



Till Entzian

## BVI-Studie Wertpapier-Spezialfonds 2009: Institutionelle nutzen maßgeschneidertes Asset Management

Im Jahr 2008 verzeichneten die im BVI vertretenen Wertpapier-Spezialfonds Mittelzuflüsse in Höhe von 17,8 Milliarden Euro, das sind 2,7 Prozent des Ende 2007 verwalteten Volumens von 670,4 Milliarden Euro (Abbildung 1). Dies sind die niedrigsten Mittelzuflüsse seit 2004 (17,0 Milliarden Euro). Während der Finanzkrise haben gerade auch institutionelle Anleger einen erhöhten Liquiditätsbedarf, was zu Mittelabflüssen bei Spezialfonds führt. Außerdem lassen Gewinneinbrüche häufig kaum die Bildung von Rücklagen zu, wodurch nur geringe Neuanlagen möglich sind. Vor diesem Hintergrund kann der niedrige Nettomittelzufluss aus Sicht der Investmentbranche dennoch positiv gewertet werden, beweist er doch, dass das Instrument des Spezialfonds für viele Anleger unverändert das bevorzugte Anlagevehikel darstellt.

### Volumen vergleichsweise robust

Trotz der vergleichsweise erfreulichen Mittelzuflüsse reduzierte sich das verwaltete Wertpapier-Spezialfondsvolumen um 7,7 Prozent von 670,4 Milliarden Euro auf 618,5 Milliarden Euro. Damit blieben die Verluste für die Spezialfondsbranche relativ moderat, immerhin verloren die Aktienmärkte im Jahresverlauf etwa 40 Prozent ihres Wertes. Auch im Vergleich zu den Wertpapier-Publikumsfonds, deren Volumen sich um 24 Prozent auf 491,6 Milliarden Euro reduzierte, erwies sich das Spezialfondsvolumen als vergleichsweise robust.

Neben den Mittelzuflüssen und einer relativ geringen Aktienquote ist dies natürlich auch auf die konsequente Umsetzung von

Kapitalsicherungsstrategien innerhalb der Spezialfonds zurückzuführen, wie sie von vielen Anlegern, die nur eine geringe Risikotragfähigkeit haben, nachgefragt werden.

Einschließlich der Offenen Immobilienfonds verwalteten die BVI-Mitglieder Ende 2008 übrigens mit 640,0 Milliarden Euro ein größeres Volumen in Spezialfonds als in Publikumsfonds mit 575,8 Milliarden Euro (Abbildung 2). Ursprünglich war das Volumen der Spezialfonds über das der Publikumsfonds bereits Anfang der neunziger Jahre hinausgewachsen, jedoch lagen die Publikumsfonds in den Jahren 2006

und 2007 vor den Spezialfonds. Auch diese Beobachtungen dürften auf Marktentwicklungen und eine stärkere Aktienorientierung der Publikumsfonds-Anleger zurückzuführen sein.

Die weitere Entwicklung ist schwer vorherzusagen. Für das laufende Jahr besteht immerhin die Hoffnung, dass es zu keinen dramatischen Markteinbrüchen mehr kommt und sich die Mittelzuflüsse auf dem niedrigen, aber immerhin stabilen Niveau fortsetzen. In den ersten vier Monaten des laufenden Jahres stieg der Wert der Spezialfonds marktbedingt um etwa sechs Milliarden Euro. Gleichzeitig konnten per saldo neue Mittel in gleicher Höhe eingesammelt werden, wodurch das Volumen der Wertpapier-Spezialfonds seit Jahresbeginn insgesamt um 1,9 Prozent auf 630,4 Milliarden Euro angewachsen ist.

### Zwei gruppeninterne Fusionen

Ähnlich ruhig wie bei den Mittelzuflüssen verlief im abgelaufenen Jahr die Entwicklung bei den Spezialfondsanbietern. Für 2008 waren keine Neugründungen oder Schließungen und nur zwei gruppeninterne Fusionen von Spezialfonds-Anbietern zu beobachten. Die eine Fusion betrifft die Nordinvest Norddeutsche Investment-Gesellschaft mbH aus Hamburg, die mit Wirkung vom 2. Juli 2008 auf die Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH in München, die frühere Activest und Abspaltung der vormaligen Adig, verschmolzen wurde. Der zweite Fall betrifft die SEB-Gruppe, die ihr Immobilien- und Wertpapiergeschäft zur Jahresmitte 2008

*Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main*

*Anfangen von der aktuellen Entwicklung der Mittelzuflüsse und der Volumina des Spezialfonds-Marktes über die jüngsten Strukturveränderungen im Anbieterspektrum, die Differenzierung nach Bankengruppen bis hin zur Erläuterung aktueller Trends sowie der Rahmenbedingungen führt der Autor in der BVI-Studie die Linie fort, die zuvor von der Kandlbinder-Studie gepflegt wurde. Entstanden ist die Arbeit in Zusammenarbeit des Autors mit den Statistik-Experten des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. unter Verwendung des vom Branchenverband erhobenen Datenmaterials. Tenor: Der Spezialfonds hat sich in Anbetracht der Finanzkrise wacker geschlagen und darf im Umfeld des internationalen Wettbewerbs um institutionelle Anleger auf weiteren Zuspruch hoffen. (Red.)*

in der SEB Investment GmbH gebündelt hat. Dadurch entsteht neben der Ampega Gerling Investment GmbH, der Axa Investment Management AG, der Hansainvest Hanseatische Investment-GmbH und der Meag Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft mbH die fünfte Kapitalanlagegesellschaft, die Immobilienfonds und Wertpapierfonds in derselben rechtlichen Einheit verwaltet.

Darüber hinaus ist von zwei Übernahmen zu berichten. Mit Wirkung zum 1. Juli 2008 übernahm die börsennotierte, unabhängige niederländische KAS Bank N.V. die Delta Lloyd Investment Managers GmbH, die seitdem unter dem Namen KAS Investment Servicing GmbH firmiert. Bereits aus der Namensgebung ist zu erkennen, dass der Schwerpunkt des Geschäfts bei der Administration von Master-Fonds und weniger beim Asset Management liegt.

Die zweite Übernahme betrifft die Veritas SG Investment Trust GmbH, die zum 1. August 2008 von der Augur-Gruppe übernommen wurde. Durch Änderung des Namens in Veritas Investmenttrust GmbH entfällt der Hinweis auf die früheren Eigentümer, die Soc-Gen-Gruppe. Bei den neuen Eigentümern handelt es sich um einen Private-Equity-Fonds, übrigens in der Rechtsform einer Luxemburger Sicav, der in der Entwicklung neuer Dachfonds, insbesondere von ETF-Dachfonds, erhebliches Wachstumspotenzial sieht.

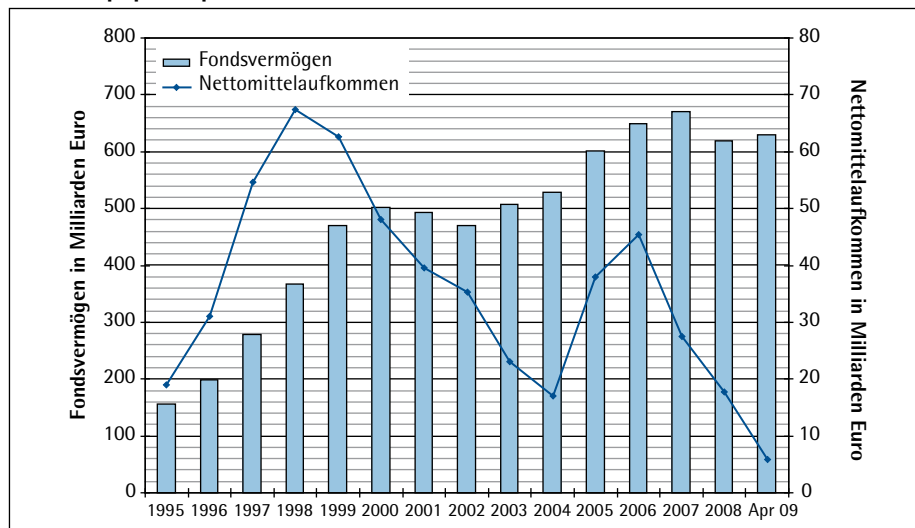
### Drei Namensänderungen

Ende 2008 zeichnete sich auch bereits die Übernahme der Cominvest Asset Management GmbH durch die Allianz Global Investors Deutschland GmbH ab, diese wurde formal jedoch erst Anfang 2009 vollzogen. Die Investmentgesellschaft war ein Teil des Kaufpreises für die Dresdner Bank, die die Commerzbank von der Allianz übernahm.

Auf die Cominvest war 2002 die Adig verschmolzen worden, die 1949 als erste deutsche Investmentgesellschaft unter dem Namen Adig von vier Banken in München gegründet worden war. Dadurch kann die Allianz Global Investors als größte deutsche Investmentgesellschaft jetzt auch darauf verweisen, die am längsten zurückreichenden Wurzeln zu besitzen.

Anfang 2009 übernahm die Union Investment, die seit der Gründung des Joint Ven-

**Abbildung 1: Fondsvermögen und Nettomittelaufkommen der Wertpapier-Spezialfonds**



Quelle: BVI

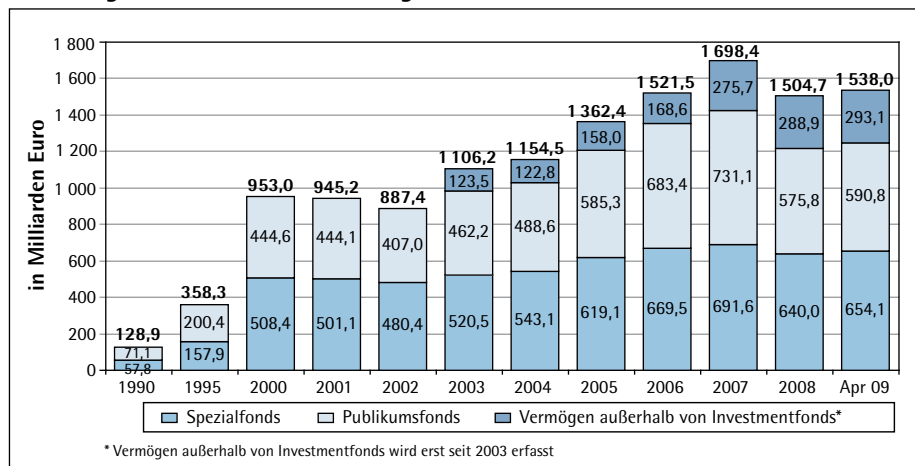
tures im Jahr 1999 zu 40 Prozent an der Union Pan Agora Asset Management GmbH beteiligt war, auch die 40 Prozent von der in Boston ansässigen Panagora Asset Management Inc. Die restlichen 20 Prozent befanden sich in den Händen strategischer Investoren sowie der geschäftsführenden Gesellschafter.

Den unter Kapitalanlagegesellschaften seltenen Status eines inhabergeführten Unternehmens gibt die auf den Namen Quoniam Asset Management GmbH umgetaufte Fondsgesellschaft jedoch nicht auf, die Beteiligung des Managements wird sogar bis zu 25 Prozent aufgestockt. Der Schwerpunkt des Managements soll wei-

terhin auf quantitativen Anlagestrategien über alle Assetklassen hinweg liegen.

Schließlich ist noch über drei Namensänderungen zu berichten. Das institutionelle Asset-Management-Geschäft der Deutsche-Bank-Gruppe firmiert nicht mehr unter dem Kürzel DeAM, sondern unter DB Advisors. Dadurch soll die Zugehörigkeit zu dem Bereich des institutionellen Asset Managements auf Basis klassischer Anlageformen hervorgehoben werden. Bereits zuvor hatte die Deutsche Bank mehrere alternative Investmentprodukte unter dem Label Rreef zusammengefasst und ihre Immobilienfonds-Gesellschaften entsprechend umbenannt. Der deutsche Teil der Fidelity-

**Abbildung 2: Administriertes Vermögen**



\*Vermögen außerhalb von Investmentfonds wird erst seit 2003 erfasst

Quelle: BVI

**Tabelle: Administration und Portfoliomanagement von Wertpapier-Spezialfonds und Vermögen außerhalb von Investmentfonds**

Gruppe beziehungsweise Gesellschaft	Wertpapier-Spezialfonds (Millionen Euro)		Vermögen außerhalb von Investmentfonds (Millionen Euro)		Summe aus Wertpapier- Spezialfonds und Vermögen außerhalb von Investmentfonds (Millionen Euro)	
	Administration	Portfolio- management	Administration	Portfolio- management	Administration	Portfolio- management
Allianz Global Investors Deutschland Gruppe	119 022,2	116 681,6	115 915,2	121 263,7	234 937,4	237 945,3
Alte Leipziger Trust Investment-Gesellschaft mbH	2 022,4	1 973,8	-	-	2 022,4	1 973,8
Ampega-Gerling Investment GmbH	6 490,6	5 926,3	3 976,9	3 355,1	10 467,5	9 281,4
Axa-IM Gruppe	12 697,0	9 366,1	26 171,6	26 171,6	38 868,6	35 537,7
Bayern-Invest Gruppe (Bayern-LB)	16 122,9	16 726,9	659,4	659,4	16 782,3	17 386,3
Credit Suisse Gruppe	2 146,1	3 766,5	-	-	2 146,1	3 766,5
Deka-Bank Gruppe	43 682,9	44 567,0	348,0	11 885,0	44 030,9	56 452,0
DJE Gruppe	29,3	725,6	991,0	1 454,2	1 020,3	2 179,8
DWS/DB Advisors/DB Gruppe	40 293,4	40 453,4	31 178,0	49 906,0	71 471,4	90 359,4
FIL Gruppe	123,4	123,4	-	-	123,4	123,4
Frankfurter Service Kapitalanlage-Gesellschaft mbH	310,4	38,3	-	-	310,4	38,3
Frankfurt-Trust Gruppe	4 403,6	7 620,6	-	-	4 403,6	7 620,6
Gen Re Capital GmbH	3 025,0	3 148,2	13 648,9	15 716,5	16 673,9	18 864,7
Generali Investments Gruppe	4 247,8	4 247,8	70 593,2	70 593,2	74 841,0	74 841,0
Hansainvest Hanseatische Investment-GmbH	5 312,0	-	-	-	5 312,0	-
Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH	44 008,2	19 946,9	381,4	381,4	44 389,6	20 328,3
HSBC Trinkaus & Burkhardt Gruppe	53 525,1	17 715,1	74,0	74,0	53 599,1	17 789,1
Invesco Gruppe	1 353,3	5 479,3	-	-	1 353,3	5 479,3
KAS Investment Servicing GmbH	1 153,2	-	2 651,2	2 651,2	3 804,4	2 651,2
Landesbank Berlin Investment GmbH	6 011,5	2 064,0	86,2	486,2	6 097,7	2 550,2
Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH	1 954,1	6 421,1	10,5	10,5	1 964,6	6 431,6
LBBW Asset Management Gruppe	12 124,3	8 814,9	-	-	12 124,3	8 814,9
Lingohr & Partner Asset Management GmbH	-	525,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 837,0
Maintrust Kapitalanlagegesellschaft mbH	834,0	950,2	43,7	43,7	877,7	993,9
Meag Gruppe	41 616,0	35 902,1	-	-	41 616,0	35 902,1
Metzler Gruppe	19 833,6	8 390,3	269,6	269,6	20 103,2	8 659,9
Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH	3 479,0	2 847,0	-	-	3 479,0	2 847,0
Nordcon Investment Management AG	7 361,0	3 916,4	-	-	7 361,0	3 916,4
Oppenheim Gruppe	5 821,0	10 060,7	430,7	430,7	6 251,7	10 491,4
Pioneer Gruppe	5 130,1	8 992,4	56,5	113,0	5 186,6	9 105,4
SEB Gruppe	2 917,7	2 083,8	-	-	2 917,7	2 083,8
Siemens Kapitalanlagegesellschaft mbH	10 812,4	10 387,2	441,4	441,4	11 253,8	10 828,6
SGSS Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH	20 206,6	-	-	-	20 206,6	-
UBS Gruppe	1 083,6	2 862,0	-	-	1 083,6	2 862,0
Union Investment Gruppe	40 879,3	49 744,8	785,4	3 748,5	41 664,7	53 493,3
Universal-Investment Gruppe	71 599,1	6 936,2	3 418,1	3 418,1	75 017,2	10 354,4
Veritas Investment Trust GmbH	45,9	45,9	-	-	45,9	45,9
W&W Asset Management Gruppe	-	4 347,4	18 603,4	18 603,4	18 603,4	22 950,8
Warburg Invest Gruppe	2 487,7	2 402,8	175,1	175,1	2 662,8	2 577,9
WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH	15 810,8	15 832,0	909,2	805,1	16 720,0	16 637,1
<b>Summe</b>	<b>629 976,5</b>	<b>482 033,0</b>	<b>293 130,6</b>	<b>333 968,6</b>	<b>923 107,1</b>	<b>816 001,6</b>

Quelle: BVI (Stichtag 30. April 2009)

Gruppe firmiert seit Juli 2008 unter FIL Investment Management GmbH. Und im Juni 2009 hat die Société Générale Securities Services Kapitalanlagegesellschaft mbH ihren Namen in SGSS Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH geändert.

### Aufbruch der Wertschöpfungskette

Offenbar setzt sich der Trend zu Master-KAG-Lösungen fort. Die Zahl der Wertpapier-Spezialfonds hat im vergangenen Jahr zum ersten Mal seit 1997 die Marke von 4 000 unterschritten, die Anzahl sank von 4 107 Ende 2007 auf 3 885 Ende 2008. Dies bedeutet einen Rückgang um über 30 Prozent seit dem Höchststand mit knapp 5 600 im August 2001. Diese Entwicklung beruht nur zum kleinen Teil auf Mittelabflüssen und lässt sich fast vollständig durch Zusammenlegung von Spezialfonds erklären. Teilweise wurden und werden sehr kleine und damit für die KAGs unrentable Spezialfonds zusammengelegt, sodass die – leider nicht bekannte – Anzahl der Mehr-Anleger-Fonds zunimmt.

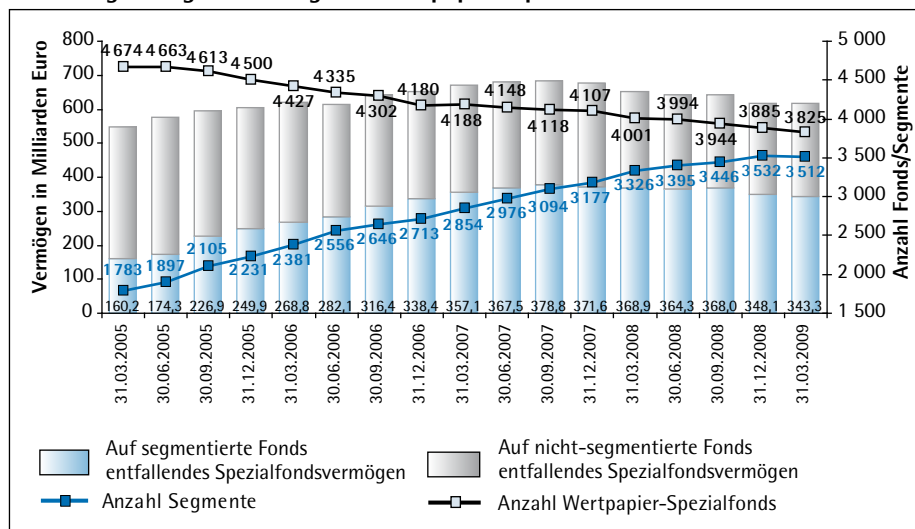
Wichtiger ist jedoch die Zusammenlegung von Spezialfonds, die ein und demselben Anleger beziehungsweise Konzern zuzurechnen sind. Hier war für manche Anleger in den neunziger Jahren und bis zur Aktienkrise im Jahr 2001 häufig für jede Assetklasse ein neuer Spezialfonds aufgelegt worden. Teilweise war es auch das erklärte Ziel der Anleger, ihr Spezialfondsvermögen über unterschiedliche KAGs zu streuen, auch um Performance und Serviceorientierung miteinander vergleichen zu können.

### Trend zur Master-KAG

Mit der Zulassung der Auslagerung des Portfoliomanagements drehte dieser Trend, und die ersten Master-KAGs boten die Administration von segmentierten Spezialfonds an. Hier profitiert der Anleger von einem Reporting, das über alle Segmente hinweg einheitlich dargestellt wird, sowie von dem geringeren Risiko, bei Kursverlusten einer speziellen Assetklasse Abschreibungen auf den Wert des Spezialfonds-Anteils vornehmen zu müssen.

Nachteilig ist jedoch der doppelte Aufwand, da Fondsbuchhaltung und Risikomanagement vielfach von beiden Seiten, von der Master-KAG und von dem externen Manager, vorzuhalten sind. Demgegenüber scheinen die zunächst unter-

Abbildung 3: Segmentierung von Wertpapier-Spezialfonds



Quelle: BVI

schätzte Schnittstellenprobleme inzwischen weitgehend gelöst zu sein, wozu auch der BVI durch Entwicklung des XML-Standards seinen Teil beigetragen hat.

### Aufschluss über Spezialfondssegmente

Die Daten des BVI ermöglichen es an dieser Stelle auch zum ersten Mal, die hier dargestellte Entwicklung anhand der Anzahl der Spezialfondssegmente zu belegen (Abbildung 3). In den vier Jahren von März 2005 bis März 2009 ging die Zahl der Spezialfonds um etwa 850 zurück. Wenn dieser Rückgang durch Fusionen von jeweils zwei Spezialfonds zu erklären wäre und in den fusionierten Spezialfonds jeweils zwei Segmente gebildet worden wären, eines für jeden der beiden fusionierten Fonds, wäre die Zahl der Spezialfondssegmente um 1 700 gewachsen. Tatsächlich weist die BVI-Statistik einen Anstieg um 1 729 Segmente aus. Da jedoch viele Spezialfonds auf bereits segmentierte Mandate übertragen worden sein dürften, ist der Zuwachs zum großen Teil durch Neuordnung bestehender Fonds zu erklären.

Ob die Segmentierung von Spezialfonds ihren Höhepunkt überschritten hat, bleibt offen. So wurden Ende 2008 noch 3 532 Segmente gezählt, Ende März 2009 waren es 20 Segmente weniger. Allerdings repräsentierten die segmentierten Fonds den größeren Teil des verwalteten Spezialfondsvolumens, nämlich 348,1 Milliarden Euro gegenüber 270,4 Milliarden Euro in unsegmentierten Spezialfonds. Dabei kann

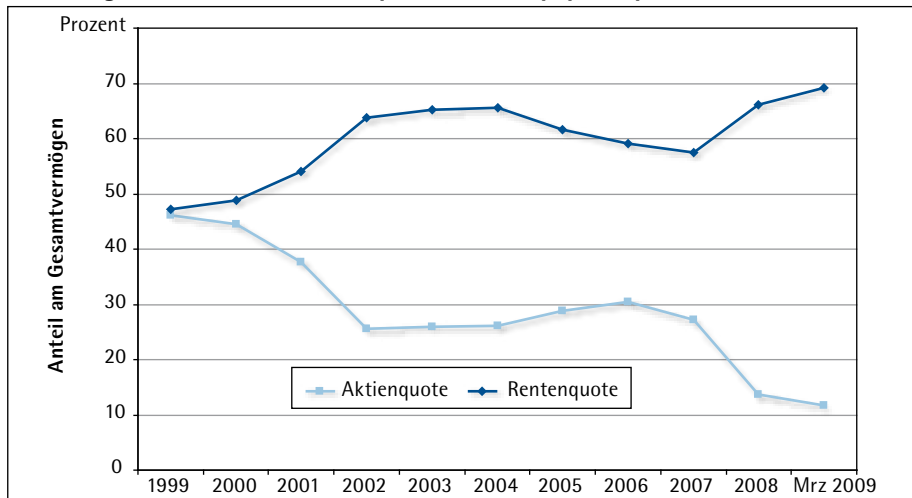
prinzipiell jede Fondsgesellschaft segmentierte Spezialfonds auflegen, in der Praxis als Master-KAG aber vor allem dann so bezeichnet, wenn das ausschließlich administrierte Vermögen das gemanagte Volumen deutlich übersteigt. Nach dieser Definition gibt es zurzeit zehn Master-KAGs. Auf der anderen Seite legen etwa zwölf Gesellschaften ihren Schwerpunkt auf Anlageberatung oder -entscheidung (Portfoliomanagement). Die übrigen rund 30 KAGs sind als Vollanbieter zu charakterisieren, bei denen weder die Administrations- noch die Portfoliomanagerleistung eindeutig überwiegt.

### Konsolidierungsphase ausgeblieben

Die Entwicklung zur Spezialisierung in Master-KAGs einerseits und Portfoliomanagement-KAGs andererseits vollzog sich überwiegend in den Jahren 2003 bis 2007. Seither hat sich die Zahl der Wettbewerber in den beiden Gruppen nicht wesentlich verändert, insbesondere ist die schon lange vorhergesagte Konsolidierungsphase ausgeblieben. Auch kleinere Anbieter können sich offenbar weiterhin am Markt behaupten, während die Gruppe der Master-KAGs sich besonders zuversichtlich gibt, die überdurchschnittlichen Wachstumsraten der letzten Jahre fortsetzen zu können.

Im genannten Zeitraum konnten die Master-KAGs jedes Jahr ihre Spezialfondsvolumina mit durchschnittlich 11,9 Prozent doppelt so stark steigern wie der Gesamtmarkt. Branchenkenner führen die be-

Abbildung 4: Aktien- und Rentenquote der Wertpapier-Spezialfonds



Quelle: BVI und Deutsche Bundesbank

trächtlichen Netto-Mittelaufkommen, die noch nach dem Börsentief 2002/2003 zu verzeichnen waren, zu einem bedeutenden Teil auf die Bildung von Master-KAGs zurück. Institutionellen Anlegern seien die Vorzüge eines standardisierten Reportings aus einer Hand bei der Neuordnung ihrer Spezialfonds-Bestände so offenkundig geworden, dass sie in dieser Zeit vermehrt Direktbestände aufgelöst und in Spezialfonds-Mandate überführt hätten. Somit seien den Spezialfonds frische Anlagegelder zugeflossen. Eine bloße Restrukturierung vorhandener Spezialfonds wäre in der Summe der Branche aufkommensneutral geblieben.

#### Auslagerung der Administration

Das gesamte administrierte Wertpapier-Vermögen betrug zum 30. April 2009 rund 923 Milliarden Euro. (Tabelle 1; mit den Summenwerten der Gesellschaftsgruppen). Gut zwei Drittel davon entfallen auf Spezialfonds (630 Milliarden Euro) und ein Drittel auf Vermögen außerhalb von Investmentfonds (293 Milliarden Euro). Mit 203,9 Milliarden Euro verwaltet die Allianz Global Investors KAG das mit Abstand größte Vermögen, das sich zu gleichen Teilen auf Spezialfonds und Vermögen außerhalb von Investmentfonds aufteilt.

An zweiter Stelle steht die Generali Investments Deutschland KAG mit einem verwalteten Vermögen von 74,8 Milliarden Euro vor der Universal-Investment mit 71,4 Milliarden Euro. Während bei der Generali KAG der Schwerpunkt ganz überwiegend

auf Vermögen außerhalb von Investmentfonds liegt (94,3 Prozent), machen bei der Universal-Investment Spezialfonds 95,3 Prozent des gesamten institutionellen Vermögens aus.

Die Auslagerung der Administration spielt bei Vermögen außerhalb von Investmentfonds nur eine untergeordnete Rolle. Bei Spezialfonds entfallen hingegen von den gut 630 Milliarden Euro Fondsvermögen 256,2 Milliarden Euro auf Fonds, deren Administration einer Master-KAG obliegt. Das größte Volumen von Spezialfonds mit übertragener Administration liegt bei der Universal-Investment mit 61,9 Milliarden Euro. Weitere Gesellschaften, die für mehr als 20 Milliarden Euro die Administration von Spezialfonds in fremdem Auftrag übernehmen, sind die Internationale Kapitalanlagegesellschaft mit 44,5 Milliarden Euro sowie die Helaba Invest KAG mit 25,4 Milliarden Euro.

#### Sinkender Aktienanteil in Portfolios, steigender Rentenanteil

Die für Spezialfonds und Vermögen außerhalb von Investmentfonds erbrachten Leistungen im Portfoliomanagement belaufen sich per 30. April 2009 auf insgesamt 816,0 Milliarden Euro (Tabelle). Dieser Wert bleibt zwar um mehr als 100 Milliarden Euro gegenüber dem Gesamtbeitrag der Administration zurück, unterstreicht damit aber die Attraktivität der in Deutschland verfügbaren Administrations-Infrastruktur insbesondere für ausländische Portfoliomanager.

Die Finanzmarktkrise hinterlässt deutliche Spuren in der Zusammensetzung des Vermögens der Wertpapier-Spezialfonds. Der Anteil der Aktien am Fondsvolumen sank per 31. Dezember 2008 mit 13,8 Prozent auf ein Zehnjahrestief (Abbildung 4). Vor Jahresfrist lag dieser Wert mit 27,3 Prozent etwa doppelt so hoch. Diese Entwicklung dürfte sowohl auf den Rückzug der Spezialfonds aus dem Aktienmarkt als auch auf Kursverluste zurückzuführen sein. In der Börsenkrise zu Anfang des Jahrzehnts war allerdings ein noch stärkerer Rückgang zu verzeichnen. Damals sank der Aktienanteil von 46,2 Prozent Ende 1999 auf 25,7 Prozent Ende 2002 und pendelte seitdem zwischen 25 und 30 Prozent.

Rentenpapiere konnten dagegen 2008 ihren Anteil am Fondsvermögen von 57,4 Prozent auf 66 Prozent steigern. Dieser Wert stellt ein Zehnjahreshoch dar. Auch Bankguthaben und Geldmarktpapiere wurden 2008 relativ stärker nachgefragt. Ihr Anteil stieg zum Jahresende auf 11,5 Prozent und war damit erstmals zweistellig.

In den ersten drei Monaten des laufenden Jahres zeichnete sich noch keine Trendwende ab, der Aktienanteil sank erneut ab und beläuft sich auf 11,8 Prozent.

#### Anbietergruppen mit unterschiedlicher Gewichtung der Assetklassen

Innerhalb der Rentenquote werden erhebliche Verschiebungen zwischen Inlands- und Auslandsanteil erkennbar. Waren Ende 1999 noch 33,9 Prozent des Fondsvermögens in inländischen Rentenpapieren angelegt, so nahm dieser Wert per Ende 2008 auf 21,4 Prozent ab. Dagegen erhöhte sich im gleichen Zeitraum die Quote verzinslicher Wertpapiere ausländischer Emittenten von 13,4 Prozent auf 47 Prozent. Auch bei den Aktien nahm die Bedeutung ausländischer Titel in Relation zu inländischen Papieren zu. Die Einführung des Euro wird der verstärkten Investition in ausländische Papiere Vorschub geleistet haben.

Die Zahlen des BVI ermöglichen zum ersten Mal an dieser Stelle, die Zusammensetzung der Spezialfonds im Vergleich der verschiedenen KAG-Gruppen (Bankentöchter, Versicherungstöchter) zu untersuchen. Zwar ist über alle KAG-Gruppen hinweg ein Rückgang der Aktienquote im Verlauf des Jahres 2008 um etwa die Hälfte festzustel-

len. Dennoch schwankt der Anteil der Dividentitel zwischen 8,8 Prozent bei den Kapitalanlagegesellschaften der Sparkassen/Landesbanken und 18,2 Prozent bei den Anbietern aus dem Lager der Privatbanken. Dazwischen liegen die Fondsgesellschaften der Genossenschaftsbanken (11,8 Prozent), der Groß- und Regionalbanken (13,2 Prozent), der Versicherungsunternehmen (13,2 Prozent) und der Auslandsbanken (13,3 Prozent).

Die Rentenquote differiert zwischen den Anbietergruppen in noch stärkerem Maße. Während die KAGs der Privatbanken Ende 2008 „nur“ auf einen Rentenanteil von 48,4 Prozent kommen, liegt dieser Wert unter den Versicherungs-KAGs bei 74,6 Prozent. Die Töchter der Auslandsbanken erreichen 59,4 Prozent, die Anbieter aus dem Lager der Sparkassen/Landesbanken 60 Prozent, Fondsgesellschaften der Genossenschaftsbanken 61,9 Prozent und Groß- und Regionalbanken 66,2 Prozent. Im Vergleich zum Jahresende 2007 haben die Anbieter aus dem Kreis der Genossenschaftsbanken und der Versicherungen die Rentenquote in besonders starkem Umfang erhöht.

Der Anteil der Bankguthaben und Geldmarktpapiere schwankt zwischen 4,7 Prozent bei den Versicherungs-KAGs und 19,2 Prozent bei den Anbietern aus dem Kreis der Sparkassen und Landesbanken. Die Fondsgesellschaften der Privatbanken setzen mit 12,3 Prozent weit stärker auf die

Anlage in Zielfonds als ihre Mitbewerber, bei denen sich der Anteil bezogen auf das Gesamtvermögen je nach Anbietergruppe zwischen 1,3 Prozent und 7,0 Prozent bewegt.

Die festgestellten Unterschiede entsprechen natürlich nicht den persönlichen Vorlieben der jeweiligen Kapitalanlagegesellschaften, sondern den Erfordernissen und Interessen der jeweiligen Anleger.

Spezialfonds werden meist als „Gemischte Wertpapierfonds“ aufgelegt, wobei nicht der gesetzlich geregelte Fondstyp des „Gemischten Sondervermögens“ gemeint ist, sondern auf die Anlagerestriktionen abgestellt wird, die sowohl den Erwerb von Aktien als auch den von Renten erlauben. So entfielen 60,6 Prozent des Fondsvermögens per 31. Dezember 2008 auf diese Kategorie, 23,3 Prozent waren in Rentenfonds und 10,4 Prozent in Aktienfonds angelegt. Diese Zahlen machen deutlich, dass die Anleger Wertpapier-Spezialfonds mit flexibler Bandbreite nutzen möchten. Durch eine entsprechende Gestaltung der Vertragsbedingungen können die Portfoliomanager unmittelbar auf die Kapitalmarktentwicklung reagieren und ihre Assets gegebenenfalls zeitnah umschichten.

**Aufhebung der Fondstypen?**

Zum Stichwort „Fondstypen“ sei an dieser Stelle mit einem weit verbreiteten Irrtum

aufgeräumt. Seit die Kapitalanlagegesellschaft mit Zustimmung der Anleger von vielen gesetzlichen Vorschriften abweichen darf, wird teilweise die Auffassung vertreten, bei Spezialfonds gebe es keine unterschiedlichen Fondstypen mehr. Richtig ist dagegen, dass die Zustimmung der Anleger zu einer Abweichung von gesetzlichen Anlagevorschriften rechtstechnisch einen Sonderfall darstellt.

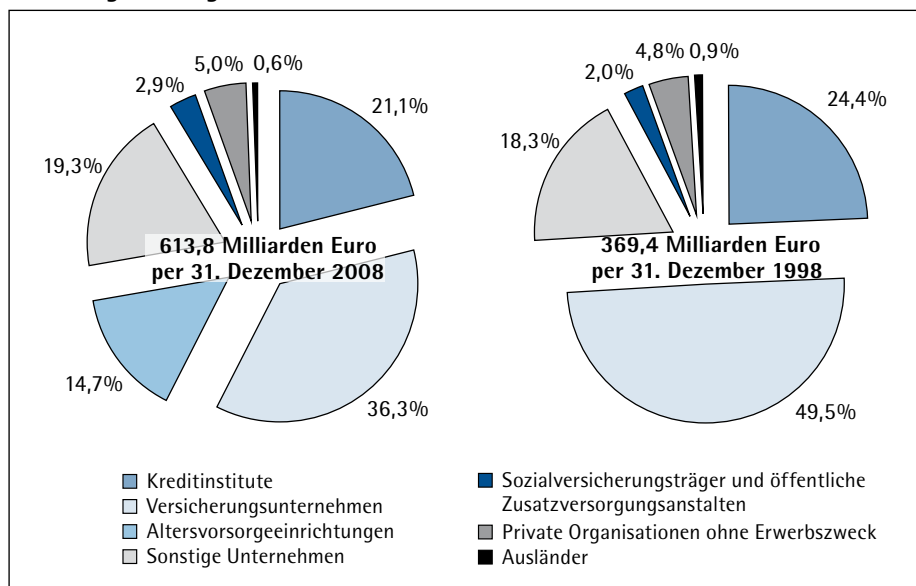
Der rechtstechnische Normalfall ist dagegen, dass der Anleger keine Zustimmung zu einer Abweichung erteilt, und in diesen Normalfall muss ein Spezialfonds weiterhin die Anlagevorschriften für einen bestimmten Fondstyp beachten, sei es das „Richtlinienkonforme Sondervermögen“, das „Gemischte Sondervermögen“, das „Sonstige Sondervermögen“ oder auch das „Grundstückssondervermögen“. Von einer Aufhebung der Fondstypen kann im Normalfall also gar keine Rede sein. Erst wenn der Anleger seine Zustimmung zu einer Abweichung von gesetzlichen Anlagevorschriften erteilt hat, stellt sich die Frage, inwieweit die Zuordnung zum ursprünglichen Fondstyp noch möglich ist, oder ob der betreffende Spezialfonds sich außerhalb der gesetzlichen Fondstypen gestellt hat.

Natürlich ist jetzt auch der „weiß flaggte“ Spezialfonds möglich, wenn der Anleger Dispens von sämtlichen Anlagevorschriften erteilt und die Kapitalanlagegesellschaft somit die Auswahl zwischen allen Vermögensgegenständen hat, die im Investmentgesetz erwähnt werden. Leider gibt es bisher keine Statistiken zur Verbreitung dieser völlig freien Spezialfonds. Bei einzelnen Anlegern, die ganz spezielle Investmentideen verfolgen wollen, soll dieser Fondstyp (besser: „typfreier Spezialfonds“) auf großes Interesse gestoßen sein, doch die große Masse der Spezialfondsanleger scheint beim bisher gewählten Fondstyp zu bleiben.

**Sehr stabile Anlegerstruktur**

Die Anlegerstruktur bei Wertpapier-Spezialfonds weist im Zehnjahresvergleich nur minimale Veränderungen auf (Abbildung 5). Versicherungsunternehmen und Altersvorsorgeeinrichtungen stellen mit einem Anteil von zusammen 51 Prozent des Gesamtvermögens die größte Investorengruppe (1998: 49,5 Prozent). Dabei macht das von Einrichtungen für Altersvorsorge

**Abbildung 5: Anlegerstruktur**



Quelle: Deutsche Bundesbank

eingelegte Kapital mit 90 Milliarden Euro knapp 15 Prozent des gesamten Wertpapier-Spezialfondsvermögens aus. Allein in der Zeit von 2005 bis heute stieg der Anteil dieser Anlegergruppe um 3,5 Prozentpunkte. Keine andere Investorengruppe konnte ein höheres Wachstum ihrer Assets verzeichnen. Erst seit 2004 werden Altersvorsorgeeinrichtungen in der Bundesbankstatistik gesondert erfasst. Zuvor wurden sie den Versicherungsunternehmen zugerechnet.

Zweitgrößte Investorengruppe sind Kreditinstitute, auf die 21,1 Prozent des Vermögens der Wertpapier-Spezialfonds entfallen. Auf Zehnjahressicht hat sich deren Anteil um 3,3 Prozentpunkte reduziert.

In geringerem Umfang ist der Anteil der sonstigen Unternehmen (einschließlich Industriefirmen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände) in den letzten zehn Jahren von 18,3 Prozent auf 19,3 Prozent angestiegen. In der Kurzfristbetrachtung zeigt sich jedoch, dass der Anteil um rund einen Prozentpunkt gefallen ist (Ende 2007: 20,4 Prozent).

Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten sowie private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine) haben mit derzeit 2,9 Prozent beziehungsweise fünf Prozent ihren Anteil in der Zeit von 1998 bis 2008 nur marginal erhöht.

Die Finanzkrise hat nach Einschätzung der Branche die institutionellen Investoren zu einer Rückbesinnung auf altbewährte Anlagegrundsätze veranlasst: leicht verständliche Produkte, verbunden mit einem erhöhten Interesse an Benchmarking und Risikomanagement-Systemen. Stärker als bisher werde auf das Kontrahenten- und Emittentenrisiko sowie deren Liquiditätssituation geachtet. Risikobehaftetere Assets würden zurzeit weniger nachgefragt. Positive Erwartungen richteten sich auf eine wiederkehrende Dynamik am Markt für Unternehmensanleihen, während der Einsatz inflationsgeschützter Anleihen derzeit offenbar (noch) kein vorrangiges Thema darstellt.

### Anleger und Anbietergruppen

Traditionell bevorzugen Versicherungsunternehmen Investmentgesellschaften, die

mit entsprechenden Unternehmen verbunden sind (Abbildung 6). Über 75 Prozent des von diesen Investmentgesellschaften verwalteten Vermögens entfällt auf diese Anlegergruppe. Im Verhältnis dazu spielen andere Investorengruppen mit Anteilen von unter zehn Prozent keine Rolle. Die spezielle Struktur der Genossenschafts- und Sparkassenverbände führt dazu, dass knapp 50 Prozent beziehungsweise 44 Prozent des diesen Gruppen nahestehenden KAGs anvertrauten Vermögens von Kreditinstituten kommt. 35 Prozent beziehungsweise 23 Prozent des dort angelegten Vermögens stammen von Versicherungen.

### Altersvorsorgeeinrichtungen bei Mittelzuflüssen an der Spitze

Zum Jahresende 2008 sahen private Organisationen ihr Vermögen am besten bei Groß- und Regionalbanken nahe stehenden Kapitalanlagegesellschaften aufgehoben.

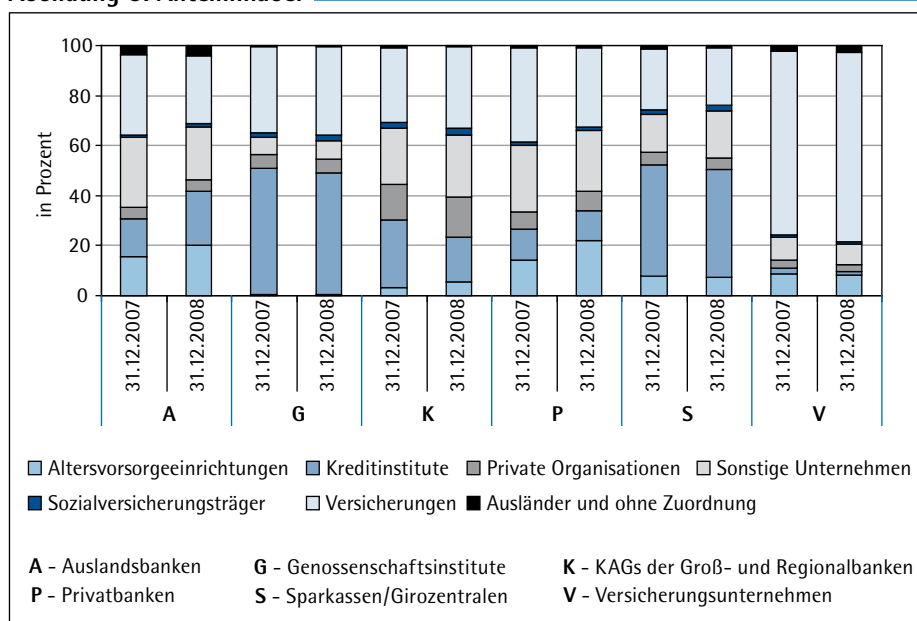
Investoren von Altersvorsorgeeinrichtungen bevorzugen Kapitalanlagegesellschaften, die den Privatbanken nahestehen. Danach folgen Investmentgesellschaften, deren Mütter Auslandsbanken und Versicherungen sind. KAGs der Genossenschaftsinstitute sowie der Groß- und Regionalbanken spielen für diese Anlegergruppe keine nennenswerte Rolle.

Die größten Mittelzuflüsse im Jahr 2008 haben Altersvorsorgeeinrichtungen beigesteuert. 14,8 Milliarden Euro legte diese Investorengruppe in Wertpapier-Spezialfonds neu an (Abbildung 7). Im Vorjahr waren es nur 4,3 Milliarden Euro. Versicherungsgesellschaften vertrauten dieser Spezialfondsgruppe 8,7 Milliarden neue Mittel an, nach 14,8 Milliarden Euro im Vorjahr. Kreditinstitute zogen dagegen 6,1 Milliarden Euro an Mitteln ab. Möglicherweise liegt die Ursache für diese Tendenz im Kapitalbedarf dieser Anlegergruppe in der Finanzkrise. 2007 betrug die Mittelabflüsse bei dieser Investorengruppe bereits 2,7 Milliarden Euro. Auch bei sonstigen Unternehmen (einschließlich Industriefirmen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände) stehen Mittelrückflüsse von 1,2 Milliarden Euro zu Buche, nachdem diese Investorengruppe im Jahr davor noch 8,9 Milliarden Euro neu angelegt hatte.

### Luxemburg als Domizil für Spezialfonds unbedeutend

Anfang 2007 trat das neue Luxemburger Gesetz über Spezialfonds (Specialized Investment Fund „SIF“) in Kraft, womit sämtliche für dieses Produkt geltenden Regelungen auf eine einheitliche Grundlage gestellt wurden. Der Luxemburger Gesetzgeber hat aber nicht nur durch administrative Erleichterungen versucht, das Großherzogtum als Domizil für Spezialfonds

Abbildung 6: Anteilinhaber



Quelle: BVI

attraktiver zu machen, sondern auch durch ein sehr liberales Reglement hinsichtlich des Anlegerkreises und der Anlagepolitik. So können neben den „klassischen“ institutionellen Investoren letztlich auch Private das Vehikel Spezialfonds nutzen, sofern sie über ausreichende Erfahrungen und Kenntnisse verfügen und/oder einen Mindestanlagebetrag in Höhe von 125 000 Euro einbringen.

Das Portfoliomanagement unterliegt ähnlich wie in Deutschland bei der Auswahl der Anlageinstrumente und -stile kaum Einschränkungen. Damit kann auch der Luxemburger Spezialfonds sehr flexibel auf außergewöhnliche Anlegerwünsche zugeschnitten werden, etwa für alternative Investments im Auftrag von Family Offices. Insgesamt entsteht der Eindruck, dass der Luxemburger SIF eher den mehr oder weniger vermögenden Privatanleger als die großen institutionellen Anleger als Zielgruppe im Auge hat.

**Pension Pooling**

Ende 2006 domizierte erst ein Spezialfonds deutscher Provenienz mit einem Volumen von 330 Millionen Euro in Luxemburg. Ein Jahr später hatten bereits fünf Kapitalanlagegesellschaften deutscher Provenienz 15 Fonds mit einem Vermögen von 847 Millionen Euro aufgelegt (Abbildung 8). Die Mittelzuflüsse erreichten 2007 mehr als 413 Millionen Euro. Auch die Finanz-

marktkrise konnte 2008 das Wachstum des Luxemburger Spezialfondsmarktes nicht aufhalten. Im Gegenteil, im Laufe des Jahres 2008 verdreifachte sich die Zahl der Fonds auf 47, die von nunmehr acht in Luxemburg tätigen Kapitalanlagegesellschaften aufgelegt wurden. Das Fondsvermögen versiebenfachte sich binnen Jahresfrist auf 6,2 Milliarden Euro. In den ersten drei Monaten des laufenden Jahres kam eine weitere Fondsgesellschaft hinzu, während die Anzahl der Luxemburger Spezialfonds deutscher Provenienz auf 56 stieg. Das gesamte Fondsvolumen liegt bei 8,1 Milliarden Euro.

Dennoch nimmt sich der auf Luxemburg entfallende Marktanteil vergleichsweise bescheiden aus. Inwieweit sich das ändern könnte, wird in Branchenkreisen unterschiedlich beurteilt. Zwar besteht heute praktisch kein aufsichtsrechtliches Gefälle mehr, das ähnlich wie bei den Publikumsfonds in früheren Jahren als Anlass einer massiven Verschiebung der Auflage neuer Produkte in das Nachbarland dienen könnte. Es gibt aber Stimmen, die vor einer Wettbewerbsverzerrung im Zusammenhang mit dem Pension Pooling warnen, wo sich Luxemburg leicht zu einem zentralen europäischen Platz für solche Konstrukte entwickeln könnte.

Pension Pooling, also die Bündelung der Vermögen für Pensionszusagen, ist im deutschen Spezialfonds administrativ und

portfoliotechnisch über Segmente von Masterfonds zwar ebenso gut darstellbar. Allerdings ist die Gefahr nicht von der Hand zu weisen, dass Deutschland auf diesem Feld trotz prinzipiell gleicher administrativer Voraussetzungen ins Abseits gerät. Eine aus deutscher Sicht unglückliche Gemengelage von Anlegerpsychologie und Traditionsbegründung könnte die Entwicklung in eine ungewollte Richtung lenken:

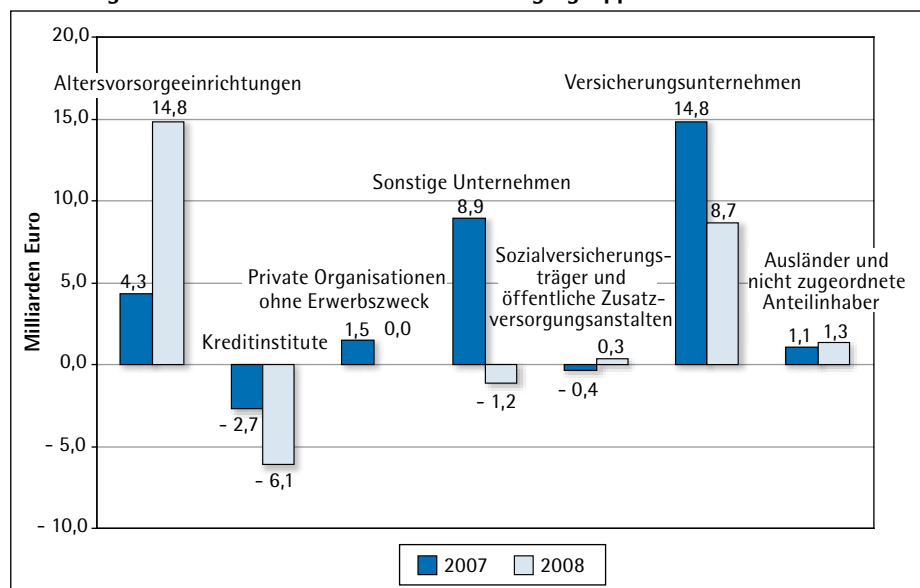
Internationale Anleger bevorzugen aus historischen Gründen als Europa-Domizil immer noch überproportional „neutrale“ Standorte außerhalb Deutschlands, und ein Nukleus, erst einmal an anderem Ort etabliert, kann in der Folge Schwerpunkte unumkehrbar verlagern. Zudem gibt es in Deutschland – anders als in Luxemburg – keinen Investmentfonds, der für Zwecke der Doppelbesteuerungsabkommen als transparent angesehen werden kann. Damit verschlechtert sich in der Regel die steuerliche Situation für ausländische Pensionskassen, die ihre Assets poolen wollen. Wichtigste Aufgabe muss es daher sein – auch für den deutschen Gesetzgeber –, alles zu unternehmen, um die Vorzüge und den Stellenwert des in Deutschland domizilierten Spezialfonds zu sichern und auszubauen, auch mit Blick auf das Pension Pooling.

**Weiterhin ein attraktives Anlagevehikel**

Die eingangs erwähnten Mittelzuflüsse von 2,7 Prozent des Anfangsvolumens beweisen, dass der Spezialfonds für institutionelle Anleger weiterhin ein attraktives Anlagevehikel darstellt. Inzwischen sind die institutionellen Anleger mit dem Vehikel sehr vertraut und wissen die Vorzüge wie den gesetzlichen Rahmen, die Beaufsichtigung der Kapitalanlagegesellschaften durch die BaFin, die verschiedenen Prüfungs- und Kontrollpflichten der Depotbank, der Kapitalanlagegesellschaft und der Wirtschaftsprüfer und nicht zuletzt die gesetzlich vorgegebenen Fondstypen zu schätzen.

Die größten Gefahren für den Spezialfonds gingen in der Vergangenheit meist von drohenden Steueränderungsgesetzen aus, durch die der Spezialfondsanleger im Vergleich mit Direktanlegern oder Anlegern in anderen Anlagevehikeln schlechter gestellt worden wäre. Dieses Jahr sind solche Änderungen einmal nicht in Sicht, dafür hat-

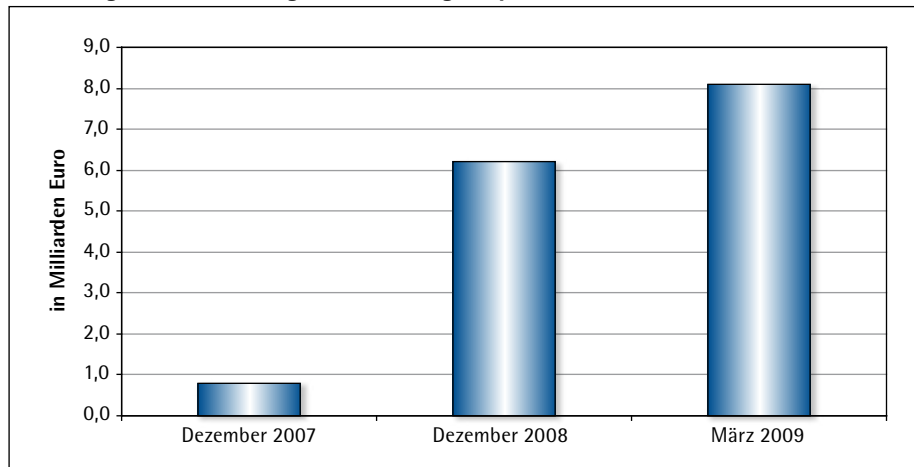
**Abbildung 7: Nettomittelaufkommen nach Anlegergruppen**



Quelle: BVI



Abbildung 8: Fondsvermögen Luxemburger Spezialfonds deutscher Provenienz



Quelle: BVI

ten die EU-Kommission mit Unterstützung der Bundesregierung eine EU-Richtlinie zur Regulierung von Managern für Alternative Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) vorgelegt.

### EU-Richtlinie über alternative Investments

Die AIFM-Richtlinie soll durch eine verstärkte Regulierung und Beaufsichtigung von alternativen Investments dem Entstehen weiterer Finanzkrisen vorbeugen. Dies erinnert in gewisser Weise allerdings an die Geschichte von dem chinesischen General und seinem Proviantmeister. Im Laufe eines längeren Feldzuges wies der Proviantmeister den General immer wieder auf die zur Neige gehenden Vorräte hin und drängte auf Abhilfe. Der General schlug diese Warnungen jedoch in den Wind, bis die Vorräte wirklich knapp wurden und die Soldaten wegen der gekürzten Rationen zu murren begannen. Als dann sogar eine allgemeine Meuterei drohte, sicherte der General dem Proviantmeister noch zu, für seine Familie sehr gut zu sorgen, bevor er ihm vor der ganzen Truppe den Kopf abgeschlagen ließ. Die Soldaten waren dem General dankbar, weil er in ihren Augen den an ihrer Misere Schuldigen bestraft hatte, und die Meuterei war abgewendet.

So wie die AIFM-Richtlinie momentan konzipiert ist, kann sie für eine Reihe von Finanzprodukten, die an der aktuellen Finanzkrise überhaupt keinen Anteil haben, das Todesurteil bedeuten. Niemand hat zum Beispiel Offenen Immobilienfonds oder

Spezialfonds jemals vorgeworfen, irgendeinen Anteil an der Finanzkrise zu haben.

Das gilt sogar für Hedgefonds, die im zentralen Regelungsinteresse der AIFM-Richtlinie stehen. Dennoch haben sich die höchsten politischen Stellen in Berlin und Brüssel darauf verständigt, im Kampf gegen die Finanzkrise alle diese Anlageprodukte zu reglementieren. Nach dem aktuellen Richtlinienentwurf müssten sich auch Spezialfonds unter anderem auf folgende Regelungen einstellen:

- Genehmigungspflicht für Spezialfonds sowie jede Änderung der Vertragsbedingungen (wurde 1990 zur Entlastung der BaFin abgeschafft).
- Verbot von Lagerstellen außerhalb der EU (in bestimmten Märkten ist der Erwerb von Wertpapieren betriebswirtschaftlich nicht mehr vertretbar, wenn diese nicht vor Ort verwahrt werden dürfen).
- Einführung einer Mindestliquidität (gab es bei Wertpapierfonds noch nie und wurde sogar für Immobilien-Spezialfonds im Jahre 2002 abgeschafft).
- Bewertung der Vermögensgegenstände sowie des Fonds selbst durch eine unabhängige Bewertungsstelle (sogar Börsenkurse werden anscheinend nicht anerkannt, wodurch unnötige Kosten entstehen).
- Bewertung muss börsentäglich erfolgen, parallel zu Anteilsausgaben beziehungsweise Rückgaben (eine börsentägliche Immobilienbewertung durch Sachverständige

wäre in der Praxis nicht möglich und könnte auch die gesamte Rendite aufzehren).

- Erwerbsverbot für Vermögensgegenstände, deren Portfoliomanager über keine AIFM-Lizenz verfügen (eine möglicherweise protektionistische Regelung, die den betroffenen institutionellen Anlegern den Zugang zu interessanten Anlagemöglichkeiten abschneiden könnte).

### Zwei konkurrierende Regelungssysteme

Der Spezialfonds als Anlagevehikel würde durch diese Regelungen voraussichtlich schwer beschädigt werden. Die Kapitalanlagegesellschaften würden darüber hinaus vor die Schwierigkeit gestellt, künftig zwei konkurrierende Regelungssysteme beachten zu müssen. Denn die AIFM-Richtlinie enthält Eigenkapitalvorschriften und andere aufsichtsrechtliche und organisatorische Regelungen, wie sie auch im Investmentgesetz enthalten sind.

Wenn die Regierungen unschuldigen Anlageinstrumenten wie dem Spezialfonds zwar nicht den Kopf, aber doch teilweise die Wettbewerbsfähigkeit abschlagen wollen, um dem Wahlvolk die eigene Tatkraft und das Anpacken von Problemen vorzuführen, so fehlt wenigstens die Zusage, angemessen für die Hinterbliebenen zu sorgen. Besser wäre es jedoch, die im Investmentgesetz geregelten Fondstypen aus dem Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie herauszunehmen.

Dies wäre auch systematisch gerechtfertigt, denn die Regelungen für Kapitalanlagegesellschaften entsprechen der OGAW-Richtlinie, und für die solchermaßen regulierten und beaufsichtigten „Fondsmanager“ von „klassischen Investments“ ist eine Anwendung von neuen Regeln für Fondsmanager von „alternativen Investments“ weder erforderlich noch sinnvoll.

In Anbetracht der Finanzkrise hat sich der Spezialfonds wacker geschlagen. Unverändert wird er von institutionellen Anlegern als bevorzugtes Anlageinstrument angesehen, und das natürlich zu Recht. Sobald die Wirtschaft wieder in Gang kommt, werden sich die Spezialfondsgesellschaften wieder über Wachstumsraten freuen können, die aus früheren Jahren in Erinnerung sind. Im Moment gilt es allerdings noch, das mit der AIFM-Richtlinie drohende Unbill abzuwenden.