



Till Entzian

Robuste Spezialfonds mit berechtigter Hoffnung auf Wachstum

Nach 1997 und 2004 konnte die deutsche Fondsbranche 2013 die markante Grenze von einer Billion Euro zum dritten Mal überschreiten. Dank eines neuerlichen Rekords bei den Nettomittelzuflüssen von 82 Milliarden Euro (2012: 72 Milliarden Euro) stieg das Spezialfondsvermögen Ende 2013 auf 1030 Milliarden Euro an. Das Wachstum einschließlich der Marktentwicklung betrug damit genau neun Prozent. Das ist ein schöner Wert, auch wenn es im Vorjahr durch die bessere Marktentwicklung noch über 16 Prozent Wachstum waren. Besonders positiv stellt sich dieses Ergebnis im Vergleich zu den in Deutschland aufgelegten Publikumsfonds dar, die bereits das dritte Jahr in Folge einen Volumensrückgang zu verzeichnen haben, wenn auch mit zehn Milliarden auf 644 Milliarden Euro nur einen relativ geringen.

Die Gründe für diesen Rückgang bei den Publikumsfonds dürften weiterhin bei den Fehlentwicklungen im Aufsichtsrecht zu finden sein. Luxemburg, das die umfangreichen europarechtlichen Vorgaben traditionell ohne zusätzliche eigene Ideen und Anforderungen umsetzt, konnte in 2013 ein Wachstum von zehn Prozent auf jetzt 2,6 Milliarden Euro verzeichnen.

Das Gegenargument von BMF und BaFin, in Deutschland seien die Anleger durch das „strengere“ Aufsichtsrecht besser geschützt, lässt sich leicht widerlegen. International ist der Luxemburger UCITS und nicht der deutsche Fonds zu einer Marke geworden, der Anleger und nationale Aufsichtsbehörden vertrauen; deutsche Investmentfonds müssen dagegen erklärt

werden, wobei dann die Vergleichbarkeit mit dem Luxemburger UCITS hervorgehoben wird. Vor allem muss der BaFin aber entgegengehalten werden, dass die Luxemburger Aufsichtspraxis keine Anlage-skandale ausgelöst oder erleichtert hat.

Weshalb ist aber der deutsche Spezialfonds weiterhin so erfolgreich und weshalb wandern die institutionellen Anbieter und Anleger nicht ebenfalls nach Luxemburg ab?

Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main

Deutsche Spezialfonds haben ein Jahr 2013 mit ordentlichen Wachstumsraten hinter sich – im Gegensatz zu hiesigen Publikumsfonds, wie der Autor betont. Bei den Mittelzuflüssen der verschiedenen Anlegergruppen registriert er derweil Verschiebungen: Altersvorsorgeeinrichtungen haben deutlich weniger Gelder neu in Spezialfonds angelegt als im Vorjahr. Der Blick auf die Marktanteile bei den Anbietern zeigt weiterhin eine Konzentration des Geschäftes auf die großen Marktteilnehmer sowohl beim Portfoliomanagement als auch bei der Administration. Während sich in der Branche einerseits eine Konsolidierung zeigte – drei Anbieter gaben 2013 beziehungsweise Anfang 2014 ihre Erlaubnis zum Betreiben des Investmentgeschäftes zurück – stellt der Autor auch potenzielle neue Wettbewerber vor. Bisher erhielten elf bereits bekannte KAGen die neue Erlaubnis als OGAW-KVG, aber auch 16 Unternehmen, die Ende 2012 (noch) nicht als Kapitalanlagegesellschaft zugelassen waren. (Red.)

Retail-Anleger vertrauen auf die Marke und erkennen womöglich noch nicht einmal, in welchem Land der angebotene Fonds rechtlich aufgelegt ist. Institutionelle Anleger achten genau auf die Rechtsform des angebotenen Produkts und auch den Sitz des Vehikels. Die Einbindung der Rechts-, der Steuerabteilung und des Controlling erzeugt dann einen ganz natürlichen „home bias“, und sei es nur mit Blick auf die Gerichtsstandsklausel in der Dreiervereinbarung. Und schließlich ist die Verwendung von inländischen Spezialfonds zum Normalfall geworden, sodass eine Abweichung besonders begründet werden muss.

Auswirkungen des KAGB für Spezialfondsanleger überschaubar

Die immer neuen regulatorischen Anforderungen treffen in erster Linie die Anbieter, und die haben in der Vergangenheit gelernt, mit solchen Entwicklungen umzugehen. Dabei kommt ihnen die Möglichkeit entgegen, mit Einverständnis der Anleger von vielen für Publikumsfonds zwingend vorgeschriebenen Regelungen abzuweichen. Aus Sicht der Anleger bedeutet die Umstellung auf das KAGB, dass sie jetzt mit Dokumenten wie dem Verkaufsdokument zwangsbeglückt werden, die sie noch nie vermisst haben und die ihnen auch keine neuen Erkenntnisse verschaffen und deren größter Vorteil ist, dass man sie ungelesen ablegen kann. Soweit die Spezialfondsanleger nicht von eigener Regulierung betroffen sind, halten sich die Auswirkungen des KAGB also in überschaubaren Grenzen.

Ergänzend kommt dazu, dass die Publikumsfonds gegenüber der Zielgruppe überwiegend negativ dargestellt werden. Aufgrund der hohen Transparenz ist es einfach, Kosten und Risiken zu identifizieren, sodass auch ein oberflächlich arbeitender Journalist einen kritischen Artikel sehr schnell fertigstellen und ein nach eingängigen Themen suchender Politiker sehr schnell fündig werden kann. Dass Publikumsfonds im Vergleich mit anderen Anlageformen die geringeren Kosten und Risiken aufweisen, ist wegen der fehlenden Transparenz der Alternativprodukte nicht so leicht festzustellen und wird daher sehr selten angesprochen. Viele private Anleger sind daher gegenüber Investmentfonds negativ eingestellt oder zumindest verunsichert; ein Effekt, der bei institutionellen Anlegern aufgrund ihrer besseren Einsicht nicht eingetreten ist.

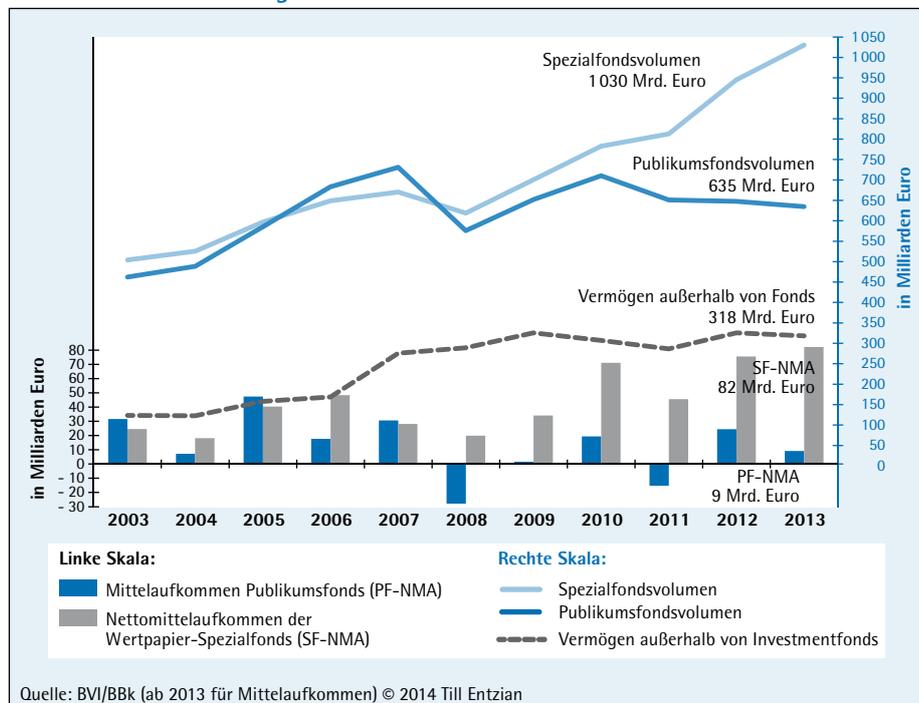
200 neue Spezialfonds auf Vorrat

Wenn zum ersten Mal seit 2001 sogar die Anzahl der Spezialfonds wieder gestiegen ist, von 3 901 auf 3 975, liegt die Ursache allerdings weniger in einer generellen Trendumkehr, sondern ist in den engherzig gefassten Übergangsvorschriften bei der Umstellung auf das KAGB zu suchen. Nach diesen Regelungen darf eine KAG seit Juli 2013 keine neuen Spezialfonds auflegen, bis sie die neue Erlaubnis als KVG erhalten hat.

Nun hätte man den Kapitalanlagegesellschaften bedenkenlos die neue Erlaubnis ausstellen können, erfüllen sie doch bereits seit langer Zeit alle nach der OGAW-Richtlinie vorgesehenen Voraussetzungen, denen die Anforderungen an AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften sehr ähneln. Stattdessen hat man entschieden, die Einreichung von Unterlagen zu fordern, die sich bei einzelnen Gesellschaften auf eine Anzahl von Dokumenten im mittleren fünfstelligen, teilweise sogar im sechsstelligen Bereich bewegen. Diese Menge kann weder von den Gesellschaften zügig zusammengestellt noch von der BaFin zügig geprüft werden.

Um während der Übergangsphase Neukunden überhaupt einen Spezialfonds anbieten zu können, wurden im Juli 2013 in Ausnutzung der Bestandsschutzregelung knapp 200 neue Spezialfonds auf Vorrat errichtet. Dadurch stieg die Zahl kurzfristig über die Marke von 4 000 Spezialfonds, ist

Abbildung 1: Fondsvolumen und Nettomittelaufkommen – Gesamtmarktentwicklung



seither aber wieder rückläufig, dem langjährigen Trend der Zusammenlegung von Spezialfonds bei einer Master-KAG folgend. Von 5 592 im August 2001 kommend, verwaltet die Branche Ende Mai 2014 noch 3 890 Spezialfonds.

Aus Sicht der Asset Manager liegt die Zahl der Mandate, um die sie sich bewerben

können, jedoch deutlich höher. Gut 70 Prozent des verwalteten Spezialfondsvolumens entfällt auf „segmentierte“ Spezialfonds, das heißt ein Sondervermögen ist gedanklich in mehrere Segmente unterteilt, die mit unterschiedlichen Anlagezielen und -restriktionen und/oder mit unterschiedlichen Investmentansätzen verwaltet werden. In der Fondsbuchhaltung wird

Abbildung 2: Segmentierung von Wertpapier-Spezialfonds

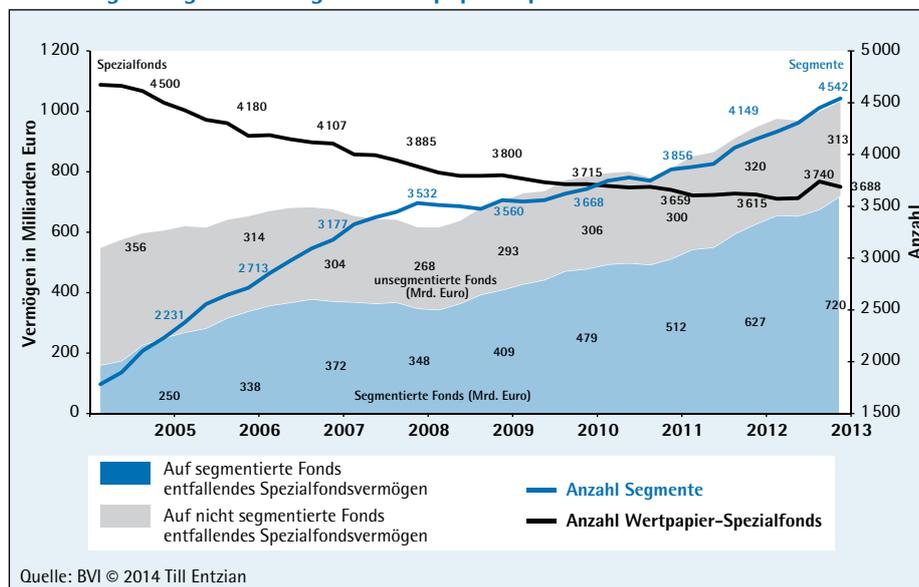
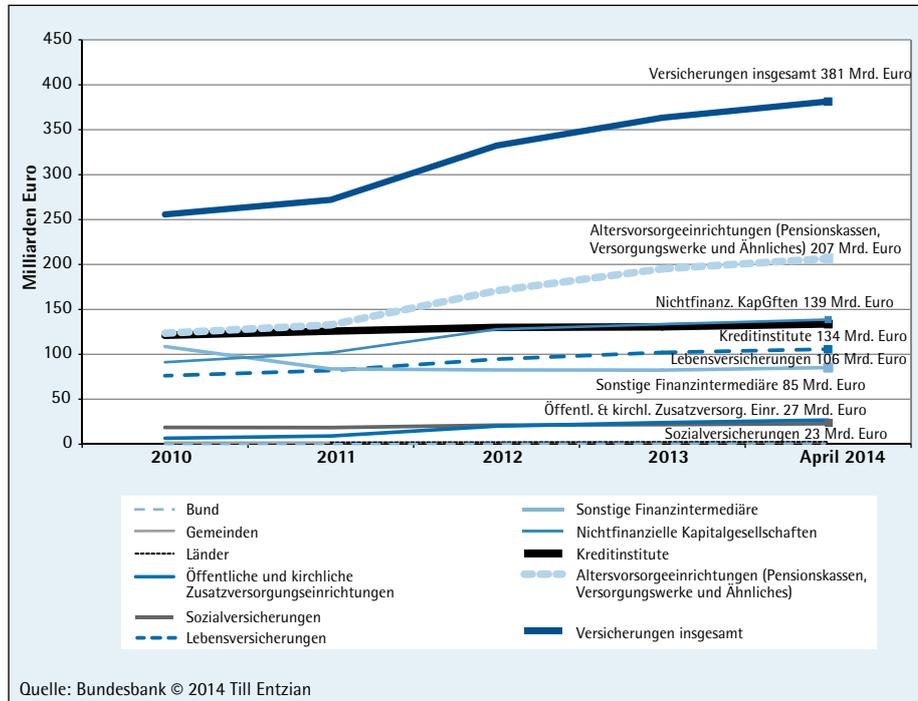


Abbildung 3: Anlegerzusammensetzung aller Spezialfonds (außer Immobilien-Spezialfonds)



jedes Segment wie ein eigenständiges Sondervermögen behandelt. Gegenüber einzelnen Spezialfonds bestehen die Vorteile der sogenannten Master-KAG-Lösung vor allem im einheitlichen Reporting, aber auch das Risiko einer vielleicht unerwünschten bilanziellen Abschreibung sinkt durch die Ausgleichseffekte im größeren Portfolio.

Für Anbieter von reinem Asset Management, die nicht über die volle KAG-Geschäftserlaubnis verfügen, hat sich der Markt der Spezialfonds überhaupt erst dadurch geöffnet, dass die Master-KAGen das Aufbrechen der Wertschöpfungskette und die Auslagerung des Portfoliomanagements an externe Dritte zum Normalfall gemacht haben.

Umgekehrt können Spezialfondsanleger auf diese Weise ihre Asset Manager aus einem größeren Kreis auswählen. Nachteil ist der höhere Aufwand, der durch die erforderlichen „Schnittstellen“ zwischen der Master-KAG und dem Asset Manager sowie durch die parallele Buchhaltung bei beiden Beteiligten entsteht. Die klassische KAG, die das komplette Produkt aus einer Hand anbietet, kann sich in vielen – von der Qualität des Portfoliomanagements unabhängigen – Bereichen schlanker aufstellen. Aus

Sicht der Anleger überwiegen jedoch die Vorteile, denn die Zahl der Segmente überstieg bereits 2010 die Zahl der Spezialfonds und betrug Ende 2013 mit einem Volumen von 720 Milliarden Euro.

Wichtigste Anlegergruppen: Versicherer und Altersvorsorgeeinrichtungen

Unverändert sind Versicherungsunternehmen und Altersvorsorgeeinrichtungen mit großem Abstand die wichtigsten Anlegergruppen, sowohl vom Volumen als auch vom Mittelaufkommen her betrachtet. Allein die Versicherungsunternehmen besaßen Ende 2013 Spezialfonds im Wert von 363 Milliarden Euro, wovon auf die Lebensversicherungen übrigens nur der kleinere Teil von 102 Milliarden Euro entfiel. Der größere Teil von 261 Milliarden Euro

wird dagegen anderen Versicherungsunternehmen zugeordnet, wobei es sich in erster Linie um Rückversicherungen handeln dürfte. Von diesen „anderen Versicherungsunternehmen“ flossen den Spezialfonds in 2013 rund 42 Milliarden Euro zu, und weitere 14 Milliarden Euro allein in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres.

Umgekehrt ist der Spezialfonds auch aus Sicht der Versicherungen von großer und steigender Bedeutung. Unverändert haben die Versicherungsunternehmen von Jahr zu Jahr steigenden Anlagebedarf, den sie in der Zwickmühle zwischen sinkenden Zinsen, langfristigen Renditeerwartungen ihrer Kunden und dem aufsichtsrechtlich bedingt immer kürzeren Anlagehorizont kaum noch vernünftig abdecken können. So nahmen die Aktiva der gesamten Versicherungswirtschaft in den zwei Jahren 2012 und 2013 insgesamt um zwölf Prozent zu, die Kapitalanlagen der Erstversicherungen stiegen im gleichen Zeitraum um 9,3 Prozent (siehe Tabelle 1).

Hatten die Erstversicherungen Ende 2011 bereits knapp ein Viertel ihrer Kapitalanlagen den Spezialfonds anvertraut, stieg dieser Anteil bis Ende 2013 sogar auf 28 Prozent. Betrachtet man den Anteil aller Fondsanteile, also einschließlich der Publikumsfonds, an den Aktiva aller Versicherungsunternehmen, also einschließlich der Rückversicherungen, zeigt sich eine noch stärkere Bedeutung der Fondsanlage. Hier stieg der Wert im gleichen Zeitraum von 27,6 Prozent auf 31,0 Prozent an.

Interessant ist übrigens, dass die Banken, die Ende 2013 nach der von den Fondsgesellschaften gemeldeten Statistik lediglich 134 Milliarden Euro in Spezialfonds investiert hatten, ihrerseits der Bundesbank eine Anlagesumme in Investmentfondsanteilen von 523 Milliarden Euro gemeldet haben (einschließlich ihrer Kundendepots sogar 1,4 Billionen Euro). Offenbar halten die

Tabelle 1: Versicherungsunternehmen und Fondsanteile

	2011 Millionen Euro	2013 Millionen Euro
Aktiva aller VU insgesamt	1 994 418	2 236 135
Fondsanteile aller VU	549 764	693 218
Kapitalanlagen der Erst-VU	1 188 092	1 298 250
Spezialfonds der Erst-VU	293 872	362 979

Quellen: BaFin, Bundesbank

Banken etwa 390 Milliarden Euro in Publikums- und ausländischen Fondsanteilen.

Bewegung bei den Mittelzuflüssen

Im Übrigen ist das Verhältnis der Bestände, die den einzelnen Anlegergruppen zugeordnet werden, sehr stabil. Größere Bewegungen gab es dagegen bei den entsprechenden Mittelzuflüssen. Hier überraschen die Altersvorsorgeeinrichtungen mit einem Rückgang um fast die Hälfte. Hatten sie 2012 noch – genau wie die „anderen Versicherungsunternehmen“ – 29 Milliarden Euro eingezahlt, waren es 2013 nur 17 Milliarden Euro. Die Zuflüsse aus dem Bereich der Versicherungen blieben dagegen stabil, wenn man sie insgesamt betrachtet. Die Lebensversicherungen brachten drei Milliarden Euro mehr als im Vorjahr, nämlich neun Milliarden Euro, die anderen Versicherungen brachten 26 Milliarden, also drei Milliarden Euro weniger.

Erfreulich ist, dass es aus dem Bereich der „Sonstigen Finanzintermediäre“ eine deutliche Steigerung von fünf auf neun Milliarden Euro Mittelaufkommen gab, und von privaten Institutionen eine noch deutlichere Steigerung von unter einer auf 7,5 Milliarden Euro. Den ausländischen Anlegern fehlt leider noch immer die Begeiste-

rung für Spezialfonds, anstelle einer halben Milliarden Euro wie 2012 brachten sie 2013 nur 250 Millionen neues Geld.

Die Übersicht der Marktanteile der BVI-Gesellschaften zeigt unverändert eine starke Konzentration des Geschäfts auf die Allianz als größter Anbieter in allen drei Bereichen. Beim klassischen Geschäftsmodell, das dem Anleger Portfoliomanagement und -administration aus einer Hand anbietet, konnte die Allianz das Volumen um 13 auf 197 Milliarden Euro steigern. Das ausschließlich administrierte Vermögen stieg um sechs auf 152 Milliarden Euro. Bei der reinen Portfolioverwaltung musste die Allianz allerdings eine Einbuße von drei auf 139 Milliarden Euro hinnehmen. Alle dargestellten Zahlen umfassen übrigens auch das außerhalb von Spezialfonds verwaltete Vermögen, das heißt die sogenannte „freie Vermögensverwaltung“. Diese umfasst bei der Allianz übrigens 150 Milliarden Euro, die praktisch ausschließlich im Bereich der Portfolioverwaltung einschließlich Administration zugehören.

Reines Portfoliomanagement ist selten

Insgesamt ist das reine Portfoliomanagement bei der freien Vermögensverwaltung unter Verwendung eines anderen Adminis-

trators sehr selten. Das Gesamtvolumen dieses Modells beläuft sich auf 50 Milliarden Euro, davon 19 bei der LBBW, 16 bei der DeAWM und zehn bei der Deka. Umgekehrt ist das Modell der reinen Administration von Nicht-Spezialfonds-Vermögen noch seltener und beläuft sich branchenweit auf nur 9,5 Milliarden Euro, davon jeweils vier bei der Bayern-Invest und der Universal Investment.

Die freie Vermögensverwaltung aus einer Hand hat mit insgesamt 309 Milliarden Euro jedoch eine beachtliche Größenordnung erreicht. Der Spezialfonds aus einer Hand liegt mit 407 Milliarden Euro praktisch schon in Sichtweite. Umgekehrt ist an dieser Stelle nochmals hervorzuheben, dass inzwischen 60 Prozent des gesamten Spezialfonds-Volumens nicht mehr von der KAG gemanagt wird, die den Fonds aufgelegt hat.

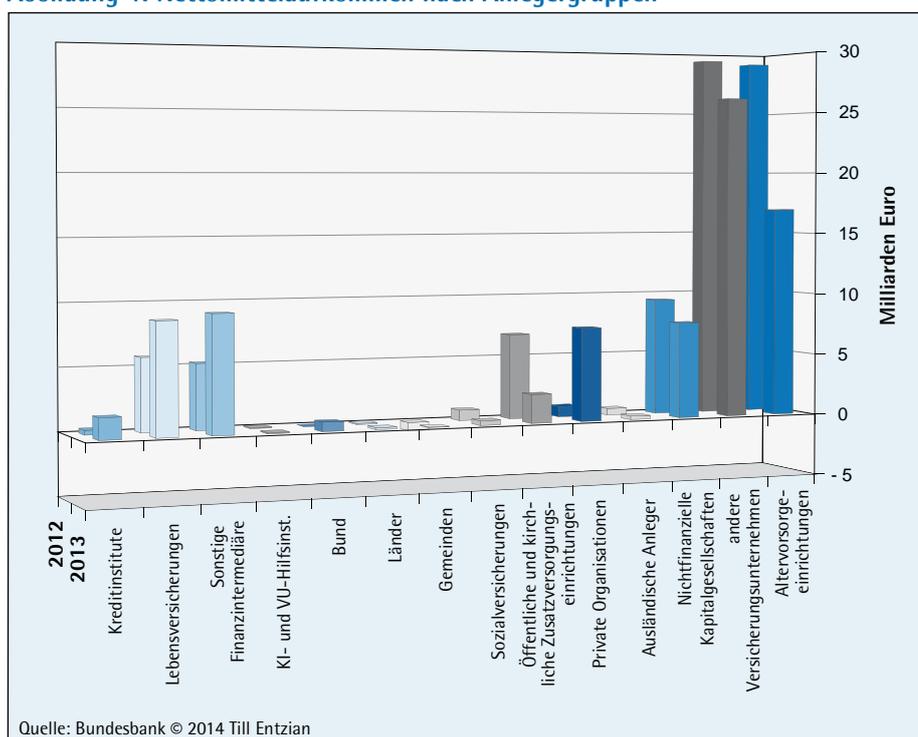
Verschiebung der Marktanteile

Die Universal Investment hat sich 2013 vom vierten auf den zweiten Platz vorge-schoben, hauptsächlich durch Steigerung des administrierten Vermögens um 15 auf 130 Milliarden Euro. Damit ist sie die einzige Gesellschaft, die wenigstens in einem Geschäftsbereich in die Nähe der Allianz aufschließt, und die aufgrund ihres stärkeren Wachstums sogar die Chance hat, diese in den kommenden Jahren zu überholen.

Während die HSBC ihren dritten Platz halten konnte, ist die DeAWM auf den vierten Platz abgerutscht. Dies liegt vor allem am Rückgang des nur administrierten Vermögens um zehn auf 18 Milliarden Euro. In den beiden anderen Bereichen konnte die DeAWM zwar zulegen und insgesamt ein Wachstum erreichen, jedoch blieb dieses hinter dem der Wettbewerber zurück.

Eine Erklärung könnte in einem statistischen Effekt zu finden sein, der mit der Zusammenlegung der Deutsche Asset Management Investmentgesellschaft mbH mit der DWS im August 2013 aufgetreten sein dürfte. War beispielsweise vorher das Portfoliomanagement einzelner Spezialfonds oder Spezialfonds-Segmente an die DWS ausgelagert, wurde das betreffende Volumen doppelt berücksichtigt, nämlich sowohl bei der DeAM als „reine Administration“ und bei der DWS als „reines Asset Management“. Nach der Fusion liegen beide Funktionen in einer Hand und das Volu-

Abbildung 4: Nettomittelaufkommen nach Anlegergruppen



men wird nur noch als einheitliche Dienstleistung einmal angerechnet.

Die doppelte Anrechnung von Portfolios, bei denen Administration und Portfoliomanagement auseinanderfallen, ist im Aufbau der Statistik angelegt. So weisen auch allein die Spezialfondsgesellschaften Ende 2013 insgesamt über 1,3 Billionen Euro in den drei Bereichen aus, obwohl das Volumen der Spezialfonds nur 1,0 Billionen Euro betrug. Würden die externen Asset Manager, die für das Portfoliomanagement von Spezialfonds verantwortlich zeichnen, die aber keine KAG und auch kein BVI-Mitglied sind, in der Statistik berücksichtigt, so wäre die Gesamtsumme noch höher.

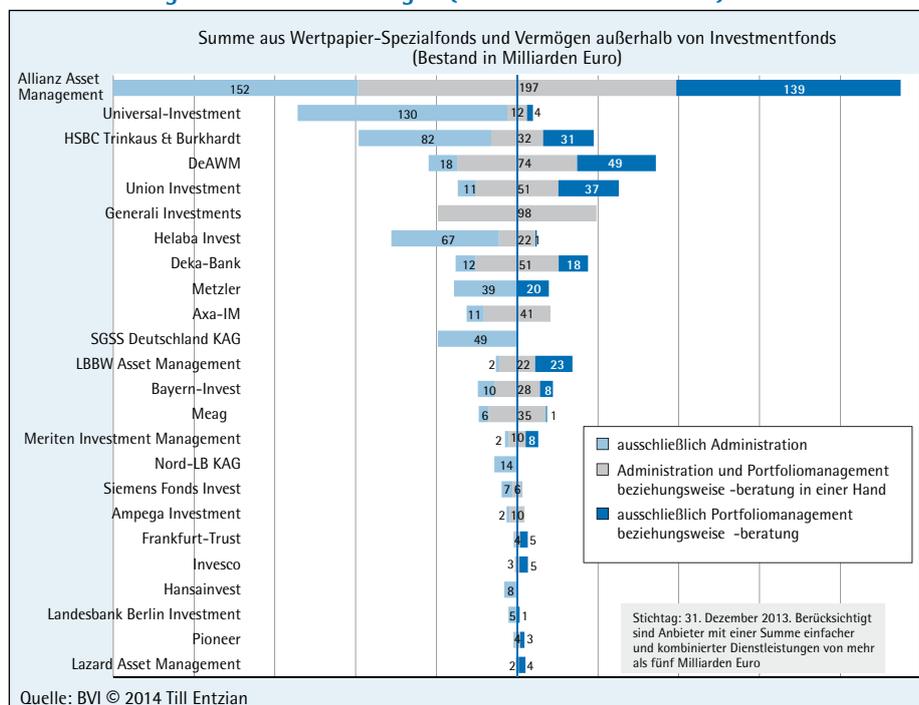
Metzler Investment: Wachstum im reinen Portfoliomanagement

Den stärksten Aufstieg konnte Metzler Investment erreichen und um vier Plätze auf Platz neun nach oben klettern. Haupttreiber war hier weniger die reine Administration, deren Volumen um drei auf 39 Milliarden Euro anwuchs, sondern vielmehr das reine Portfoliomanagement, das von vier auf 20 Milliarden Euro verfünffacht werden konnte. Bemerkenswert ist, dass Metzler als einzige der größeren und mittleren Kapitalanlagegesellschaften kein Mandat vorweisen kann, bei welchem die Gesellschaft sowohl für Portfoliomanagement als auch die Administration des Vermögens verantwortlich wäre. Aus dieser Konstellation kann auf eine systematische Arbeitsteilung zwischen KAG und Bankhaus und eine entsprechende Doppelzählung entsprechender Mandate geschlossen werden.

Um drei Plätze hat sich die SGSS vorgearbeitet und steht jetzt auf dem elften Platz. Verantwortlich ist ein Zuwachs im Administrationsgeschäft um 14 auf 49 Milliarden Euro. Diese Steigerung wurde unter anderem durch Übernahme der Fondsadministration für die UBS erreicht. Nachdem die SGSS in 2011 die KAG der Credit Suisse übernommen hatte, werden jetzt die deutschen Fonds beider Schweizer Großbanken in München administriert. Würden in der Statistik die unterschiedlichen Dienstleistungen nicht gleichgewichtet, hätte sich die SGSS sogar unter den Top Ten wiedergefunden.

Dass das Portfoliomanagement und die Administration nicht völlig gleichwertig

Abbildung 5: Marktanteile – Anbieter von institutionellen Administrations- und Portfoliomanagement-Dienstleistungen (ab fünf Milliarden Euro)



einzuschätzen sind, liegt auf der Hand. Welcher Aspekt des Asset Managements der bedeutendere ist, mag aus unterschiedlichen Gesichtswinkeln durchaus abweichend beurteilt werden. Ursprünglich galt das Portfoliomanagement als die höherwertige Tätigkeit, und das Verhältnis zur Administration, früher unter dem Begriff Fondsbuchhaltung zusammengefasst, ließ sich wie das Verhältnis von Piloten zum Bodenpersonal charakterisieren. Den größeren Aufwand müssen die Gesellschaften – abgesehen natürlich vom Vertrieb – inzwischen bei der Administration investieren. Zumal viele Fonds nach klaren Modellen gesteuert werden, sozusagen per Autopilot, und sich mancher Fondsmanager nur noch in einer die Signale der Maschine ausführenden Rolle wiederfindet.

Wo die höhere Wertschöpfung stattfindet, lässt sich dagegen nicht so leicht sagen. Erkennbar ist jedoch, dass sich viele Vermögensverwalter eher schwertun, die ohne die nur durch die Administration ermöglichte Fondsstruktur auskommen müssen. Nur soweit es dem Portfoliomanagement gelingt, durch nachhaltige Outperformance eine Performance Fee für die Gesellschaft zu erzielen, wird diesem Bereich eine höhere Wertschöpfung anzurechnen sein. Da die Performance Fee im Sinne

gleichgerichteter Interessen zwischen Asset Manager und Anleger wirkt, sollte übrigens das Bestreben interessierter politischer Kräfte unbedingt aufgehalten werden, die dieses Instrument abschaffen und – freiheitswidrig – verbieten wollen.

Trend zur Gründung eigener Gesellschaften umgekehrt

Drei Wertpapierfondsgesellschaften haben 2013 ihre Erlaubnis zum Betreiben des Investmentgeschäfts zurückgegeben. Dies ist einmal, wie bereits erwähnt, die Deutsche Asset Management Investmentgesellschaft mbH (DeAM) vormals DEGEF Deutsche Gesellschaft für Fondsverwaltung mbH, die auf die Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, vormals DWS, fusioniert worden ist.

Der frühere Trend, für das Spezialfondsgeschäft eigene Gesellschaften zu gründen, hat sich bereits seit längerer Zeit umgekehrt. Dazu dürfte beitragen, dass institutionelle Anleger je nach Situation auch zu Publikumsfonds greifen und dementsprechend beide Produkte aus einer Hand offeriert werden müssen. Ferner legen manche Gesellschaften ihre Publikumsfonds aus nachvollziehbaren Gründen (siehe oben: 1,2 Millionen Antragsseiten für eine for-

Tabelle 2: Ehemalige Kapitalanlagegesellschaften, die jetzt als OGAW-KVG zugelassen sind:

- Blackrock Asset Management Deutschland AG, München
- Commerz Real Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH, Düsseldorf
- Credit Suisse Asset Management Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH, Frankfurt am Main
- Intreal International Real Estate Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH, Hamburg
- Lupus alpha Kapitalanlagegesellschaft mbH, Frankfurt am Main
- Meag Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft mbH, München
- Meriten Investment Management GmbH, Düsseldorf
- Nord-LB Asset Management AG, Hannover
- Real I.S. Investment GmbH, München
- Union Investment Institutional Property GmbH, Hamburg
- Universal-Investment-Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Frankfurt am Main

male Umstellung) systematisch nur noch im benachbarten Ausland auf, sodass eine eigene Publikumsfondsgesellschaft im Inland zumindest teilweise ihre Existenzberechtigung verliert.

Als zweite Gesellschaft in 2013 hat die Invesco Kapitalanlagegesellschaft mbH, Frankfurt, ihre Erlaubnis zurückgegeben. Im Publikumsfondsbereich werden nur noch Luxemburger und Irische Fonds angeboten, im Spezialfondsgeschäft werden Master-KAGen genutzt. Schließlich wurde auch der ETF-Anbieter der Sparkassen, die ETFlab Investment GmbH, München, auf die Deka Investment verschmolzen.

Neue Wettbewerber wurden 2013 nicht gegründet. Dieser Trend, in welchem eine gewisse Konsolidierung der Branche erkennbar wird, setzt sich auch im laufenden Jahr fort. Anfang 2014 hat die KAS Investment Servicing GmbH ihre Spezialfonds an andere Kapitalanlagegesellschaften übertragen und ihre Erlaubnis zurückgegeben. Die Gesellschaft soll alsbald aufgelöst werden, während sich die Wiesbadener Niederlassung der KAS Bank, Amsterdam, auf das Depotbankgeschäft

konzentrieren will und dort vor allem bei Spezialfondsanlegern aus dem Pensionsfondsbereich mit besonderer Qualität und Expertise wirbt.

Allerdings könnten – zumindest theoretisch – künftig einige neue Wettbewerber mit Spezialfondsangeboten auftreten. Bis Redaktionsschluss hatte die BaFin nicht nur den folgenden elf bereits bekannten KAGen die neue Erlaubnis als OGAW-KVG erteilt, sondern darüber hinaus auch an 16 Gesellschaften, die Ende 2012 (noch) nicht als KAG zugelassen waren (siehe Tabelle 2).

Da zu erwarten ist, dass diese Anbieter künftig als Wettbewerber im Bereich von OGAW-konformen Fonds und/oder von Spezialfonds auftreten werden, seien sie an dieser Stelle aufgelistet. Einige Namen sind etwa aus dem Bereich geschlossener Immobilien- und Schiffsfonds bereits lange bekannt, andere sind bisher noch nicht aufgefallen (siehe Tabelle 3).

Weitere 59 Gesellschaften sind bisher von der BaFin als „Registrierte AIF-KVG“ zugelassen worden, das heißt auch diese Anbieter könnten künftig mit Spezial-AIF auf den Markt drängen. Da die meisten jedoch weiterhin Produkte aus dem Bereich der geschlossenen Fonds anbieten werden, wird an dieser Stelle auf den Abdruck verzichtet und auf den an gleicher Stelle im kommenden Jahr erscheinenden Bericht verwiesen.

Zusammensetzung weiterhin stark rentenlastig

Die Zusammensetzung der Spezialfonds zeigt weiterhin, dass den Anlegern die Risikotragfähigkeit für eine höhere Aktienquote fehlt. Diese beträgt über alle Spezialfonds hinweg gerade einmal 12,5 Prozent. Dies ist besonders aus dem Blickwinkel der Kapital-Lebensversicherungen bedauerlich, die an sich keine andere vernünftige Möglichkeit haben, für ihre Kunden eine bessere Rendite zu erwirtschaften. Dabei wären sie mit einem Anlagehorizont von zehn bis 40 Jahren für eine starke Aktienquote prädestiniert, sehen sich aber durch bilanzielle Vorgaben jeweils zum Jahresultimo, Solvency II, Stress-tests und ähnliche Vorschriften in ihrer Handlungsfreiheit eingeschränkt.

Aber weshalb soll die Investmentbranche als einzige durch engherzige Regelungen unnötig und zum Schaden der Anleger ge-

gänglich werden, mag man resignierend fragen. Die Gefahr, die aus diesen Regelungen erwächst, ist der Drang zu Anlagen, die zwar aufsichtsrechtlich zulässig oder sogar gewünscht sind, die sich jedoch durch eine höhere Rendite auszeichnen. Solche Anlagen bergen nämlich oft Gefahren, die sich nicht ohne Weiteres quantifizieren lassen und deshalb in den vorhandenen Risikomanagementsystemen unterbewertet werden. So dürfte sich zum Beispiel das Risiko eines Schuldenschnitts bei Staatsanleihen aus den PIIGS-Ländern (Portugal, Irland, Italien, Griechenland, Spanien) kaum anhand der Volatilität messen lassen, zumal hier immer auch politische Entscheidungen maßgeblich waren.

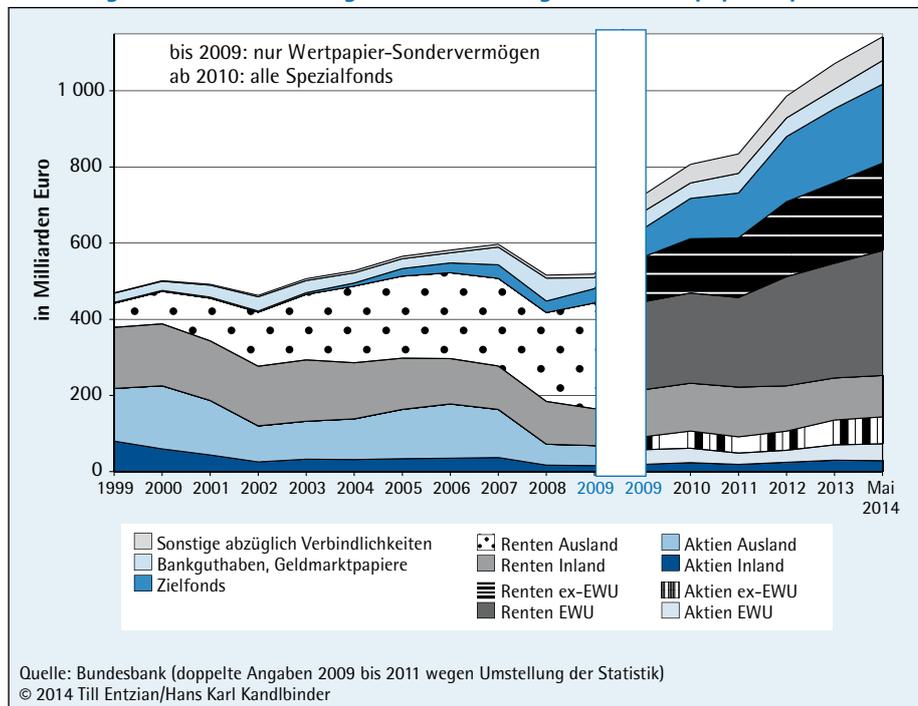
Gewichtung der Krisenländer zu hoch

Vergleicht man den Anteil des Bruttonationalprodukts der genannten Länder an der

Tabelle 3: Frisch zugelassene OGAW-KVG, die Ende 2012 nicht als KAG zugelassen waren:

- Alceda Asset Management GmbH, Hamburg
- AVANA Invest GmbH, München
- Bonventure Management GmbH, München
- Dewert Deutsche Wertinvestment GmbH, Bergisch Gladbach
- Doric Emissionshaus GmbH & Co. KG, Offenbach am Main
- Dr. Peters Asset Finance GmbH & Co. KG, Dortmund
- DSC Deutsche Sachcapital GmbH, Hamburg
- Hamburg Asset Management HAM GmbH, Hamburg
- Hamburg Trust REIM Real Estate Investment Management GmbH, Hamburg
- Hannover Leasing Investment GmbH, Pullach i. Isartal
- HKA Hanseatische Kapitalverwaltung AG, Hamburg
- KGAL Investment Management GmbH & CO. KG, Grünwald, Kr. München
- MHC Marble House Capital AG, Hamburg
- Prime AIFM GmbH, Frankfurt am Main
- Real I.S. AG Gesellschaft für Immobilien Assetmanagement, München
- Timberland Investment GmbH, Duisburg

Abbildung 6: Zusammensetzung des Fondsvermögens der Wertpapier-Spezialfonds



gesamten Europäischen Union, der etwa 24 Prozent beträgt, mit dem Anteil der dortigen Wertpapieranlagen der Spezialfonds, so kann bereits zu Beginn der Bundesbankauswertungen mit 18,25 Prozent im September 2009 keine systematische Überbewertung festgestellt werden. Selbst wenn man nur Griechenland betrachtet, so lag der Wert der griechischen Papiere mit 1,24 Prozent ebenfalls unter Griechenlands Anteil von zirka 1,39 Prozent am Europäischen BSP. Nur wenn man die Gewichtung mit der weltweiten Verteilung der Wirtschaftskraft vergleicht, wird man eine Übergewichtung feststellen, denn dann kommen alle fünf Länder zusammen auf einen Anteil von lediglich 5,6 Prozent und Griechenland allein auf 0,33 Prozent.

In inländischen Wertpapieren waren zum gleichen Zeitpunkt 26 Prozent des Spezialfondsvolumens investiert, während Deutschland einen Anteil von 21 Prozent am europäischen und 5,6 Prozent am weltweiten Bruttosozialprodukt erreicht. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die relative Gewichtung der Krisenländer zwar niedriger war als die der inländischen Wertpapiere; unter Berücksichtigung des home bias und der an sich schon immer bekannten Haushaltslage der genannten Länder war die Gewichtung in den Spezialfonds – wie auch in der Direktanlage – si-

cherlich zu hoch. Dementsprechend wurde die Gewichtung in der Zwischenzeit deutlich zurückgefahren und beträgt aktuell, per Juni 2014, nur noch 12,5 Prozent für alle Krisenländer zusammen und lediglich 0,02 Prozent für griechische Wertpapiere.

Schmerzlicher Verlust durch späte Reduzierung

Im Einzelfall kam diese Reduzierung sicherlich zu spät, sodass die betroffenen Anleger schmerzliche Verluste hinnehmen mussten. Ähnliche Effekte sind in der Vergangenheit bereits häufiger aufgetreten, wenn mit Blick auf eine höhere Nominalverzinsung zusätzliche, schwer kalkulierbare Risiken in Kauf genommen worden sind. Hier ist an strukturierte Zertifikate, als diese neu auf den Markt kamen, Neuer-Markt-Aktien, als diese in Mode waren, sowie die mehrfach strukturierten ABS-Papiere zu erinnern, in denen teils ungesicherte und oft ungeprüfte Darlehensrisiken enthalten waren.

Noch keine größeren Verluste wurden offenbar mit Katastrophen-Bonds erlitten, mit deren Hilfe Versicherungsunternehmen ihre Risiken an Anleger weiterreichen – auch hier kann der Emittent die tatsächlich verpackten Risiken sehr genau einschätzen, wozu der Anleger von Haus aus kaum Kenntnisse oder Erfahrungen haben dürfte.

Das aktuelle Angebot in ähnlicher Richtung, das auf dem Tisch liegt, sind CoCo Bonds, Contingent Convertible Bonds, die von Kreditinstituten als nachrangige Anleihen ausgegeben werden und mit einer über Marktniveau liegenden Nominalverzinsung ausgestattet sind. Als Ausgleich geht der Anleger das Risiko ein, in bestimmten Situationen auf die Verzinsung und/oder Rückzahlung ganz oder teilweise zu verzichten.

Auslöser für einen solchen Verzicht ist zum Beispiel eine Verschlechterung der Bonität oder der Eigenkapitalquote der emittierenden Bank, wobei manchmal noch ein Gremium zu entscheiden hat, ob der vorgesehene Schnitt tatsächlich durchgeführt wird. CoCo Bonds sind für die Kreditinstitute natürlich eine schöne Sache, weil sie bei ungünstigen Entwicklungen ihre Verluste auf die Anleger übertragen und so ihr Eigenkapital stärken können. Aus fiskalischer Sicht sinkt das Risiko, ein Institut mit Steuergeldern retten zu müssen.

Ob ein Anleger für sein Verlustrisiko durch den höheren Zinssatz angemessen entlohnt wird, wird – wie bei den Beispielen aus der Vergangenheit – nicht so leicht zu ermitteln sein. Dennoch sind Anleger sicher gut beraten, solche Papiere nicht direkt, sondern über ihre Spezialfonds zu erwerben, um auf diese Weise die Expertise der Kapitalanlagegesellschaften für sich nutzbar zu machen.

Selbst wenn diese mit neuen Produkten auch erst Erfahrung sammeln müssen, wird ihnen das durch den größeren, bei ihnen konzentrierten Umfang dieser Papiere und die Notwendigkeit, diese angemessen in ihren Risikomanagementsystemen zu berücksichtigen, schneller und besser gelingen, als es einem einzelnen Anleger möglich wäre. Auch in der Vergangenheit haben Kapitalanlagegesellschaften größere Katastrophen besser zu verhindern gewusst, als viele institutionelle Direktanleger.

Für das laufende und das kommende Jahr kann die Branche weiterhin eine erfreuliche Entwicklung erwarten, zumal sich der Spezialfonds gegen alle regulatorischen Einwände als unglaublich robust erwiesen hat. So ist die Hoffnung berechtigt, dass er auch die künftigen Regulierungswellen gesund und munter überstehen und weiterhin kräftig wachsen wird.