeugendes Betreuungskonzept nach wie vor eines der Schlüsselkriterien bei künftigen Ausschreibungen im Bereich Master-KVG bilden, wenn es auch von einigen Anlegern vielleicht schon als commodity betrachtet wird.

#### Reporting (eReporting)

Über dem im letzten Jahr gemessenen Wert liegen nunmehr 62% der institutionellen Investoren (Vorjahr 2021: 52%), die im Reportingangebot ein Entscheidungskriterium sehen. Als „das“ klassische Serviceangebot der Master-KVGs wäre auch eine noch höhere Gewichtung von Investorensseite vorstellbar gewesen, zumal es sich beim Reporting mit heute allen Facetten des Risiko- und Performance- sowie ESG-Reportings bis zu technischen Feinheiten (eReporting oder webbasiertes Reporting) um eine tragende Säule des Master-Geschäfts handelt.

Bei der Frage, welche Gesichtspunkte aus Sicht der Anleger einen „Vorteil“ darstellen, votierten 90% für ein gutes Standard-Reporting und ca. zwei von drei Anlegern gaben ein gutes aufsichtsrechtliches, ESG- und auch Risiko-Reporting als Vorteil an. Man darf andererseits nicht vergessen, dass die Anleger sich schlicht an den heutigen hohen Standard im Reporting-Sektor gewöhnt haben. Auf Seiten der Anbieter räumten bis auf eine Adresse alle Anbieter den Reporting-Services höchste Priorität ein.

#### Angebot an Zusatz-Services

Wie im Jahr 2021 liegen die Ansichten und Ansprüche von Investoren und Master-KVGs bei den „Zusatz-Services“ weit auseinander. Die Differenz beträgt fast 50% (Anbieter: 63%, Anleger: 14%). Zusatzservices sind vor dem Hintergrund gestiegener Ansprüche an ihre Allokationsentscheidungen und nicht zuletzt im jetzigen, pandemiegeprägten, Umfeld für Anleger immer wichtiger geworden. Zusatz-Services reichen von Spezial-Reports bis zu Overlay Management oder Asset-Liability-Analysen. Zunehmende Herausforderungen bestehen ebenso in der Integration von Immobilien, Eigenanlagen oder illiquiden Assetklassen.

## Brand

Dass der Brand einer KVG als nicht mehr so bedeutend angesehen wird, haben wir zuletzt bei der Frage nach den für die Gebührenhöhe ausschlaggebenden Kriterien gesehen. 63% der KVGen maßen dem noch eine höhere Bedeutungsstufe bei. Im Grunde ist der Sachverhalt vergleichbar bei dem an dieser Stelle erörterten Punkt der entscheidenden Auswahlkriterien in einem Beauty Contest. Lediglich jeder vierte Investor (24%) schließt sich der Meinung an, dass der Brand der KVG ausschlaggebend für die Auswahl sei.

Das Ergebnis stützt unsere These, wonach institutionelle Anleger inzwischen ein offenes Ohr für alle Anbieter haben, solange die Passgenauigkeit auf der fachlichen Seite sowie in der Betreuung gegeben ist.

## Referenzen

Für 88% der Anbieter ist die Möglichkeit der Nennung von Referenzadressen, also vergleichbare Anlegeradressen zu dem ausschreibenden Investor (z.B. VAG oder SGB IV) vorweisen zu können, eines der Schlüsselemente auf dem Weg zur Mandatsgewinnung. Der entsprechende Prozentsatz bei den Investoren liegt mit 76% (2021: 57%) deutlich höher als vor zwölf Monaten.

Dieser ganz pragmatische Gesichtspunkt, der schlicht den Erfahrungsschatz der KVG widerspiegelt, bietet einen guten Ankerpunkt für die Beurteilung, ob man fachlich, aber auch partnerschaftlich, zusammen passt.

### "Gründe für die Auswahl der jetzigen Master-KVG?"

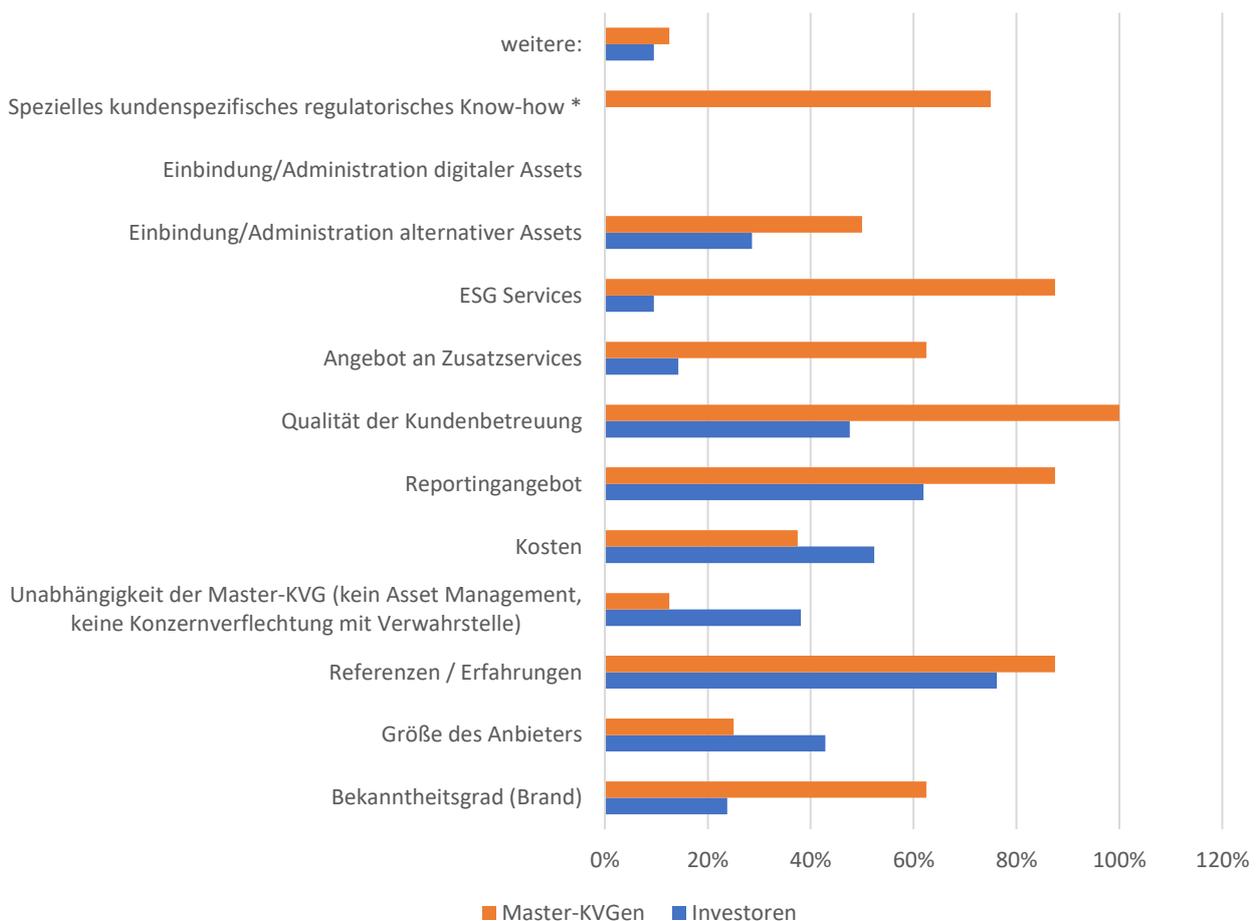


Abb. 26: „Gründe für die Wahl der Master-KVG – Sicht der Investoren und Master-KVGen“

\* dieser Punkt war ausschließlich Bestandteil der Master-KVG Befragung

# Unsere Consulting Services für institutionelle Investoren

Individuell, transparent, erfahren



Asset Manager Auswahl



Master-KVG Auswahl



Verwahrstellen Auswahl



Asset Manager Monitoring



ESG Analysen



Kostenanalysen

## Vergabe von Master-KVG-Mandaten

Das derzeit unsichere Marktumfeld lässt auch den KVG-Markt nicht ganz unberührt.

Eine solche Marktphase, die mit Umallokationen einhergeht, lädt Investoren dazu ein, sich einer zentralen Stelle für die Organisation der Verwaltung und auch Steuerung der einzelnen Spezialfonds bzw. Segmente zu bedienen. Aus diesen Umständen heraus entwickelt sich automatisch eine gewisse Dynamik für den Master-KVG Markt.

Ein zweiter Gesichtspunkt ist, dass sich in der letzten Zeit Anbieter mit der Frage auseinandergesetzt haben, inwieweit das weitere Betreiben des KVG-Business noch attraktiv ist. Wir hatten gerade beobachten können, wie unterschiedlich der Breakeven Point von den unterschiedlichen Anbietern eingeschätzt wird. So hat die Société Générale Securities Services ihr Master-Geschäft eingestellt. Die führt unweigerlich zu einer Umverteilung der KVG Mandate zu anderen Anbietern. Denn wer sich als institutioneller Investor einmal für das Modell Master-KVG entschieden hat, wird sich wieder in die vertrauensvolle Obhut einer dann neuen KVG begeben.

Aktuell ist auch zu beobachten, dass seit langen Jahren bestehende Master-KVG-Mandate von Anlegern auf den Prüfstand gestellt werden. Das hat mehrere Gründe. Zum einen hat die Lage beginnend mit der Corona-Pandemie und im Frühjahr 2022 nochmal durch die weitreichenden Auswirkungen des Ukraine-Russland-Konfliktes (Lieferkettenprobleme, steigende Energiepreise) vielen institutionellen Investoren klar vor Augen geführt, dass die Sicherheit der Kapitalanlagen unter dem Dach einer KVG gewissermaßen ein sicherer Hafen und ein wertvolles Instrument in volatilen Phasen bietet. Darüber hinaus wägen immer mehr institutionelle Anleger ab, inwieweit ihre bisherige Master-KVG in der Lage ist, auch mit Blick nach vorne vor dem Hintergrund der gestiegenen Anforderungen (u.a. Nachhaltigkeits-Reporting, Risk Monitoring anhand von Szenario-Analysen, Stresstest-Analysen) ihren Ansprüchen zu genügen. Dies muss nicht zwangsläufig, kann aber gerade in dem aktuellen Umfeld, zu einem Anbieterwechsel führen.

Zuguterletzt sind zum Beispiel öffentlich-rechtliche Institutionen gehalten, ihre Vertragsverhältnisse und damit auch die Vertragspartner laufend darauf hin zu überprüfen, inwieweit sie der richtige Partner auch in der Zukunft sind; in diesen der VergabeVO untergeordneten Fällen spielt das Pricing eine entscheidende Rolle.

Da stellt sich die Frage: Auf welche Hilfsmittel greifen die Anleger bei der Suche nach der richtigen Master-KVG bzw. dem richtigen Partner in der Administration zurück bzw. welche Möglichkeiten bestehen?

Zunächst wollten wir von den Master-KVGGen wissen, welche Erfahrung sie mit der Einschaltung von Consultants (bzw. Ausschreibungs-Plattformen) gemacht haben.

Die Erfahrung zeigt offenbar, dass in der jüngsten Vergangenheit deutlich mehr Consultants und / oder Ausschreibungs-Plattformen beim Search-Prozess der Master-KVG eingesetzt worden sind. In diesem Jahr teilten fast alle Master-KVGGen die Erfahrung (88%, 2021: 100%), dass Berater in den Search-Prozess integriert werden. Weitere 63% der Master-KVGGen sehen eine stärkere Nutzung von Ausschreibungs-Plattformen.

Der Prozentsatz der Anbieter, die über das letzte Jahr eher eine Direktansprache durch den Investor feststellten, der auf „interne Expertise“ baut, liegt wieder bei 75% (Vorjahr 2021: 80%) und damit auf Niveau des Vorjahres.

## Direktansprache oder Consultant / Ausschreibungs-Plattform

Die für institutionelle Anleger bestehenden Alternativen zur Suche nach dem geeigneten Partner auf der Master-Seite sind begrenzt. Als klassischen Zugangswege sind zu nennen:

- der eigen initiierte und im eigenen Haus durchgeführte Search-Prozess (interne Expertise)
- die Nutzung eines klassischen Consultants oder die Nutzung einer Ausschreibungs-Plattform sowie
- die Einbeziehung externer Due Diligence Reports wie etwa Ratingberichte.

Die Durchführung eines selbst gesteuerten Auswahlprozesses ist ein nicht zu unterschätzender und recht komplexer Vorgang. Dieser beginnt mit der Erstellung eines auf die Belange des Investors hin zugeschnittenen Fragebogens und reicht bis zur Sicherstellung eines in sich robusten, realitätsnahen und nachvollziehbaren Auswertungsprozesses, der über die Gebühren hinaus auch detaillierte Fragen zur Kundenbetreuung und vor allem den Services wie Reporting oder die Berücksichtigung von Direktanlagen und auch Alternatives einbeziehen sollte. Der Kreis der institutionellen Investoren, der diese Vorgänge professionell organisieren kann, ist überschaubar. In Betracht kommt diese Möglichkeit für

- große Institutionen von Anlegern, die über ausreichende Kapazitäten in-house verfügen, um alle Aspekte eines Searches wie die Beurteilung der organisatorischen Aufstellung des Anbieters, seiner Kapazitäten in den Bereichen Betreuung, Fondsbuchhaltung, Rechnungslegung, Reporting, Risk-Reports, Integration Direktanlagen und Immobilienverwaltung, Orderplatzierung, Risikomanagement bis zu den IT-Systemen sowie den differenzierten Gebühren-Modellen tatsächlich zu durchdringen;
- Anleger mit bereits langjähriger Erfahrung mit einem Master-KVG-Anbieter, der zum Beispiel aus Gründen einer Unzufriedenheit oder geringer Flexibilität bei der Anpassung der Gebühren heraus ausgewechselt werden soll. In diesen sich aktuell vermehrenden Fällen bauen die Anleger keine neuen Services auf, sondern kennen das Master-Business aus dem Alltag. Insoweit können sie beurteilen, an welchen Stellen sie Optimierungsbedarf sehen und können so einen Auswahlprozess gezielt und effizient durchführen.

Voraussetzung für die zuvor aufgeführten Konstellationen ist, dass das Haus des Anlegers mit dem Markt der Master-KVGen tatsächlich vertraut ist. Um eine Schätzung abzugeben, sind etwa ein Drittel der institutionellen Investoren organisatorisch so aufgestellt, um einen professionellen Search-Prozess für eine KVG-Auswahl durchzuführen.

Alle anderen institutionellen Anleger sollten von der Inanspruchnahme eines unabhängigen und erfahrenen Beraters profitieren. Wir haben an dieser Stelle noch zwischen klassischen Beratern bzw. Consultants und Ausschreibungs-Plattformen unterschieden. Diese klare Trennschärfe bot sich auf alle Fälle noch bis vor ca. sechs Jahren an. Inzwischen sind die Übergänge fließend, da die plattform-bezogenen Beratungshäuser heute ihre Searches praktisch rein qualitativ durchführen. Dies gilt jedenfalls für den Bereich Master-KVG. Der Trend zeigt eindeutig hin zu „qualitativ“ ausgerichteten Analysen, die dem Investor eine Aussage zur Stabilität und Schlüssigkeit der Organisation sowie der Dienstleistungstiefe des Master-KVG-Anbieters liefern. Ziel ist die Lieferung eines holistischen Bildes über den Anbieter. Ein entscheidender Punkt bei der Unterstützung eines Master-KVG-Suchprozesses ist, dass der Berater über eine ausreichende Erfahrung und Expertise verfügt und auch mit zum Beispiel öffentlich-rechtlichen Vergabeverfahren vertraut ist, soweit dieser Kreis an Institutionen betroffen ist (z.B. SGB IV Anleger wie Krankenkassen oder Berufsgenossenschaften oder auch kommunale Einrichtungen und Städte).

Zu der gestiegenen Komplexität der Master-KVG-Profile kommt der Druck zur Schaffung von mehr Klarheit auch auf der Kostenseite hinzu. Hier kann die Einschaltung eines objektiven Dritten für ein Mehr an Transparenz sorgen und am Ende des Tages deutliche Kostenersparnisse generieren. Consultants haben durch ihre langjährige Erfahrung eine weitreichende Expertise entwickelt und haben in der Regel einen guten Überblick über die Manager und Master-KVGen im hiesigen Markt. TELOS hat bislang mehrere Anleger aus

verschiedensten Anlegergruppen bei einem Master-Search begleitet. Die gewissenhafte Auswahl gerade im Master-Sektor ist schon deshalb wichtig, da die Zusammenarbeit zwischen Master-KVG und Anleger in der Regel auf eine längerfristige Kooperation angelegt ist.

## "Vorgehensweise bei der Auswahl einer Master-KVG"

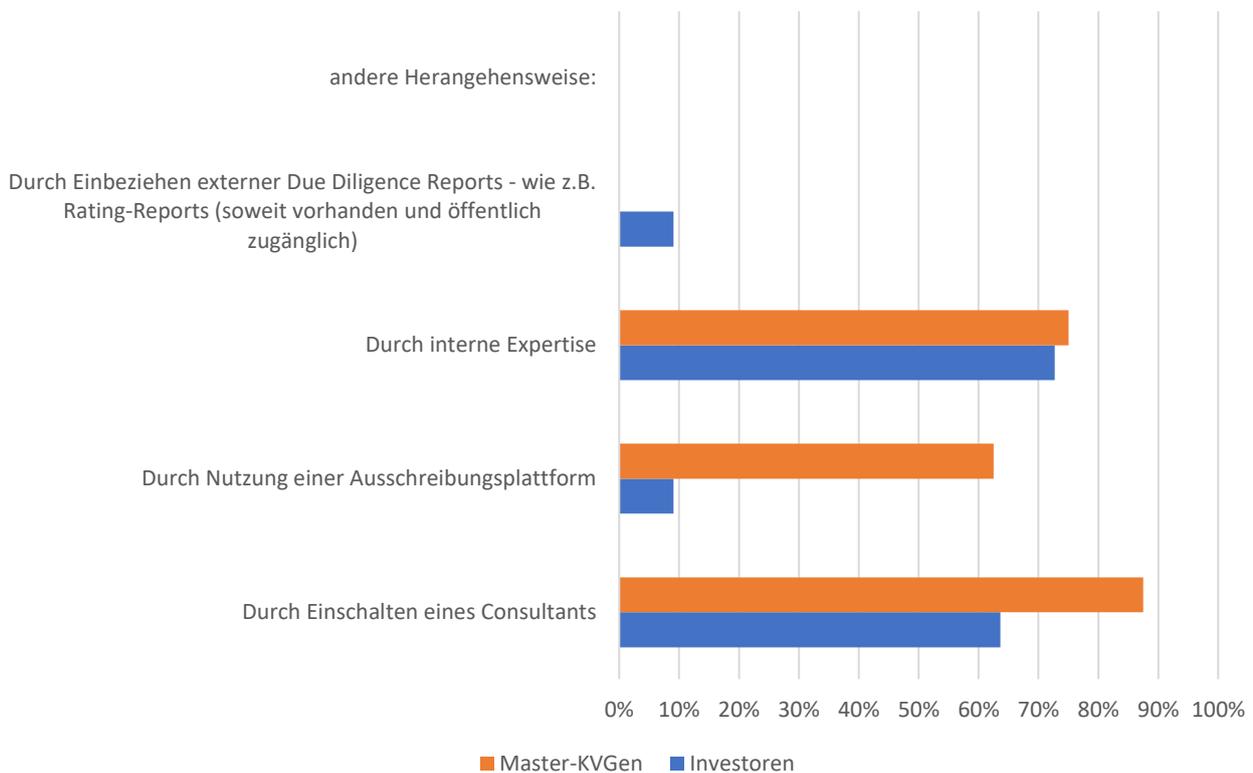


Abb. 27: „Vorgehensweise bei der Master-KVG Auswahl aus Sicht der Investoren und der Master-KVGGen“

### Investorenbefragung - Hilfsmittel zur Suche der Master-KVG

Es verwundert nicht, dass sich die Meinungsbilder und Einschätzungen der Master-KVGs und der Investoren zu den einzeln abgefragten möglichen Suchmechanismen unterscheiden.

Fassen wir wie zuvor angesprochen die beiden Alternativen „Consultant“ und „Ausschreibungsplattform“ wegen der zunehmenden Überschneidungen in einem Wert zusammen, so können wir in diesem Jahr feststellen, dass zwei von drei Anlegern sich bei der Suche nach der besten Master-KVG eines Consultants bedient. Im letzten Jahr (2021) lag der Wert lediglich bei 50%. Der gestiegene Zuspruch, sich bei der KVG-Suche professionellen Rat zur Hand zu nehmen, überrascht wenig vor dem Hintergrund der allgemeinen Unsicherheit. Gerade in diesem unschönen Umfeld, in dem die direkte Kommunikation mit potentiellen KVG Häusern praktisch kaum möglich war, um sich ein authentisches Bild von Anbietern zu verschaffen, wäre der Zugriff auf mit den KVG Häusern vertrauten Beratern sinnvoll.

Dennoch; wenn zwei Drittel der Investoren einen Berater hinzuzieht, so bestätigt dies doch eher die zunehmende Komplexität des Master-Geschäfts und den damit einhergehenden Beratungsbedarf. Weiterhin darf nicht unterschätzt werden, dass ein Beratungshaus als objektiver und erfahrener Dritter auch mehr

Möglichkeiten hat, in den Verhandlungen mit den Anbietern positive Effekte (für den Anleger) auch auf der Gebührensseite zu generieren.

Etwas weniger als im Jahr 2021, nämlich 73% (Vj.: 81%) der Investoren, wollen darüber hinaus ihre eigene Expertise einsetzen, wollen sich also nicht ausschließlich auf anderweitige Unterstützung von dritter Seite verlassen.

Der Zugriff auf Rating-Reports über die Expertise von Master-KVG-Anbietern können begleitend ein hilfreiches Mittel bei dem Auswahlprozess sein. Investoren können sich auf diesem unkomplizierten Zugangsweg per kostenfreiem Download recht umfangreiche Rating-Reports (z.B. über [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)) aufrufen und sich so einen ersten Überblick über die Angebote der Master-KVG verschaffen. Die Ratinganalysen bilden eine objektive Grundlage über das Haus des Anbieters und dessen Stabilität. Dazu gehören:

- der - auch gesellschaftsrechtliche - Hintergrund der Gesellschaft (z.B. auch vorhandenes „commitment“ des Mutterhauses zum KVG-Business),
- sämtliche Prozesse und Schnittmengen im Haus der Master-KVG,
- das Management (Erfahrung),
- die Strategie und Innovationskraft des Hauses,
- die Aufstellung der Master-KVG bei der Kundenbetreuung,
- die Reporting-Angebote (eReporting, webbasiertes Reporting, Attributions-Analysen, ESG Reports, Stress Test-Analysen) der Master-KVG sowie
- die systemseitigen und IT-entwicklungsseitigen Stärken.

Etwa jeder zehnte Anleger ergänzt seinen Informationsgrad durch externe Expertise etwa über das Heranziehen bestehender Rating-Reports, um sich einen Überblick und weiterführende Informationen über den Anbietermarkt im Rahmen ihres Suchprozesses zu verschaffen.

### **Master-KVG-Befragung: Consultants / Ausschreibungsplattformen und deren Einfluss**

Je unsicherer die Zeiten an den Kapitalmärkten sind, desto eher suchen institutionelle Anleger externen Rat. Dies zeigt sich auch bei der Vergabe von Master-KVG-Mandaten in der aktuell von einer Vielfalt an problematischen Themen geprägten Zeit.

Die nachfolgenden Zahlen dienen dazu, dieser Frage zum einen aus heutiger Sicht, zum anderen mit Blick in die Zukunft, nachzugehen.

Eine deutliche Mehrheit an befragten KVGen, nämlich 75% im Vergleich zu 2021 (50%), sind der Auffassung, dass „mehr Master-Mandate durch Consultants“ vermittelt wurden und entsprechend der Einfluss der Berater zugenommen habe.

Einen unveränderten Einfluss von Consultants sehen aktuell 25% der Master-KVGen. Ein geringerer Einfluss durch Consultants wird aber von keiner KVG attestiert.

Inwieweit werden Consultants / Ausschreibungs-Plattformen von Seiten der Master-KVGen in diesem Marktsegment wahrgenommen?

Wie im Jahr 2020 sieht der überwiegende Anteil der Master-KVG-Anbieter die „inländischen Consultants“ im „lead“ als aktive Partner bei der Suche nach der passenden Master-KVG. Ausländische Beratungshäuser werden weniger wahrgenommen, aber doch durchaus wie im Jahr 2021 genannt. Der überwiegende Teil der KVGen sieht drei bis vier Consultants, die das Beratungsgeschäft im Master-Bereich dominieren; bei den ausländischen Anbietern sind es in etwa die Hälfte, die als ernsthafte Anbieter wahrgenommen werden.

### Künftiger Einfluss von Consultants

Der „künftige“ Anteil von Consultants im Vergabeverfahren bei Master-KVGen wird jetzt von 63% (Vorjahr: 50%) der Master-KVG-Anbieter als stärker (mehr Mandatsvermittlungen) eingeschätzt. Ein „unveränderter Einfluss“ wird von 37% der Anbieter gesehen.

Das Szenario, dass der Anteil der durch Berater oder Plattformen vermittelten Mandate künftig „zurückgehen“ wird, sieht auch im Jahr 2022 kein Anbieter so.

### "Zukünftige Bedeutung von Consultants und Ausschreibungsplattformen"

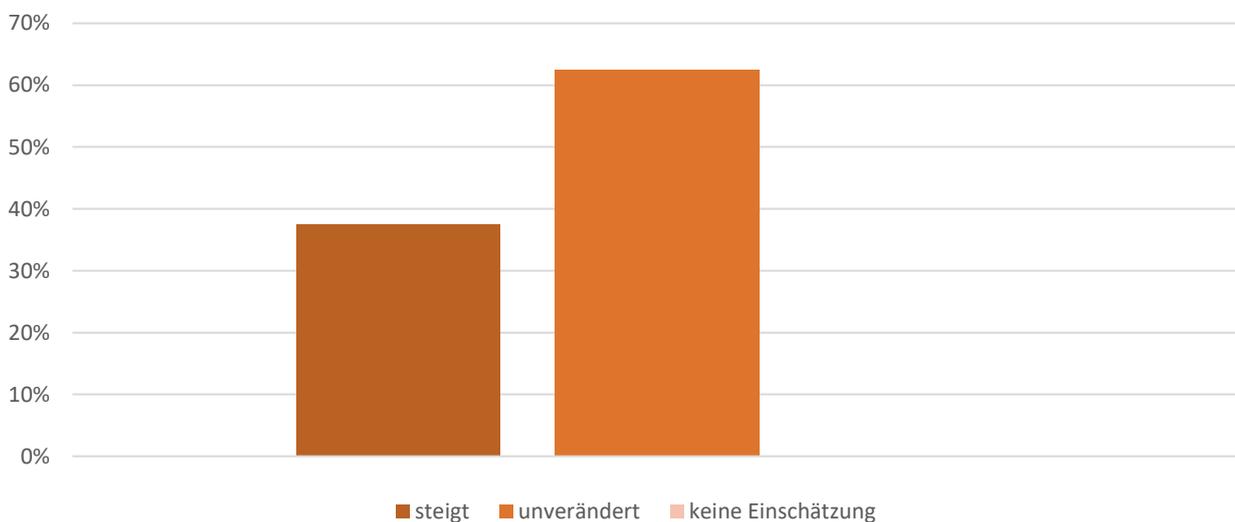


Abb. 28: „Zukünftige Bedeutung von Consultants und Ausschreibungsplattformen bei der Master-KVG Auswahl“

### Ratings von Master-KVG-Anbietern

Institutionelle Investoren bedienen sich bei der Suche nach einer Master-KVG auch externer Berichte wie im Speziellen Ratingreports. Das Interesse an Ratings von administrativen Anbietern ist über die letzten Jahre stabil geblieben.

Auch Master-KVGen selbst beurteilen die Bewertung ihres Hauses als positiv. 75% der Master-KVGen und damit dreiviertel der Anbieter halten Ratings für ein hilfreiches Instrument für sich selbst, aber auch als unterstützende Informationsquelle für institutionelle Anleger. Dies sind mehr als im Jahr 2021 mit 60% der KVGen.

Ratingberichte können für institutionelle Anleger begleitend ein gutes Werkzeug zur Beurteilung des Anbietermarktes sein. Dies ist insoweit konsequent, als wir zuvor festgestellt haben, dass sich der Master-KVG-Markt in dem derzeit unsicheren Fahrwasser und der damit einhergehenden Verunsicherung, in den kommenden Jahren weiter beschleunigen wird. Das zuvor wie beschrieben ins Rutschen gekommene

Gebührenkorsett bietet Anlegern darüber hinaus eine willkommene Gelegenheit, im Rahmen einer neuen Ausschreibung das bestehende Kostenmodell kritisch zu hinterfragen.

Ratings im hier verstandenen Sinne einer qualitativen Analyse unterstützen die Anbieterseite genauso wie die Investoren. Master-KVGen erhalten eine Standortbestimmung im Sinne einer SWOT-Analyse ihres Hauses, gestützt auf das objektive Urteil und ein etabliertes Ratingverfahren einer neutralen (Rating-) Agentur. Dadurch lassen sich mit dem Blick nach vorne Erkenntnisse gewinnen, wo möglicher Anpassungsbedarf der Services besteht und wo das eigene Haus auch im Mitbewerbervergleich positioniert ist.

Institutionelle Anleger auf der anderen Seite können sich mit Hilfe des Reports schnell einen Überblick über den Anbietermarkt und die Standard-Services sowie die besonderen Dienstleistungsangebote der einzelnen Master-KVGen, aber auch über deren Gebührenstrukturen, verschaffen. Investoren bedienen sich der Rating-Reports auch, um ein erstes Screening zur Auswahl der am besten passenden Anbieter durchzuführen.

Master-KVG-Ratings bilden auf diese Weise für die Investoren die Möglichkeit einer ersten Sichtung und einer Vorauswahl. Dieser Aspekt gewinnt an Bedeutung, da alle Master-KVGen befürchten müssen, dass ihr Haus einmal mit der Wechselbereitschaft eines Kunden zu tun haben wird. Meist treten solche Konstellationen auf, wenn sich Kunden im Betreuungssektor vernachlässigt fühlen, mit den Services nicht zufrieden sind, es zu häufigeren Wechseln beim Personal kommt oder aber der Anleger das Gefühl hat, den Service auch zu günstigeren Konditionen erhalten zu können.

So verwundert nicht, dass auch zwei Drittel der Investoren (67%) sich im Rahmen unserer Erhebung für Ratings von Master-KVGen als hilfreiches (Vor-) Selektionsinstrument aussprachen.

## **Wechselbereitschaft – Die Master-KVG ist in die „Wechseljahre“ gekommen**

### *Investorenbefragung*

Auch nach einer Historie von über 20 Jahren ist es dank des in diesem Zeitraum erzielten Fortschritts der Angebotspalette der KVGen aus Investorensicht nur legitim und auch konsequent, die bestehende Partnerschaft auf den Prüfstand zu stellen. Dies verbindet sich allzu logisch mit der Frage, ob andere Anbieter inzwischen einen größeren Mehrwert an Services anbieten können, deren Kundenbetreuung zum Beispiel individueller ist oder sie auch beim Gebührenmodell mehr Flexibilität an den Tag legen können.

Der Wechsel zu einem anderen Anbieter ist für institutionelle Anleger aktuell im Jahr 2022 überhaupt kein Tabuthema mehr, sondern zeugt von einem professionellen Umgang mit einem Commodity, das da Administration heisst. Gerade bei öffentlich-rechtlichen Einrichtungen sehen wir als TELOS einen zunehmenden Trend, die bestehenden Vertragsverhältnisse zu hinterfragen. Dies wird von „öffentlichen Einrichtungen“ sogar erwartet; ein etwa 6-jähriger Überprüfungsturnus ist gang und gäbe und wird von Seiten von Sozialversicherungsträgern auch beachtet.

Konkret lautete unsere an die Anleger adressierte Frage, ob sie glaubten, dass sie ihre bestehenden Verbindungen (wegen z.B. Unzufriedenheit) in den nächsten Jahren konkret auswechseln werden.

Gut jeder zehnte Anleger gaben an, dass er in ein bis zwei Jahren an einen Wechsel denkt. 44% der Investoren und damit knapp die Hälfte verneinten die Frage, wollen also vorerst bei „ihrem“ Anbieter bleiben. Allerdings gaben auch wiederum 44% der Investoren an, dass sie zu der Frage der Wechselbereitschaft aktuell keine konkrete Einschätzung abgeben können (oder wollen).

Nach diesem Ergebnis könnten sich im kommenden ein- bis zwei-Jahres-Zeitraum einige Anbieterwechsel abzeichnen. Nehmen wir das derzeitige Volumen an Assets under Administration von 1,5 bis 1,6 Bio.€ als Basis, so sprechen wir von einem möglichen Wechsel von mindestens an die 200 Mrd.€ von einer Master-KVG zu einer anderen innerhalb der nächsten 24 Monate.

Nach nun zwanzig Jahren Master-Geschäft in Deutschland wundert es nicht, dass die Bereitschaft zum Wechsel alleine schon durch die Fortschritte in der Weiterentwicklung der Services sowie auch den Entwicklungen an der Gebührenfront zumindest zu einem Thema geworden ist. Insbesondere kleinere bis mittelgroße Master-KVG-Anbieter sehen hier ihre Chance, in diese Lücke hineinzustoßen. Genau genommen sind die Master-KVGen mit ihrer dynamischen Fortentwicklung der Angebotspalette zum Teil Opfer ihrer eigenen Aktivitäten geworden; dies betrifft vornehmlich die größeren Häuser. Gerade die kleineren oder mittelgroßen Master-KVGen setzen auf den individuellen Betreuungseffekt, den große Anbieter qua erworbener Größe vielleicht nicht mehr in dem von Anlegern gewünschten und erwarteten Maße darstellen können.

"Werden institutionelle Investoren in den nächsten Jahren vermehrt ihre Master-KVG wechseln?"

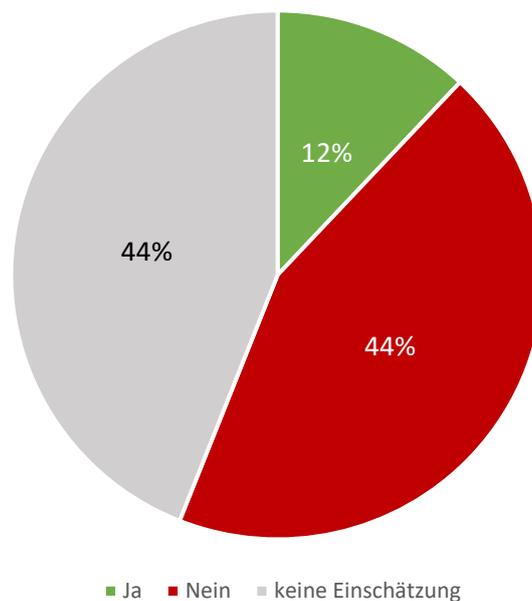


Abb. 29: „Wechselbereitschaft aus Sicht der Investoren“

Welche Beweggründe im Einzelnen können zu einem Austausch der Master-KVG führen?

Einerseits ist das KVG-Business ein relativ stabiles Geschäft. Andererseits bieten die Master-KVGen heutigen Zuschnitts nicht mehr nur Commodity-Services wie ein Standard-Reporting, sondern übernehmen im Wege des Outsourcing immer wichtigere Funktionen, die jeder institutionelle Investor ohne KVG-Beistand in-house erledigen müsste (wie etwa das Meldewesen). Da kommt es immer mehr darauf an, den richtigen Partner zu selektieren bzw. - soweit man bereits eine KVG mandatiert hat - sicher zu sein, den richtigen Partner an Bord zu haben.

Wir haben hier versucht, auf beiden Seiten, den institutionellen Investoren sowie den KVG-Anbietern, die wichtigsten Argumente herauszugreifen, die nach unserer Erfahrung für die Vornahme eines Anbieterwechsels von Bedeutung sein können.

Nach wie vor nimmt die „Qualität des Betreuungskonzepts“ bei den institutionellen Anlegern eine enorm wichtige Rolle ein. 78% (Vorjahr: 80%) der Investoren sehen in der Güte der Betreuung beziehungsweise genauer gesagt in der Nichterfüllung dieses Aspektes den wichtigsten Grund für einen Anbieterwechsel. Dieser wieder hohe Wert ist eine Bestätigung unserer bereits geäußerten Einschätzung, dass die Master-KVGen die Intensität der Betreuung nicht hoch genug bewerten können. Für viele Anbieter ist es ein Spagat,

einerseits sämtliche Services auf dem aktuellen Stand zu halten und gleichzeitig die individuelle Betreuungsqualität auf einem professionellen Niveau zu gewährleisten.

Knapp hinter dem Betreuungsaspekt rangieren in diesem Jahr an Nummer zwei der wichtigsten Gründe für einen Anbieterwechsel die „Kosten“. Die jetzt gemessenen 74% liegen deutlich vor den im letzten Jahr 2021 festgestellten 45% der Nennungen, was zeigt, dass die Kostenfrage in der Wahrnehmung der Investoren sehr klar verankert ist. Unzufriedenheit auf der Performanceseite wie in dem derzeit volatilen Markt erhöht die Sensibilität bei der Gebührenhöhe. Kosten lassen sich natürlich viel leichter einem Vergleichstest unterziehen als andere Komponenten wie etwa ein den soft factors zuzurechnendes Betreuungskonzept. Die notwendige Transparenz lässt sich relativ leicht durch die Einschaltung von Beratern erzeugen. Nicht vergessen werden darf dabei, dass von dem Spezialfondsmarkt von rund 2 Bio.€ mehr als zwei Drittel der Anleger eine Verpflichtungsseite zu bedienen haben, seien es Versorgungseinrichtungen, Versicherer oder auch Stiftungen und Unternehmen, die die Fonds zur Ausfinanzierung von Altersvorsorgesystemen wie Pensionszusagen verwenden. Diese Unternehmen sind ausnahmslos ihren Mitgliedern gegenüber im Obligo und müssen ihren Haushalt und ihre Budgets ordnungsgemäß führen. Kaufmännisches Handeln bedeutet auch Kostenbewusstsein.

Das Kriterium des „Reportingangebotes“ wurde im Vergleich zu 2021 als nicht mehr ganz so entscheidendes Argument für einen Anbieterwechsel eingeschätzt. Das Reporting als klassische Dienstleistung einer Master-KVG bildet nach wie vor „die“ DNA in der Servicepalette. Die in diesem Jahr gemessenen 52% der Anleger, die Probleme beim Reporting als einen Grund für die Vornahme eines Wechsels des Anbieters angaben, liegen hinter dem Vorjahresniveau (75%) zurück. Heute liefert eine Master-KVG bis zu 200 verschiedene Reports im Rendite- (Performance, Attribution) und Risiko - Bereich (VAG, Stress Tests, Sonder-Reporting wie VAG etc.).

Einen Grund für einen Anbieterwechsel können natürlich auch ganz einfach bessere Leistungskomponenten bei Mitbewerbern sein. Konkret angesprochen wurde von uns, inwieweit ein breiteres Leistungsspektrum anderer Master-KVGen ausschlaggebend sein kann. Im Zuge der gestiegenen Anforderungen verdoppelte sich der gemessene Wert in diesem Jahr auf jetzt 48% der Investoren gegenüber 24% der Anleger noch im Jahr 2021. Die Leistungstiefe bildet damit einen greifbaren Grund zu einem Anbieterwechsel.

Dies ist nachvollziehbar

- einmal, weil die Investoren ihren Master-KVGen meist aus regulatorischen Gründen immer professionellere Services abverlangen (müssen) und
- zum anderen, da die KVGs selbst genau wissen, dass sie ohne ständige Anpassungsprozesse keinerlei Möglichkeit haben, im Markt zu bestehen.

Das Leistungsspektrum der Anbieter weist zum Teil markante Unterschiede auf. Zu denken ist dabei an die Integration von Immobilien als immer wichtiger werdende Assetklassen in das Reporting genau wie an Infrastruktur oder auch Services in dem immer bedeutenderen Feld ESG.

An dieser Stelle ist noch einmal hervorzuheben, dass ein Wechsel der Master-KVG immer eine wesentliche Zäsur in der Partnerschaft bedeutet, mithin ein Schritt, der anders als beim - relativ problemlosen - Wechsel eines Asset Managers doch mit einigen prozessualen Schritten verbunden ist. Der Prozess des Wechsels hin zu einer neuen Master-KVG kann je nach Ausgestaltung des Vefahrens (z.B. VergabeVO als rechtliche Basis) mehrere Monate in Anspruch nehmen. Dies hängt auch von Umständen wie zum Beispiel davon ab, wie viele der bestehenden Asset Manager bei der Master-KVG bereits angebunden sind. Vertragliche Anpassungen mit den bestehenden Asset Managern in Verbindung mit der „neuen“ Master-KVG sind genauso wie die Neueinrichtung und Sicherstellung der Schnittstellen oder die Einholung der BaFin-Genehmigung zu bedenken. Deshalb ist nach dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit genau zu prüfen, ob die Gründe für einen Wechsel so gravierend sind, dass eine solche Maßnahme ergriffen wird.

## "Gründe für einen Wechsel der Master-KVG"

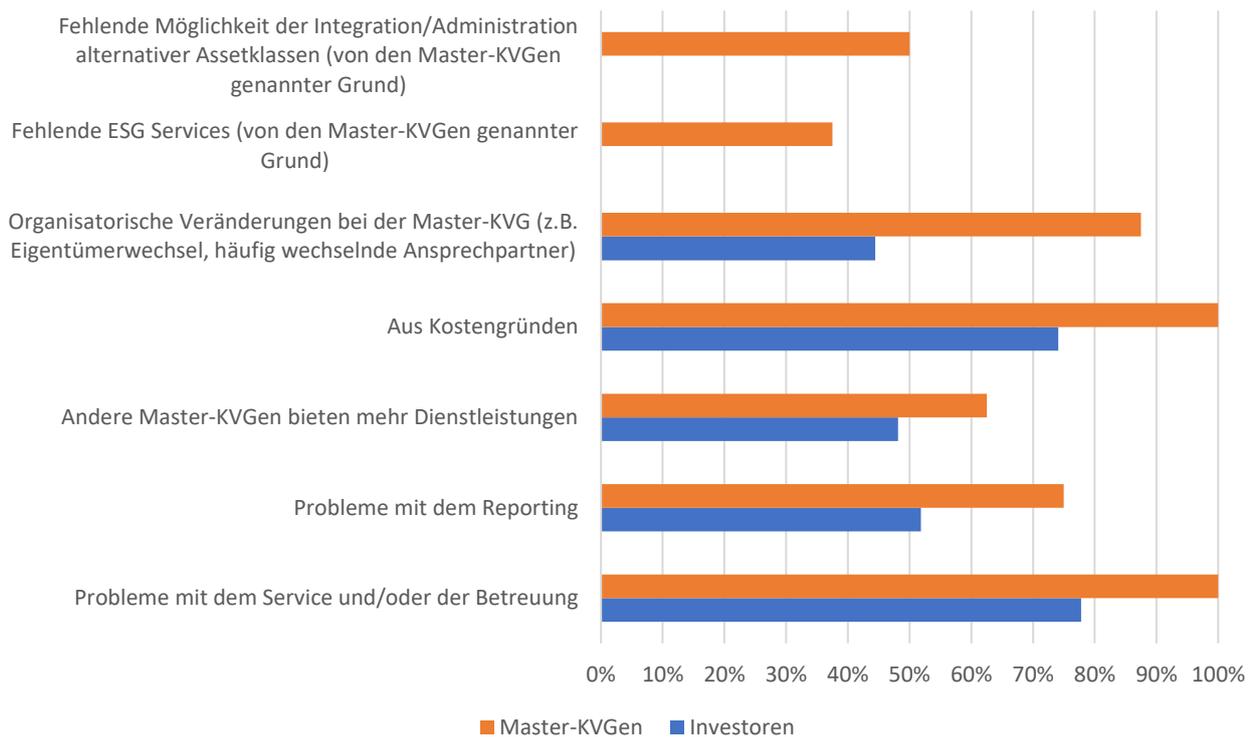


Abb. 30: „Gründe für einen Wechsel der Master-KVG – Vergleich Investoren und Master-KVGen“

### Master-KVG-Befragung

Wie zuvor gesehen, gibt es auf Seiten der Investoren eine Reihe von Beweggründen, die im aktuellen Erhebungsjahr 2022 als noch erheblicher für eine stabile Zusammenarbeit mit seiner Master-KVG betrachtet werden, bevor es möglicherweise zu einem Mandatswechsel kommt.

Der Abbildung zuvor ist zu entnehmen, welche der aufgeführten Wechselgründe aus der Perspektive der Master-KVGen die wichtigsten sind. Praktisch alle Master-KVGen sehen die größten Angriffsflächen für einen Anbieterwechsel bei den Kosten sowie Betreuungs- und Service-Defiziten.

Von den Master-KVGen wollten wir darüber hinaus wissen, jedes wievielte derzeit bei ihnen verwaltete Master-Mandat sie in den kommenden Jahren als „wechselgefährdet“ einstufen. Genau lautete die Frage: „Jedes wievielte Master-Mandat könnte in den kommenden Jahren auf den Prüfstand gestellt werden und zu einem Anbieterwechsel führen?“

Aktuell gehen 63% (2021: 56%) der Anbieter davon aus, dass jedes 5. Mandat einem Wechsel unterzogen werden kann. Weitere 37% der Master-KVGen (2021: 44%) gehen von jedem 10. Mandat als gefährdet aus.

Das Ergebnis macht sehr schön die Korrelation zwischen der Bewertung der KVGen und der der Investoren deutlich. Wenn der überwiegende Teil der Master-KVGen wie gesehen jedes fünfte Master-Mandat als wechselgefährdet einstuft, so korreliert dies mit den über 10% in Verbindung mit einer relativ hohen Quote an Anlegern, die noch unsicher waren und einen Wechsel ihrer Master-KVG innerhalb der kommenden 24 Monate jedenfalls für möglich halten.

"Jedes wievielte bestehende Mandat könnte in den nächsten Jahren auf den Prüfstand gestellt werden?"

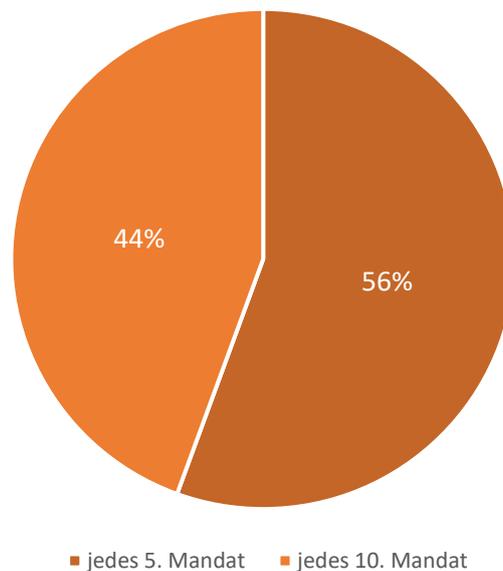


Abb. 31: „Abwanderungsgefahr aus Sicht der Master-KVGen“

## 5. Status Quo und Strategie

Bestechend ist das kontinuierliche Volumenswachstum bei den KVGen, die nun seit über zwanzig Jahren dem deutschen Spezialfondsmarkt das administrative Rüstzeug verliehen haben, um die Erfolgsstory mit jetzt in der Summe um die 2 Bio.€ Assets rund zu machen. Ohne das Instrument der KVG als zentraler Hub wäre die Erfolgsstory Spezialfonds vermutlich nicht in der Dynamik möglich gewesen.

### Positionierung des eigenen Hauses im Vorjahresvergleich

Immer mehr internationale Asset Management-Häuser haben den deutschen institutionellen Markt für sich entdeckt. Um alleine schon formal-rechtlich einen Zugang zum deutschen institutionellen Markt zu erhalten, kommen die Anbieter an dem Thema „Master-KVG“ nicht vorbei. Wenn wie festgestellt heute schon 75% bis 80% der institutionellen Institutionen (Versicherer, Versorgungswerke, Unternehmen, Kirchen oder SGB IV - Anleger bis zu Stiftungen und Family Offices) die Dienste von Master-KVGen in Anspruch nehmen, so ist heute jeder Asset Manager mit Interesse am deutschen institutionellen Markt gezwungen, auf die KVG-Anbieter zuzugehen und sein Haus „anzubinden“.

Zumindest besteht das Erfordernis, bei den größeren KVGen angebunden zu sein, da diese von der Anzahl her gesehen den Großteil der institutionellen Anleger vertreten. Da das Onboarding-Prozedere im Grunde bei allen Master-KVG-Häusern identisch ist, empfiehlt es sich für Asset Manager, den Prozess bei allen Anbietern zu durchlaufen. Im Grunde bei allen Ausschreibungen im Portfoliomanagement kommt die Frage zur Sprache, ob der oder die für die Übernahme eines Spezialfonds in Betracht kommenden Manager bereits mit der Master-KVG des institutionellen Anlegers zusammenarbeitet.

Nach dem bereits an der einen oder anderen Stelle angesprochenen Bereinigungsprozess auf der Anbieterseite der KVGen sind es heute großzügig gerechnet noch ein Dutzend auf das KVG-Business spezialisierte Häuser, die den Markt unter sich aufteilen

Zum Einstieg wollen wir uns mit der Frage beschäftigen, wieviel Prozent der Gesamtassets bei den KVGen ausschließlich dem Bereich Master und damit der Administration zuzurechnen sind und wieviel Prozent der Gesamtassets auf gemanagte Mandate entfallen. Die folgenden prozentualen Angaben geben also einen Überblick darüber, wie groß der Anteil der Gesamtassets ist, der ausschließlich der Sparte „Master-KVG“ zuzuordnen ist:

"Anteil der Master-KVG Assets an den gesamten Assets - Anzahl der Anbieter"

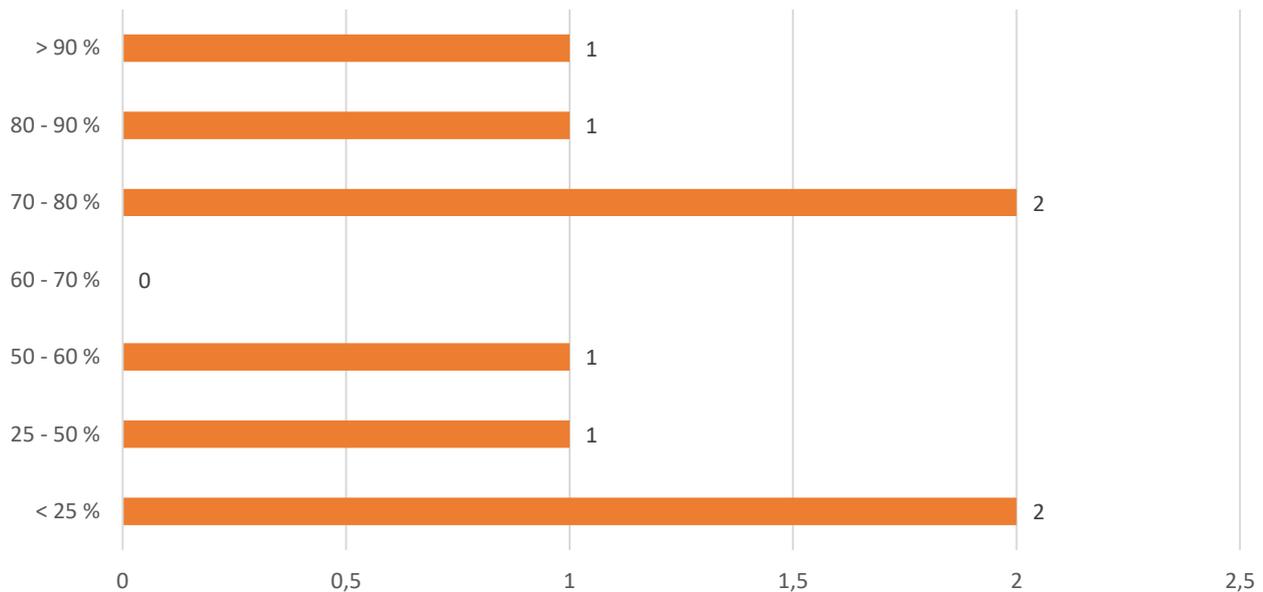


Abb. 32: „Prozentualer Anteil der Master-KVG Assets an den Gesamt-Assets aus Sicht der Master-KVGen“

In diesem Jahr sind es wieder über 60% der KVGen (2021: 50%), die über die Hälfte ihres Geschäftsvolumens aus der Master-KVG-Seite beziehen. Auf der anderen Seite ist es gut ein Drittel der Anbieter, deren Anteil an administrierten Geldern im Verhältnis zu ihren Gesamtassets (vor allem des reinen Fondsmanagements) weniger als 50% ausmachen. Ein Anbieter liegt mit seinen administrierten Assets bei über 90% der Gesamtassets, ein weiterer bei 80% bis 90%; im letzten Jahr gab kein Teilnehmer an, dass die KVG-Assets mehr als 90% ausmachen. Wenn man einen Trend aus den Vergleichszahlen zu 2021 herauslesen wollte, so ließe sich cum grano salis sagen, dass die Master-KVGen tendenziell wieder mehr Assets im reinen Administrationsmanagement vereinen.

Wie in den Vorjahren sieht sich keine Master-KVG durch das Angebot der KVG-Services in irgendeiner Weise geschwächt in ihrer Marktstellung. Das Selbstvertrauen der Master-KVGen lässt sich auch daran erkennen, dass 50% der teilnehmenden Anbieter ihre Marktposition „eher gestärkt“ sehen. Betont sei an dieser Stelle, dass den Master-KVGen, die sich von Anfang an für das Dienstleistungsangebot „Master“ entschieden hatten, dieser Weg nicht immer leicht gemacht wurde, denken wir nur an die enormen Anforderungen in den Finanzkrisen wie 2007/2008 und den fortlaufenden Druck, an der Weiterentwicklung der Systeme zu arbeiten. Die andere Hälfte der teilnehmenden KVGen bewertet ihre heutige Position „unverändert“ auf Vorjahresniveau.

## "Wie sehen Sie die aktuelle Position Ihres Hauses im Vergleich zu vor einem Jahr?"

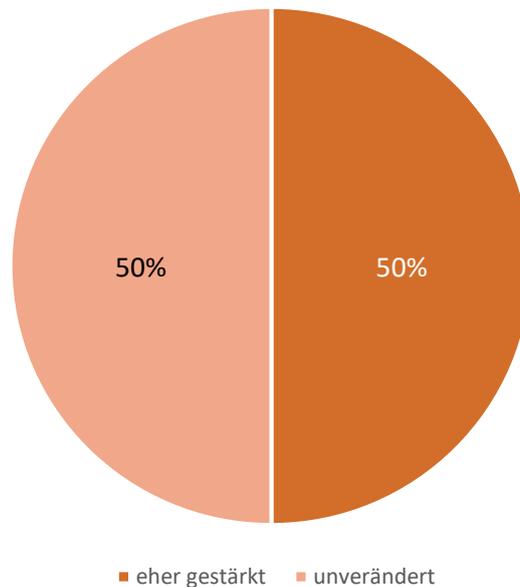


Abb. 33: „Einschätzung der aktuellen Position im Vergleich zum Vorjahr aus Sicht der Master-KVGen“

Die Positionierung der Master-KVG verleiht den Häusern eine komfortable Stellung, gewissermaßen als Dreh- und Angelpunkt die zentrale Steuerung des Gesamtmandates für den institutionellen Kunden zu übernehmen. Folgerichtig fühlt sich kein Anbieter in seiner Positionierung „schwächer als im Vorjahr“ aufgestellt. Diese Ausgangssituation räumt den Anbietern neue Spielräume zur Ausweitung ihrer Dienstleistungsangebote ein, die teilweise auch mit lukrativeren Konditionen honoriert werden als das klassische (Plain Vanilla-) Master-Geschäft. Zu denken ist dabei unter anderem an die zunehmende Inanspruchnahme von Overlay-Management zur Aussteuerung der Marktrisiken, das je nach Gesamtassets und unterschiedlich zu berücksichtigenden Assetklassen mit um die 10 BP abgerechnet werden kann.

Diese Ausnahmesituation der Master-KVGen, aus der Position der Stärke heraus agieren zu können, ist auf verschiedene Gründe zurückzuführen.

Als immer wichtigeres Differenzierungsmerkmal kristallisiert sich die Kundenbetreuung heraus. Die Anbieter haben in den letzten Jahren ein besseres Verständnis dafür entwickelt, dass sie zunehmend in die Rolle des Coaching-Partners hineinschlüpfen müssen und den altbackenen Nimbus des Abwicklers über Bord werfen.

Dass in unserer 2022-er Umfrage die Hälfte der Investoren eine qualifizierte Betreuung durch die Master-KVG als wesentliches Auswahlkriterium herausstellten und zudem 78% der Anleger eine schlechte Kundenbetreuung als einen Grund zum KVG-Wechsel angaben, sind ein eindeutiges Indiz für die erkennbaren Aktivitäten der Master-KVGen im Betreuungsbereich. Die Anbieter jedenfalls haben diese ganzheitliche Beraterrolle im Sinne des „Full-Service-Providers“ in vollem Umfang adaptiert und die Regulatorik spielt ihnen zudem in die Hände.

Offen gesprochen sind selbst mittelständische institutionelle Investoren mit ihren Ressourcen heute zum Teil heillos überfordert, um dem regulatorischen Wettlauf etwa bei der Umsetzung der VAG-Novellen, AnlageVO oder beim Einsatz von Derivaten (EMIR) auch nur annähernd folgen zu können. Die Anforderungen im ESG-Bereich stellen darüber hinaus hohe Anforderungen an die Investoren. Auch würden die Kosten im Bereich IT und Personal die Möglichkeiten vieler Anleger übersteigen. Die Master-KVGen müssen diese bittere Pille der Schere zwischen den hohen Ansprüchen an ständige Anpassungen an neue Gesetze und den relativ niedrigen Gebührenstrukturen schlucken.

Das zuvor beschriebene, weiter entwickelte Verständnis für eine optimale Kundenbetreuung wird flankiert von einer ungebremsen Innovationskraft der Master-KVGen.

Das sollen folgenden Stichworte untermauern:

### Universelle Assetklassen

Zuvor haben wir gesehen, dass inzwischen 84% der Investoren von „ihrer“ Master-KVG erwarten, dass sie in der Lage ist, eine illiquide Assetklasse wie Infrastruktur zu administrieren; bei Immobilien sind es 64% und bei Private Equity ebenfalls 64% der Anleger. Dieses Interesse der Anleger korreliert mit dem extremen Anstieg dieser Assets in der Gesamtallokation. Wie sich die stärkere Hinwendung zu Alternatives vor dem Hintergrund des gestiegenen Zinslevels weiterentwickelt, bleibt noch ein offenes Buch, zumal auch in Europa fallende Energie- und Erzeugerpreise für den späteren Verlauf des Jahres 2023 eine deutliche Reduktion der Zinsen erwarten lassen.

### Integrations-Tendenzen und Sonder-Lösungen

Wenn auch der große Durchbruch bislang ausgeblieben ist, so erheben institutionelle Anleger doch zunehmend den Anspruch, zusätzliche Dienstleistungen von ihrer Master-KVG geliefert zu bekommen. Dazu zählen (in Klammern die Prozentzahl der Anleger, die diese Gesichtspunkte als wesentlich erachten):

- *Nachhaltigkeits-Services wie insbesondere das ESG – Reporting (78%); dazu werden Services wie Engagement, Nachhaltigkeits-Overlay oder ESG-Beratung (Sensitivitäts-Analysen) in der nächsten Zeit stärker nachgefragt werden, vorneweg von kirchlichen Einrichtungen, aber auch bereits von anderen institutionellen Adressen. Kirchliche Institutionen haben über die EKD-Richtlinie „Leitfaden für ethisch-nachhaltige Geldanlage in der evangelischen Kirche“ bzw. der „Orientierungshilfe ethisch-nachhaltig investieren“ (katholische Kirche) einen klaren Anforderungskatalog an ihre Asset Manager definiert. Sowohl bei Versicherungen als auch auf Ebene europäischer Regelungen zur betrieblichen Altersvorsorge (EbAV) finden sich bereits entsprechende Berichtspflichten über „nicht-finanzielle“ Kriterien (z.B. ESG).*
- *Strategische Beratung (55%)*
- *Risiko-Reporting / Grenzkontrollen (48%)*
- *Overlay-Management (27%)*
- *Asset-Liability-Auswertungen (18%)*
- *das Immobilienmanagement (64%): Beim Immobilienmanagement geht es zum einen um die reine Integration von Immobilien in ein Gesamt-Reporting. Hier haben sich einige Anbieter besonders hervorgetan. Über juristische Lösungsangebote (z.B. über Investmentvehikel in Luxemburg) hinaus umfasst das Management von Immobilien die komplette Verwaltung (Instandhaltungsarbeiten, Facility Management, Mietvertragsverwaltung, dazu gehörige Controlling-Prozesse). Die erforderlichen Ressourcen erfordern hohe Investitionen, da das Immobilienmanagement kaum Spielraum für Skalierungseffekte bietet*
- *oder auch Dienstleistungssektoren, die an und für sich klassischen „Beratern“ zugeordnet werden könnten wie die Hilfestellung bei der Auswahl von Asset Managern (9%).*

Der gemeinsame Nenner, auf den alle zuvor aufgeführten Standard- oder Sonder-Services zu bringen sind, bildet am Ende der Wertschöpfungskette aber doch das **Reporting**, das nicht nur den Kunden die notwendige

Transparenz über alle Facetten ihrer Portfolien vermittelt, sondern auch greifbarer Ausdruck der zentralen Rolle einer Master-KVG heutigen Zuschnitts vermittelt.

Die regulatorischen Ansprüche erfordern eine hohe Innovationskraft der Anbieter. Der Umfang der Reporting-Angebote hat Dimensionen angenommen, die zur Anfangszeit des Master-Geschäfts jedenfalls in der heutigen Dimension nicht absehbar waren. Gerade aufsichtsrechtliche Reports für Versicherer oder Banken, dazu gehörige Attributions- und Style-Analysen beanspruchen nicht selten einen Umfang von 100 bis 150 Seiten, gar nicht zu sprechen von den aktuell geforderten Nachhaltigkeits-Berichten. Die Reportinganforderungen sind über die Jahre angestiegen, was sich natürlich auch auf die „Form“ des Reportings sowie die jederzeitige Bereitstellung des Reports unter zeitlichem Aspekt ausgewirkt hat. Die Investoren benötigen das entsprechende Zahlenwerk, insbesondere Risikokennzahlen, oftmals zeitnah. Die heute gängigen Angebote über das eReporting und die ausgebauten Kapazitäten webbasierter Reportings bieten die passende Antwort auf diese Entwicklungen.

Auch nach zwanzig Jahren „Master-KVG“ wird zu Recht immer wieder die Frage aufgeworfen, inwieweit das Angebot eines Asset Managers mit einem zusätzlichen Service „Master“ in Einklang zu bringen ist. Letztlich geht es darum, aus einem gemeinsamen Angebot Master und Asset Management unter einem Dach mögliche Interessenkonflikte zu identifizieren.

Um eine über alle Zweifel erhabene saubere Trennung zwischen Administration und Asset Management herzustellen, müsste an sich eine Entscheidung für das eine „oder“ das andere Geschäftsfeld getroffen werden.

Doch echte „conflicts of interest“ werden zumindest von Seiten der Asset Management-Branche heute nicht so eindeutig wahrgenommen. Augenfällig ist das daran zu erkennen, dass Master-KVG-Anbieter auch immer offener mit dem Angebot des aktiven Portfoliomanagements werben. Früher noch als streng sensibler Bereich für Interessenkonflikte eingestuft, wird diese Pille heute vom Markt geschluckt. Hier verlässt man sich auf die strenge Regulatorik, die die Chinese Walls zwischen beiden Feldern einer Fonds-Gesellschaft hoch genug zieht. De facto können aber Angebote der KVGs sowohl im Administrationsbereich sowie im Asset Management zu Konflikten führen. Die entscheidende Frage ist vielmehr, ob der Kunde auf die absolute Trennung und Unabhängigkeit beider Geschäftsfelder insistiert.

### **Selbständige Master-KVG versus Integrations-Modell**

Master-KVG und / oder Fondsmanagement? Schon zu Beginn des Master-Geschäfts zu Anfang diesen Jahrtausends stellten sich viele Asset Manager die Frage, ob es einer Master-KVG auch gestattet sein sollte, über das Master-Geschäft hinaus auch reines Portfolio Management anzubieten? Die Fondsgesellschaften taten sich in der Tat schwer mit der Entscheidung zu einem Wechsel hin zum reinen Administrator (Master-KVG). Erst im Laufe der Zeit war erkennbar, wo die Reise des Master-Geschäftes hinführt. Sollte man nun das lukrative Fondsmanagement zugunsten eines Geschäftszweiges mit ungewissem Ausgang aufgeben? Hier stellte sich die Sichtweise der Anbieter über die letzten Jahre recht heterogen dar.

In den letzten vier Jahren -so lässt sich nachstehendes Balkendiagramm interpretieren- ist klarer geworden, dass immer weniger KVG-Anbieter noch an der strikten Trennung unter einem Dach festhalten. Aktuell im Jahr 2022 sind es zwei Häuser. Der überwiegende Teil der KVGs vertritt hingegen die Auffassung, dass die beiden Angebote Master-KVG und Fondsmanagement, der sog. „Integrationsansatz“, absolut kompatibel seien. Für das reine Vorhalten von Master-Funktionen (unter Ausschluss jedweden Portfoliomanagements) votierten die Anbieter über die Jahre wie folgt:

## "Reines Master-KVG Modell"

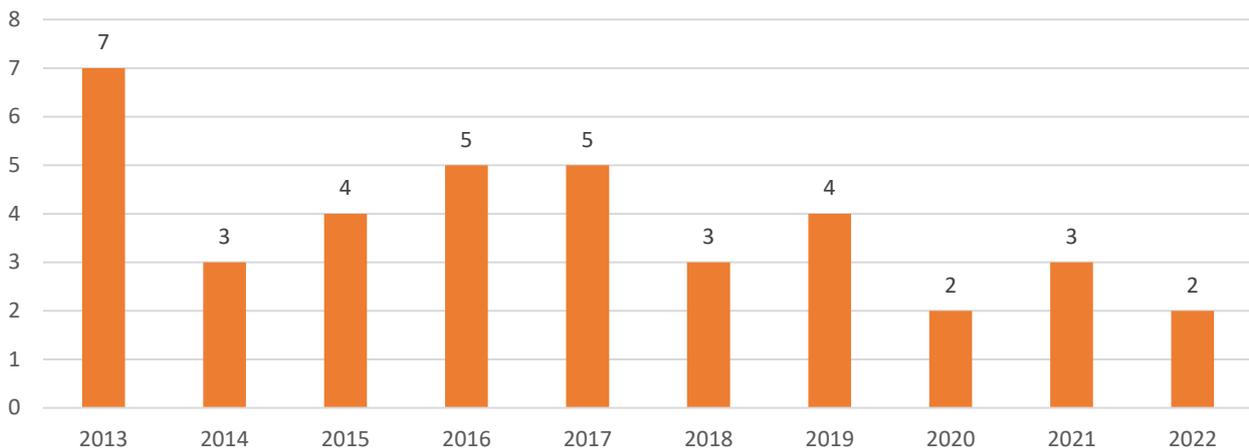


Abb. 34: „Verfechter des selbständigen Master-KVG aus Sicht der Master-KVGen“

Die Befürworter einer „Doppelstrategie „Fondsmanagement und Master-Angebot“ liegen mit jetzt sieben Gesellschaften nach wie vor eindeutig vorne. Argumentativ führen sie an, dass sie die Erfahrungen als Asset Manager auch positiv in das Master-Mandat einbringen können und vice versa. Entsprechend differenziert sieht die Kalkulation eines solchen Anbieters verglichen mit der einer rein als Master-KVG auftretenden Gesellschaft aus. Wenn in unserer diesjährigen Studie zwei Master-KVGen für das reine Angebot von Administration votieren, so haben sie sich aus bestimmten Gründen für diese Konzentration entschieden. Bei einigen Gesellschaften „passt“ das Andocken des Fondsmanagements gar nicht in das seit langen Zeiten vorgeprägte Geschäftsmodell. Am Ende muss der Kunde die Antwort geben. Ihn hindert ja niemand, eine Gesellschaft, die „zweigleisig“ fährt, entweder nur mit einem Asset Management-Mandat oder ausschließlich mit dem Master-KVG zu betrauen; so, wie es in praxi auch häufiger vorkommt.

### **Akzeptieren die institutionellen Anleger, dass „ihr“ Fondsmanager zugleich für die komplette Administration (als Master-KVG) verantwortlich zeichnet?**

Auf unsere zu Eingang der Studie gestellte Frage an die Investoren, ob deren Master-KVG zugleich auch Asset Management-Aufgaben übernimmt, antworteten wieder hohe 64%, also etwa zwei Drittel der Investoren (2021: 52%), mit einem klaren „Nein“. Nur noch 36% der Anleger beauftragen über die KVG hinaus auch den im Konzern der Fondsgesellschaft tätigen Asset Manager mit dem Fondsmanagement.

Die an dieser Stelle an die Anleger gerichtete Nachfrage, inwieweit sie bevorzugt einen unabhängigen und vom Asset Management separierten Partner als Master-KVG an ihrer Seite hätten, votierten jetzt 71% (nach 55% in 2021) für eine „Unabhängigkeit“ und damit klare Trennung von Asset Management und Administration / Master-KVG. Entsprechend akzeptieren 29% der Anleger die verschiedenen Services Asset Management und Master-KVG unter einem Dach.

Die Antworten der beiden gerade erörterten Fragestellungen machen deutlich, dass eine eindeutige Tendenz für eine strikte Trennschärfe zwischen KVG und Fondsmanagement auszumachen ist. Es besteht zugleich eine gewisse Offenheit, beide Services unter einem Dach zu vereinen.

## "Für eine klare Trennung zwischen Master-KVG und Asset Management - Sicht der Investoren"

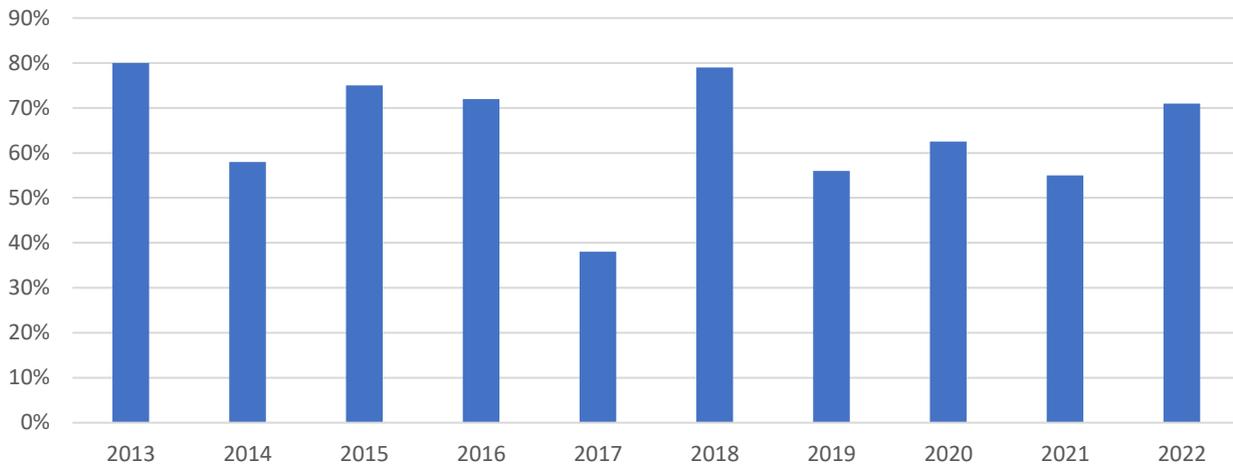


Abb. 35: „Verfechter einer selbständigen Master-KVG aus Sicht der Investoren“

Vergleichen wir die Zahlen nochmal mit der gerade zuvor vorgenommenen Befragung auf Anbieterseite, so müssen wir feststellen, dass die Anbieter, also die KVGen bzw. die dahinter stehenden Asset Manager, eine strikte Separierung beider Geschäftsfelder, mithin KVG und reines Fondsmanagement, kaum mehr als präferiertes Modell betrachten. Die Fondsgesellschaften wollen zum überwiegenden Anteil beide Services bespielen. 75% der KVGen halten das „Integrierte KVG-Konzept“ für zielführender. Warum das so ist, werden wir gleich im Kapitel „Das Master-KVG-Geschäft als Brückenkopf“ sehen.

Zum Teil übernehmen Fondsgesellschaften auch nur noch ein KVG-Mandat unter der Bedingung an, dass sie zugleich einen Spezialfonds für den institutionellen Anleger managen dürfen. Als Gegenleistung bietet die KVG-Seite des Managers dem Kunden an, für das im eigenen Haus gemanagte Mandat oder Segment keine KVG-Gebühr zu belasten.

Ein Vorwurf, den man dem Angebot beider Bereiche, Administration sowie Fondsmanagement, regelmäßig gemacht hat, ist die damit verbundene Gefahr einer Verquickung von Interessen („conflict of interests“).

Im Grunde vertrauen die Anleger darauf, dass ihr Partner die Fondsverwaltung und das Portfoliomanagement organisatorisch sauber trennt. Im Zeitalter eines hohen Regulierungsgrades üben die Investoren faktisch dennoch Vorsicht, wenn immerhin zwei Drittel der Teilnehmer die strikte Trennung praktizieren. Im deutschen Markt haben wir es mit zehn bis zwölf Anbietern im Master-Geschäft zu tun. Sobald sie für ihren Kunden auch ein Asset Management-Mandat verwalten, ist damit eine Vermischung von Verwaltung und Asset Management nicht per se auszuschließen, wenn sich auch die Trennung formal-juristisch problemlos darstellen lässt.

Die gelebte Praxis könnte dann aber so aussehen, dass die Mitarbeiter auf der KVG-Seite eine Anlageausschusssitzung organisieren und durchführen. In dieser Sitzung würden dann die „Kollegen“ aus dem Asset Management für das von ihnen gemanagte Mandat dazu stoßen und den Mitarbeitern aus dem Master-Geschäft, also aus dem eigenen Hause, Rede und Antwort stehen müssen. Ob die Mitarbeiter, die für das Master-Business zuständig sind, nach exakt den gleichen, objektiven Maßstäben wie bei den anderen Managern vorgehen? Dieser Beweis wäre anzutreten.

Letztlich ist entscheidend, inwieweit der jeweilige Anbieter glaubhaft machen kann, dass die Regeln der Chinese Walls eingehalten werden, wenn er alle Dienstleistungen unter einem Dach integriert. Ist das der Fall, so ist dagegen nichts einzuwenden.

Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang, dass einige Master-KVGen, die auch Asset Management anbieten, sich ein Hintertürchen offen gehalten haben. Das Stichwort lautet: „passives Management“. Die verschiedenen Angebote der Master-KVGen machen es nämlich zunehmend schwieriger, die Frage nach einem Interessenkonflikt durch die Übernahme eines Fondsmanagements rein „schwarz-oder-weiß“ zu betrachten. So erkennen die Anbieter rein passiver Anlagestrategien parallel zum Master-Geschäft ohnehin keinen Interessenkonflikt. Dank dieses neutralen Ansatzes sehen sie sich dem Asset Management nicht so nahe wie aktive Manager, da sie die Benchmarks ja ausschließlich replizieren, ohne aktive Entscheidungen zu fällen.

Unsere Erfahrungen aus begleiteten Ausschreibungen zum Beispiel auch bei öffentlich-rechtlichen Institutionen zeigen, dass aus zuvor angeführten Gründen ein Teil der Investoren jegliche Verquickung der Geschäftsfelder ganz nach der Devise „Wehret den Anfängen“ durch eine klare Politik vermeiden, indem sie ihrer Master-KVG kein Asset Management anvertrauen.

### **Größenordnung der Master-KVGen**

Das bei einem Gesamt-KVG-Markt in Höhe von rund 1,5 bis 1,6 Bio.€ insgesamt verwaltete Volumen in einer Master-KVG spielt eine nicht zu unterschätzende Rolle, unter anderem auch mit Blick auf die strategische Ausrichtung der KVG. Eine hohe Skalierbarkeit führt automatisch zu Effizienzen in der Administration.

Insgesamt, so zeigt es die 2022-er TELOS - Studie, haben die vermeintlich „kleineren“ Master-KVGen nach dem Volumen gemessen nachgezogen. An der Gesamtverteilung der Master-Assets hat sich dadurch nichts Wesentliches geändert. Die größeren Häuser sind teilweise überproportional gewachsen.

Unsere Untersuchung bezieht sich einmal auf die **Anzahl** der verwalteten **Mandate** und zum anderen auf die dahinter liegenden **Assets under Administration** (AuA).

Die Aussage aus der Vorjahres-Studie, wonach der Größe nach (Volumen) gemessen zwischen der kleinsten und der größten Master-KVG ein Multiplikator-Faktor von „20“ realistisch erscheint, würden wir auch in diesem Jahr noch einmal bestätigen. Kleinere Anbieter administrieren Gelder im unteren bis mittleren zweistelligen Milliarden-Euro-Bereich; die großen Häuser erreichen an die 400 Mrd.€ und darüber.

Auffällig in den letzten Jahren ist, dass die in den Master-Mandaten verwalteten Assets zunehmend komplexere Assetklassen wie Alternatives beinhalten. Gemeint sind stärkere Engagements in Infrastruktur oder Immobilien-Investments, dazu Assetklassen wie Loans und allgemeine Kreditverbriefungen, die in Master-Mandaten zu integrieren sind. Zudem führen Krisen an den Kapitalmärkten wie aktuell über das Jahr 2022 dazu, dass die Investoren auch ihre Rentenanlagen ihrer Master-KVG anvertrauen.

Der Zuwachs bei den Master-KVGen auch gegenüber dem Vorjahr 2021 lässt sich leicht anhand der Anzahl der verwalteten „Segmente“ (nicht Master-Fonds!) ablesen. Im letzten Jahr 2021 verwalteten noch zwei Master-KVGen „50 bis zu 75 Segmente“. In dieser Gruppe findet sich in 2022 keine einzige Master-KVG mehr. Eine Master-KVG gab an, zwischen „76 und 100 Segmenten“ zu administrieren, eine weitere „101 bis 150 Segmente“. Dies zeigt den Aufholeffekt der kleineren KVG-Anbieter eindrucksvoll.

Alleine fünf Master-KVGenbewegen sich in der Größenordnung von „über 300 Segmenten“.

## "Wie viele Master-KVG Mandate werden von Ihrem Haus administriert?"

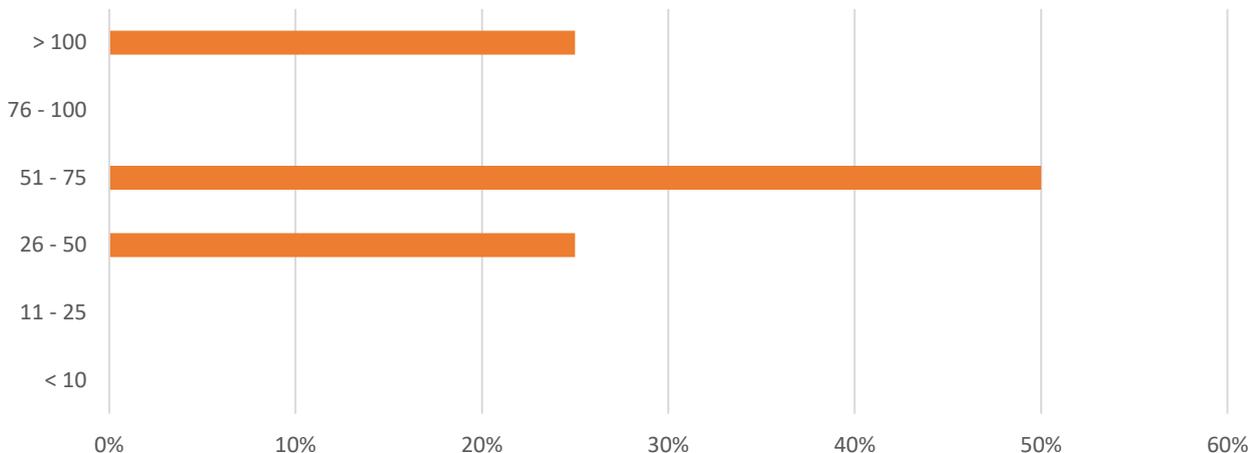


Abb. 36: „Anzahl der administrierten Master-KVG Mandate aus Sicht der Master-KVGen“

In unserer Studie haben wir auch die Kategorien für die Höhe der seitens der KVGen verwalteten Assets (in Euro) detaillierter aufgefächert.

Werfen wir einen Blick auf die Assets under Administration, so liegt ein Anbieter in der Kategorie „bis 25 Mrd. €“. In der Sparte „25 bis 50 Mrd. €“ finden sich drei Häuser. Ein weiteres Haus liegt oberhalb 125 Mrd. € (bis 150 Mrd. €). Eine KVG bewegt sich zwischen 200 Mrd. € und 300 Mrd. €, eine KVG liegt über 300 Mrd. €.

Tendenziell ist erkennbar, dass die großen Anbieter auch über die letzten zwölf Monate weiterhin gute Zuwächse zu verzeichnen hatten, aber die kleineren und die mittelgroßen KVGen ebenso Volumenzugewinne verzeichneten.

## "Wie hoch ist das Gesamtvolumen der von Ihrem Haus administrierten Master-KVG Mandate?"

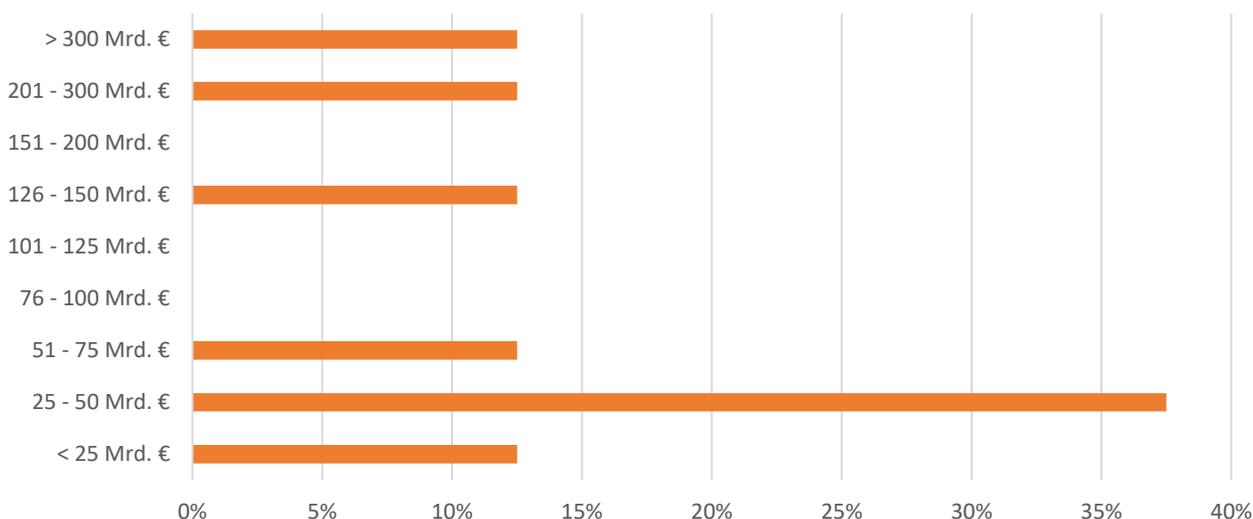


Abb. 37: „Administriertes Master-KVG Volumen aus Sicht der Master-KVGen“

## Das Master-KVG-Geschäft als Brückenkopf

Ein wesentlicher Aspekt für die Beantwortung der Frage, inwieweit sich das Master KVG-Geschäft auch als Brückenschlag für Asset Management-Mandate eignet, ist natürlich die Haltung der institutionellen Anleger. Wir haben gerade zuvor festgestellt, dass die Anleger in ihrem faktischen Umgang und in ihrer Grundeinstellung nicht einheitlich agieren. De facto weisen knapp zwei Drittel der Investoren „ihrer“ Master KVG nicht zugleich ein Mandat für das Portfoliomanagement zu. Soviel zur Praxis.

Andererseits sehen wiederum knapp zwei Drittel der Anleger diesem möglichen Konflikt entspannt entgegen. Sie wären bereit, ihre Fondsgesellschaft parallel mit dem Management eines Spezialfonds zu betrauen und zugleich die Funktion als Master KVG anzuvertrauen. Versucht man, dieses scheinbar heterogee Bild zu einem Resultat zusammenzufassen, so können wir grob gesprochen von einem geteilten Stimmungsbild sprechen, wonach etwa die Hälfte der institutionellen Investoren eine solche Doppelstrategie „KVG und Fondsmanagement unter einem Dach“ akzeptieren.

Anders sieht es bei den Anbietern selbst aus. Mit Ausnahme von zwei Master KVGen schließen sich das Angebot des KVG Businesses und des klassischen Portfoliomanagements aus Sicht der KVG-Anbieter keineswegs aus. Mögliche Interessenkonflikte werden nur von wenigen Anbietern ins Feld geführt. Welches der beiden Felder am Ende innerhalb eines Hauses den dominanten Part einnimmt, hängt natürlich auch von der strategischen Schwerpunktbildung ab. Die hier ansässigen Master-KVGen sind alle recht unterschiedlich aufgestellt, sodass sich kein einheitliches Bild zeichnen lässt. Dazu ist zu berücksichtigen, dass das reine Fondsmanagement bei einer Reihe von Master-Anbietern schon aus der Historie heraus von Gründung der Fondsgesellschaft an betrieben wurde und das Master-Geschäft seit seiner offiziellen rechtlichen Zulassung 2002/2003 dann zeitlich versetzt als verlängerte Werkbank integriert wurde.

Wie an verschiedenen Stellen in der Studie geschildert, entwickelt sich die Master-KVG immer mehr zum zentralen Full-Service-Steuerungsinstrument für

- die Verwaltung und das (Risiko-) Reporting der Kunden-Portfolien bis zu Direktanlagen,
- Immobilien-Integration/-management
- Asset-Liability-Fragen,
- Integration von Nachhaltigkeits- / ESG -Reportings,
- Übernahme von Meldewesen-Funktionen,
- Integration von komplexen, illiquiden Assetklassen,
- Overlay Management-Funktionen,
- und andere Bereiche, sogar bis hin zur Managerauswahl.

Bei einigen zuvor ausgeführten Schwerpunktthemen wie beispielsweise „ESG“ ergibt sich automatisch ein Zusammenhang unmittelbar mit dem Asset Management. „Nachhaltigkeit“ wird nach modernen Portfoliomanagementansätzen der Risikosteuerung des Fonds zugerechnet mit dem Ziel, Nachhaltigkeitsfilter gezielt im Nukleus des Portfoliomanagements zu integrieren.

Vor dem Hintergrund der Komplexität der Service-Angebote auf Seiten der Master KVGen befragten wir die Manager, wie viele ihrer derzeitigen Kunden (in Prozent) im reinen Asset Management sich auch für das Master-KVG-Geschäft als Potential gewinnen lassen könnten.

Letztes Jahr wurden im Durchschnitt 12% der Kunden auf der Spezialfondsseite auch als potentielle Master-Kunden eingestuft. In diesem Jahr gaben sieben Teilnehmer auf der KVG-Seite an, dass sie im Durchschnitt immerhin fast jeden fünften Spezialfonds-Anleger (rund 20%) als geeignete Kunden auch im Master-KVG Bereich ansehen. Die Spannweite reicht von 5% bis über 50% (!) möglicher neuer Master-KVG-Kunden, die sich aus dem eigenen Bestand im Portfoliomanagement heraus auch für das Administrations-Business rekrutieren lassen.

Angesichts der Tatsache, dass inzwischen mehr als ein Drittel (bis zur Hälfte) der institutionellen Anleger dem von ihnen betrauten KVG auch Spezialfondsmandate im Asset Management anvertrauen, können wir auch in diesem Jahr wie zuvor auch bereits 2021 resümieren, dass das aufgezeigte Potential für eine Doppelbeauftragung mit dem Fondsmanagement sowie zugleich der Master-KVG in den nächsten Jahren gehoben werden kann. Das sah in den Jahren 2020 und davor noch ganz anders aus. Im vorletzten Jahr (2020) haben noch annähernd drei von vier institutionellen Investoren explizit ausgeschlossen, ihre Master-KVG bzw. den dahinter stehenden Asset Manager mit einem Asset Management-Mandat zu betrauen. Die Einstellung scheint sich seit dem letzten Jahr ganz grundsätzlich verändert zu haben! Dieser Bewusstseinswandel mag auch mit der aus den letzten zwei Jahren resultierenden Unsicherheit rund um die Corona-Pandemie und den aktuellen Geschehnissen in der Ukraine sowie mit den Folgen der Deglobalisierung zusammenhängen und sich vor diesem Hintergrund erklären lassen.

Mit der steigenden Verbundenheit zwischen Investor und Master-KVG schon vor dem Hintergrund der laufend zunehmenden Herausforderungen (Aufsichtsrecht, Reporting, Risikomanagement) verwundert kaum, dass die Hälfte der Master-KVG-Anbieter (70%) davon ausgeht, dass die „Kundenbindung“ über das Master-KVG-Angebot „gestärkt“ wird, die andere Hälfte sieht keine Veränderung im Vergleich zum Vorjahr.

Wir wollten wissen, welche Gründe die Anbieter in dieser Meinung bestärken. Hier die mehrfach aufgeführten Gründe der Anbieter:

- Master-KVG ist „neutral“ aufgestellt und fungiert als Bindeglied (Ankerfunktion in der Kundenbeziehung) zwischen dem Investor und dem Asset Manager
- Hohe Kompetenz im Sinne einer qualifizierten Kundenbetreuung - Vorteil eines zentralen Ansprechpartners
- Zunehmende Integration sämtlicher Assets des Anlegers, angefangen von Spezial-AIF bis zu Direktanlagen, in verschiedenste, flexibel anpassbare Reportingformen (Performance-/Risiko-Reporting, aufsichtsrechtliche Reports wie z.B. gemäß VAG, Stress Tests, Szenarioanalysen)
- umfassende ESG-Kompetenzen (Beratung, Stress Test-Szenarien, Nachhaltigkeits - Reporting)
- moderne Reporting-Angebote mit individuell gestaltbaren Nutzungsmöglichkeiten
- stärkere Nachfrage beim Overlay Management
- Integrationsmöglichkeit aller heute auch mehr nachgefragten Assetklassen, liquider wie illiquider, von Loans, Private Debt bis zu Infrastruktur und Immobilien
- „Ganzheitliche Beratung“ (auch bei aufsichtsrechtlichen Themen) durch Master-KVG als „Full-Service-Provider“
- Positionierung als „strategischer Partner“ aus einer Vertrauensposition heraus
- Funktion der Master-KVG als „single point of contact“

- Treuhänderfunktion“ und „Lösungsanbieter“ der Master-Anbieter durch umfangreiche Produkt- und Service-Angebote sowie durch langjährige Begleitung des Kunden.

An dieser Stelle wollten wir gewissermaßen seitenverkehrt zu der vorher behandelten Frage wissen, inwieweit ein bestehendes Master-Mandat eine Brücke zum Portfoliomanagement zu bilden vermag.

Im Grunde profitieren alle Master-KVGen, die über das reine KVG-Angebot hinaus auch das Portfoliomanagement in ihrem Repertoire mitführen, von neu gewonnenen Geldern und hier natürlich vorwiegend im Spezialfondsbereich, partiell auch bei Publikumsfonds. Etwa zwei Drittel der KVGen hat bei Spezialfonds über die letzten zwölf Monate Zuwächse erzielen können. Zu der Hochzeit der Pandemie war diese der maßgebende Grund für dieses „Mitnahmegeschäft“. Erfahrungsgemäß wurden nämlich Mandate entgegen der „ante Corona-Zeit“ in einem abgekürzten Verfahren vergeben, indem bestehende Spezialfonds aufgestockt oder neue Gelder an bekannte Adressen aus dem Asset Management wie eben auch einer KVG verteilt wurden. Da die Vielfalt der aktuell zu bewältigenden Problemfelder keineswegs nachgelassen hat, hat sich der Effekt eher noch verstärkt, bekannte und bereits betraute Asset Management-Häuser zu beauftragen.

Darüber hinaus interessierte uns die Frage, inwieweit und für welchen Kreis an Interessierten die Master-KVGen das zunehmend aktuelle Thema eines **Overlay-Management-Angebots** vorhalten. Diese Frage wurde von uns vor drei Jahren (2019) erstmals in dieser Form gestellt.

Alle KVGen bieten Overlay Services an. Bei zwei Anbietern bewegt sich das entsprechende Overlay-Volumen bis zu 1 Mrd.€, bei vier Anbietern oberhalb 10 Mrd.€, von Letzteren sogar zwei KVGen mit einem Overlay-Volumen von mehr als 30 Mrd.€.

Von Interesse ist auch, ob die KVGen ihre Overlay-Services auch für „Nicht-Kunden“ anbieten, also „externe“ Investoren, die (noch) kein Master-Kunde bei der KVG sind. Eine Master-KVG verwaltet weniger als 5% der Overlay-Assets für externe Kunden, also „Nicht-Kunden“. Vier KVGen managen über die Hälfte der von ihnen im Overlay gemanagten Volumina für externe Investoren.

Fazit: Im Vergleich zum Vorjahr 2021 haben sowohl die im Overlay Management betreuten Gesamtvolumina sowie auch die Overlay-Gelder für Investoren, die keine KVG-Kunden sind, zugenommen.

### "Wie hoch ist das Volumen der von Ihrem Haus im Bereich Overlay-Management betreuten Mandate?"

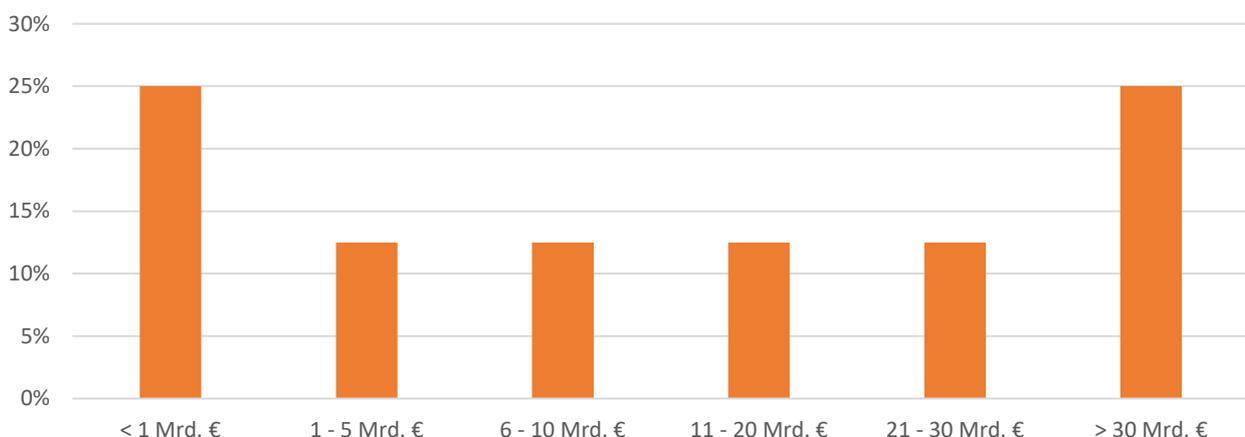


Abb. 38: „AuM Overlay-Management der Master-KVG“

## "Wie viel Prozent der im Bereich Overlay-Management betreuten Mandate erfolgt für externe Dritte?"

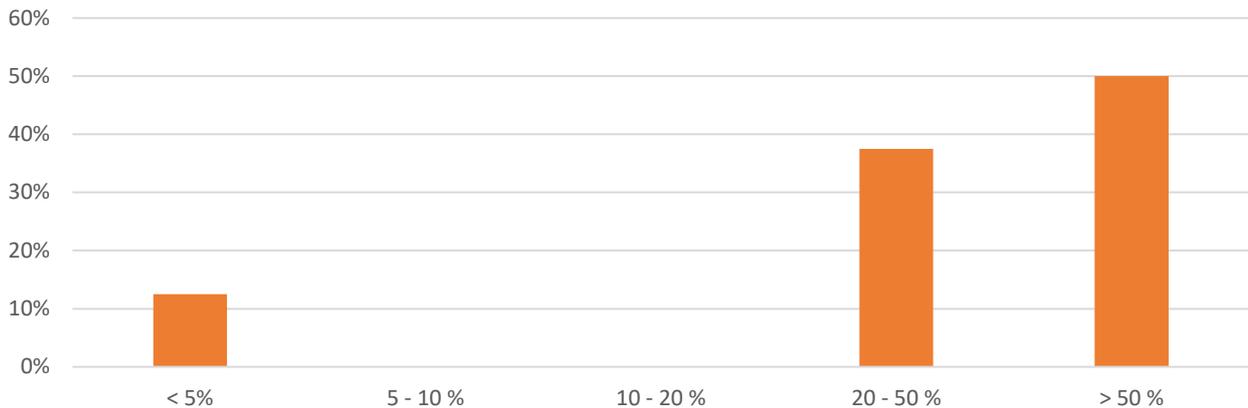


Abb. 39: „Anteil der für externe Dritte (nicht Master-KVG Kunden) betreute Overlay Mandate“

### Interessante Kundengruppen

Seit jeher werden im Zuge einer groben Aufteilung fünf Anlegergruppen im deutschen institutionellen Markt unterschieden, nämlich die

- Bankinstitute
- Versicherungsgesellschaften
- Vorsorgeeinrichtungen (Versorgungswerke, Zusatzversorgungskassen)
- Corporates / Unternehmen
- Sonstige Einrichtungen wie Kirchen, Verbände, Gewerkschaften oder Stiftungen.

Diese Aufspaltung lässt sich natürlich auch noch feingliedriger definieren. Bei Corporates werden meist die Corporate Pensions mit dazu gezählt, unter anderem durch (Spezial-) Fonds ausfinanzierte Pensionsrückstellungen.

Aus diesem Grund haben wir die Gruppe der Corporates nochmal unterteilt in

- Corporate Treasury und
- Corporate Pension (Pensionskasse / "pension fund").

Darüber hinaus haben wir differenziert nach

- Family Offices / Stiftungen und
- SGB IV Investoren.

Ob eine weitergehende detaillierte Unterteilung am Ende Sinn macht, kann guten Gewissens bezweifelt werden.

Insgesamt gibt es im deutschen Markt rund 2.000 institutionelle Einrichtungen, die das juristische Anlageinstrument des Spezialfonds nutzen. Die relativ hohe angesetzte Anzahl erklärt sich aus dem Umstand, dass es natürlich auch kleinere Adressen mit zum Beispiel nur einem mandatierten Spezialfonds gibt. Zählt man diese mit, so sprechen wir sicher über ein Universum von über 2.000 Adressen. Hinter jeder Kundengruppe stehen mehrere Dutzende (zum Beispiel Versorgungswerke oder Pensionskassen) oder auch hunderte (Banken) einzelne Institutionen. Nach einem mehr oder weniger strengen Reglement unterliegen diese Adressen spezifischen gesetzlichen oder allgemein rechtlichen Regelungen wie etwa die Versicherer dem VAG, der AnlageVO, und Solvency II, SGB-Investoren dem SGB IV oder Banken der Basel III (bzw. dann Basel IV) - Richtlinie.

Asset Manager haben sich auf diese speziellen Anlage-Richtlinien in Deutschland eingestellt und sich teilweise entsprechend zielgerichtet auf bestimmte Anlegergruppen spezialisiert. Die gewählte Vorgehensweise hängt nicht zuletzt von der Größe des Managers ab. Kleinere Vertriebseinheiten hingegen sind bei der Komplexität der rechtlichen Materie im institutionellen Geschäft heute nicht in der Lage, den gesamten deutschen institutionellen Markt abzudecken.

*Wie sieht es nun bei den Master-KVGen aus?*

Wir fragten bei den Master-KVG-Anbietern nach, welche Investoren (-gruppen) aus ihrer Sicht von größtem Interesse sind. Wir haben zur Auswahl wieder verschiedene Investorengruppen vorgegeben. Dabei haben wir die Alternativen differenziert, einmal nach der angestrebten Größenordnung (Assets des Investors), zum anderen nach der Branchenzugehörigkeit wie zuvor beschrieben (Banken, Vorsorgeeinrichtungen, Stiftungen usw.).

#### Mindestanforderung nach Branchengruppen und Volumen

Bei der Differenzierung nach der präferierten „Größenordnung“ konnten die teilnehmenden KVGen eine von vier Alternativen ankreuzen.

Wir haben die Größenordnungen ähnlich wie im Vorjahr definiert und zwar in den Spannbreiten

- (1) bis zu 0,5 Mrd.€,
- (2) zwischen 0,5 Mrd.€ und 1 Mrd.€,
- (3) von 1 Mrd.€ bis 5 Mrd.€ und
- (4) oberhalb 5 Mrd.€.

Diese vier Kategorien stellen nach unseren Erfahrungen aus von TELOS begleiteten Ausschreibungsverfahren im Master-Bereich typische Größenordnungsklassen dar.

Eine Begrenzung auf bis zu 0,5 Mrd. € große Investoren weckte in diesem Jahr Interesse bei drei der teilnehmenden Master-KVGen, die die Größenordnung nicht als wesentliches Kriterium für die Entscheidung zur Teilnahme an einer KVG-Ausschreibung betrachten.

Von TELOS Seiten aus begleiten wir denn auch aktuell Mandate in diesem Größensegment bis zu 0,5 Mrd.€ als Consultant und die von uns initiierten Ausschreibungen stoßen auf reges Interesse der KVG-Branche. Insoweit können institutionelle Anleger mit einem hinter den Assets stehenden Volumen auch im unteren 100 Mio.€ - Bereich auf eine hohe Beteiligungsquote von Seiten der Master-KVGen zählen.

Dafür spricht auch, dass in diesem etwas niedrigvolumigeren Bereich noch eine Reihe von Master-KVG - fähigen institutionellen Investoren zu Hause sind und es insoweit in dem Bereich bis zu 500 Mio.€ einige nicht uninteressante Potentiale gibt; meist stehen hinter den Assets dann zwei bis in der Spitze fünf Spezialfonds. Gerade die Anlegergruppe mit einigen hundert Millionen Euro entscheidet sich aktuell immer mehr für die Nutzung von Master-Mandaten.

Zwei (2021: drei) Master-KVGen sehen ein besonderes Interesse bei Volumina zwischen 0,5 Mrd.€ und 1 Mrd.€. Weitere drei Master-KVGen streben Investorengruppen mit einem zu administrierenden Volumen zwischen 1 Mrd.€ und 5 Mrd.€ an.

### "Anleger ab welcher Größenordnung sind für Ihr Haus von besonderer Bedeutung?"

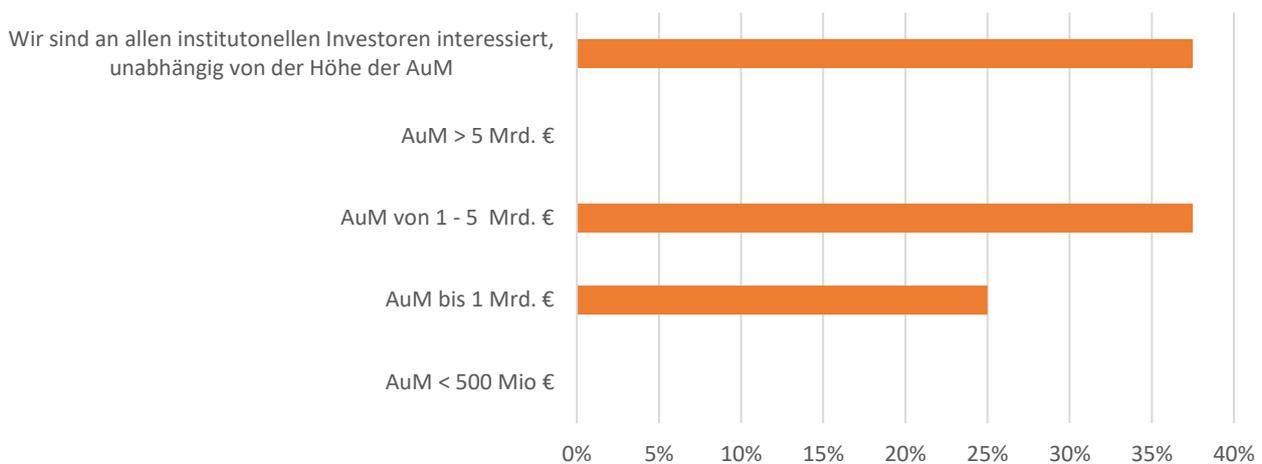


Abb. 40: „Präferierte Anlegergrößen aus Sicht der Master-KVGen“

Bei der Differenzierung nach der präferierten „Branchenzuordnung“ konnten die teilnehmenden KVGen mehrere Alternativen ankreuzen. Insoweit addieren sich die Prozentzahlen nicht zu 100% zusammen.

Die Anbieter haben

- einen klaren Fokus auf die Anlegergruppen der Versorgungswerke und Versicherer (jeweils 100% der Master-KVGen)
- dicht gefolgt von der Gruppe der Corporate Pensions und Pensionskassen (88%) sowie
- Corporates Treasury (75%)

Bei diesen drei Gruppen handelt es sich mit Ausnahme der Corporate Treasuries um Anleger mit klaren gesetzlichen Vorgaben hinsichtlich der Allokation, die aber auch sehr wohl zu speziellen Assetklassen wie Alternatives neigen, da sie stabile Cash-Flows benötigen und entsprechende Verpflichtungen auf der Passivseite bedienen müssen. Auf größeres Master-KVG-Interesse stoßen zudem

- Family Offices (63%)
- „Kirchliche Institutionen“ (50%) sowie
- SGB IV – Investoren (50%).

50% der Anbieter untermauerten ihr Interesse in Richtung SGB IV-Anleger. SGB IV-Investoren unterliegen in dem Auswahlverfahren selbst recht strengen Vorgaben aus der VergabeVO. Dieser Prozess ist sehr klar geregelt sowie reglementiert und lässt auch nur wenig Spielraum zu, direkt mit den Verantwortlichen auf Seiten der Anleger zu sprechen. Da diese Gruppe gemäß SGB IV (§§ 80 ff.) für den Teil der Altersvorsorge inzwischen auch Aktienengagements eingehen dürfen, könnte das Interesse der Master-KVGs gegenüber dieser Kundengruppe ansteigen. Für die Bereiche Rücklagen und Betriebsmittel gilt diese Öffnung in den Aktiensektor im übrigen nicht.

Stiftungen und Family Offices gelten als recht aktive Anleger, die gewisse Flexibilitäten in der Allokation aufweisen und zudem eine Affinität gerade auch für Spezialisten im Bereich illiquider Assetklassen mitbringen.

Details finden Sie auf den folgenden Balkendiagrammen.

Gerade im Master-Bereich machen zu kleinteilige Restriktionen bei der Zielkundenansprache wenig Sinn. Auch für größere Häuser können Mandate mit kleineren institutionellen Anlegern, aber entsprechendem Wachstumspotential, von Interesse sein, da sich die Volumina meist im Laufe der Jahre in attraktivere Größenordnungen hinein bewegen und sich zum anderen oftmals auch Anknüpfungspunkte für Services über das reine Reporting hinaus ergeben (zum Beispiel Overlay Management). Hinzu kommt, dass die Master-KVG Anbieter in aller Regel eine Mindestgebühr (ausgedrückt in €, z.B. Minimum 100.000,-€ p.a.) als Voraussetzung für die Übernahme eines KVG-Mandates vorgeben.

Vor diesem Hintergrund zeigen sich die Master-Anbieter heute meist recht flexibel und nehmen wie zuvor anhand eines konkreten Falles beschrieben auch ganz überwiegend an weniger volumenstarken Ausschreibungen teil.

Ein Teil dieser zuvor nicht in dem Maße gekanteten Aktivitäten ist womöglich der Zeit der Pandemie geschuldet, die die Durchführung von Ausschreibungen und Beauty Contests nur unter erschwerten Umständen zugelassen hat. Diese Restriktionen haben sich glücklicherweise entspannt.

Master-KVGs verfügen andererseits mit ihren Teams und Spezialisten über ein gewisses Spezialwissen auf besonderen Fachgebieten, das sie bei Ausschreibungen einbringen können. Das gilt zum Beispiel im Kirchenbereich, wenn bereits Referenzkunden betreut werden. Auch gibt es offenkundige inhaltliche Schnittmengen etwa bei Versorgungswerken, die sich genauso wie Versicherer am VAG orientieren.

Die Beispiele zeigen, dass vorgehaltene Expertise in bestimmten Fachbereichen bei der Mandatsvergabe einen Vorsprung der Master-KVG vor den Mitbewerbern bedeuten kann.

### "Welche Kundengruppen sind für Ihr Haus von besonderer Bedeutung?"

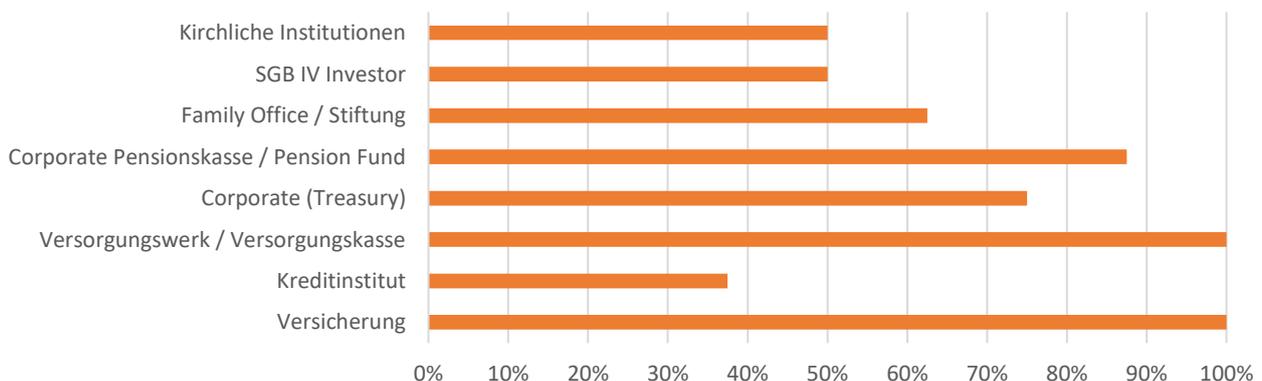


Abb. 41: „Präferierte Kundengruppen aus Sicht der Master-KVGs“

## Stärken des eigenen Hauses und bestehender Nachholbedarf

Ein schwieriges Marktumfeld begünstigt ohne Zweifel das Geschäftsmodell der Kapitalverwaltungsgesellschaften. Ohne die zentrale Koordination sämtlicher Spezialfondsmandate und ggfs. weiterer Assets wie Immobilien und Direktanlagen müsste der institutionelle Anleger die Informationen zu jedem Spezialfonds mit der einzelnen Fondsgesellschaft separat zusammentragen und dazudem in dem aktuell ausgesprochen holprigen Kommunikationsumfeld.

Keine Frage, die Master-KVGen können genau in einer solch herausfordernden Gemengelage ihre eigentlichen Stärken als zentraler Administrations-Hub ausspielen.

In diesem Abschnitt geht es um die strategische Sichtweise, um zu erfahren, in welchen Bereichen sich die Master-KVGen in der aktuellen Lage für besonders leistungsstark betrachten, aber an welchen Stellen sie auch Nachholbedarf für Ihr Haus identifiziert haben. Hierüber mehr Transparenz zu gewinnen, ist insbesondere für institutionelle Anleger von großer Bedeutung.

Ihre besonderen Stärken sieht der überwiegende Anteil der Anbieter in den folgenden Servicebereichen:

- qualifizierte Kundenbetreuung (100%)
- individuelle Beratung (100%)
- umfangreiches Risiko-Reporting (88%)
- umfangreiches ESG-Reporting (88%)
- Erfahrung und Ausbildung der eigenen Mitarbeiter (88%)
- schnelle Verfügbarkeit von Sonder-Reportings (88%)
- umfassendes aufsichtsrechtliches Reporting (75%)
- Nachhaltigkeits-Services (ESG-Beratung; 75%)
- Overlay Management (75%)
- übersichtliches Performance-Reporting (75%)
- flexibles Online – Reporting (63%)
- Integration von Direktanlagen (63%)
- das Controlling und das Risiko Management (63%)
- oder auch die Unterstützung bei der Manager-Auswahl (63%).

Die weiteren Schwerpunkte können Sie dem nachfolgenden Balkendiagramm entnehmen.

Die „Administration digitaler Assets“ ist wie im Jahr zuvor (2021) offensichtlich noch kein Service, den sich die Master-KVGen perspektivisch auf die Fahne geschrieben haben.

Im übrigen gaben bei keinem Kriterium weniger als die Hälfte das Fehlen von Stärken an. Das Ergebnis zeigt in toto, dass die Anbieter ihre Stärken bei einzelnen Services noch weiter ausgebaut oder das hohe Niveau gehalten haben und sich somit im Wettbewerb gut gerüstet sehen.

Zusammengefasst werden die Stärken des eigenen Hauses bei der Kundenbetreuung und -beratung und auch im gesamten Bereich des Reportings identifiziert. Auch werden alle Services im Bereich Risikomanagement inklusive dem Overlay Management mehr in den Vordergrund gestellt. Jedes Kriterium muss natürlich für sich auch vor dem Hintergrund seiner Bedeutung betrachtet werden.

### "Wo sehen Sie die besonderen Stärken Ihres Hauses?"

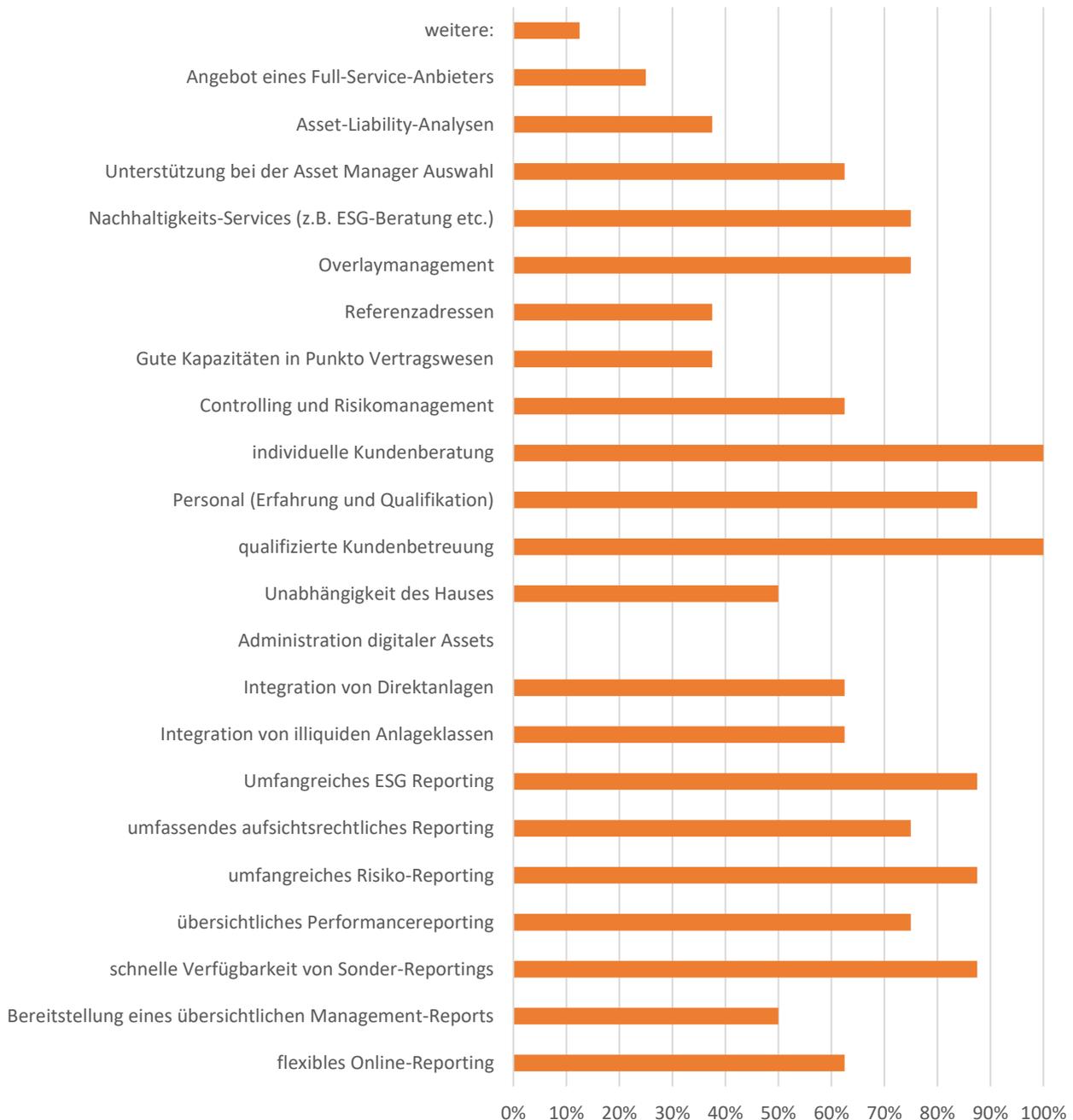


Abb. 42: „Besondere Stärken aus Sicht der Master-KVGen“

Nachholbedarf hat in etwa jede zweite Master-KVG bei folgenden Punkten identifiziert:

- Ausbau des Angebots zur Integration illiquider Assets (57%)
- Verbesserung und Ausbau Nachhaltigkeits-Services (57%)
- Verbesserung des eReporting-Angebots (43%)
- Ausbau / Verbesserung der Schnittstellen zu externen Partnern (43%)
- Verstärkung des Brands (43%).

Kritisch hinterfragt wird von Seiten der KVGen an dieser Stelle nur am Rande, inwieweit ein „Angebot im Bereich digitaler Assets“ (14%) strategisch angegangen werden müsste.

Wir ersehen aus dem Ergebnis, dass wie im Vorjahr 2021 bei den aktuellen und dynamischen Themen wie „Nachhaltigkeit“ und „Integration illiquider Assets“ selbstkritisch der größte Verbesserungsbedarf identifiziert wird.

### "Wo sehen Sie noch Verbesserungspotential in Ihrem Haus?"

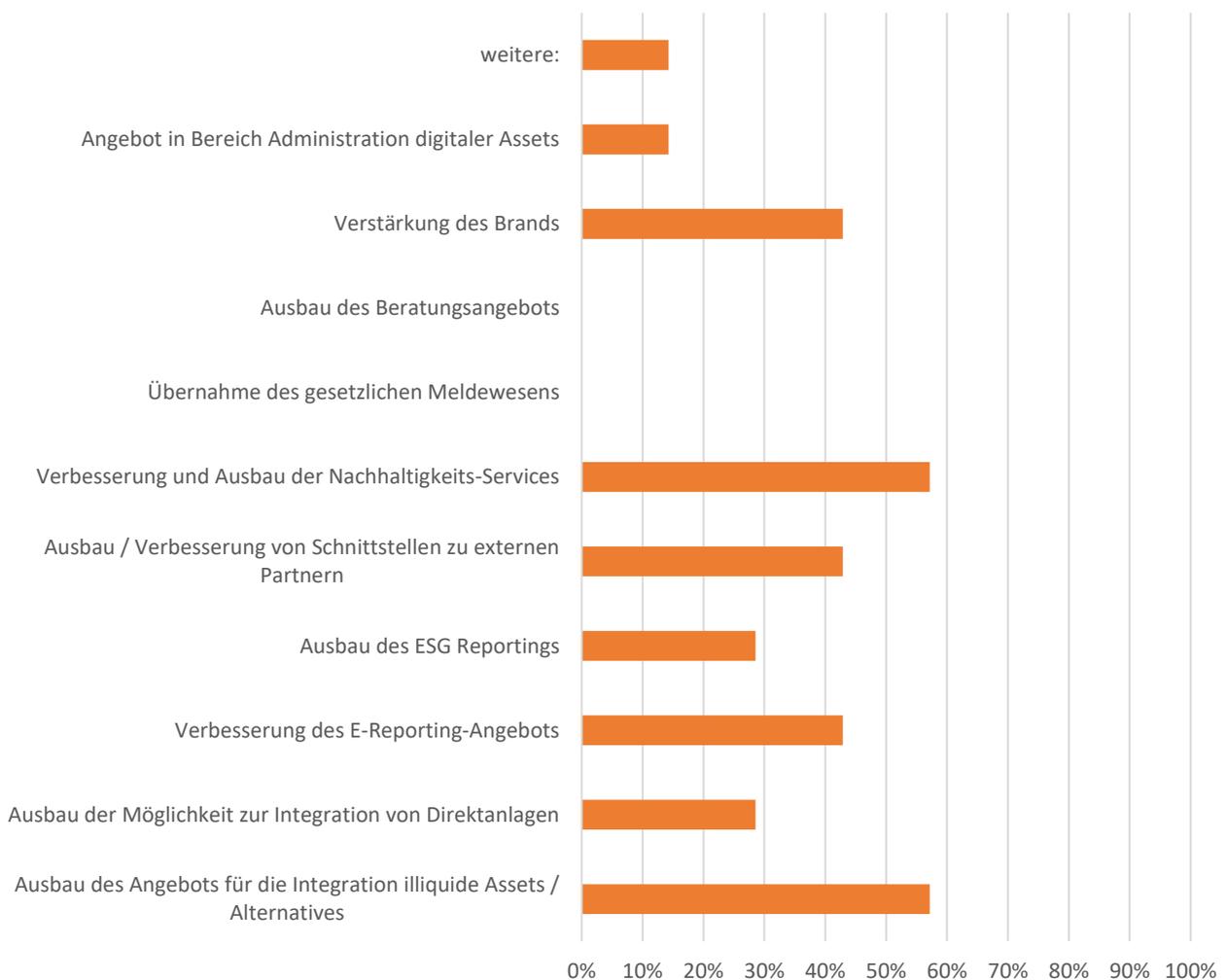


Abb. 43: „Verbesserungspotential“

## Consultants und Master-KVGen, Schnittmenge oder nicht?

Wohin entwickelt sich das KVG-Business auch vor dem Hintergrund des aktuell anspruchsvollen Kapitalmarktumfeldes?

Das Umfeld fordert nicht nur Anleger, sondern genauso die Master-KVG-Branche, die zu jedem Zeitpunkt auf der Höhe der technischen (IT-) Entwicklungen sein muss, genauso aber die Klaviatur der gesetzlichen Rahmenbedingungen ihrer Klientel, der institutionellen Investoren, spielen können muss.

Insoweit gerieren sich Master-KVGen modernen Zuschnitts heute als Allround-Anbieter und umfassender Lösungslieferant, also das, was man unter den Begriff „Full Service-Provider“ fassen kann.

Vor dem Hintergrund des von engen Margen geprägten Geschäfts im klassischen Master-Business suchen die KVG-Anbieter verständlicherweise nach profitablen Zusatz-Services, die sie ihren Kunden anbieten können.

Wie weit aber kann oder sollte eine Master-KVG dabei gehen? Wo müssten die „roten Linien“ eingezogen werden?

Durch die nicht zuletzt von den Aufsichts- und Regulierungsbehörden angefachte Innovationskraft der Master-KVG-Anbieter fällt es nicht ganz leicht, heute noch klare Trennlinien zu ziehen. Wir hatten bereits festgestellt, dass nicht nur auf Seiten der KVGen, sondern auch bei den institutionellen Kunden, die in den letzten Jahren gezogenen Trennlinien zwischen unterschiedlichen Geschäftsfeldern -wie etwa dem Fondsmanagement und der Administration einer KVG- heute nicht mehr mit letzter Konsequenz durchgehalten werden.

Seit einigen Jahren schon wird auch das Geschäftsfeld des Consultings zunehmend von Master-KVGen auf die eine oder andere Weise in das Service-Portfolio der Master-KVG aufgenommen.

Zurückzuführen ist die Erweiterung des Beratungsansatzes auf den Umstand, dass Bestandskunden ihre Master-KVG oftmals um Rat ersuchten, welcher Asset Manager denn für die eine oder andere Assetklasse geeignet sei. Die Master-KVGen verfügen aufgrund der Erkenntnisse aus Anlageausschusssitzungen und Gesprächen mit Asset Managern über einen großen Fundus an Know-how über die Qualitäten von Asset Managern, auf den sie jederzeit zurückgreifen können. Aus diesen weitreichenden Erfahrungen heraus wurde das zusätzliche Angebot der Begleitung von Search-Prozessen entwickelt.

Immerhin nutzen heute drei Viertel (2021: zwei Drittel) der Master-KVGen diesen Wissensvorsprung für ein eigenes Geschäftsfeld. 25% (2021: 33%) lehnen dies ab.

Um die Frage zu beantworten, inwieweit es zwischen Master-KVGen und Consultants eine mehr oder weniger große Schnittmenge mit eventuellen Interessenkonflikten gibt, müssen wir uns zunächst ansehen, welche Dienstleistungen für eine solche Überschneidung geeignet sind.

Unseres Erachtens bieten die folgenden Services mögliche Anknüpfungspunkte:

- Verwendung von Asset Manager-Daten aus gemanagten Segmenten für eine Manager Selektion
- Angebot von Asset-Liability-Studien
- Angebot von Fiduciary Management-Services
- Übernahme von Controlling-Funktionen (z.B. Monitoring der Fonds).

Die Wertschöpfungskette, die eine Master-KVG klassischerweise abdeckt, beginnt beim Aufsetzen des Master-Segmentes; üblicherweise endet die Dienstleistungskette der Master-KVG bei der Bereitstellung

verschiedenster Reporting-Analysen zur Überprüfung, inwieweit die Asset Manager die ihnen gestellten Zielvorgaben (Performance sowie Risiko) erfüllt haben. So gesehen gehören alle weitergehenden Dienstleistungen nicht in das Leistungsgefüge einer Master-KVG.

Die Übernahme von Aufgaben „vor“ dem Aufsetzen des Master-Segmentes liegen in einem Bereich „außerhalb der klassischen Master-KVG“ oder bewegen sich zumindest auf einem schmalen Grat. Im Normalfall betreibt der Investor selbständig den Findungsprozess des richtigen und besten Partners, der eine bestimmte Assetklasse managen soll; zur Suche nach dem Portfoliomanager kann er sich - so die Geschäftsidee seit Mitte der neunziger Jahre - auch eines externen Beraters oder Consultants bedienen.

Letztlich liegt es im Hoheitsbereich des institutionellen Anlegers, wie und mit wessen Unterstützung er einen Suchprozess für einen Asset Manager durchführen möchte. Entscheidend ist, dass die Chinese Walls auf Seiten des Managers / der Master-KVG beachtet und eingehalten werden. Dies darf für den Regelfall unterstellt werden.

Man mag sich nur den Fall vor Augen halten, wenn im Rahmen einer von der Master-KVG geleiteten Anlageausschusssitzung diese auf einen Spezialfonds eines dritten Managers hinweist, der die erhoffte oder prognostizierte Rendite verfehlt hat. Bei dieser Gelegenheit verweist nun die Master-KVG auf ähnliche Produktangebote aus dem Hause der Master-KVG oder einer nahestehenden Tochtergesellschaft, die in der Vergangenheit eine bessere Performance erzielt hat. Dieser Fall ist keineswegs Theorie. Hier ist ganz natürlich auch der Investor selbst gefragt, inwieweit er diesem Hinweis nachgeht oder eben doch auf die Spartenrennung Asset Management und Master-KVG besteht.

Eine vergleichbare Sichtweise ergibt sich unseres Erachtens ebenso bei den möglichen konfliktbeladenen Geschäftsfeldern Asset-Liability-Management sowie Fiduciary Management.

Das Thema Controlling wiederum wird von vielen Marktteilnehmern angeboten. Hier ist auch ein Nebeneinander von Consultant und Master-KVG gut vorstellbar. Das bei der Master-KVG installierte Controlling bildet im Grunde wieder den Anfangspunkt für alle sonstigen Reporting-Services, die die Master-KVG im Tagesgeschäft dem Kunden zur Verfügung stellt.

Der Trend scheint dahin zu gehen, dass sich auf Seiten der KVGen die Befürworter des Angebotes von Consultant-Angeboten mehr Raum verschaffen.

## **Strategie – gesteckte Ziele**

Der KVG-Markt in Deutschland ist einerseits ein in sich geschlossenes, unter wenigen Anbietern verteiltes und insofern harmonisches Business. Andererseits erspart dies den Playern nicht das Setzen von strategischen Zielen und vor allem die faktische Umsetzung. Der Druck von der regulatorischen Seite hat die Dynamik der Entwicklungen erheblich beschleunigt. Sonst stünden die Master-KVGen heute nicht da, wo sie stehen. Doch auch wenn die Master-KVG-Anbieter aus einer etablierten Ausgangsposition heraus auf ihre Kunden zugehen können, so wissen sie genau, dass „Stillstand Rückschritt“ bedeutet, mithin fortlaufende Weiterentwicklungen vonnöten sind, um im Wettbewerb bestehen zu können.

Unsere Studie zeigt auf, dass sich im Grunde alle Mitbewerber klare strategische Ziele im Sinne einer Vorwärtsstrategie gesetzt haben, um ihre Marktposition nicht nur zu verteidigen, sondern auch weiter auszubauen. Dies hat sich auch in den letzten Jahren nicht verändert.

Die Prozentzahlen liegen teilweise unter denen der Vorjahre. Dies hängt damit zusammen, dass im Laufe der letzten Jahre bereits entsprechende Fortschritte gemacht wurden, diese Aspekte mithin keinen zusätzlichen Nachbesserungsbedarfs erfordern. Die Handlungsschwerpunkte werden von Seiten der Anbieter an folgenden Stellschrauben festgemacht:

## Ausbau des (ESG-) Reporting - Angebots

Über 40% der Master-KVGen sehen in der technischen Fortentwicklung im Bereich eReporting/Online-Reporting genauso wie knapp ein Drittel der KVGen beim ESG-Reporting einen wesentlichen Erfolgsfaktor. Diese Schlüsseldienstleistung ist Garant für eine funktionierende nach vorne gewendete Strategie. Der Zugriff der Anleger über ein internet-gestütztes Reporting eröffnet noch einmal weitere Perspektiven nicht zuletzt in der Form, zu jedem Zeitpunkt auf alle Funktionalitäten zugreifen zu können.

## Integration von Nachhaltigkeitsaspekten

Von dem schwierigen Umfeld der zurückliegenden zwölf Monate (seit Erstellung der letzten Master-KVG Studie (2021) offensichtlich unbeeindruckt steht die Weiterentwicklung von Nachhaltigkeits – Services bei dem überwiegenden Teil der Master-KVG Anbieter im strategischen Fokus. Insbesondere das Reporting dürfte zur Zeit das am meisten diskutierte Serviceelement der Master-KVGen sein.

## Verstärkung des Brands

Bereits im vorderen Teil der Studie stellten wir fest, dass auf Seiten der Investoren im Hinblick auf die entscheidenden Gründe für die Auswahl der Master-KVG immerhin jeder vierte Investor das Kriterium „Brand der Master-KVG“ angab.

Der Brand bzw. die Reputation im Markt entwickelt sich zu einem immer wichtigeren Unterscheidungsmerkmal der Mitbewerber und dies umso mehr, je länger die Anbieter am Markt sind. Verfügt eine Master-KVG über eine gute Reputation, so ist dies natürlich ein Asset, das für Stabilität und Zuverlässigkeit per se steht. Andererseits gilt auch genau das Gegenteil in dem Fall, dass ein Anbieter ein in der Öffentlichkeit wahrgenommenes Problem hat, das seine Reputation tangiert; in dem Fall überlagert dies sicher andere, greifbarere und positive Aspekte. Im „Normalfall“ sind es jedoch konkrete Services wie oben gesehen, die die Entscheidung des Investors - im positiven Sinne - bei der Auswahl seiner Master-KVG beeinflussen. Entsprechend wird dem Ausbau des Brands als Handlungsschwerpunkt nicht die entscheidende, aber durchaus eine hohe, Priorität für künftige Maßnahmenkataloge eingeräumt.

Aus diesem Grund beabsichtigt etwa jeder zweite teilnehmende Master-Anbieter, in der nächsten Zeit auch an seinem Image / Brand zu arbeiten. Welche Mittel dazu eingesetzt werden, untersuchen wir nachfolgend. Erwartungsgemäß haben diesen Punkt eher Häuser kleineren oder mittelgroßen Zuschnitts angegeben.

Als mögliche Hilfsmittel zur Verstärkung des Brands werden angesehen

- mit 100% der Teilnehmer die Pflege der Kontakte zu Consultants (Vj.: 100%)
- Teilnahme an Studien 75% (2021: 80%) und Messen / Konferenzen 63% (2021: 60%)
- Verstärkte Öffentlichkeitsarbeit (Presse, Imagebroschüren), 63% (2021: 70% der Teilnehmer)
- kompetenzbezogene Öffentlichkeitsarbeit (z.B. Administration von Alternatives), 50% (2021: 40%)
- die Verstärkung der Vertriebsteam / der Kundenbetreuung, 38% (2021: 60%) sowie
- jede vierte KVG (25%) die Durchführung von Ratings.

## Strategie - Investitionen

Stillstand ist gerade im Master-KVG-Geschäft wie schon gesagt Rückschritt. Das wissen auch die Master-KVGen, die einen fortwährenden Investitionsprozess durchlaufen, um nicht den Anschluss zu verlieren. Wir befragten die Master-KVGen, inwieweit und auf welchen Feldern sie in den nächsten Jahren ihre Investitionen verstärken wollen.

50% der Teilnehmer, also die Hälfte der Master-KVGen, werden über die kommenden 12 Monate ihre Investitionen anziehen; zwei weitere Teilnehmer gaben an, darüber hinaus auch die nächsten 24 Monate aktiv zu investieren und eine Adresse möchte keine weiteren Investitionen vornehmen.

### *Exkurs: „Mitarbeiter bei Master-KVGen“*

Vier Master-KVGen haben ihre Personalkapazitäten im Verlauf des letzten Jahres ausgebaut, vier Anbieter taten dies nicht. Der Mitarbeiterbestand ist demnach auch über die letzten zwölf Monate kontinuierlich, aber keineswegs euphorisch, angewachsen.

Drei KVGen beabsichtigen, über die nächsten 12 Monate das Personal auszubauen, ein Anbieter innerhalb der kommenden zwei Jahre. Zwei Anbieter sind sich noch unschlüssig, inwieweit sie ihre Ressourcen über die kommenden Jahre ausbauen werden. Zwei weitere KVGen werden kein zusätzliches Personal auf absehbare Zeit einstellen.

## 6. Schlusswort

Robert Bosch hat einmal gesagt:

*„Es ist besser, Geld zu verlieren als Vertrauen.“*

Ein Jahr wie das hinter uns liegende 2022 hat uns in aller Nüchternheit vor Augen geführt, dass wir als Anleger von vielen Ereignissen abhängig sind und bei einem unglücklichen Zusammenspiel dieser Komponenten kaum kontrollierbaren Zentrifugalkräften ausgesetzt sind. Es war dieses Amalgam gleichzeitig aufeinander treffender Entwicklungen, die eine positive Performance über fast alle Assetklassen hinweg kaum zuließ.

Spätestens mit dem Eintritt des Ukraine-Russland-Konfliktes am 24. Februar 2022 spitzten sich die im Grunde bereits angelegten Problembereiche wie Inflation, die Zinspolitik der Zentralbanken, steigende Energiepreise, Lieferkettenschwierigkeiten und damit verbundene Rezessionsängste zu. War die Welt zu Beginn des Jahres 2022 noch auf ein positives Kapitalmarktjahr eingestimmt, so führte der Black Swan des Ukraine-Krieges zu einem Paradigmenwechsel. Mit der damit verbundenen Verunsicherung sank folgegemaß das Vertrauen der Anleger in die Märkte, aber insbesondere auch in die Politik(er).

Ganz nach Robert Bosch ist ein solcher Vertrauensverlust kein guter Wegweiser. Und so überdachten institutionelle Investoren ihre Asset Allokation und passten diese in Form von verstärkten Investments in zum Beispiel Alternative Assets an.

In dieser Situation bildeten die Master-KVGen sicher auch einen Vertrauensanker. Dank ihrer über die letzten zwei Dekaden immer weiter ausgebauten Service-Angebote vermochten sie die Bedürfnisse der institutionellen Anleger nicht nur in regulatorischer Hinsicht, sondern auch mit Blick auf buchhalterische Aspekte, die Bewertung und auch die transparente Darstellung mittels eines professionellen Reportings abzudecken.

In diesen von vielfältigen Krisen heimgesuchten Zeiten müssen wir auch in diesem Jahr die Frage stellen: „Haben bzw. hatten die schwierigen Begleitumstände Einfluss auf das KVG-Business?“

Die Frage muss wie vor einem Jahr mit einem eindeutigen „Ja“ beantwortet werden.

Die rund 1,5 Bio.€ bis 1,6 Bio.€ von Master-KVGen betreuten Gelder (der insgesamt 2 Bio.€ in institutionellen Mandaten liegenden Assets) und erstmals fast aller an dieser Studie teilnehmenden Investoren, die sich bereits der Dienste einer KVG bedienen, sprechen eine eindeutige Sprache.

Immer mehr institutionelle Anleger und dazu wie in der Studie dargelegt, zunehmend kleinere institutionelle Einrichtungen, vertrauen ihre Gelder KVGen an.

Die weiter ausgebauten Fazilitäten der Master-KVGen stoßen auf ungeteiltes Interesse aller Investoren. Wie im Vorjahr kristallisieren sich bei aller Vielfalt der Angebote bestimmte Angebots-Bausteine als prioritär heraus. Im Fokus des Interesses der Investoren stehen nach wie vor

- die umfassenden Reporting-Angebote (Performance-, Risiko-, ESG- sowie aufsichts- rechtliche Reports sowie
- die qualifizierte Kundenbetreuung und -beratung, die von fast allen Anlegern, genau genommen 94%, als Must-have „ihrer“ Master-KVG genannt wurden.

Im Schnitt über alle illiquiden Assets (Immobilien, Infrastruktur, Private Equity, Private Debt) wünschen sich zwei Drittel der institutionellen Anleger entsprechende Angebote ihrer KVG.

Auch in dem schwierigen Marktumfeld hat sich das Interesse der Anleger an ESG-Services ihrer KVG keineswegs eingetrübt. Vier von fünf institutionellen Investoren messen der Berücksichtigung von „Nachhaltigkeit“ eine hohe Bedeutung bei und erwarten von ihrer KVG ein ESG-Standard-Reporting.

Bei allen Anforderungen von Seiten der Anleger bewegt sich deren Gebühren- bzw. Kosten-Sensibilität nach wie vor auf einem hohen Niveau. Zwei Drittel der Teilnehmer sehen den zusätzlich entstehenden Gebührenaufwand durch die Einschaltung einer Master-KVG als kritisch an.

Die Kostenschraube scheint nach unserer Erhebung vorerst am unteren Ende angelangt zu sein.

Als entscheidende Auswahlkriterien spielen für Investoren neben dem Kostenaspekt insbesondere die Erfahrung respektive Referenzadressen, das Reportingangebot, die bereits angesprochene Betreuungsqualität, aber auch die Größe des Anbieters, eine größere Rolle.

Die gleichen Kriterien führen für den Fall, dass diese nicht hinreichend erfüllt werden, vice versa zu einer erhöhten Wechselbereitschaft auf Investorenseite.

Zwar plant keiner unserer institutionellen Teilnehmer in der nächsten Zeit (über die kommenden 12 Monate) einen Wechsel seines Anbieters, aber immerhin die Hälfte kann sich dies perspektivisch vorstellen.

Interessant ist, dass zwar „nur“ 38% der Anleger derzeit ihre KVG zugleich als Asset Manager beauftragt, in die Zukunft geschaut wird sich dieses Verhältnis kaum ändern, da immerhin zwei Drittel der Investoren sich eine „Doppelmandatierung“ nicht vorstellen kann.

Die diesjährige Master-KVG Studie hat einmal mehr gezeigt, dass die KVGen auch in einem ausgesprochen herausfordernden Umfeld der Fels in der Brandung sind. Dass das KVG-Business zu irgendeinem Zeitpunkt stark rückläufig werden oder gar eingestellt werden könnte, ist in etwa so wahrscheinlich wie dass der Böse Wolf die sieben Geißlein zum Picknick einlädt.

Wie gesehen, blicken beide Seiten, die KVG-Anbieter wie die institutionellen Entscheidungsträger, optimistisch in die Zukunft; aber sie lassen sich auch nicht den kritischen Blick auf das Geschäftsfeld und im Speziellen die konkrete Kundenbeziehung verstellen.

Wir hoffen, dass die diesjährige Master-KVG-Studie Ihnen unabhängig davon, ob Ihr Haus zu den institutionellen Institutionen oder den Master-KVG-Anbietern zählt, an einigen Stellen neue Erkenntnisse liefern konnte. Bei Fragen oder Anregungen sprechen Sie uns bitte jederzeit an.

Unser herzlicher Dank gilt wieder allen teilnehmenden Investoren sowie den Master-KVGen, die mit ihren Antworten und Fachbeiträgen zur Abrundung unserer Master-KVG-Studie 2022 / 2023 beigetragen haben. Wir wünschen Ihnen allen ein erfolgreiches und gesundes Jahr 2023!

Ihr Frank Wehlmann

Alexander Scholz

## **Wichtiger Hinweis:**

Alle Rechte vorbehalten. Diese Studie beruht auf Fakten und Informationen, deren Quelle wir für zuverlässig halten, ohne jedoch deren Richtigkeit und/oder Vollständigkeit garantieren zu können. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste und/oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben oder vorgenommenen Wertungen. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die in dieser Studie dargestellten Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103

D-65187 Wiesbaden

Tel.: +49 (0)611 9742 100

Fax: +49 (0)611 9742 200

E-Mail: [info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)

Web: [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de) / [www.investment-manager.info](http://www.investment-manager.info)



*Neue Wege*  
**FÜR IHRE  
FONDSIDEE**

Sie sind Vermögensverwalter, Asset Manager oder institutioneller Investor? Sie suchen nach einer individuellen Fondslösung? Dann sprechen Sie uns an!

Seit mehr als 50 Jahren stehen wir für zukunftsgerichtetes Handeln und die Entwicklung innovativer Ideen. Gern beraten wir Sie bezüglich Lösungen aus den Bereichen Sachwerte, Wertpapiere, offene oder geschlossene Fonds und Publikums- oder Spezialfonds.

