



Till Entzian

## Wertpapier-Spezialfonds 2005: Wachstum und höhere Angebotsbandbreite

Das Vermögen der Spezialfonds ist im Laufe des Jahres 2005 von 552 Milliarden Euro um 13,0 Prozent auf 624 Milliarden Euro angestiegen. Damit setzt sich die erfreuliche Steigerung des verwalteten Volumens fort, so dass die Jahre 2001 und 2002 vorläufig die beiden einzigen in der Geschichte des Spezialfonds bleiben, in denen jemals ein Rückgang des Volumens eingetreten ist. Auch im laufenden Jahr ist mit weiterem Wachstum zu rechnen, jedenfalls ist das Volumen bis Mai 2006 um weitere 12 Milliarden Euro angestiegen.

Der Anstieg des Volumens ist sowohl auf die günstigen Aktienmärkte als auch auf Nettomittelzuflüsse der Spezialfondsanleger zurückzuführen. So konnten die Spezialfonds im Lauf des Jahres 2005 insgesamt 35,3 Milliarden Euro und in den ersten fünf Monaten des Jahres 2006 weitere 19 Milliarden Euro einsammeln.

### Anzahl der Fonds stark rückläufig

Obwohl Mittel zufließen, sicherlich auch neue Spezialfonds aufgelegt werden und obwohl das gesamte verwaltete Vermögen ansteigt, geht die Anzahl der Spezialfonds weiter zurück. Der Höchstwert war im August 2001 mit 5 591 Spezialfonds festgestellt worden. Momentan verringert sich die Anzahl im Schnitt fast um einen Spezialfonds an jedem Tag, so dass Ende Mai 2006 nur noch 4 533 Spezialfonds gezählt werden.

Aus der gleichzeitigen Steigerung des verwalteten Volumens und der Reduzierung der Anzahl der Spezialfonds resultiert ein

kräftig steigendes durchschnittliches Volumen des einzelnen Spezialfonds. Dieses beträgt Ende 2005 genau 134 Millionen Euro gegenüber 112 Millionen Euro im Vorjahr und lediglich 90 Millionen Euro im Jahr

*Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main*

*„Totgesagte leben länger“ lautete der Titel des Leitartikels der letztjährigen Spezialfondsausgabe. Wie wahr, wie wahr. Denn im zurückliegenden Jahr 2005 hat der Spezialfonds mit einem guten Wachstum erneut gezeigt, dass die Totengesänge zu voreilig angestimmt worden waren. Vielmehr: Wie der Autor der von Dr. Hans Karl Kandlbinder begründeten und alljährlich an dieser Stelle veröffentlichten Studie konstatiert, bleiben die Jahre 2001 und 2002 die beiden einzigen, in denen das Fondsvolumen jemals rückläufig war. Dass es dem institutionellen Fondsgeschäft gut geht, sieht der Autor auch durch das sich entwickelnde Ecosystem untermauert: Wo der Spezialfonds als Investmentmodell ungeeignet ist, etablieren sich Publikumsfonds für institutionelle Investoren zunehmend als Alternative. Die gute Nachricht für die Investmentbranche ist aber auch mit Herausforderungen verbunden. So fragen die professionellen Anleger immer stärker erweiterte Dienstleistungen nach, von der freien Portfolioverwaltung bis hin zur Fondsadministration. Sollten schließlich im Rahmen der neuen Solvabilitätsregelung für Kreditinstitute risikomindernde Portfolioeffekte bei Investmentfonds berücksichtigt werden, rechnet der Autor noch einmal mit einer deutlich wachsenden Popularität der Anlageklasse. (Red.)*

2002. Diese Entwicklung erweist, dass viele KAGen systematisch auf eine Reduzierung der verwalteten Mandate hinarbeiten. Mit allzu kleinen Spezialfonds lässt sich eine vernünftige Risikostreuung nicht so einfach darstellen, ebenso wie die Umsetzung bestimmter Strategien in kleinen Portfolios kaum möglich ist. Natürlich kann sich mit der Anhebung des durchschnittlichen Fondsvolumens auch die Profitabilität einer KAG verbessern.

### Nur wenige Veränderungen im Wettbewerb

Die Anzahl der Spezialfonds-KAGen ist 2005 mit 52 unverändert geblieben. Zu berichten ist lediglich über eine Neugründung, einen Rückzug aus dem Spezialfonds-Geschäft sowie zwei Namensänderungen. Neu gegründet wurde die Deka Fundmaster, die sich im Hause des Fondsproduzenten der Sparkassengruppe auf das Masterfonds-Geschäft konzentrieren soll. Nach der aktuellen BVI-Statistik verwaltete diese Gesellschaft im März 2006 bereits 16 Investmentfonds mit einem Volumen von 2,0 Milliarden Euro.

Die Auflegung von Masterfonds ist ein Geschäftsmodell, das auch von einer Reihe anderer KAGen verfolgt wird. Der Vorteil für den Anleger wird unter anderem in der Arbeitsteilung gesehen. Die Master-KAG stellt die für die Auflegung eines Investmentfonds erforderlichen Strukturen, insbesondere die organisatorischen, technischen, rechtlichen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen zur Verfügung. Das Portfoliomanagement selbst, das heißt



**Tabelle 1: Mittelaufkommen der inländischen Spezialfonds nach Anlegern (ohne Immobilien-Spezialfonds)**

	2003	2004	2005	Januar bis Mai 2006
	in Prozent			
Inländische Spezialfonds-Inhaber	100,3	85,6	99,2	98,0
Versicherungsunternehmen einschließlich Pensionskassen und berufsständischen Versorgungswerken	41,7	- 439,8	31,7	26,0
Altersvorsorgeeinrichtungen	0,0	177,0	21,8	42,9
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungskassen	- 1,8	- 65,0	2,3	0,5
Kreditinstitute	- 6,2	- 3,2	19,3	25,1
Sonstige Unternehmen einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber und Wirtschaftsverbände	49,0	385,0	28,2	2,0
Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine und andere private Organisationen ohne Erwerbszweck	12,3	31,7	- 4,1	- 1,5
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	- 0,3	14,4	0,8	2,0
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian

Entscheidungen über die „Global Asset Allocation“, Einzeltitelauswahl und Einsatz von Derivaten, wird einem oder mehreren externen Beratern oder Verwaltern überlassen, die in der Regel vom Anleger ausgesucht werden. Auch die Frankfurter Service KAG, die zum Jahresbeginn die Rechtsnachfolge der BHW Invest angetreten hat, konzentriert sich auf dieses Konzept. Darüberhinaus bietet sie an, einzelne Module wie zum Beispiel nur die von Buchhaltung oder nur das Risikocontrolling zu liefern.

12,6 Prozent. Bis auf die KAGen der in Geschäfts- und Regionalbanken, deren Anteil bei einem Drittel unverändert blieb, mussten die anderen Anbietergruppen dementsprechend Marktanteile abgeben.

Die Anlegerzusammensetzung fällt bei den verschiedenen KAG-Gruppen recht unterschiedlich aus. Bei den Versicherungs-KAGen stammen 90,5 Prozent der verwalteten Gelder von Versicherungsgesell-

schaften, wobei es sich im Regelfall um Konzerngesellschaften handeln dürfte. Im Vorjahr hatte dieser Anteil mit 89,1 Prozent noch geringfügig niedriger gelegen. Bei anderen Gesellschaften ist der Anteil der Gelder, die aus dem Konzern beziehungsweise der Gruppe oder dem Verbund stammen, nicht so leicht erkennbar. Die Spezialfonds der KAGen aus dem Sparkassen-Lager gehören zu 55,0 Prozent Anlegern aus dem Bereich der Kreditinstitute (Depot-A.). Ende 2004 hatte dieser Wert mit 55,9 Prozent noch etwas höher gelegen.

Die stärkste Veränderung der Anlegerzusammensetzung hat im Bereich der KAGen der Privatbanken stattgefunden. Hier ist die Bedeutung der Anleger aus dem Bereich der institutionellen Altersvorsorge von 33 Prozent auf 19 Prozent zurückgegangen. In absoluten Zahlen bedeutet dies, dass hier mit 23,4 Milliarden Euro insgesamt 8,5 Milliarden Euro weniger als im Vorjahr gemeldet wurden.

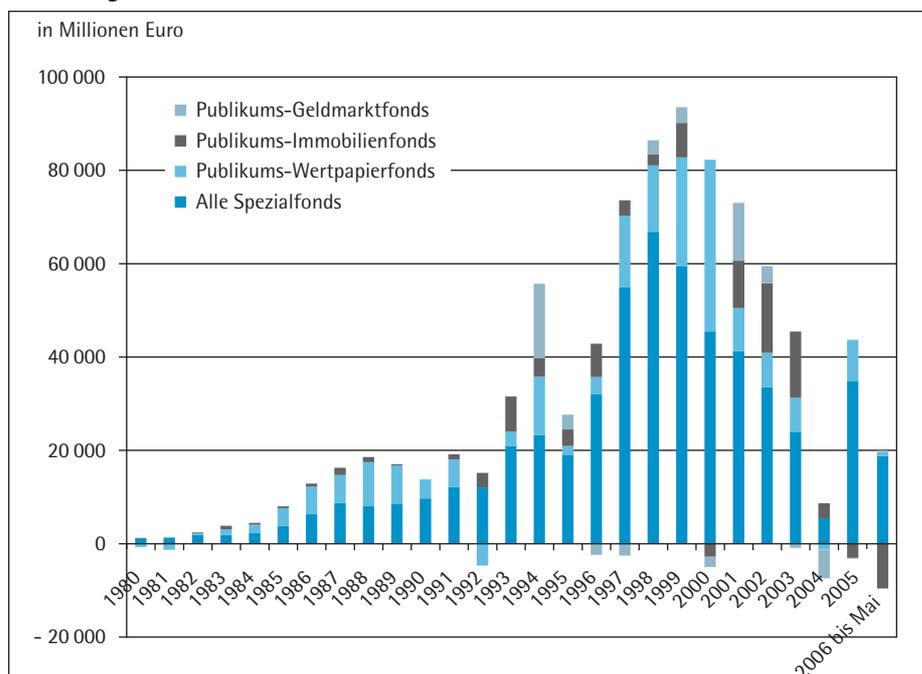
Weiterhin erwähnenswert ist die Zunahme der Bedeutung der Versicherungen für die KAGen der Auslandsbanken. Der Wert der anvertrauten Gelder ist von 7,6 auf 9,2 Milliarden Euro gestiegen, so dass die jetzt 36 Prozent (Ende 2004: 27 Prozent) der von dieser KAG-Gruppe verwalteten Gelder

Die Kehrseite solcher Angebote in Verbindung mit den ständig steigenden Anforderungen an eine KAG in organisatorischer oder rechtlicher Hinsicht, sind Entscheidungen wie die der ABN Amro, ihre KAG-Lizenz zurückzugeben. Die Spezialfonds wurden an andere KAGen übertragen, wobei die Portfolioverwaltung weiterhin durch den Konzern erfolgt. Allerdings besteht in Deutschland keine Portfoliomanagement-Einheit mehr, da diese Aufgabe weltweit auf nur noch wenige Standorte konzentriert worden ist. Schließlich hat sich in die West-AM in WestLB Mellon Asset Management umbenannt.

### Privatbanken und Versicherungen steigern Marktanteil

Die größte Veränderung der Marktanteile haben die KAGen der Privatbanken erzielt. Sie steigerten ihren Anteil von 17,7 Prozent auf 20,1 Prozent. Auch die Versicherungs-KAGen konnten ihren Marktanteil steigern, und zwar von 11,9 Prozent auf

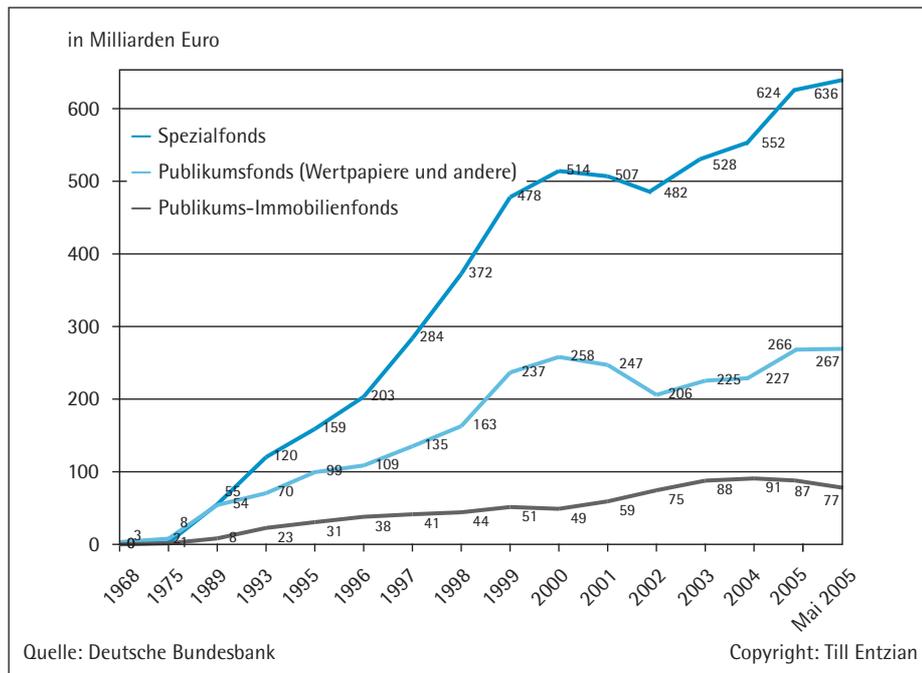
**Abbildung 1: Mittelaufkommen der inländischen Investmentfonds seit 1980**



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian

Abbildung 2: Entwicklung der Fondsvolumina



von Versicherungen stammen. Im Übrigen haben sich nur leichtere Veränderungen ergeben.

### Mittelaufkommen verzehnfacht

Der gesamte Mittelzufluss im Jahr 2005 betrug 26,1 Milliarden Euro, also mehr als das Zehnfache des im Vorjahr verzeichneten Wertes von 2,1 Milliarden Euro. Von einem gleichmäßigen Mittelaufkommen aus den verschiedenen Anlegergruppen kann in den vergangenen drei Jahren keine Rede sein (vergleiche Tabelle 1). Bis zum Jahr 2002 stellte sich die Situation für die Spezialfonds-KAGen so dar, dass die höchsten Mittelzuflüsse von den Versicherungsunternehmen zu erwarten waren, mehr oder weniger dicht gefolgt von den Kreditinstituten und – mit gebührendem Abstand – den sonstigen privatwirtschaftlichen Unternehmen. Die übrigen Anleger (Sozialversicherungsträger, Kirchen, Vereine, Gewerkschaften et cetera) einschließlich der ausländischen Anleger spielten nur eine untergeordnete Rolle.

Dann aber begann, wohl auch im Nachgang zu den Turbulenzen der Kapitalmärkte, eine Anlegergruppe nach der anderen per saldo sogar Rückflüsse auszuweisen. So gaben die „sonstigen Unternehmen“ im Jahr 2002 über 200 Millionen Euro zurück, im Jahr 2003 die Kreditinstitute 1,3 Milli-

arden Euro und im Jahr 2004 die Versicherungsunternehmen 9,4 Milliarden Euro. Im Vergleich zum verwalteten Gesamtvolumen von über 500 Milliarden Euro erscheint dies zwar nicht übermäßig viel. Im Einzelfall wird eine KAG von derartigen Rückflüssen jedoch hart getroffen, insbesondere wenn in der Geschäftsplanung die Steigerungsraten der Vorjahre zugrunde gelegt worden waren.

Im Jahr 2005 wiesen bis auf die „sonstigen Anleger“ (Stiftungen, Verbände, Kirchen und andere), die 1,1 Milliarden Euro abzogen, sämtliche Anlegergruppen positive Mittelzuflüsse auf. Die Versicherungsunternehmen investierten mit 8,3 Milliarden Euro den größten Betrag, wenn auch weniger als das, was sie im Jahr 2004 zurückgegeben hatten. Ende 2005 entfiel auf sie dann ein Volumen von 222 Milliarden Euro. Die seit 2004 auch von der Bundesbank gesondert erfassten Altersvorsorgeeinrichtungen stockten ihre Spezialfondsanteile um 5,7 Milliarden Euro auf 67,5 Milliarden Euro auf. Die Kreditinstitute gaben 5,0 Milliarden Euro und besitzen jetzt Spezialfonds im Wert von 145 Milliarden Euro. Von traditionell geringer Bedeutung sind die ausländischen Anleger, die lediglich 200 Millionen Euro einlegten und nunmehr über ein Vermögen von 2,5 Milliarden Euro verfügen, genauso viel wie vor sechs Jahren.

Da die Versicherungen mit Abstand die wichtigste Anlegergruppe für die Wertpapier-Spezialfonds sind, ist für die Fondsgesellschaften von großem Interesse, wie sich die Bedeutung der Spezialfonds innerhalb der Kapitalanlagen der Versicherungen entwickelt. Dies lässt sich aus der Bilanzstatistik kennen, die die BaFin zu jedem Quartalsende erstellt. Der Gesamtwert der Kapitalanlagen der Versicherungen hat sich in Laufe des Jahres 2005 von 1,09 auf 1,16 Billionen Euro erhöht. Hiervon waren zum Jahresresultimo 407 Milliarden Euro in Wertpapieren und davon wiederum 258 Milliarden Euro in Investmentanteilen investiert.

### Bedeutung für Bilanzen

Bei diesen Zahlen handelt es sich um Buchwerte, das heißt, dass sich marktbedingte Wertveränderungen nur eingeschränkt auf die Bilanzansätze auswirken. Insbesondere bleiben Wertsteigerungen nach dem strengen Niederstwertprinzip solange unberücksichtigt, bis sie durch Veräußerung der Wertpapiere realisiert werden. Selbst wenn innerhalb des Investmentfonds ein Wertpapier mit Gewinn verkauft wird, wirkt sich dies nicht automatisch gewinnsteigernd in der Bilanz des Anlegers aus. Erst wenn der Anleger den Investmentanteil veräußert oder wenn die Kapitalanlagegesellschaft eine Ausschüttung des innerhalb des Investmentfonds erzielten Veräußerungsgewinns beschließt, kann der Anleger diesen Gewinn bilanzwirksam vereinnahmen. Während sich Verluste grundsätzlich sofort über eine so genannte Teilwertabschreibung (das heißt Verringerung des Buchwertes auf den niedrigeren Teilwert; Teilwert = aktueller Marktwert) bilanzwirksam niederschlagen, gibt es auch hier die Möglichkeit, zum Beispiel mit der Begründung einer nur vorübergehenden Wertminderung darauf zu verzichten.

Die Buchwerte der Investmentanteile im Bestand der Versicherungen waren im Jahr 2004 erstmals zurückgegangen, wenn auch nur in geringem Umfang von 236 auf 232 Milliarden Euro. Der Anstieg im Lauf des Jahres 2005 auf 258 Milliarden Euro bedeutet einen Zuwachs um über 11 Prozent gegenüber einem Zuwachs von lediglich 5,8 Prozent des Gesamtwertes der Kapitalanlagen. Dadurch stieg der Anteil der Investmentanteile an den gesamten Kapitalanlagen um 1,1 Prozent-Punkte auf 22,3 Prozent. Dies entspricht dem Wert aus dem

Jahr 2000, der Höchstwert war jedoch im Jahr 2001 mit 22,9 Prozent zu beobachten.

### Wachsender Anteil von Publikumsfonds

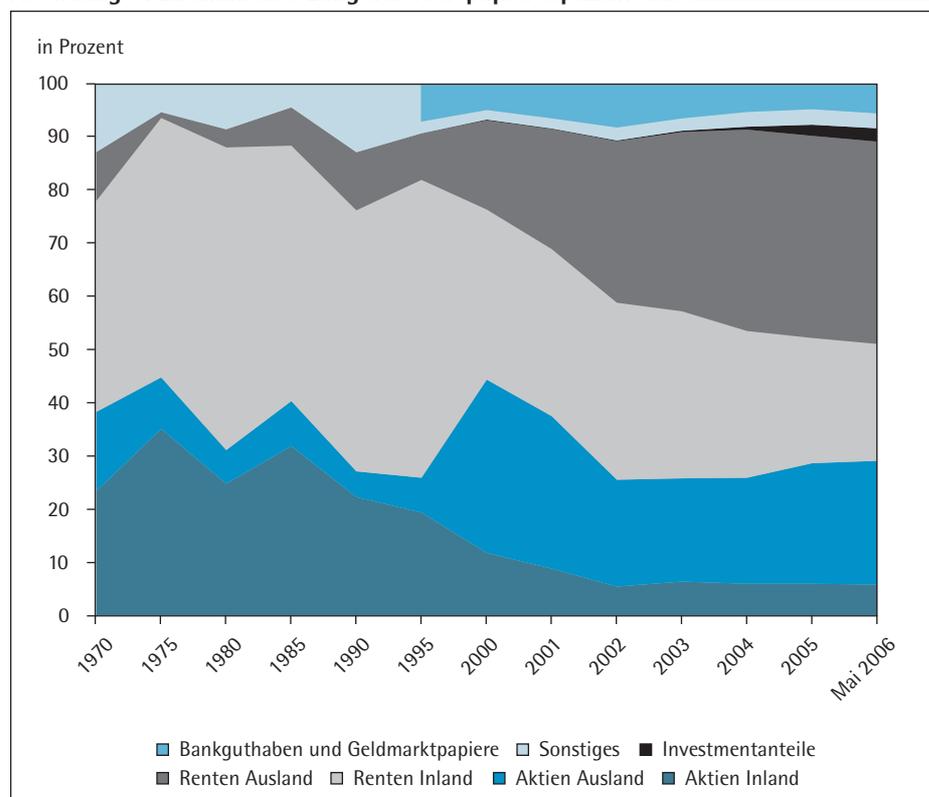
Bezogen nicht auf die Gesamtheit der Kapitalanlagen, sondern lediglich auf den Wertpapierbestand der Versicherungsunternehmen ist der Anteil der Investmentfonds nochmals leicht um 0,4 Prozentpunkte auf 63,5 Prozent zurückgegangen. Hier hatte der Höchstwert im Jahr 2002 bei 67,7 Prozent gelegen. Bedenkt man, dass den Versicherungen nicht nur der direkte Erwerb von Bundesanleihen und Pfandbriefen möglich ist, sondern dass eine unglaubliche Vielzahl von Zertifikaten, die speziell auf die Anlage von Versicherungsgeldern konzipiert werden, ist ein Anteil von knapp zwei Dritteln des Wertpapierbestandes der Versicherungen ein beachtenswerter Erfolg für die Investmentbranche.

Dabei spielen Publikumsfonds bereits eine nicht zu vernachlässigende Rolle. Auch wenn die Fondsgesellschaften im Rahmen der Umfrage lediglich 3,4 Milliarden Euro Publikumsfondsanteile in den Händen von Versicherungsanlegern gemeldet haben, dürfte der tatsächliche Wert doch eher bei 30 bis 40 Milliarden Euro liegen. Aus den oben genannten Gründen dürften Versicherungsanleger künftig noch stärker zu Publikumsfonds greifen.

### Banken stocken auf

Als zweitwichtigste Anlegergruppe haben die Kreditinstitute ihre Wertpapier-Spezialfonds im Laufe des Jahres 2005 von 133 auf 145 Milliarden Euro (gemäß Kapitalmarktstatistik der Bundesbank) aufgestockt. Die Bankenstatistik der Bundesbank weist eine Steigerung von 135 auf 149 Milliarden Euro aus. Der Unterschied zwischen den beiden Statistiken besteht darin, dass die Kapitalmarktstatistik den Marktwert der Spezialfondsanteile wiedergibt, während die Bankenstatistik die Buchwerte der Spezialfondsanteile sowie der Publikumsfondsanteile im Bankenbesitz erfasst. Die Kapitalanlagegesellschaften haben im Rahmen der Umfrage Publikumsfondsanteile im Wert von 6,7 Milliarden Euro der Anlegergruppe der Kreditinstitute zugeschrieben. Der wirkliche Wert dürfte doppelt so hoch und damit bei etwa einem Zehntel des Wertes der Spezialfondsanteile liegen.

Abbildung 3: Zusammensetzung der Wertpapier-Spezialfonds



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

Copyright: Till Entzian

Für Kreditinstitute gelten bei der Anlage in Investmentfonds eine Reihe besonderer Vorschriften, denn sie müssen Investmentfonds – wie alle anderen Risiken auch – mit Eigenkapital unterlegen. Diese Regelungen betreffen die Solvabilität, die Liquidität und die Klumpenrisiken der Kreditinstitute. Der gemeinsame Grundgedanke dieser Regelungen ist es, dass jedes Kreditinstitut selbst bei Eintritt von genau definierten Schäden (Ausfall von Schuldnern der Bank oder Kursverluste an den Anlagemärkten) in der Lage sein muss, seinen Einlegern (Sparer et cetera) das eingelegte Geld auszusahlen. Bisher sind die Schadensereignisse, die durch Eigenkapital der Bank abgedeckt sein müssen, relativ einfach definiert.

So wird zum Beispiel davon ausgegangen, dass acht Prozent der Aktien und Unternehmensanleihen plötzlich wertlos werden, während bei Staatsanleihen und Pfandbriefen die sichere Rückzahlung unterstellt wird. Künftig wird es eine flexiblere Regelung geben, das heißt in der mit acht Prozent Eigenkapital zu unterliegende Betrag kann auch bei Aktien und Unternehmensanleihen höher oder niedriger als der je-

weilige aktuelle Marktwert angesetzt werden. Der konkrete Ansatz soll sich nach einer für jedes Wertpapier vorzunehmenden Risikoeinschätzung richten, sei es in Anlehnung an das Rating an einer anerkannten Ratingagentur oder auf Basis einer eigenen Risikoeinschätzung durch das Kreditinstitut.

### Neue Methoden der Risikoeinschätzung

Für die Anlage in Investmentfonds besteht in Deutschland die bewährte Regelung, dass das Kreditinstitut seine Investmentanteile entweder wie eine Aktie oder Unternehmensanleihen behandelt und mit 100 Prozent ansetzt (das heißt mit acht Prozent Eigenkapital unterlegt) oder nach dem von der BaFin vorgesehenen Alternativverfahren behandelt und mit der von der KAG gelieferten „durchschnittlichen Solvabilitätskennziffer“ ansetzt. Letztere wird von der KAG so berechnet, dass das von dem Kreditinstitut letztlich benötigte Eigenkapital genauso hoch ist, als ob das Kreditinstitut unmittelbar in die Vermögensgegenstände des Investmentfonds (Bundesanleihen, Aktien et cetera) investiert wäre.

Tabelle 2: Struktur der Spezialfondsanleger gemäß Umfrage

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	in Prozent						
Inländische Spezialfondsanleger	99,3	99,4	99,6	99,3	99,4	99,4	99,6
Versicherungsunternehmen, private und öffentlich-rechtliche	35,1	38,5	37,8	37,0	37,7	35,9	38,1
Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	2,1	1,3	1,3	1,5	1,4	1,4	2,5
Institutionalisierte Altersversorgung, das heißt Pensions- und Unterstützungskassen, berufständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke	17,1	14,2	15,1	14,4	15,3	19,5	17,6
Kreditinstitute (so genannte Depot-A-Fonds)	22,3	24,0	24,6	26,7	24,5	23,7	21,4
sonstige Wirtschaftsunternehmen	16,3	14,3	12,7	11,6	12,3	11,4	13,0
Kirchen, Stiftungen, religiös-karitative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften und sonstige Spezialfondsanleger	6,4	7,1	8,1	8,0	8,2	7,5	7,0
Ausländische Spezialfondsanleger	0,7	0,6	0,4	0,7	0,6	0,6	0,4
<b>Total</b>	<b>100,0</b>						

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

Dabei kann die Solvabilitätskennziffer sowohl nach der tatsächlichen Fondszusammensetzung als auch nach jener Fondszusammensetzung berechnet werden, die nach den Vertragsbedingungen des Investmentfonds die höchstmögliche Solvabilitätskennziffer darstellt.

Die bisher möglichen Durchschaulösungen werden auch künftig zulässig sein. Nach dem Entwurf der neuen Solvabilitätsregelung soll jedoch ein neues Standardverfahren vorgesehen werden, wonach das Kreditinstitut die Investmentanteile – wie bei anderen Wertpapieren – einer individuel-

len Risikoeinschätzung unterwerfen soll. Dies bedeutet natürlich einen gewissen Zusatzaufwand, weil für jeden Spezialfonds ein Rating eingeholt oder eine anderweitige Risikoeinschätzung erstellt werden muss.

**Künftig höhere Bedeutung durch geringere Eigenkapitalanforderungen?**

Andererseits eröffnet sich hier endlich die Möglichkeit, die den Investmentfonds typischen, risikomindernden Portfolioeffekte zu berücksichtigen, wodurch die Eigenkapitalanforderungen der in Fonds investie-

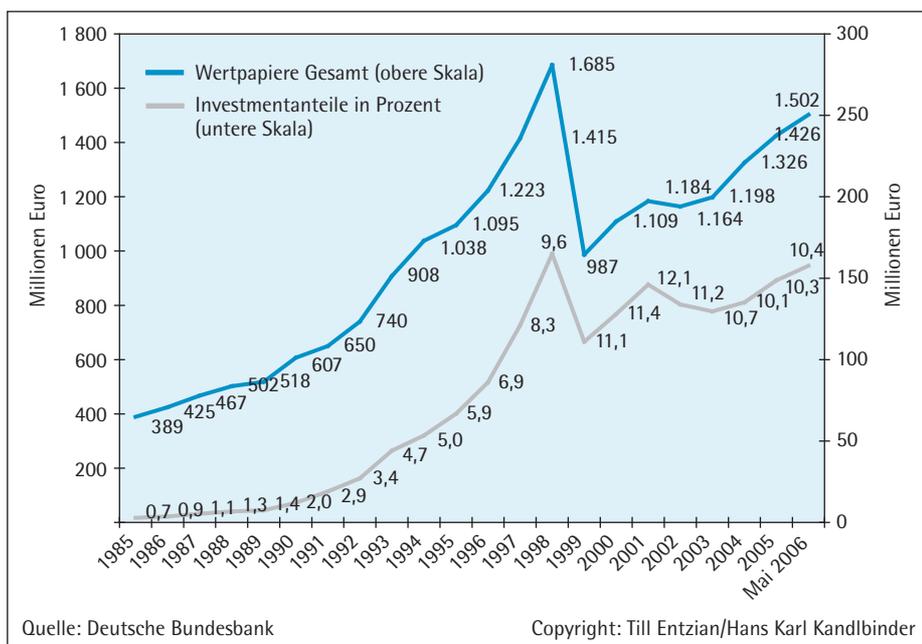
renden Kreditinstitute gegenüber einer vergleichbaren Direktanlage sinken. Die Investmentanlage könnte hier gegenüber der Direktanlage einen handfesten, allerdings auch gerechtfertigten Vorteil erlangen. Der Anteil der Investmentfonds am Gesamtbestand der Wertpapiere der Kreditinstitute dürfte dann kräftig ansteigen. Zum Jahresultimo 2005 hatte dieser Anteil 10,3 Prozent betragen und ist bis Ende Mai nochmals leicht auf 10,4 Prozent angestiegen, was Investmentanteilen im Wert von 158 Milliarden Euro entsprach.

Der bisherige Verlauf der Investmentanlage von Kreditinstituten ist in Abbildung 4 dargestellt. Der höchste Absolutwert mit 165 Milliarden Euro war im Jahr 1998 zu beobachten, was seinerzeit lediglich einen Anteil von 9,8 Prozent an Wertpapiergesamtbestand der Kreditinstitute entsprach. Den höchsten Relativwert mit 12,1 Prozent gab es dagegen im Jahr 2001, was nach den Kurseinbrüchen mit lediglich 146 Milliarden Euro dargestellt wurde.

**Kursverlust bei Fonds niedriger als bei Direktanlagen**

Theoretisch ist zwar denkbar, dass diese Verschiebung darauf beruht, dass die Kreditinstitute ihren Wertpapierdirektbestand durch Verkäufe stärker reduziert haben, als sie dies mit ihren Investmentanteilen getan haben. Deutlich mehr spricht jedoch für die Annahme, dass die Kursverluste der Fonds niedriger als die in den Direktanlagen waren. Denn viele Spezialfonds-KAGEN hatten bereits damals Konzepte zur Kapitalerhaltung der von Ihnen verwalteten Spezialfonds im Angebot. Neun der 21 auf

Abbildung 4: Investmentanteile im Vergleich zum Wertpapierbestand der Kreditinstitute



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder



die Zusatzfragen antwortenden KAGen haben angegeben, eine besondere Kompetenz bei der Verfolgung solcher Kapitalerhaltungsstrategien zu besitzen.

Der Anstoß und die Entscheidung zur Entwicklung beziehungsweise Fortentwicklung dürfte in der Regel durch die Bilanzzwänge solcher Anleger gegeben worden sein, die bei Überschreiten bestimmter Verlustobergrenzen in eine existenzielle Krise gestürzt werden könnten. Aus eigener Erfahrung kann berichtet werden, dass solche verlustbegrenzenden Strategien einigen Anlegern das wirtschaftliche Überleben gerettet haben. Ein Vorteil der Spezialfonds ist hier, dass die KAGen solche Strategien disziplinierter als so mancher Direktanleger anwenden, der in der Hoffnung auf eine Besserung der Märkte weitere Verluste in Kauf genommen hat.

Die Vorlieben der Spezialfonds und ihre Anleger für bestimmte Anlagenkategorien haben sich über die Zeit hinweg immer wieder geändert. So dominierten bis Ende der neunziger Jahre die inländischen Wertpapiere die Asset Allocation, insbesondere die inländischen Renten. Ihr Anteil betrug bis 1997 über 50 Prozent des Gesamtvolumens und sank dann kontinuierlich ab. Der höchste Absolutwert lag über die zwei Jahre 2000 und 2001 hinweg bei gut 160 Milliarden Euro beziehungsweise zirka 30 Prozent des stark angestiegenen Fondsvolumens.

### Ausländische Renten stellen größten Anteil an Spezialfondsvermögen

Zu dieser Zeit erlebten die ausländischen Aktien einen kurzen Höhenflug (Höchststand im Oktober 2000 mit 176 Milliarden Euro beziehungsweise 33 Prozent) und ak-

tuell stellen die ausländischen Renten den größten Anteil am Vermögen der Wertpapier-Spezialfonds. Hier lag der bisherige Spitzenwert bei 222 Milliarden Euro und knapp 39 Prozent im September 2005.

Seither scheinen sich auch die Zinserhöhungen an den Märkten und die daraus folgenden Kursverluste der Anleihen im Vermögen der Spezialfonds zu spiegeln. Zum Jahreswechsel betrug der Wert der ausländischen Renten in den Spezialfonds nur noch 217 Milliarden Euro (obwohl in diesem Zeitraum die Mittelzuflüsse mehr als 2 Milliarden Euro über den Ausschüttungen lagen). Parallel zum leichten Rückgang des Gesamtvolumens um 6 Milliarden Euro auf 564 Milliarden Euro in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres ist auch der Wert der ausländischen Renten gesunken (um 2 Milliarden

**Tabelle 3: Marktanteile der Anbietergruppen gemäß Umfrage**

Kapitalanlagegesellschaften der	2004				Veränderungen	2005			
	Anzahl		Fondsvolumen			Anzahl		Fondsvolumen	
	Anlagegesellschaften	Fonds	in Mrd. Euro	in Prozent		Anlagegesellschaften	Fonds	in Mrd. Euro	in Prozent
<b>Groß- und Regionalbanken:</b> Activest, BB-Invest, Cominvest, dit dbi, DeAM, DVG, DWS, Nordinvest	9	1 563	182,3	33,3	BB-Invest: neuer Name Landesbank Berlin Investment GmbH	9	1 353	203,2	33,4
<b>Privatbanken:</b> Frankfurt-Trust, Inka, Metzler Investment, Monega, Oppenheim, Universal, Warburg	7	803	96,5	17,7		7	802	122,6	20,1
<b>Sparkassen/Girozentralen:</b> Bayern-Invest, Deka, Helaba Invest, Nordcon, Südka, WestAM	6	1 395	113,7	20,8	Deka Fundmaster kommt hinzu, WestAM: neuer Name WestLB Mellon Asset Management KAG	7	1 311	118,3	19,4
<b>Genossenschaftsinstitute:</b> Union Investment Institutional, Union Investment Privatfonds, Union Panagora	3	507	36,6	6,7		3	401	37,6	6,2
<b>Versicherungsunternehmen:</b> AL-Trust, AM Generali, Ampega, Axa Investment, BWK, Delta Lloyd Investment, GCR, Gerling Investment, Hansainvest, MEAG Munich Ergo KAG, MK	11	283	64,9	11,9		11	331	76,6	12,6
<b>Auslandsbanken:</b> ABN Amro Asset Management, CSAM KAG, Goldman Sachs, Invesco, JPM, Lazard Asset Management, Merck Finck Invest, SEB Invest, UBS Invest, Veritas SG	10	301	27,8	5,1	ABN Amro entfällt	9	277	25,4	4,2
<b>Sonstige:</b> BHW, First Private IM KAG, Lupus Alpha, Maintrust, Postbank Privat Investment, SKAG	6	72	24,9	4,6	BHW: Rechtsnachfolger Frankfurter Service KAG	6	72	24,9	4,1
<b>Total</b>	<b>52</b>	<b>4 924</b>	<b>546,6</b>	<b>100,0</b>		<b>52</b>	<b>4 547</b>	<b>608,5</b>	<b>100,0</b>

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

**Tabelle 4: Details der Marktverschiebungen 2005 gegenüber 2004 (auf Basis der Tabelle 5)**

	Veränderung der Fondszahl gegenüber Vorjahr		Veränderung des Fondsvolumens gegenüber Vorjahr		Veränderung der Marktanteile gegenüber Vorjahr
	Anzahl	in Prozent	in Mrd. Euro	in Prozent	in Prozentpunkten
Groß- und Regionalbanken	- 210	- 13,1	20,9	11,5	0,0
Privatbanken	- 1	- 0,1	26,0	27,0	2,5
Sparkassen/Girozentralen	- 84	- 6,0	4,7	4,1	- 1,4
Genossenschaftsbanken	- 106	- 20,9	1,0	2,8	- 0,5
Versicherungen	48	17,0	11,7	18,0	0,7
Auslandsbankentöchter	- 24	- 8,0	- 2,4	- 8,5	- 0,9
Sonstige	- 27	- 37,5	0,7	2,8	- 0,4
<b>Total</b>	<b>- 404</b>	<b>- 8,2</b>	<b>62,6</b>	<b>11,5</b>	<b>0,0</b>

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

Euro auf 215 Milliarden Euro per Ende Mai 2006).

Die Aktienquote der Spezialfonds hat sich im Lauf des Jahres 2005 von 25,9 Prozent auf 28,7 Prozent erhöht. Der bislang höchste Wert war im August 2000 mit 46,8 Prozent gemessen worden. Anschließend fiel die Aktienquote bis auf 21,2 Prozent im März 2003 und bewegte sich seither um die 25 Prozent herum. Sie erreichte im Februar und März 2006 mit 31,1 Prozent den höchsten Wert seit Juli 2002. Natürlich geht ein großer Teil dieser Entwicklung auf

die steigenden Aktienmärkte zurück, unabhängig davon zeigt sich jedoch auch ein zunehmendes Vertrauen der Anleger in die Aktienmärkte, das sich im aktiven Aufstocken der Aktienquoten ausdrückt. Möglicherweise spielt dabei auch eine Rolle, dass die Vertrautheit im Umgang mit den Derivaten wächst und höhere Aktienquoten aufgebaut werden können, ohne dass dadurch die ungesicherten Risiken in gleichem Maße zunehmen.

Ein Vergleich der in- und ausländischen Aktien in den Portfolios der Spezialfonds

zeigt, dass die ausländischen Aktien die inländischen genau zur Einführung des Euro am 1. Januar 1999 überholt haben, jedenfalls was ihre Bedeutung im Portfolio der Spezialfonds betrifft. Im Dezember 1998 herrschte noch Gleichstand mit jeweils 72 Milliarden Euro in inländischen sowie in ausländischen Aktien (jeweils 19 Prozent des Gesamtvermögens). Anschließend ist die Bedeutung der ausländischen Aktien weiterhin angestiegen und die der inländischen weiter gesunken.

### Euro Stoxx ist neue Benchmark

Seit Mai 2006 haben die Spezialfonds über viermal soviel in ausländischen wie in inländischen Aktien investiert (132 Milliarden Euro beziehungsweise 23 Prozent gegenüber 32 Milliarden Euro beziehungsweise 6 Prozent). Bei den meisten ausländischen Aktien handelt es sich um Unternehmen mit Sitz innerhalb Europas; der Euro Stoxx hat den Dax als wichtigste Benchmark für die Aktienquote in den Spezialfonds lange abgelöst. Zusätzliche Portfolioeffekte werden durch Diversifikation anderer Länder, vor allem in amerikanische und japanische Aktientitel angestrebt. Eine Umkehrung des beschriebenen Trends und ein Anwachsen des Anteils der inländischen Aktien ist daher nicht zu erwarten.

**Tabelle 5: Struktur der Spezialfonds-Inhaber je KAG-Gruppe in Prozent vom Fondsvolumen\* (Spezialfonds ohne Immobilien-Spezialfonds jeweils ohne Genossenschaftsbanken und ohne Sonstige) per Ende 2004/2005**

Kapitalanlagegesellschaften der	Groß- und Regionalbanken		Privatbanken		Sparkassen und Landesbanken		Versicherungs-beteiligungen		Auslandsbanken-Töchter	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
<b>jeweils in Prozent je KAG-Gruppe</b>										
<b>Inländische Spezialfonds-Inhaber</b>	99,1	92,0	100,0	88,7	99,4	44,4	98,9	98,8	99,1	81,8
VU Versicherungswirtschaft insgesamt, also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	40,3	41,9	25,7	30,4	19,5	19,1	89,1	90,5	27,2	36,3
SVT Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	1,8	1,7	1,0	6,5	0,8	1,6	0,2	0,2	5,3	4,2
Institutionalisierte Altersversorgung insgesamt, also Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke	21,8	22,1	32,9	19,1	10,1	11,3	3,2	3,1	22,5	22,5
Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen (ohne Kreditinstitute)	16,8	16,6	16,8	24,8	7,2	6,5	3,9	3,2	13,1	11,6
(davon: Kreditinstitute, so genannte Depot-A-Fonds)	8,4	7,7	14,6	11,0	55,9	55,0	0,6	1,0	20,8	17,4
Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-karitative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	10,0	9,7	9,0	7,8	5,9	5,9	1,9	1,8	10,1	7,1
<b>Ausländische Spezialfonds-Inhaber</b>	0,9	0,4	0,0	0,3	0,6	0,6	1,1	0,2	0,9	0,8
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>89,0</b>	<b>100,0</b>	<b>45,0</b>	<b>100,0</b>	<b>99,0</b>	<b>100,0</b>	<b>82,6</b>

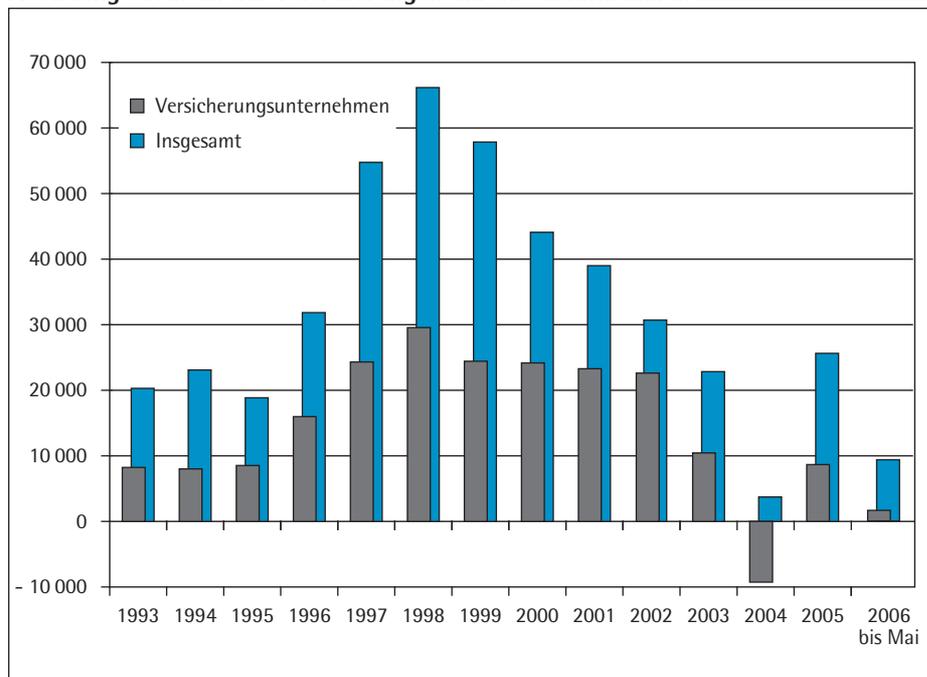
Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

\* Tabelle 5 ist aufgemacht auf Basis von Tabelle 2, zugeordnet den KAG-Gruppen, wie definiert in Tabelle 3 – aber ohne die KAG-Gruppen „Genossenschaftsbanken“ und „Sonstige“, da dort jeweils nur zwei beziehungsweise wenige KAG eingruppiert sind und andererseits jeweils eine oder zwei KAG darin im Fondsvolumen mehr als „überwiegend“ beziehungsweise „überwiegen“.

Erwähnenswert erscheint auch der neue Höchststand der Zielfonds (Anteile an anderen Investmentfonds, die von Spezialfonds zur Vermögensanlage erworben werden). Diese Quote erreichte im April 2006 erstmals einen Wert von 2,5 Prozent des gesamten Spezialfondsvolumens. Erst zwölf Monate vorher hatte der Anteil der Zielfonds am Gesamtvermögen überhaupt einmal die Marke von 1,0 Prozent überschritten. Dabei stellen Zielfonds ein ideales Anlagevehikel vor allem für kleinere Spezialfonds sowie zur Abdeckung kleinerer Marktsegmente dar. Auch entfällt die frühere Höchstgrenze von fünf Prozent mit der Umstellung der Vertragsbedingungen der einzelnen Spezialfonds auf das neue Investmentrecht. Es sieht so aus, als ob künftig von dieser neuen Möglichkeit in deutlich stärkerem Umfang Gebrauch gemacht werden wird. In die genannten Quoten sind übrigens die Zielfonds bereits eingerechnet, die in den Dach-Spezialfonds enthalten sind.

**Abbildung 5: Anteil der Versicherungen am Mittelaufkommen**



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

Copyright: Till Entzian

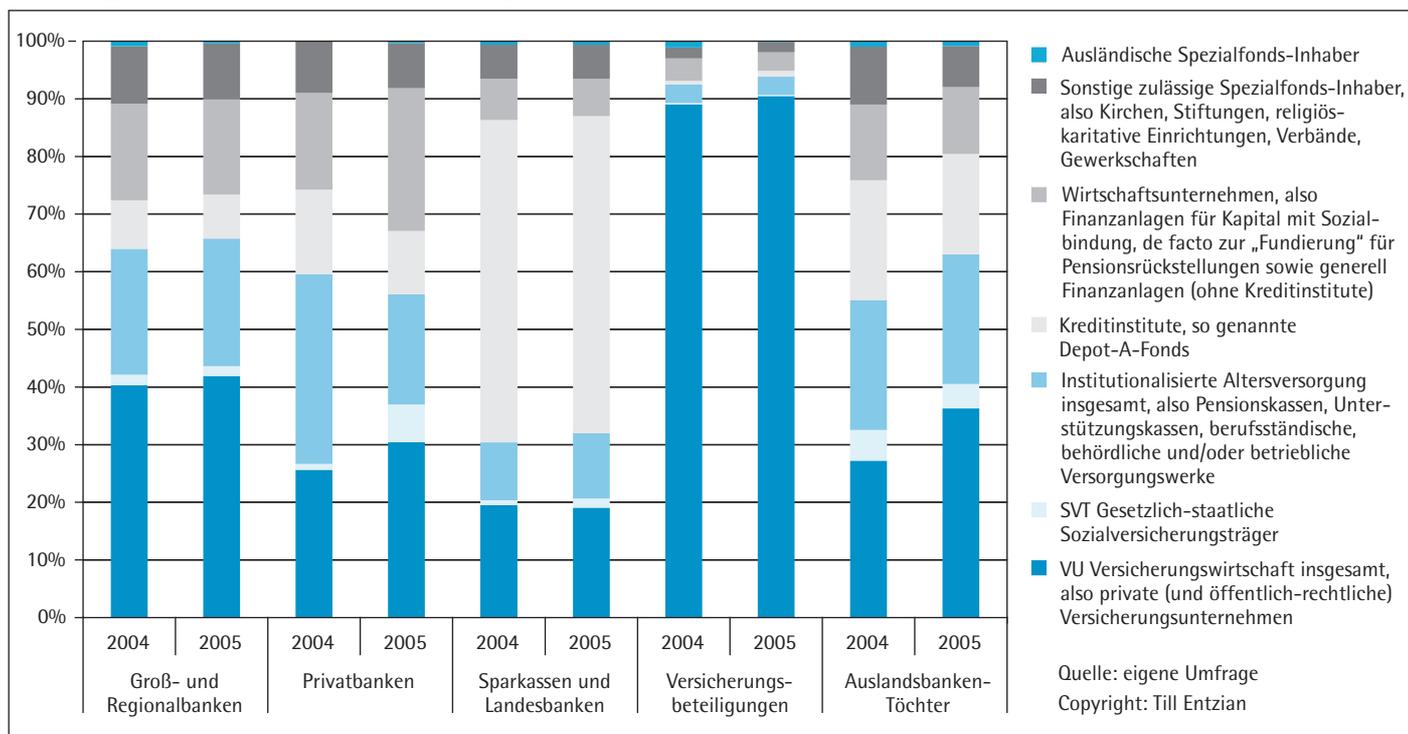
### Hedgefonds spielen kaum eine Rolle

Die Statistik der Bundesbank weist zum Jahresende 2005 insgesamt 16 Geldmarkt-Spezialfonds mit einem Volumen von 2,1 Milliarden Euro sowie 59 Dach-Spezialfonds mit einem Volumen von 2,2 Milliarden Euro aus. Zusammen machen beide Fondstypen einen Anteil von deutlich unter 1 Prozent des gesamten Spezialfonds-Volumens aus. Eine noch geringere Bedeutung haben die Hedgefonds jedweder Ausprägung. Ende 2005 gab es vier Spezial-Hedgefonds mit einem Gesamtvolumen von 171 Millionen Euro. Im Mai 2006 wurde der erste Spezial-Dach-Hedgefonds mit einem Volumen von 60 Millionen Euro gemeldet.

Nicht nur als Untergruppe der Spezialfonds, sondern auch als Assetklasse spielen Hedgefonds eine ganz geringe Rolle. Nur drei Gesellschaften haben bei der durchgeführten Umfrage angegeben, überhaupt Anteile an Hedgefonds für die von Ihnen verwalteten Spezialfonds erworben zu haben. Nach dem neuen Investmentgesetz ist der Erwerb von Hedgefondsanteilen nur für den Fondstyp des so genannten „gemischten Sondervermögens“ zulässig (im Regelfall werden Wertpapier-Spezialfonds auf diesen Fondstyp umgestellt), wobei eine Obergrenze von zehn Prozent des Vermögens des Spezialfonds gilt.

Möglicherweise ist diese Obergrenze zu eng gefasst, um eine Beimischung von Hedgefondsanteilen in den Spezialfonds in einem wirtschaftlich sinnvollen Umfang zu ermöglichen. Mit einer Änderung dieser Grenze ist kurzfristig jedoch nicht zu rechnen, denn Hedgefonds werden immer noch als für den Privatanleger sehr gefährliche Instrumente angesehen, vor denen der normale Privatanleger unter anderem durch die genannte Grenze für Ziel-Hedgefonds zu schützen ist. Geschützt werden allerdings auch institutionelle Anleger wie die Versicherungen, die nicht mehr als fünf Prozent des gebunde-

Abbildung 6: Struktur der Spezialfonds-Anleger nach KAG-Gruppen



nen Vermögens in Hedgefonds-Instrumenten investieren dürfen.

### Institutionelles Geschäft außerhalb der Spezialfonds

Neben den Spezialfonds investieren viele Anleger zunehmend in Publikumsfonds oder lassen ihre Wertpapierbestände von einer Kapitalanlagegesellschaft im Wege der freien Portfolioverwaltung verwalten beziehungsweise erteilen entsprechende Beratungsmandate.

Aus diesem Grund wurde die dieser Studie zugrunde liegende Umfrage in diesem Jahr erstmals auf die genannten Sachverhalte erweitert. Es konnten nicht sämtliche Volumina erfasst werden, insbesondere kennen viele KAGen ihrer Anleger nicht so genau, dass sie exakt wüssten, welche Publikumsfonds in der Hand welcher institutionellen Anleger sind. Ruft zum Beispiel ein Kreditinstitut Investmentanteile ab, kann dies sowohl zur Eigenanlage (Depot A) als auch zum Weiterverkauf an Endkunden (Depot B) geschehen. Immerhin konnten 22,8 Milliarden Euro in Publikumsfondsanteile, 72,0 Milliarden Euro in der freien Vermögensverwaltung sowie 9,2 Milliarden Euro Beratungsmandate aufgegliedert werden.

Anteile an Publikumsfonds erfreuen sich danach bei Kreditinstituten und bei den übrigen Wirtschaftsunternehmen ungefähr gleicher Beliebtheit mit jeweils über 6 Milliarden Euro beziehungsweise knapp 30 Prozent des dargestellten Publikumsfondsvolumens. Auf Versicherungsunternehmen entfallen dagegen lediglich 15 Prozent beziehungsweise 3,4 Milliarden Euro, nur wenig mehr als auf die ausländischen Anleger, denen 14 Prozent beziehungsweise 3,2 Milliarden Euro zugeschrieben werden. In Bezug auf die ausländischen Anleger ist sogar festzuhalten, dass ihre Anlagen in Publikumsfonds diejenigen in Spezialfonds (2,3 Milliarden Euro) deutlich übersteigen.

In der freien Vermögensverwaltung stellen die Versicherungen wieder die stärkste Kundengruppe mit 41 Prozent beziehungsweise 29 Milliarden Euro. Die ausländischen Anleger haben Fondsgesellschaften mehr als 13 Milliarden Euro (18 Prozent des Verwaltungsvolumens) anvertraut, also deutlich mehr, als sie in Spezial- und Publikumsfonds zusammen investiert haben. Drittstärkste Kundengruppe sind hier die Kreditinstitute mit 11 Milliarden Euro vor den sonstigen Wirtschaftsunternehmen mit 8 Milliarden Euro. Die Kunden der Beratungsmandate, die sich die endgültige Anlageentscheidung selbst vorbehalten, sind

ganz anders aufgeteilt. Hier dominieren die sonstigen Wirtschaftsunternehmen mit 3 Milliarden oder 28 Prozent des gesamten Beratungsvolumens. Nahezu gleichauf liegen die Kreditinstitute mit den Unternehmen der institutionalisierten Altersvorsorge. Hier beträgt das Anlagevolumen 2,3 beziehungsweise 2,5 Milliarden Euro oder 21 Prozent beziehungsweise 23 Prozent.

### Produkt- und Dienstleistungsangebot für institutionelle Anleger wächst

Der kleine Rückgang des Spezialfondsvolumens in den Jahren 2001 und 2002 ist offensichtlich überwunden. Auch wenn die Steigerungsraten der Boom-Jahre so schnell nicht wiederkehren werden, zeichnet sich der Wertpapier-Spezialfonds auch im Berichtsjahr 2005 durch ein erfreuliches Wachstum aus.

Die Fondsgesellschaften bieten darüber hinaus neue Dienstleistungen an, so zum Beispiel die freie Portfolioverwaltung oder die Übernahme einzelner Bereiche der Fondsadministration. Und wenn der Spezialfonds im Einzelfall kein geeignetes Vehikel ist, steht der Publikumsfonds als Ersatz bereit. So kann die Investmentbranche allen institutionellen Anlegern ein geeignetes Produkt anbieten.