

Roundtable

Administration/Custody



Sponsoren



Teilnehmer

- 1 Ulrich Buchholtz** Freier Journalist, dpn-Autor (Moderator)
- 2 Anja Schlick** Leitung Business Development, Hauck & Aufhäuser Privatbankiers
- 3 Ernesto Burzić** Senior Sales Manager, BayernInvest
- 4 Bernd Vorbeck** Sprecher der Geschäftsführung, Universal-Investment
- 5 Dietmar Roessler** Mitglied der Geschäftsführung, BNP Paribas Securities Services
- 6 Dr. Holger Sepp** Mitglied der Geschäftsführung, Caceis Bank Deutschland
- 7 Clemens Schuerhoff** Vorstand, Kommapha
- 8 Michael Lennert** Chefredakteur dpn, Financial Times (Moderator)



Fotos: René Spalek

Die neuen Anforderungen der Investoren

Administratoren und Verwahrstellen müssen sich nicht nur auf neue Regulierungen einstellen, sondern auch auf höhere Ansprüche der Anleger. Diese wollen in neue Asset-Klassen investieren und verlangen Durchschau-Lösungen für ein besseres Reporting. Wie die Branche mit den neuen Anforderungen umgeht, diskutierte dpn mit sechs Experten.



dpn: Die Administrations- und Custody-Gesellschaften stehen vor einigen Herausforderungen in ihren Geschäftsfeldern. Herr Schuerhoff, was halten Sie als Consultant derzeit für die größte Herausforderung der Branche?

Clemens Schuerhoff: Die stark wachsende Komplexität des Geschäfts. Zum einen durch die zahlreichen regulatorischen Änderungen bei den Anbietern und bei ihren Kunden, zum anderen aber auch durch die Integration neuer Asset-Klassen. Nehmen Sie als Beispiel Real Assets wie Infrastrukturanlagen: Jeder Anbieter muss erst einmal lernen, wie man mit diesen umgeht, wie man sie bewertet, welche Daten verfügbar sind, wie sich die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu diesen Investments verhält, welche Praxis sich bei offenen Fragen herausbildet und so weiter. Und Infrastruktur ist nur eine der neuen Anlageklassen. Die zunehmende Komplexität hat Auswirkungen auf alle Bereiche des Geschäfts der Administrations- und Custody-Unternehmen: auf die alltäglichen Abläufe, auf die Preismodelle, auf das Geschäftsmodell.

dpn: Die regulatorischen Änderungen ermöglichen künftig ein Pension Pooling in Deutschland. Auch die steuerlichen Fragen dabei sind inzwischen weitge-

hend geklärt. Gibt es erste Unternehmen, die damit starten?

Bernd Vorbeck: Auch wenn es inzwischen gelungen ist, ein eigenes Vehikel für das Pension Pooling in Deutschland zu schaffen und das Thema der steuerlichen Behandlung dieser offenen Investmentkommanditgesellschaft voranzubringen, gibt es immer noch ein echtes Hindernis: Es ist derzeit nicht geklärt, ob Bestandsfonds auf diese neue Plattform fusioniert werden können. Wenn ein großes deutsches Unternehmen bestehendes Pensionsvermögen aus Effizienzgründen hierzulande zusammenführen will, kann es das bisher nicht machen. An dieser Stelle steht der institutionelle Rahmen dafür nicht – trotz aller Bemühungen in den vergangenen Jahren. Die Politik spielt da noch nicht mit. Deshalb müssen unsere Kunden leider nach wie vor das Pension Pooling über unsere luxemburgische Plattform umsetzen.

dpn: Lässt sich dieses Hindernis Ihrer Meinung nach aus dem Weg räumen?

Vorbeck: Ich bin immer noch zuversichtlich. Es wäre doch absurd, wenn wir in Deutschland ein exzellentes Vehikel für das Pension Pooling per Gesetz einführen, dieses aber nicht zum Fliegen bringen.

Dietmar Roessler: Es braucht schnell einen Pilotkunden, der mit etwas Mut voranschreitet und das Thema durch die Instanzen bringt. Das würde helfen, die verbleibenden Fragezeichen zu beseitigen. Wir sehen sehr viel Nachfrage für Pension Pooling. Leider wird es derzeit nicht in Deutschland umgesetzt, sondern in Luxemburg, Irland oder den Niederlanden. Große Pensionskassen könnten ihre Assets außerhalb Deutschlands konzentrieren.

dpn: Praktizieren das deutsche Unternehmen schon?

Dr. Holger Sepp: Ja. Länder wie Luxemburg, die Niederlande, aber auch Belgien sind beim Pension Pooling einfach weiter. Das sehen wir über unsere Schwestergesellschaften dort. Deshalb nutzen auch Unternehmen aus Deutschland die Vehikel in diesen Ländern grenzüberschreitend, zum Teil über Master-Feeder-Konstruktionen.

dpn: Werden diese Investoren nach Deutschland zu-

rückkehren, wenn das Pension Pooling hierzulande ans Laufen kommt?

Sepp: Das ist unwahrscheinlich. Deshalb wäre eine rasche Lösung wünschenswert. Je mehr Unternehmen die Möglichkeiten zum Pension Pooling im Ausland nutzen, desto weniger Hoffnung besteht, diese Gelder für den deutschen Markt zu gewinnen oder zurückzuholen.

dpn: Eine andere Neuregelung betrifft beispielsweise die geschlossenen Fonds, die nun auch eine Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) und eine Verwahrstelle benötigen. Spüren Sie dies in Ihrem Geschäft?

Anja Schlick: Unsere deutsche Verwahrstelle hat dadurch bislang neun neue Mandate für Immobilien und Private Equity gewonnen. deren Volumen dürfte sich in den nächsten Jahren auf acht bis zehn Milliarden Euro summieren. Geholfen hat uns dabei, dass wir sowohl das operative Verwahrstellengeschäft nach Luxemburger Recht als auch das nach deutschem Recht in unserer Luxemburger Niederlassung gebündelt haben. Im Großherzogtum war eine Verwahrstelle für alternative Investments auch schon in der Vergangenheit erforderlich. Dadurch konnten wir unsere Erfahrung nutzen und die Luxemburger Prozessabläufe schnell auf das deutsche Geschäft spiegeln.

dpn: Sie haben also von Ihrer Erfahrung bei den Real Assets profitiert?

Schlick: Ja. Das ist ganz klar ein Wachstumsbereich. Auch bei der Fondsadministration in Luxemburg sehen wir derzeit einen deutlichen Trend hin zu alternativen Anlagen wie Private Equity, Venture Capital oder Immobilien.

„Wir haben viel in den Bereich der Real Assets investiert und konnten dadurch rund 30 Mandate gewinnen.“ **Dr. Holger Sepp** Caceis Bank Deutschland

dpn: Wie sieht es bei den anderen Gesellschaften aus?

Roessler: Es gibt eine starke Nachfrage in diesem Bereich. Die große Herausforderung für die Anbieter besteht jedoch darin, dieses Geschäft profitabel zu betreiben. Die Anforderungen bei den verschiedenen Sachwerten wie Eisenbahnwaggons, Flüssiggascontainern und Windparks sind sehr unterschiedlich. Es gibt dabei wenig Skaleneffekte. Deshalb konzentrieren wir uns – neben Immobilien, Infrastruktur und Private Equity – auf Wind- und Solarparks. Dort entstehen größere Synergien.

dpn: Was machen Sie, wenn ein Kunde nun aber in Eisenbahnwaggons oder Flüssiggascontainer investieren will?



Noch immer ist kein effizientes Pension Pooling in Deutschland möglich, beklagt Bernd Vorbeck. Zwar sei ein eigenes Vehikel dafür geschaffen worden, so der Sprecher der Geschäftsführung der Universal-Investment. Unklarheit herrsche aber darüber, ob Unternehmen bestehendes Pensionsvermögen auf die neue Plattform fusionieren könnten, erläutert der 52-jährige Diplomingenieur und Finanzanalyst (CEFA). Die Universal-Investment administriert insgesamt 230 Milliarden Euro, davon etwa 185 Milliarden Euro in eigenen Vehikeln mit rund 1.200 Mandaten.

Roessler: Wir können auch diese Assets abdecken. Im vergangenen Jahr haben wir zum Beispiel die Auflage eines Infrastrukturfonds als Verwahrstelle begleitet, der unter anderem in Darlehen für Gefängnisse investiert. Dies ist nur mit einem überproportional hohen Aufwand verbunden. Und die Synergien gehen teilweise verloren.

dpn: Stellen Sie dies den Kunden in Rechnung?

Roessler: Das hängt vom jeweiligen Mandat ab. Der Kunde hat oft Schwierigkeiten nachzuvollziehen, warum ein Fonds für Flüssiggascontainer deutlich mehr kosten soll als einer für Solarenergie. Die höhere Komplexität dahinter ist häufig nicht zu vermitteln.

dpn: Sehen Sie ein Margenproblem in diesem Geschäft?

Roessler: Ja. Auch das durchschnittliche Volumen dieser Sachwertfonds ist vergleichsweise niedrig. Im vergangenen Jahr gab es im deutschen Markt ungefähr 200 solcher geschlossener Fonds mit insgesamt drei oder vier Milliarden Euro Zeichnungsaufkommen. Das ist sehr wenig im Vergleich zum Aufwand, der dort gestemmt werden muss.

dpn: Könnte sich das ändern?

Roessler: Im Moment gibt es sehr viele geschlossene Fonds für Privatanleger, aber nur wenige für institutionelle Anleger. Spannend wird es, wenn sich das Verhältnis dreht.

Sepp: Das würde ich so nicht unterschreiben ...

Schlick: ... ich auch nicht! ...

Sepp: ... wir haben auch heute schon in diesem Bereich zu einem großen Teil institutionelles Geschäft ...

Schlick: ... das ist bei uns genauso. Die Gelder stammen hauptsächlich von institutionellen Anlegern.

dpn: Wie läuft dieses Geschäft bei Ihnen, Dr. Sepp?

Sepp: Wir hatten schon in der Vergangenheit einen großen Schwerpunkt bei den offenen Immobilienfonds und haben deshalb viel in den Bereich der Real Assets investiert. Bis zum 13. Juni dieses Jahres konnten wir dadurch rund 30 Mandate gewinnen. Die Hälfte der neu aufgelegten geschlossenen Fonds investiert in Immobilien. Andere Asset-Klassen sind erneuerbare Energien, Private Equity und der Luftverkehr. Inzwischen ist auch ein Containerfonds dabei.

dpn: Wie groß sind diese Fonds?

Sepp: Das erwartete Neugeschäft dieser neuen Mandate

„Andere Standorte wie Luxemburg oder Irland haben sich mit den Real Assets schon intensiver beschäftigt und sind dort bereits weiter.“

Clemens Schuerhoff Kommalpha

beläuft sich in den nächsten zwölf bis 18 Monaten auf ungefähr vier Milliarden Euro. Die Losgrößen sind also kleiner und die Skaleneffekte geringer als bei den Wertpapierfonds. Für uns ist das aber gleichwohl ein wichtiges Geschäft, weil es sich als Schwerpunktthema durch die gesamte Gruppe zieht. Dadurch sind wir in der Lage, einen Kunden über verschiedene Standorte hinweg zu begleiten. Im vergangenen Jahr konnten wir so die ersten grenzüberschreitenden Mandate auflegen.

dpn: Was heißt das konkret?

Sepp: Dass wir zum Beispiel für einen Asset Manager mal einen Fonds in der deutschen Jurisdiktion auflegen, mal in der Luxemburger Jurisdiktion, mal in der Schweiz, mal in Frankreich – je nachdem, wo der Investor dies haben möchte.

dpn: Welche Auswirkungen hat die Neuregelung Ihrer Einschätzung nach auf die Initiatoren der geschlossenen Fonds in Deutschland?

Sepp: Es gab vorher ungefähr 360 Emissionshäuser in Deutschland. Eine These im Vorfeld der Neuregelung war, dass vielleicht 60 bis 80 von ihnen eine KVG-Lizenz beantragen werden. Ich habe derzeit den Eindruck, dass es eher 50 bis 60 Gesellschaften sein werden.

dpn: Herr Schuerhoff, was beobachten Sie als Consultant in diesem Bereich?

Schuerhoff: Aufgrund der regulatorischen Unsicherheit, die lange vorherrschte, liegt der Markt für geschlossene Fonds schon seit Jahren am Boden. Das Nettomittelaufkommen war überschaubar. Daraus kann für die deutschen Dienstleister im Wachstumsmarkt der Real Assets ein Strukturproblem entstehen. Über eine wirkliche Expertise im Verwahrgeschäft verfügen vielleicht zwölf oder 15 Banken – diejenigen, die sich bereits in der Vergangenheit mit Immobilien beschäftigt haben und von diesem Know-how etwas auf neue Themen wie Wasserkraftwerke und Ähnliches transferieren können. Dagegen ist für deutsche Wertpapier-Verwahrstellen vieles in diesem Bereich völliges Neuland: nicht verwahrfähige Assets zu bewerten, das Cash Monitoring durchzuführen, die ganzen Eigentumsprüfungen vorzunehmen und so weiter. Andere Standorte wie Luxemburg oder Irland und manche internationale Häuser haben sich mit diesen Din-

gen schon intensiver beschäftigt und sind dort bereits weiter.

dpn: Herr Vorbeck, Ihre Sicht als Administrator?

Vorbeck: Insgesamt betrachtet ist das ein Geschäft, in dem Musik drin ist. Real Assets – von Private Equity bis hin zu den verschiedenen Sachwerten – sind bei uns in Luxemburg in den vergangenen drei Jahren um 70 Prozent gewachsen und machen einen guten Teil der 17 Milliarden Euro aus, die wir auf dieser Plattform verwalten. In Deutschland muss sich der Markt jedoch erst noch auf das neue Gesetz und die neuen Vehikel einstellen. Von den rund 50 deutschen KVGs haben überhaupt erst zehn oder zwölf eine AIFM-Lizenz dafür.

dpn: Wie weit ist Ihr Haus?

Vorbeck: Wir haben sowohl in Deutschland als auch in Luxemburg bereits eine umfassende AIFM-Lizenz erhalten und werden für institutionelle Anleger sukzessive geschlossene Investment-KVGs oder das luxemburgische Pendant SCSp auflegen.

dpn: Herr Burzić?

Ernesto Burzić: Aus der Erfahrung unserer Luxemburger Plattform heraus betrachtet liegen die niedrigen Losgrößen oft an der begrenzten Vertriebspower der Initiatoren. Ich gehe aber davon aus, dass künftig das institutionelle Geschäft in diesem Bereich wichtiger werden wird.

dpn: Warum?

Burzić: Die Anforderungen institutioneller Anleger an ein solches Vehikel haben sich stark gewandelt. Bis vor zwei Jahren sind viele Investoren an das Thema der Sachwertfonds eher aus einer opportunistischen Sicht herangegangen und haben dann entsprechende Produkte auflegen lassen. Damit war die Sache für sie erledigt. Dies hat sich radikal um 180 Grad gedreht. Jetzt kommen institutionelle Anleger auf uns zu und fragen nach einem Look-through, also einer Durchschau-Lösung für diese Fonds.

dpn: Wie kommt es zu einem solchen Wandel?

Burzić: Der Investor sagt jetzt zum Beispiel, dass Private Equity ein Bestandteil seines Portfolios ist, den er über die nächsten fünf bis zehn Jahre ausbauen möchte. Dafür benötigt er mehr Informationen: Er möchte auf die Ziel-Investments durchschauen können. Er möchte verstehen, warum der Manager aktuell dieses oder jenes Asset gekauft hat. Er interessiert sich viel stärker für die einzelnen Investments. Sehr stark nachgefragt werden Schnittstellen zu unseren Systemen. Zum Beispiel, um aus unserer Fondsbuchhaltung die Daten zu extrahieren und diese dann in das Risiko-Reporting des Investors einzuspielen.

dpn: Wie wichtig sind solche Schnittstellen inzwischen?

Burzić: Sie können entscheidend sein. Ein Investor hat uns vor kurzem berichtet, dass er sich bei der Ausschrei-



Die schärfere Haftung der Verwahrstellen in der neuen Ucits-V-Richtlinie für Publikumsfonds könnte die Anlagemöglichkeiten dieser Fonds einschränken, befürchtet Clemens Schuerhoff. Diverse Verwahrgesellschaften prüfen derzeit, ob sie sich aus Märkten mit einem erhöhten Risiko wie Nigeria, Syrien oder der Ukraine zurückziehen sollten, berichtet der Vorstand des Consultants Kommalpha. Alternativ könnte es in diesen Ländern zu einer deutlichen Anhebung der Preise für die Wertpapierverwahrung kommen, so der 44-jährige Wirtschaftswissenschaftler.

bung eines Private-Equity-Mandats nicht mehr für einen Anbieter aus dem deutschsprachigen Raum entschieden hat. Er hat stattdessen ein Haus aus Luxemburg gewählt, das nicht aus Deutschland stammt, weil dieses über solche Schnittstellen verfügt.

Roessler: Das Thema der Durchschau-Lösungen zieht sich in diesem Zusammenhang wie ein roter Faden durch die alternativen Investments, aber auch die gesamte Fondsbranche. Institutionelle Investoren erwarten immer mehr Transparenz – aufgrund der Regulierung, aber auch durch gestiegene hausinterne Ansprüche. Das stellt gerade im weniger liquiden Bereich eine große Herausforderung dar. Dort halten sich viele Asset Manager – gerade auch international tätige – beim Offenlegen der Underlyings stark zurück.

Vorbeck: Die Herausforderung besteht darin, dass dies ein manuelles Geschäft ist. Wir reden hier über nicht standardisierte Datenquellen. Wir bauen die entsprechende Reporting-Plattform derzeit weiter aus.

Schlick: Ich sehe es als Aufgabe für die Branche, gerade bei Private Equity ein relativ standardisiertes, einheitliches Reporting aufzubauen. Das ist derzeit noch kaum möglich. Die Initiatoren stellen die Daten sehr unterschiedlich zur Verfügung. Jeder legt auf andere Dinge Wert. Das komplett zu standardisieren, halte ich fast für ausgeschlossen. Man kann es möglicherweise in eine gemeinsame Richtung bringen. Aber am Ende wird es darauf hinauslaufen, selbst mehr Spezialisten für diesen Bereich einzustellen oder sich auf externe Hilfe zu verlassen, weil die Sache so vielschichtig ist.

„Die Losgrößen in Deutschland sind weitestgehend zu klein. Das ist ein Handicap, um an attraktive Assets heranzukommen.“

Dietmar Roessler BNP Paribas Securities Services

Burzić: Aus Gesprächen mit Investoren weiß ich, dass sie sich ebenfalls die Frage stellen, wie ein aussagekräftiger Risikoreport für Private Equity aussehen kann. Das Problem ist, dass es in dieser Anlageklasse keine einzelne Risikokennzahl gibt, die ich als einzige Größe verwenden kann. Es gibt verschiedene Methoden. Es gibt internationale Guidelines. Man muss sich sehr genau überlegen, welche Aussagekraft ein solcher Risikoreport haben soll. Wie will ich ein Portfolio von Flugzeugen risikotechnisch erfassen? Wie ermittle ich dabei einen Value-at-Risk? Was bedeutet dieser dann überhaupt? Was kann ein Anleger damit anfangen?

dpn: Und wie sieht der ideale Risikoreport für Private Equity aus?



Das Verhältnis der institutionellen Investoren zu den Sachwertanlagen hat sich geändert, beobachtet Ernesto Burzić. Früher seien die Anleger oft opportunistisch an diese Investments herangegangen, erläutert der Senior Sales Manager der BayernInvest. Inzwischen tätigen sie diese jedoch häufig aus strategischen Überlegungen heraus. Entsprechend höher seien jetzt die Anforderungen der Investoren an das Reporting, so der 44-Jährige mit einem MBA in Financial Management. Die BayernInvest administriert 53 Milliarden Euro in ungefähr 450 Mandaten.

Burzić: Den gibt es – bisher zumindest – noch nicht. Ein wenig drehen sich Anbieter und Investoren bei dieser Frage noch im Kreis. Wir Anbieter kommen aus einer liquiden Anlagewelt und sind gut darin, diese darzustellen. Das bescheinigen uns auch die Investoren. Kritik gibt es aber an der Aufbereitung für die weniger liquiden Assets. Ich höre von Anlegern immer wieder, dass die deutschen Anbieter dabei nachlegen müssen, um auf das Level internationaler Häuser zu kommen.

dpn: Institutionelle Anleger denken viel über Infrastrukturanlagen nach. Wie sieht es dort mit Investments aus?

Vorbeck: Wir erleben in der Praxis derzeit eine sehr große Bereitschaft, in solche Assets zu investieren. In Luxemburg gibt es relativ große Mandate, die – teilweise über Vehikel – in Infrastruktur investieren. Es gibt nur politisch einen gewissen Spagat: Einerseits braucht die öffentliche Hand diese Investitionen. Andererseits fehlt es an der politischen Unterstützung für solche institutionellen Investments, wie der Blick auf die Anlageverordnung und ähnliche Vorschriften zeigt.

Sepp: Ähnlich sieht es bei den erneuerbaren Energien aus. Das sind Themen mit deutlich erhöhter Nachfrage bei den Anlegern.

Burzić: Das große Problem ist der Dealfow, also die Transaktionspipeline. Ich habe in Gesprächen mit deutschen Anlegern oft gehört, dass sie von ausländischen Investoren verdrängt werden. Es kommen die Calpers dieser Welt, die mit eigenen Teams vor Ort – sei es in Hongkong, sei es in Europa – den Markt nach attraktiven Anlagen durchkämmen. Deutsche Investoren oder Fondsinitiatoren kommen deshalb oft nicht an die Deals heran.

Roessler: Der Vertreter eines großen kanadischen Pensionsfonds erzählte mir kürzlich, dass sie einen privilegierten Zugang selbst zu europäischen Infrastrukturprojekten haben, weil sie großvolumige Deals stemmen können. Diese Projekte kämen zum Teil gar nicht richtig auf den Markt, weil die institutionellen Anleger aus Europa sich meistens nur mit kleinen Stückelungen engagieren können. Die Losgrößen in Deutschland sind aus meiner Sicht weitestgehend zu klein. Das ist ein Handicap, um an attraktive Assets heranzukommen.

Schuerhoff: Ich kann dies bestätigen. Einer der größten amerikanischen Pensionsfonds, der zugleich auch der weltweit größte Agrarinvestor ist, sagte mir, dass institutionelle Anleger aus Deutschland seiner Einschätzung nach viel zu kleinteilig aufgestellt sind. Sie kommen deshalb in den meisten Fällen gar nicht an die interessanten Agrarflächen und globalen Opportunitäten heran. Langfristig wird die Finanzierung von Infrastruktur durch

institutionelle Anleger nicht mehr wegzudenken sein. Aber der Weg dorthin wird lang sein. Ein Beispiel dafür ist der European Long Term Investment Fund (Eltif), der ein Vehikel für eine solche private Infrastrukturfinanzierung werden soll. Bis dieses sich aber etabliert haben wird, werden die Strommasten vermutlich schon durchgerostet sein.

dpn: Bei unserem Roundtable „Immobilien und Infrastruktur“ vor vier Monaten wurde von Schwierigkeiten berichtet, die auftreten können, wenn strukturierte Infrastrukturanlagen in einen Masterfonds eingebracht werden. Sind das Kinderkrankheiten oder dauerhafte Probleme?

Schlick: Ganz wichtig ist die Expertise bei der Strukturierung. Dabei sollte auch ein enger Kontakt zur Finanzaufsicht – in Luxemburg also zur CSSF – bestehen, um bereits bei der Strukturierung zu erkennen, ob das Produkt allen Anforderungen Rechnung trägt, wenn es in einen Masterfonds eingebracht wird. Es wird oft im Vorfeld nicht ausreichend beachtet, wer am Schluss eigentlich die Investoren sind. Die neue Regulierung – die AIFMD – schreibt jetzt sehr viel restriktiver vor, an wen Sie welche Anlagen überhaupt vertreiben dürfen. Wenn Sie ein strukturiertes Produkt in einen Masterfonds einbringen, sollte dieses ein reguliertes Vehikel sein, um Durchschau zu ermöglichen.

dpn: Wenn ich meine Infrastrukturanlage bei einem Anbieter einkaufe, der sich auf solche Strukturierungen spezialisiert hat, und diese dann in einen Masterfonds einbringe, der bei einer anderen KVG administriert wird, kann es also keine Probleme geben?

Schlick: Man kann so etwas vermutlich nie ganz vermeiden. Aber wenn im Vorfeld klar ist, wer am Schluss die Investoren sein sollen, wie groß das Volumen der Strukturierung und wie groß der Masterfonds ist, dann kann man solche Probleme weitestgehend umgehen.

„Ganz wichtig bei einer Strukturierung ist die Expertise – und ein enger Kontakt zur Finanzaufsicht.“ **Anja Schlick** Hauck & Aufhäuser Privatbankiers

Vorbeck: Die Investoren benutzen meistens regulierte Vehikel wie den Masterfonds. Deshalb werden auch die Anbieter der Ziel-Investments mehr Transparenz herstellen und sich stärker an standardisierten Abläufen orientieren müssen. Dieses hochregulierte Umfeld ist für manche von ihnen noch eine relativ neue Anforderung. Das ist ein Transformationsprozess. Ich sehe es aber nicht als dauerhaftes Hindernis an.

Roessler: Diese Probleme sind Kinderkrankheiten, die



Einen klaren Trend hin zu alternativen Anlagen wie Private Equity, Venture Capital und Immobilien sieht Anja Schlick. Die Abteilungsleiterin Business Development bei Hauck & Aufhäuser Privatbankiers erwartet weiterhin ein starkes Wachstum in diesem Bereich. Aktuell beschäftigt sich ihr Haus zum Beispiel mit Flugzeugen als Anlageobjekte, berichtet die 44-jährige Bankfachwirtin. Hauck & Aufhäuser Privatbankiers verwahren 7 Milliarden Euro für Fonds nach deutschem Recht und administrieren 16 Milliarden Euro für Fonds nach Luxemburger Recht.

aber trotzdem wichtig sind. Viele außer-europäische Asset Manager, die Ziel-Investments in einen Masterfonds hineinliefern, sind äußerst zurückhaltend bei der Transparenz – besonders dann, wenn sie groß sind und eine erhebliche Marktmacht besitzen. Das kann schnell dazu führen, dass der Masterfonds unter Solvency II oder Basel III infiziert wird. Es gibt Anleger, die ein solches Ziel-Investment deshalb nicht erwerben.

Sepp: Die großen Versicherungen packen viele ihrer Assets etwa aus dem Bereich der erneuerbaren Energien gar nicht in Fonds, sondern kaufen diese direkt und lassen sie von eigenen Teams administrieren. Fonds sind diesen großen Investoren, die inzwischen im Schnitt schon ungefähr zwölf bis 15 Prozent in Sachwerten halten, zu aufwändig und zu teuer. Für Anleger mit kleineren Volumina können Fonds aber Sinn machen.

Schlick: Es gibt auch Zwischenformen. Es muss nicht immer nur der Fonds oder das Direkt-Investment sein. Verbriefungen spielen in diesem Zusammenhang eine große Rolle.

dpn: Wie ist der aktuelle Stand bei der European Market Infrastructure Regulation (Emir), die künftig den Umgang mit den OTC-Derivaten regeln soll?

Sepp: Wir warten noch auf die Finalisierung des Verwahrstellen-Rundschreibens. Dort werden die letzten Details geregelt.

Vorbeck: Die meisten Marktteilnehmer dürften eine Lösung für Emir haben. Aber bis alle Mandate implementiert sind, wird es noch eine Weile dauern.

dpn: Und wo stehen die institutionellen Anleger?

Vorbeck: Viele unserer Kunden haben sich noch nicht entschieden, wie sie mit Emir umgehen werden. Einige überlegen beispielsweise, ob sie künftig noch OTC-Geschäfte in den Vordergrund stellen wollen oder nicht.

dpn: Gibt es Investoren, die künftig auf OTC-Derivate verzichten werden, weil Emir eine Besicherung dieser Kontrakte durch Wertpapiere – ein Collateral – vorschreibt?

Vorbeck: Das wohl nicht. Aber Anleger sollten heute schon berücksichtigen, ob Asset Manager in großem Umfang beispielsweise OTC-Derivate einsetzen, denn dies macht künftig zumindest bei den Kosten einen großen Unterschied.

Roessler: Es gibt erste Aussagen von Investoren, die an Emir proaktiv herangehen. Sie messen die Kosten der OTC-Kontrakte, Devisentermingeschäfte und so weiter: zum einen vor der Einführung von Collateral und zum anderen

danach. Dabei haben sie festgestellt, dass die Vorzüge der Besicherung – die niedrigeren Spreads – die Nachteile der höheren Kosten für die Administration der Collaterals überwiegen. Sie werden daher weiterhin OTC-Derivate nutzen.

dpn: Was wird sich durch Emir beim Collateral Mangement ändern?

Roessler: Durch die steigende Nachfrage nach Collateral wird es zu Engpässen kommen. Deshalb sollte die Effizienz des Einsatzes verbessert werden. Während man früher tendenziell überbesichert hat, muss der Collateral Manager künftig dafür sorgen, dass nur so viel Sicherheiten geliefert werden, wie die Gegenpartei verlangt. Außerdem muss die Austauschgeschwindigkeit des Collaterals erhöht werden. Daneben werden neue Dienstleistungen entstehen. Wenn Sie etwa nur minderwertiges Collateral in Ihrem Portfolio haben, können Sie dieses in akzeptables Collateral swappen.

Vorbeck: Die Herausforderung für die KVGen sind die immensen Dokumentationspflichten mit den OTC-Kontrahenten. Einen hohen Aufwand verursacht dabei der Austausch der Besicherungsanhänge. Wir bauen deshalb effizient gemanagte Collateral Pools für Kunden auf, um möglichst wenige Besicherungsanhänge austauschen zu müssen.

dpn: Herr Burzić?

Burzić: Wir haben die Umsetzung von Emir schon vor zwei Jahren begonnen und uns parallel dazu mit dem Dodd-Frank Act – also der amerikanischen Variante – beschäftigt. Dadurch können wir heute als eine der wenigen deutschen KVGen auch in den USA ein Clearing von OTC-Derivaten anbieten. Wir haben dabei Segregated Accounts durchgesetzt. Die deutschen Sicherheiten werden also nicht in angelsächsischen Omnibus Accounts mit anderen Sicherheiten vermengt, sondern strikt getrennt aufbewahrt und für jeden einzelnen Anleger separiert, so dass unser Kunde später genau das zurückerhält, was er dort eingeliefert hat.

dpn: Herr Schuerhoff, welche Auswirkungen wird die schärfere Haftung der Verwahrstelle in der neuen Richtlinie für Publikumsfonds (Ucits V) haben?

Schuerhoff: Sie könnte die Anlagemöglichkeiten der Investoren einschränken. Es gibt diverse Verwahrgesellschaften, die derzeit prüfen, ob sie sich aus bestimmten Märkten zurückziehen sollten, weil diese zu unsicher sind. Selbst wenn dies nicht geschieht, könnten die Verwahrpreise für solche risikoreichen Länder in die Höhe schnellen.

dpn: Um welche Länder geht es dabei aktuell?

Schuerhoff: Zum Beispiel um Nigeria, Syrien oder die Ukraine.

dpn: Dr. Sepp?

Sepp: Die Depotbanken bekommen seit dem Madoff-Beitrag im Jahr 2008 mehr Verantwortung. Das fängt bei der

„Wir haben uns mit dem Dodd-Frank Act beschäftigt und können dadurch auch in den USA ein Clearing von OTC-Derivaten anbieten.“

Ernesto Burzić BayernInvest

lokalen Verwahrung an, betrifft aber auch die oftmals 80 bis 100 Lagerstellen in den verschiedenen Ländern weltweit. Es gibt zwei Modelle in der Branche, um mit dieser Entwicklung umzugehen: Einige Häuser bauen mit eigenen Einheiten eine Präsenz in den wichtigsten Ländern auf, andere verlassen sich in vielen Märkten auf Experten vor Ort – also andere Gesellschaften, die eine Unterverwahrung der Assets übernehmen. Unter Ucits V wird die deutsche Verwahrstelle in beiden Fällen die finale Verantwortung auch für das tragen, was in den weit entfernten Lagerstellen geschieht.

dpn: Was wird dies für den deutschen Verwahrmarkt bedeuten?

Sepp: Die Konsolidierung bei den deutschen Verwahrstellen ist gemessen an den Assets schon weit vorangeschritten. Der Druck wird durch Ucits V und das Verwahrstellen-Rundschreiben weiter zunehmen. Die Frage ist, wie lange kleinere und mittlere Häuser die höheren Haftungsrisiken tragen können, obwohl die Preise für Verwahrung in den vergangenen Jahren gesunken sind.

Roessler: Bis vor zwei oder drei Jahren galten die Assets bei einer Depotbank als sicher. Heutzutage fragen die Kunden nach und erwarten zum Beispiel, dass wir die Wertpapiere segregieren können – bis auf die Ebene der Lagerstelle oder sogar des Zentralverwahrers.

dpn: Haben Sie bereits bestimmte Märkte ausgeschlossen?

Roessler: Nein, im Moment nicht. Wir sehen aber, dass einige Anbieter die Verwahrhaftung für einzelne Länder – Stichwort Ukraine – ausschließen oder begrenzen.

Schuerhoff: Kann sich eine Verwahrstelle überhaupt von der Haftung vertraglich befreien lassen?

Sepp: Unter Ucits V definitiv nicht mehr.

Schuerhoff: Wird sich die stärkere Verwahrstellenhaftung bei Ucits-V-Publikumsfonds auch auf andere Bereiche – etwa Direktbestände – auswirken?

Roessler: Meiner Meinung nach ja. Investoren mit sehr großen Volumina werden



Dr. Holger Sepp, Mitglied der Geschäftsführung der Caceis Bank Deutschland, beobachtet einen Trend hin zu grenzüberschreitenden Services für große Asset Manager. Dabei lege der Dienstleister mal einen Fonds in Deutschland auf, mal in Luxemburg, mal in der Schweiz, mal in Frankreich, erklärt der 49-jährige promovierte Volkswirt. Seine Gesellschaft baue deshalb die Standorte in Europa weiter aus. Die Caceis Bank Deutschland verwahrt in Deutschland 75 Milliarden Euro für Fonds und insgesamt 344 Milliarden Euro Wertpapiere als Custodian.

künftig bei Verhandlungen versuchen, ähnliche Haftungsregeln auf individueller Basis durchzusetzen.

dpn: Dr. Sepp, wo setzt Ihr Haus Schwerpunkte bei den Investitionen?

Sepp: Für uns werden nach wie vor Immobilien und die alternativen Assets ein großes Thema sein. Außerdem die grenzüberschreitenden Services für große Asset Manager und institutionelle Häuser. Wir investieren derzeit viel in diesem Bereich, indem wir neue Standorte eröffnen – so haben wir Einheiten von Rothschild & Cie Gestion in Italien übernommen – und bestehende Standorte um zusätzliche Services erweitern, etwa in Belgien und den Niederlanden.

dpn: Herr Roessler, was bringt Ihr Haus demnächst in Deutschland neu auf den Markt?

Roessler: Neben der Verwahrstelle für offene Immobilienfonds ein ALM-Reporting, das erlaubt, die Verpflichtungsseite im Vergleich zur Asset-Struktur zu analysieren – und das möglichst auf einer laufenden Basis. In England und den Niederlanden haben wir das bereits für zwei, drei Kunden umgesetzt. Derzeit passen wir dies für den deutschen Markt an.

dpn: Herr Vorbeck, gibt es aus Ihrer Sicht ein wichtiges Thema, das wir heute noch nicht angesprochen haben?

Vorbeck: Das Währungsoverlay. Unsere Kunden suchen im Zuge der erhöhten Volatilität bei den Wechselkursen Unterstützung, um ihr Exposure an fremden Währungen zu managen. Aktive Asset Manager sind hier weniger gefragt, es geht um die regelgebundene Steuerung von Währungsrisiken. Wir bieten individuelle Lösungen an und spüren dort eine sehr hohe Nachfrage.

dpn: Herr Burzić, was planen Sie für die nächsten zwölf Monate?

„Unsere Kunden suchen im Zuge der erhöhten Volatilität bei den Wechselkursen Unterstützung, um ihr Exposure an fremden Währungen zu managen.“ **Bernd Vorbeck** Universal-Investment

Burzić: Die meisten Anleger werden durch den schieren Umfang des Reportings in der Entscheidungsfindung überfordert. Kunden sagen uns, dass sie ein übersichtlicheres Reporting haben wollen – zum Beispiel die wesentlichen fünf oder sechs Kennzahlen. Wir legen daher momentan den Fokus nicht auf eine App oder eine Darstellung auf einem iPad, sondern wollen stattdessen auf die



Institutionelle Anleger erwarten immer mehr Transparenz beim Reporting, so Dietmar Roessler, Mitglied der Geschäftsleitung von BNP Paribas Securities Services. Deshalb werden Durchschau-Lösungen (Look-through) in der gesamten Fondsbranche an Bedeutung gewinnen, prognostiziert der 51-jährige Bankkaufmann. BNP Paribas Securities Services verwahrt in Deutschland 228 Milliarden Euro für Fonds und insgesamt 670 Milliarden Euro Wertpapiere als Custodian. Außerdem administriert das Unternehmen zehn Milliarden Euro als Dienstleister für andere Häuser.

individuellen Bedürfnisse unserer Kunden eingehen und maßgeschneiderte Lösungen anbieten.

Roessler: Wir sehen auch einen Trend zu einem vereinfachten Reporting. Bei unseren Kunden besteht aber gleichzeitig eine sehr starke Nachfrage nach einem interaktiven Online- und iPad-Reporting, das die wesentlichen Risiko- und Performance-Kennzahlen überschaubar liefert.

Sepp: Das sehe ich auch so. Für uns ist das nach wie vor ein großes Investitionsfeld.

Vorbeck: Das ist eine Frage des Aggregationslevels. Die Zahlen für den Executive-Report können Sie nur liefern, wenn Sie die Basis auch ordentlich gemacht haben. Im Kern geht es darum, auf Executive-Ebene intelligente Senior Reports zu erstellen. Insgesamt geht der Trend klar zu interaktiven Reportings und einem neuen Tiefgang. Investoren erwarten inzwischen nicht nur aggregierte Daten, sondern auch Kontributions- und Attributionsanalysen.

dpn: Frau Schlick, was plant Ihr Haus für die nächsten zwölf Monate?

Schlick: Wir werden bei der Verwahrstelle den Bereich der liquiden Assets weiter ausbauen. Das ist für uns ein strategisches Geschäftsfeld. Wir wollen nicht nur die alternative Seite abdecken. Das Online-Reporting, die schnelle Verfügbarkeit der Daten ist für uns auch ein wichtiges Thema. Die alternativen Assets werden wir ebenfalls weiter ausbauen – sowohl bei unserer deutschen Verwahrstelle als auch als Vollanbieter aus der Luxemburger Einheit heraus, wo wir von der Fondsaufgabe bis zur Verwahrstelle die komplette Wertschöpfungskette abbilden. Wir werden dabei weiterhin in Personal und System investieren.

dpn: Und was gibt es Neues für die Kunden?

Schlick: Für uns steht die Individualität der Kunden im Vordergrund. Wir bieten eher maßgeschneiderte Lösungen an als die Betreuung sehr großer Mandate, die automatisiert abgewickelt werden können. Deshalb hängen auch unsere Innovationen zu einem wesentlichen Teil von dem Bedarf ab, den die Kunden an uns herantragen. Wir beobachten derzeit einen Trend zu Flugzeugen als Anlage. Bisher haben wir von Assets, die schnell zu entwenden sind, in der Verbriefung die Finger gelassen – also zum Beispiel von Musikinstrumenten wie einer Stradivari oder Ähnlichem. Aber Flugzeuge werden ein Thema werden. Wir beschäftigen uns bereits intensiv damit und bauen die Expertise auf.

dpn: Herr Schuerhoff, was steht auf Ihrer Agenda als Consultant ganz oben?

Schuerhoff: Uns beschäftigt derzeit sehr stark die Verwahrstellenhaftung. Außerdem Ucits V und die entsprechenden operativen Konsequenzen. ■