

Administration von Alternatives: Von Generalisten und Spezialisten

Von Patrick Eisele

Mit der Administration von Wertpapieren groß gewordene KVGGen widmen sich verstärkt der Administration von Real Assets – und stützen sich dabei auf bestehende Prozesse. Dies bringt den KVGGen Skalierungsvorteile und den Kunden ein einheitliches Reporting. Offen ist die Frage, ob dieses Vorgehen die Eigenschaften von Real Assets auch korrekt abbildet. Gerade bei der Transparenz zeigen sich in der Administration von Alternatives die Unterschiede zwischen Generalisten und Spezialisten.

Anno 2001 machte der Nikolaus Administrationsdienstleistern eine besondere Bescherung. Mit dem am damaligen 6. Dezember veröffentlichten Rundschreiben R11/2001, vulgo Nikolausrundschreiben, war fortan die Auslagerung von Bereichen auf ein anderes Unternehmen erlaubt – und damit das Konstrukt Master-KAG auch offiziell abgesegnet. Dieses trug wesentlich dazu bei, dass Investoren ohne größeren verwaltungstechnischen Aufwand sehr flexibel auch mit spezialisierten Boutiquen und ausländischen Asset Managern investieren können. Die mittlerweile Master-KVGGen genannten Administratoren verwalten heute Milliarden an Euros. Der Master-KVG-Marktführer Universal-Investment administriert in seinen Masterfonds in über 220 Fonds etwa 160 Milliarden Euro. Große Volumina sind im margensarmen Admin-Business, vergleichbar zu Angeboten von passiven Asset Managern, eine wichtige Geschäftsbasis. Um sich neue Verdienstmöglichkeiten zu erschließen, waren die Master-KVGGen mit mehr oder minder großem Erfolg gezwungen, ihr Service-Repertoire in Richtung Overlays, Wertpapierleihe, Transition-Management-Angebote, aufsichtsrechtliches Meldewesen oder der Integration von Direktbeständen zu erweitern.

Doch mehr und mehr entwickeln sich für die Administratoren margenstärkere Geschäftspotenziale außerhalb der Welt des Risiko-Controllings, des einheitlichen, standardisierten Reportings und der Bündelung von Aktien und Anleihen zu bilanziellen Zwecken. Den hierfür verantwortlichen Nikolaus gibt Mario Draghi mit seiner Zinspolitik, welche institutionelle Anleger zu Investments in alternative Anlagen zwingt – und Master-KVGGen, aber auch Verwahrstellen und Software-Anbietern, neue Geschäftspotenziale erschließt. Die Beweggründe liegen auf der Hand: die wegen der Zinsmisere kontinuierlich steigenden Alternatives-Zielquoten und die besseren Verdienstmöglichkeiten. Nicht zuletzt dürfte auch die Bestätigung des Vier-Augen-Prinzips in der AIFM-Richtlinie Master-KVGGen und Verwahrstellen in ihrem Tun bestätigt haben. „Ein halbes Dutzend an Wertpapier-Master-KVGGen beschäftigt sich auch mit der Administration von Real Assets“, sagt Clemens Schuerhoff. Der Kommalpha-Berater fügt hinzu, dass die Liste der bei der Bafin registrierten KVGGen noch nie so lang war wie gegenwärtig. Vor Inkrafttreten des KAGB 2013 waren rund 80 KVGGen bei der Bafin lizenziert, bei denen es sich in der Rückschau um die stabile Community der überwiegend wertpapierlastigen Häuser handelte. Inzwischen ist die Zahl der insgesamt bei der Bafin registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften auf 260 gestiegen, nach 218 im Vorjahr. „Dieser kräftige Anstieg basiert stark auf Spezialisten für alternative Assets.“

The Next Big Thing in Admin: Alternatives

Laut PWC wurden in Luxemburg Ende vergangenen Jahres erstmals mehr AIFM-Lizenzen als Ucits-Lizenzen gezählt. In diesem Vergleich steht es nun 220 zu 201, nach 200 zu 204 im Jahr 2015. Dieser Trend

basiert gemäß PWCs Observatory Management Companies Barometer 2017 auf dem Interesse der Anleger, mit Infrastruktur, Debt und Private Equity das Portfolio breiter zu diversifizieren. Im Vergleich des alternativen Geschäfts der klassischen Wertpapier-Administratoren liegt Universal-Investment auch vorne. PWC führt Universal mit 22 Milliarden Euro an Assets auf dem ersten Platz eines Top AIFM ManCo-Ratings. Mit 19 Milliarden Euro an Assets folgt die Deka auf dem zweiten Platz. Die Top Ten komplettieren aus Deutschland Flossbach von Storch und Deutsche Asset Management mit je elf Milliarden Euro auf den Plätzen acht und zehn. 22 Milliarden sind absolut betrachtet für eine Universal, die insgesamt etwa 300 Milliarden Euro administriert, zwar nicht besonders viel. Allerdings beeindruckt das Jahreswachstum von 39 Prozent. Die Zahl der Fonds erhöhte sich um neun auf 43. Auch bei den sogenannten Third Party ManCos, die Administrationsleistungen für andere Investmentgesellschaften wie Sicavs erbringen, belegt Universal-Investment mit 25,9 Milliarden Euro an verwaltetem Vermögen den zweiten Platz hinter der UBS. Ebenfalls in die Top Ten haben es aus Deutschland IP Concept und Oppenheim Asset Management Services mit 14 beziehungsweise 13 Milliarden Euro geschafft.

Wenn die mit klassischen Wertpapieren großgewordenen Administratoren auch die Administration von alternativen Assets anbieten, können sie bei ihrer bereits bestehenden Kundschaft einen gewichtigen Vorteil ins Feld führen. „Ein guter Grund mit uns nach Luxemburg zu gehen, besteht darin, dass man schon hier in München unsere Master-KVG nutzt“, erklärt Katja Lammert, Geschäftsführerin bei der Bayern Invest. „Dann genießt der Kunde den Vorteil, Reportings zu allen Assets aus einer Hand zu bekommen.“ Die größten fünf Kunden würden für die Verwaltung ihrer Alternatives, so Lammert, „Luxemburg“ zumindest als Projekt führen. Katja Lammert: „Dieses Thema startete vor etwa fünf Jahren und hat sich 2016 nochmal richtig beschleunigt.“ Damaliger Pilotkunde war das in Düsseldorf ansässige Versorgungswerk der Wirtschaftsprüfer und vereidigten Buchprüfer, WPV. Die Bayern Invest administriert in Luxemburg derzeit für Investoren und Asset Manager knapp drei Milliarden Euro an Assets, darunter auch Alternatives in Form von Infrastruktur und Private Equity. Dabei können die Münchner für Infrastructure Debt auch das Finanzierungs-Know-how ihrer Mutter, der Bayern-LB, nutzen. Dank des Volumens und der höheren Margen für die Administration von Alternatives im Vergleich zu klassischen Asset-Klassen sei die Bayern Invest Luxembourg S. A. profitabel. Auf die Marge drückt allerdings der relativ hohe Aufwand beispielsweise für Compliance und das Führen des Datenhaushalts für das Risikomanagement, wofür die KVGs den gesetzlichen Auftrag haben. „Für Alternatives braucht es Fachkräfte. Die Anzahl der Mitarbeiter im Bereich Legal, Tax und Compliance ist in den vergangenen Jahren stark gewachsen. Wir beschäftigen nun acht Juristen und drei Steuerexperten“, so Chef-Syndika Lammert. Wie stark sich die Anforderungsprofile in dieser Branche in diese Richtung entwickelt haben, zeigt sich auch darin, dass Katja Lammert im Jahr 2001 als einzige Juristin in der Gesellschaft beschäftigt war und damals diese Themen noch allein bewerkstelligen

konnte. Für die Datenpflege hat die Bayern Invest standardisierte Formblätter entwickelt, in denen beispielsweise für Loans Angaben zu Laufzeiten, Zahlungszeitpunkten oder dem Sektor-Exposure vermerkt werden. Einheitliche Formblätter für alle, wie sie in Deutschland in Arbeitskreisen und Ausschüssen entwickelt wurden, existieren in Luxemburg nicht. Für die Erhebung der Daten setzt die Bayern Invest auf die Kooperation der Asset Manager und auf den Druck der Kunden, welche die Daten für ihr eigenes Reporting benötigen. Nur wenn auch bei der Administration von alternativen Assets eine Systematisierung und Standardisierung gelingt, wird von den höheren Gebühreneinnahmen auch unter dem Strich mehr hängenbleiben.

Software-Anbieter und Verwahrstellen positionieren sich

Für die Zukunft sehr relevant ist die Administration von alternativen Assets auch für Software-Anbieter und Verwahrstellen. Im April teilte Simcorp Dr. Ralf Schmücker auf einer Veranstaltung mit, dass alternative Investments für den Software-Anbieter „ein aktueller Schwerpunkt der Entwicklung“ sei. Hierbei handele es sich um eine sehr spezielle Welt, für die Simcorp bereits vor einigen Jahren Spezialisten engagiert habe. „Wir wollen auf das Level von Spezialanbietern kommen“, so Schmücker. Bereits heute könne Simcorp Positionsdaten darstellen, was jedoch noch fehlerhaft sei die flexiblere Beschreibung der ‚Stammdaten‘ von Alternative Assets, die mit dem Release der Software 2018 folgen, Cashflow-Prognosen und eine dedizierte Applikation zur Überwachung dieser Investitionen. Das Geschäftspotenzial ergibt sich auch aus der Sicht von Schmücker nicht zuletzt daraus, dass viele Kunden bislang Excel oder Speziallösungen einsetzen. Simcorp teilt mit, für die Erweiterung bereits namhafter Kunden als Entwicklungspartner gewonnen zu haben. In der Zukunft könnten Anleger für zum Beispiel Immobilien auch Diamos-AI einsetzen. Diese Software des Fondsbuchhaltungs-Spezialisten aus Sulzbach offeriert Module für die Miet- und Objektverwaltung, das Vertragsmanagement, Immobiliencontrolling und Umsatzsteuer. Speziell im Immobilien-Kontext bediene Diamos-AI die Funktionen Überwachung von Kündigungs- und Verlängerungsoptionen, Unterstützung der gebräuchlichsten Konditionsanpassungsverfahren und Prognosen zu Mieteinnahmen. Angepasst sind die Diamos-Lösungen an die unterschiedlichen Bedürfnisse von Managern, KVGs und Verwahrern.

Verwahrstellen wiederum sind Profiteure der AIFMD, laut der Verwahrer nun auch von geschlossenen Fonds benötigt werden. Dies bescherte insbesondere Caceis Neugeschäft. Caceis verwahrt Fonds für Immobilien, Private Equity, Flugzeuge, Infrastruktur, Renewables, Schiffe und Container. „Die BVI-Verwahrstellenstatistik weist für geschlossene Investmentvermögen ein Volumen von 8,7 Milliarden Euro aus. Caceis verwahrt davon 5,1 Milliarden“, so Dr. Holger Sepp von Caceis. Zu Effizienzvorteilen sagt Sepp: „Die Natur der Sachwertfonds macht deutlich, dass ein vergleichbar hoher Automatisierungsgrad wie bei Wertpapierfonds nicht möglich sein wird.“ Skaleneffekte gäbe es vor allem bei geschlossenen Immobilienfonds aufgrund bestehender Erfahrungen mit offenen Immobilienfonds.

Um bei der Administration von alternativen Assets aufzuholen, hat der Global Custodian JP Morgan in Irland im vergangenen Jahr die Gründerin des Fondsadministrators Quintillion, Joan Kehoe, eingestellt. „Wir haben unsere Systeme überarbeitet und können in Dublin nun fast alle alternativen Asset-Klassen abbilden. An einem Komplettangebot arbeiten wir aber noch“, sagt Michelle Grundmann. Für das Vorstandsmitglied in der deutschen Niederlassung von JP Morgan ist indes die neue Steuergesetzgebung das größere Thema.

Die große Herausforderung bei der Verwahrung von Alternatives: die Daten. „Das A&O ist die effiziente Abwicklung. Dafür brauchen wir beispielsweise für Private Equity Daten zu den Calls, bei Immobilien Daten zu Mieten und Nebenkosten, bei Loans Daten dazu, was Zins und was Tilgung ist sowie welche steuerliche Behandlung jeweils anzusetzen ist. Das muss alles im System effizient abgebildet werden“, erläutert Michelle Grundmann. Dafür wiederum brauche es Schnittstellen zu den Asset Managern, und hierfür wiederum neue Konstellationen und Kooperationen in den Geschäftsbeziehungen, so Grundmann und spricht in diesem Zusammenhang von einer „neuen digitalen Ära“. Offensichtlich wird in den Ausführungen der Administrationsexpertin: „Für Verwahrstellen geht es nicht mehr nur um die Abwicklung von Wertpapieren.“ Den Bedarf nach Schnittstellen und neuen Kooperationen hat auch Diamos-COO Derenik Grigorian erkannt: „Als größte Herausforderung am Markt nehmen wir die Notwendigkeit wahr, einheitliche und zusammenhängende Prozessketten zu erzeugen, die auch über Unternehmensgrenzen hinweg Dritte sauber systemisch anbinden.“

Für die auf Immobilien spezialisierte Master-KVG 2IP ist die digitale Ära bereits angebrochen. Die Real-Estate-Plattform hat es sich zur Aufgabe gemacht, durch eine starke Digitalisierung die Vielzahl an einer bestimmten Immobilie Beteiligten – Investor, Property Manager, Mieter, Ämter, Anwälte, Steuerberater – und deren Interaktionen abzubilden. „Bei Immobilien muss die Wertschöpfung im Vordergrund stehen. Dafür ist ein gutes Netzwerk nötig“, erklärt Geschäftsführer und Gründer Jörg Homann. Die Immobilien-Master-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist als Administrator und Berater auf die institutio-



Bild: Bayern Invest

Wachstums-Story Luxemburg: „Dieses Thema startete vor etwa fünf Jahren und hat sich 2016 nochmal richtig beschleunigt“, zieht Katja Lammert von der Bayern Invest Bilanz.

nelle Investorensseite ausgerichtet, hat heute 15 Milliarden Assets unter Administration, darunter die Immobiliengelder der Sächsischen Ärzteversorgung, SÄV (siehe Juni-Ausgabe portfolio institutionell, Seite 32f.). Andere Anbieter wie die Intreal verstehen sich dagegen als Service-KVG, sind also Dienstleister für Manager. Die Frage, ob er einen Immobilien-Masterfonds weiterempfehlen könne, beantwortet Nico Appelt, SÄV-Geschäftsführer, mit einem klaren Ja und begründet dies als erstes mit der Flexibilität. „Innerhalb des Masterfonds ist der Austausch eines Managers möglich, ohne dass zum Beispiel Grunderwerbsteuer anfällt.“ Weitere Argumente pro Immobilien-Master-KVG und 2IP sind für Appelt Reporting-Qualität, Vergleichbarkeit und erhöhte Prozessgeschwindigkeit.

Unterschiede: Transparenz und Consulting

Aus den Digitalisierungs-Anstrengungen von 2IP ergibt sich mit „Transparenz“ aber auch ein Aspekt, der das Tun eines Immobilienspezialisten von dem eines Administrators mit Wertpapier-DNA unterscheidet. Bezüglich Transparenz nennt zum Beispiel die Helaba Invest auf ihrer Homepage als Masterfonds-Vorteile die „klare Struktur des Gesamtportfolios“ und eine „übersichtliche Gebührenstruktur“. Generell spiegelt Transparenz bei Wertpapierverwaltern das Quotendenken der Anlageverordnung, Risikomanagement-Anstrengungen in Form von Overlay-Steuerungen und die Identifikation zu Klumpenrisiken zu einem Land, einer Währung oder einem Emittenten, sowie den Bedarf von Versicherungen an SCR-Berechnungen wider.

Big Data und Smart Data

Ein Administrator für Real Assets versteht unter Transparenz dagegen Aufschlüsse zum Risiko eines bestimmten Assets. Hierbei können auch qualitative Daten einfließen. „In unserem Mieterdatensatz nehmen wir auch die Zufriedenheit des Mieters auf. Auf der Basis solcher Erkenntnisse können wir Cashflows und deren Stabilität besser prognostizieren beziehungsweise ob, und wenn ja zu welchen Konditionen, ein Mietvertrag verlängert wird“, erläutert Jörg Homann den Plattformgedanken von 2IP, das man auch als Fintech beziehungsweise PropTech einordnen könnte. Homann fügt hinzu, dass bei der Immobilienadministration die Transparenz im Vordergrund stehen muss. Tugenden der Wertpapier-Masterfonds wie einheitliches Reporting oder der Bilanzausgleich seien dagegen nachgelagert.

Vergleichbar sind Immobilien in diesem Punkt mit dem Handling von Hedgefonds, Private Debt und Renewables. In diesen drei Segmenten ist Prime Capital unterwegs. „Wir sind ein Asset Manager, der auch die passenden Zugangswege mitliefert“, so Andreas Kalusche. Prime Capitals Vorstand für Client Solutions fügt hinzu, dass man als direkt investierender Manager diese Assets eben auch verstehe, und somit beispielsweise bei qualitativen Bewertungen auch mehr als klassische KVGen leisten könne. Als Beispiel nennt Kalusche eine hypothekenbesicherte Flugzeugfinanzierung, an der typischerweise neben dem Flugzeug der Investor, Leasing-Geber, Leasing-Nehmer,



Bild: 2IP

„In unserem Mieterdatensatz nehmen wir auch die Zufriedenheit des Mieters auf“, so Jörg Homann von 2IP. Dies hilft der Immobilien-Master-KVG bei der Kalkulation des nächsten Mietvertrags.

Kreditgeber und weitere Dienstleister beteiligt sind: „Um den Marktwert laufend festzustellen, beispielsweise bei Krediten für einen bestimmten Flugzeugtyp, müssen qualitative Fragen mit dem Wirtschaftsprüfer diskutiert werden. Es reicht nicht, zum Anschaffungswert zu bilanzieren und lediglich Finanzierungslaufzeit und Bonität des Leasing-Nehmers zu reporten.“ Transparenz bezüglich Hedgefonds sieht Kalusches Kollege Werner Humpert in Aspekten wie Research zum Investment Team und Stiltreue-Analysen. Auch hier dürfte nicht jede KVG den gleichen Service wie ein Spezialist bieten. Bezüglich der Investoren sieht sich Prime Capital wie oben erwähnt nicht nur als Asset Manager, sondern auch als „Koordinator“ und „Aufbereiter“. Als Koordinator ist Prime Capital zwischen einer Bank und einer Versicherung gefragt, wenn diese Kredite aus dem Bankbuch ins Versicherungsportfolio verkaufen wollen. Die richtige Aufbereitung betrifft das Vehikel. Dieses ist aber nach Prime-Erfahrungen nicht immer ein Fonds. „KVGGen denken in Fonds. In der Praxis läuft es bei Private Debt aber oft auf Verbriefungen hinaus“, sagt Humpert, denn „nur Wertpapiere können ein Rating erhalten“. Und ein Rating ist – sofern es gut ausfällt – bei der Anlageverordnung und bei Solvency II hilfreich.

Zurück zu Immobilien: Die klassischen Master-KVGGen Universal Investment und die Helaba Invest haben in dieser Asset-Klasse viel Know-how aufgebaut. Der Werkzeugkasten dürfte aber aus Gründen der Prozessorientierung und der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells stark dem der Verwaltung von Wertpapieren ähneln. Die Helaba „transferiert ihre Kompetenz im Bereich Administration, Prozesse und Reporting aus dem Wertpapierbereich auf die Asset-Klasse Immobilien“. Bezüglich einer „Risikoklassendurchschau“ teilt Helaba Invest mit: „In Anlehnung an das Konzept für die liquiden Asset-Klassen wurde der Grundgedanke fortgeführt, das Portfolio innerhalb der Risikokategorie Immobilien nach Risikoklassen zu gliedern. Als weitere Dimensionen zur Gliederung dienen dabei das Land und die Nutzungsart.“ Ob dies den Feinheiten des Immobilienmanagements gerecht wird? Grundsätzlich gilt diese Frage natürlich auch für andere Real Assets. Wichtig in der Einordnung der Helaba Invest allerdings zu erwähnen: Die KVG hat Kompetenzen im Immobiliendachfonds-

management, bezeichnet sich selbst als ersten Multi Manager für Immobilien und verweist auf ein Team an Immobilienspezialisten. Es wäre auch nicht zielführend, als Dachfonds-Investor über jedes einzelne Asset in allen Details informiert zu werden. Zudem ist die Helaba Invest in einem Aspekt, dem Consulting, sehr nah an den alternativen Admin-Spezialisten. Der Beratungsschwerpunkt kann als Differenzierungsmerkmal der Helaba-Tochter zu anderen Master-KVGGen gesehen werden, ist aber auch eine Spezialität der alternativen Admin-Spezialisten. „Wir sind Immobilien-Master-KVG und Consultant“, ergänzt Homann von 2IP.

Mehr Wert auf Risikomanagement bei alternativen Assets zu legen, wird sich auszahlen. Schließlich handelt es sich in der Regel um Klumpenrisiken, deren Illiquidität mit auftauchenden Problemen stark korreliert ist. Schnelle und gute Informationen zu haben ist darum wichtig. Ein „wir können alles und günstig“ seitens Wertpapier-Master-KVGGen, deren Transparenzverständnis stark vom Quotendenken der Anlageverordnung geprägt ist, sollten Investoren darum mit Vorsicht genießen. Ab wann sich Spezialisten, die eher in Richtung der Gedankenwelt eines internen Solvency-II-Models gehen, rentieren, ist vom Volumen abhängig. „Das zu administrierende Immobilienvolumen sollte mindestens 200 Millionen Euro Investitionsvolumen betragen“, so Homann.

Die Rentabilität auf Administratoreseite wird stark von der Kleinteiligkeit der Assets beeinflusst. Ein Pflegeheim in Schweden hat mit einem Logistikzentrum in Frankreich eine nur überschaubare Schnittmenge. „Die Kundenbeziehungen sind auch nicht skalierbar“, teilt Homann mit. „Skalierungspotenziale liegen allerdings darin, wenn der gleiche Property Manager gleich mehrere Projekte managt und wir auf unser bereits bestehendes Netzwerk zugreifen können.“ Betriebsgrößenvorteile liegen für Homann auch in der Administration von mit Immobilien „verwandten“ Asset-Klassen wie Renewables. „Bei Photovoltaik und Wind hat der Investor die gleichen Rechte wie bei einer Immobilie. Das können wir auch. Die Zahl der Beteiligten und der Pflegeaufwand ist bei Erneuerbaren Energien auch vergleichsweise gering, falls nicht gerade ein Repowering-Projekt ansteht.“ Auch Prime Capital muss nach Skalierungsmöglichkeiten streben. Diese liegen in der Wiederholbarkeit beziehungsweise darin, die gleiche Asset-Klasse mitsamt dem passenden Zugang einem weiteren Investor aus der gleichen Anlegergruppe aufzubereiten. „Die Chance, mehrmals die gleiche Asset-Klasse für die gleiche Anlegergruppe anbieten zu können, steigt dadurch, dass wir uns auf drei Asset-Klassen konzentrieren“, so Kalusche. Die dadurch entstehende Kostendegression können dann auch die Investoren für sich geltend machen.

Spannend für die Zukunft wird sein, inwieweit sich die Services von klassischen Wertpapier-Master-KVGGen und den alternativen Administrationsspezialisten annähern. Eine völlige Überlappung wird es allerdings nicht geben, da die Herangehensweisen bezüglich Tiefe an Asset-Reporting, qualitativer Daten, Beratung oder allgemein dem Verständnis von Transparenz zu unterschiedlich sind.