



Till Entzian

## Institutionelles Asset Management – zum Umgang mit neuen Freiheiten

Die inländischen Wertpapier-Spezialfonds konnten ihr Volumen im Jahr 2007 um gut drei Prozent steigern und verwalteten nach Berechnung des BVI zum Jahresende 670 Milliarden Euro. Damit bleiben Wertpapier-Spezialfonds unter den Wachstumswerten der Vergangenheit. So hatte die Steigerungsrate allein in den beiden Vorjahren bei 8,7 Prozent beziehungsweise bei 13,6 Prozent gelegen. Die Mittelzuflüsse der Wertpapier-Spezialfonds betragen 2007 unter dem Strich 27,6 Milliarden Euro. Das sind gut vier Prozent des Anfang 2007 verwalteten Volumens.

### Nur ein Teil der gesamten Asset-Management-Leistung

Das in Spezialfonds verwaltete Vermögen (einschließlich Immobilien-Spezialfonds) stellt mit 692 Milliarden Euro aber nur einen Teil der gesamten Asset-Management-Leistung dar, die von den BVI-Mitgliedern und deren konzernangehörigen Asset-Management-Gesellschaften erbracht wird. Unter Einbeziehung aller Produktkategorien (Spezialfonds, Publikumsfonds mit 731 Milliarden Euro und gemanagten Vermögen außerhalb von Investmentfonds mit 276 Milliarden Euro) übernahm die Branche Ende 2007 im Umfang von 1 699 Milliarden Euro die Administrationsleistung, das heißt die Buchhaltung sowie Kontroll- und Berichtspflichten gegenüber Aufsichtsbehörden und Anlegern. Aus Sichtweise der Portfoliomanagementleistung übte die Branche für 1 545 Milliarden Euro die Anlageentscheidung aus. Die Schnittmenge – also das in einer Hand administrierte

und gemanagte Vermögen – beträgt mehr als 1 000 Milliarden Euro.

Bei den Spezialfonds trugen die Investment- und Asset-Management-Gesellschaften die Managemententscheidung für ein Volumen von 489 Milliarden Euro, bei den Publikumsfonds für 724 Milliarden Euro und in der freien Vermögensverwaltung für 331 Milliarden Euro. Zudem zeigt die Statistik, dass 30 Prozent des gesamten Spezialfondsvolumens von externen Dritten beraten oder verwaltet werden. Bei den Vermögen außerhalb von Investmentfonds wurden 19 Prozent ausgelagert.

*Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main*

*Das institutionelle Asset Management wird hierzulande seit einigen Jahren von dem vielzitierten Aufbrechen der Wertschöpfungskette geprägt. Inzwischen sind Spezialanbieter entstanden, die sich ganz auf die Fondsadministration, auf das Portfoliomanagement und auf die Depotverwaltung ausgerichtet und dort eigene Mandate gewonnen haben. Diese Entwicklung spiegelt sich längst in der Branchenstatistik wider, die in zeitnahe Turnus vom BVI Bundesverband Investment und Asset Management erstellt wird. Angesichts dieser vorliegenden Datengrundlage hat der Autor bei der Fortschreibung seiner traditionellen Kandlbinder-Studie in der laufenden Ausgabe erstmals auf eine eigene Umfrage verzichtet und auf die Daten des BVI zurückgegriffen. Damit ist die BVI-Studie über das institutionelle Asset Management entstanden. (Red.)*

Trotz steigenden Fondsvolumens und Mittelzuflüssen bei den Spezialfonds hat sich bezogen auf die Anzahl der inländischen Spezialfonds die seit 2002 zu beobachtende Konsolidierung fortgesetzt. Allerdings ist auch hier eine zunehmende Beruhigung feststellbar. Die Anzahl sank im Jahr 2007 um 157 Spezialfonds und betrug am Jahresende noch 4 183. Damit hat sich der Rückgang deutlich verlangsamt. Seit 2003 waren es durchschnittlich knapp 300 Spezialfonds gewesen, die jedes Jahr aufgelöst oder fusioniert wurden. Die Konsolidierung resultiert vor allem aus der Zusammenlegung von Mandaten, die auf mehrere Gesellschaften verteilt waren. Dieser Prozess ist seit 2001 zu verfolgen. Damals gab es mehr als 5 500 Spezialfonds. Zum Jahresende 2007 lag das durchschnittliche Volumen eines Wertpapier-Spezialfonds mit 160 Millionen Euro geringfügig über dem Durchschnitt bei deutschen Wertpapier-Publikumsfonds mit 149 Millionen Euro.

### Verwischung der klaren Verhältnisse

Im institutionellen Bereich haben sich die bis vor wenigen Jahren relativ klaren Verhältnisse durch das Aufbrechen der Wertschöpfungskette teilweise verwischt. Mehrere Kapitalanlagegesellschaften (KAGs) haben sich auf das sogenannte Master-KAG-Geschäft spezialisiert: Sie bieten vor allem administrative Dienstleistungen an wie zum Beispiel die Auflegung eines Investmentfonds, die Erfüllung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen und das Reporting. Ein Teil dieses Konzepts ist es, mit dem Portfoliomanagement Dritte zu be-

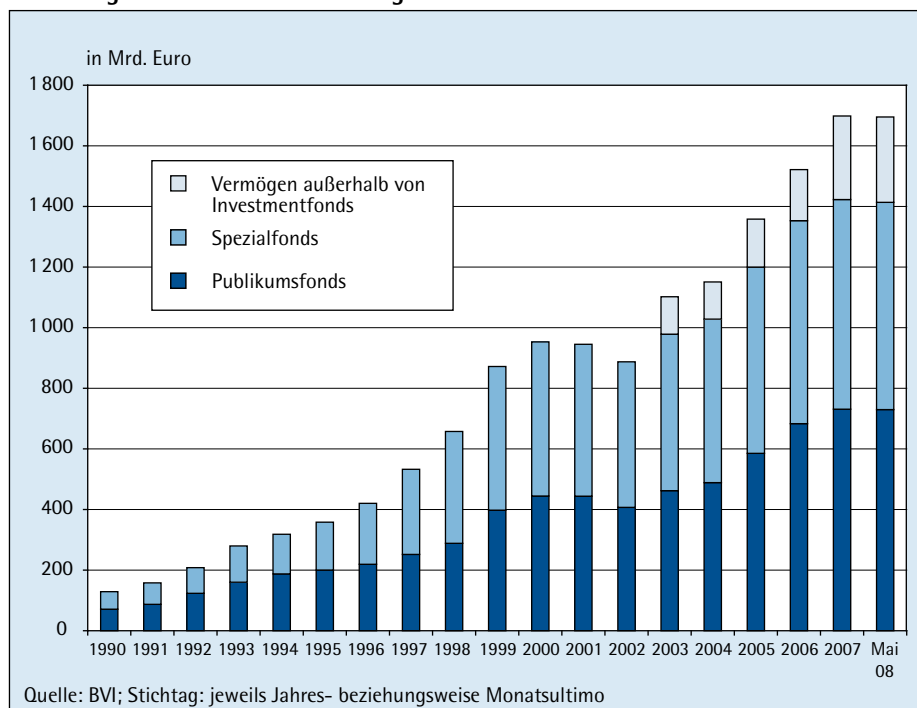
auftragen, wobei die Verantwortung für die Anlageentscheidungen oft für verschiedene Segmente unterschiedlichen externen Beratern oder Managern übertragen wird. In der Statistik wurden die auf diese Weise verwalteten Volumina bisher ausschließlich der Master-KAG zugerechnet. Mit der fortschreitenden Entflechtung der administrativen Betreuung von Spezialfonds von der Management-Verantwortung war diese Sichtweise zunehmend nicht mehr sachgerecht.

Assets under Management von Wertpapier-Spezialfonds und Vermögen außerhalb von Investmentfonds nach einzelnen Anbietern: Auf Basis der beim BVI vorhandenen Daten ist es möglich, zwischen den „nur“ administrativ betreuten Volumina einerseits und den gemanagten Volumina andererseits zu unterscheiden. Die Tabelle 1 zeigt – bezogen auf Wertpapier-Spezialfonds und Vermögen außerhalb von Investmentfonds sowie getrennt nach Kapitalanlagegesellschaften beziehungsweise die KAG-Gruppen – das entsprechende Volumen, das in der einen oder anderen Form in der Verantwortung der KAG beziehungsweise der Asset-Management-Gesellschaft liegt (assets under control).

Bei der Zuordnung der Volumina zu den Kategorien „nur administriert“, „nur Portfoliomanagement“ beziehungsweise „full service“, das heißt „administriert und gemanagt“, wurden die am Markt auftretenden Gruppen wie ein Unternehmen behandelt: Wenn eine Gesellschaft innerhalb eines Konzerns nur administrativ tätig ist und eine andere konzernangehörige Gesellschaft nur das Portfoliomanagement übernimmt, wurden die entsprechenden Volumina der „full service“-Kategorie zugeordnet.

Die erste Spalte gibt das Volumen von Wertpapier-Spezialfonds an, für das nur die Administration, nicht aber das Portfoliomanagement geleistet wird. Die zweite Spalte enthält das Wertpapier-Spezialfondsvolumen, bei dem nach klassischem Muster sowohl Administration als auch Portfoliomanagement von einer Gesellschaft durchgeführt werden. Die dritte Spalte zeigt das Wertpapier-Spezialfondsvermögen, für das die KAG nur das Portfoliomanagement verantwortet, das heißt eine andere KAG übernimmt dabei die Administration. Die drei weiteren Spalten zeigen das administrierte und/oder gema-

**Abbildung 1: Administrierte Vermögen**

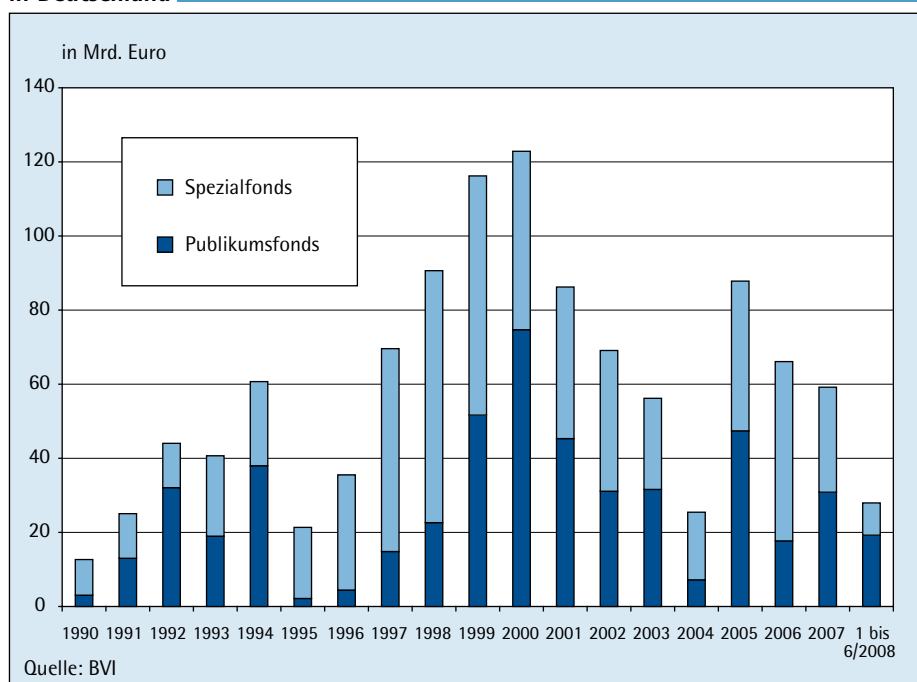


agte Vermögen außerhalb von Investmentfonds – analog zur Struktur bei den Wertpapier-Spezialfonds.

Der mit weitem Abstand größte Marktteilnehmer im Bereich Wertpapier-Spezial-

fonds und Vermögen außerhalb von Investmentfonds ist die Allianz Global Investors Deutschland Gruppe mit einem Volumen von insgesamt 226 Milliarden Euro (vergleiche Spalte assets under control). Hiervon entfällt der größte Teil mit

**Abbildung 2: Netto-Mittelaufkommen der Investmentfonds mit Absatz in Deutschland**



118 Milliarden Euro auf Wertpapier-Spezialfonds. Davon wiederum werden in den von der AGI aufgelegten Wertpapier-Spezialfonds (109 Milliarden Euro) 90 Milliarden Euro von AGI administriert und gemanagt. Bei weiteren 19 Milliarden Euro übernimmt die AGI die reine Administrationsleistung. Darüber hinaus managt die AGI im Umfang von neun Milliarden Euro Wertpapier-Spezialfonds für andere Investmentgesellschaften.

Bei den Vermögen außerhalb von Investmentfonds führt die AGI bei einem Volumen von 108 Milliarden Euro sowohl die Administration als auch das Portfoliomanagement durch. Die AGI liegt auch in der Sichtweise des „klassischen Modells“, das heißt Übernahme von Administration und Portfoliomanagement, bei Wertpapier-Spezialfonds mit knapp 90 Milliarden Euro an der Spitze. Den zweiten Platz in dieser Kategorie nimmt die Union Investment Gruppe mit 43 Milliarden Euro ein, gefolgt von der Deka-Gruppe mit 40 Milliarden Euro. Beide Gesellschaften haben den Vorteil, die Produkte im jeweiligen Verbund an eine große Zahl von Kreditinstituten und andere institutionelle Anleger vertreiben zu können. Auf den weiteren Plätzen folgen die Meag Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft mbH mit 38 Milliarden Euro und die DWS/DB-Gruppe, die im institutionellen Bereich seit März unter der Firmen-

bezeichnung DB Advisors auftritt, mit 35 Milliarden Euro. Unter der neuen Marke DB Advisors bündelt die Deutsche Bank die Bereiche institutionelles Asset Management sowie das bisher unter der Marke DB Absolute Return Strategies angebotene institutionelle Hedgefondsgeschäft.

**Auf Administration focussiert**

Das größte Wertpapier-Spezialfondsvolumen aus dem Blickwinkel „nur administriert“ zeigt mit 64 Milliarden Euro die Universal-Investment-Gesellschaft mbH, die sich seit ihrer Gründung auf die administrative Seite des Investmentgeschäfts konzentriert und auf diese Weise ihre führende Position im Master-KAG-Geschäft erreicht hat. An zweiter Stelle liegt die HSBC Trinkaus & Burkhardt Gruppe mit 34 Milliarden Euro. Anschließend folgt mit 23 Milliarden Euro die Société Générale Gruppe. Auf den Folgeplätzen liegen die Allianz Global Investors Deutschland Gruppe und die Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH mit jeweils 19 Milliarden Euro und die Metzler Gruppe mit 18 Milliarden Euro.

Das größte konzernfremde Wertpapier-Spezialfondsvolumen managt die DB Advisors mit 10,4 Milliarden Euro. Die zweite Position in dieser Kategorie besetzt die Allianz Global Investors Deutschland Gruppe mit 9,2 Milliarden Euro. Auf den weiteren Plätzen folgen die Cominvest-Gruppe mit 6,2 Milliarden Euro, die Bayern-Invest Gruppe mit 6,1 Milliarden Euro, die Oppenheim-Gruppe mit 4,7 Milliarden Euro und Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH mit 4,4 Milliarden Euro.

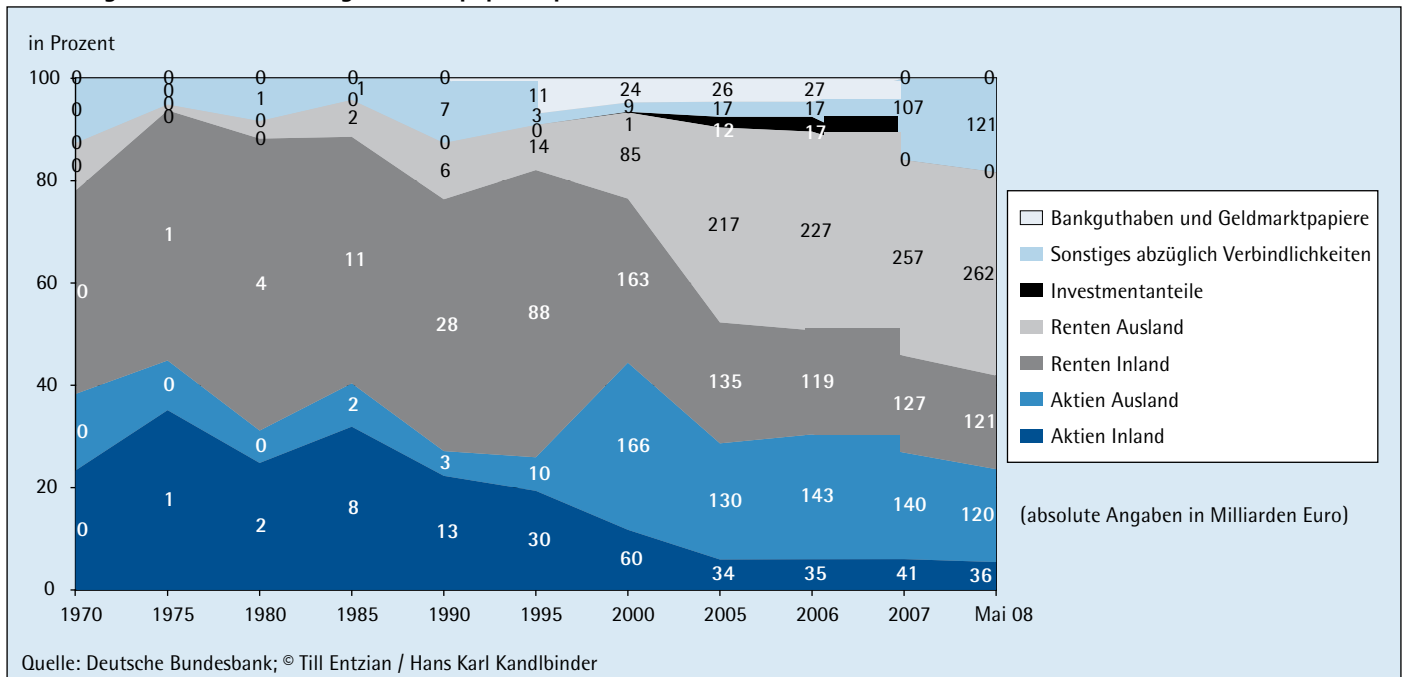
pe mit 9,2 Milliarden Euro. Auf den weiteren Plätzen folgen die Cominvest-Gruppe mit 6,2 Milliarden Euro, die Bayern-Invest Gruppe mit 6,1 Milliarden Euro, die Oppenheim-Gruppe mit 4,7 Milliarden Euro und Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH mit 4,4 Milliarden Euro.

Im Bereich der gemanagten Vermögen außerhalb von Investmentfonds nimmt die Allianz Global Investors Deutschland Gruppe mit einem Volumen von 108 Milliarden Euro die führende Position ein. Für die mit 70 Milliarden Euro an zweiter Stelle liegende Generali Investments Gruppe handelt es sich bei der freien Portfolioverwaltung offensichtlich um ihr Kerngeschäft, denn daneben verwaltet diese Gesellschaft lediglich noch Wertpapier-Spezialfonds für 3,5 Milliarden Euro. Den dritten Rang nimmt die DWS/DB-Gruppe mit einem Volumen von 51 Milliarden Euro ein, wobei die administrativen Aufgaben für einen Anteil von 29 Milliarden Euro ebenfalls bei DB Advisors angesiedelt sind. An vierter Stelle liegt die AXA-IM Gruppe mit 26 Milliarden Euro vor der W&W Asset Management Gruppe mit 18 Milliarden Euro.

**Investmentänderungsgesetz**

Die Novellierung der Vorschriften zu den Spezialfonds ist von Deregulierung bestimmt wie kein anderer Bereich des In-

Abbildung 3: Zusammensetzung der Wertpapier-Spezialfonds

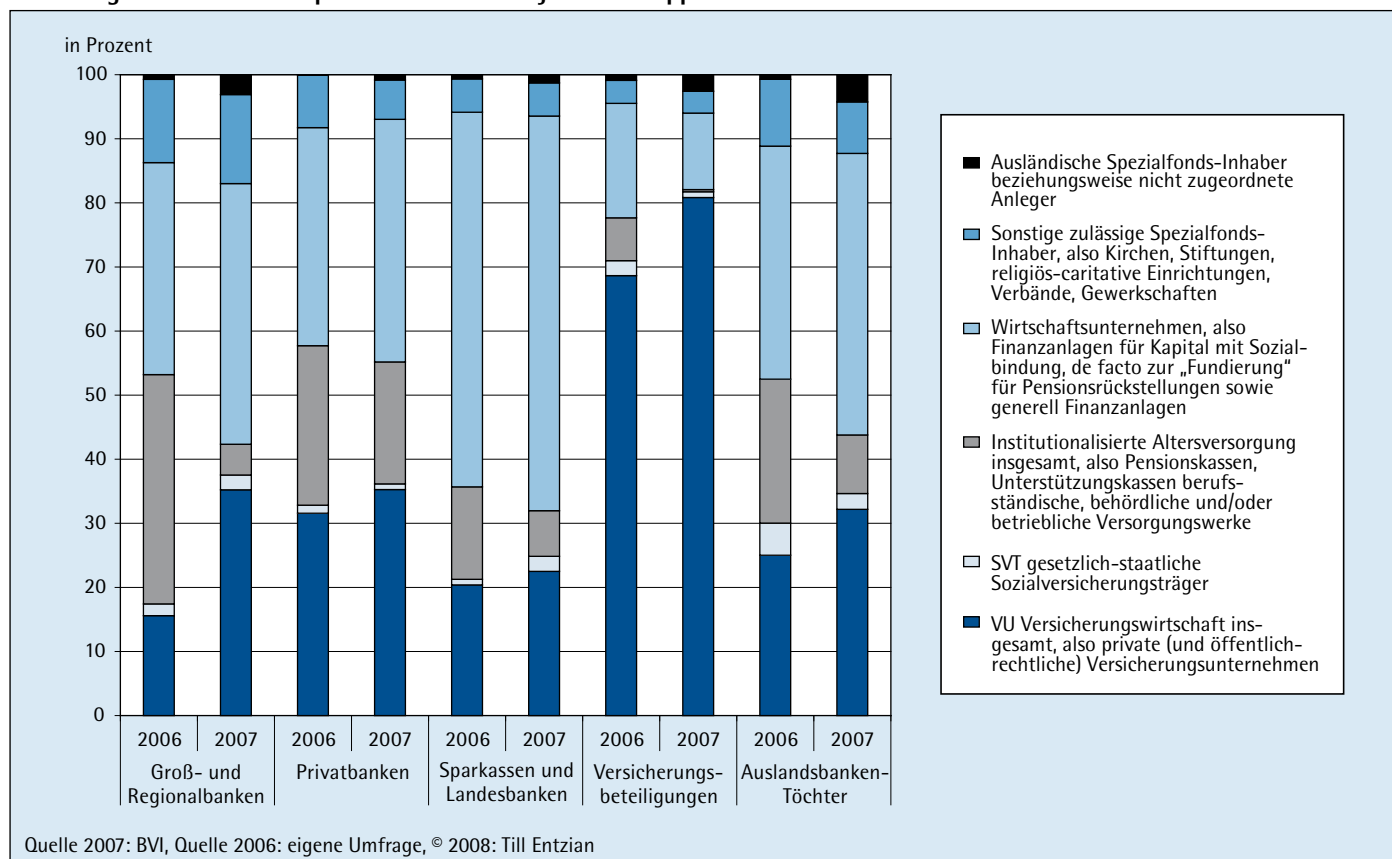


**Tabelle 1: Administration und Management von Wertpapier-Spezialfonds und Vermögen außerhalb von Investmentfonds**

Gruppe beziehungsweise Gesellschaft	Wertpapier-Spezialfonds			Vermögen außerhalb von Investmentfonds			insgesamt („assets under control“) in Mio. Euro
	nur administriert in Mio. Euro	administriert und gemanagt in Mio. Euro	nur gemanagt in Mio. Euro	nur administriert in Mio. Euro	administriert und gemanagt in Mio. Euro	nur gemanagt in Mio. Euro	
Allianz Global Investors Deutschland Gruppe	19 224,1	89 381,4	9 180,6	0,0	108 201,3	0,0	225 987,4
Alte Leipziger Trust Investment-Gesellschaft mbH	70,0	1 907,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1 977,1
Ampega-Gerling Investment GmbH	971,6	6 323,0	0,0	1 104,1	2 910,8	0,0	11 309,5
AXA-IM Gruppe	0,0	14 516,2	0,0	0,0	25 670,8	0,0	40 187,0
Bayern-Invest Gruppe (Bayern-LB)	3 803,5	12 153,9	6 058,6	0,0	840,0	0,0	22 856,0
Cominvest Gruppe	530,0	18 055,6	6 169,7	0,0	3 091,2	5 697,9	33 544,4
Credit Suisse Gruppe	0,0	2 773,5	1 088,3	0,0	0,0	0,0	3 861,7
Deka-Bank Gruppe	6 254,0	39 873,6	4 053,0	54,0	50,0	17 563,0	67 847,6
Delta Lloyd Investment Managers GmbH	0,0	1 219,1	0,0	0,0	2 825,7	0,0	4 044,8
Deutsche Postbank Gruppe	0,0	9 966,1	0,0	0,0	0,0	0,0	9 966,1
Dr. Jens Ehrhardt Gruppe	0,0	39,6	1 066,3	0,0	1 232,1	370,6	2 708,6
DWS / DB-Gruppe	8 013,0	35 146,9	10 429,0	0,0	28 607,0	22 739,0	104 934,9
Frankfurter Service Kapitalanlage-Gesellschaft mbH	395,0	74,0	275,0	0,0	0,0	0,0	744,0
Frankfurt-Trust Gruppe	883,0	2 645,0	2 864,0	0,0	0,0	0,0	6 392,0
Gen Re Capital GmbH	57,6	3 162,4	0,0	0,0	13 027,2	0,0	16 247,2
Generali Investments Gruppe	0,0	3 525,4	0,0	0,0	70 204,2	0,0	73 729,6
Hansainvest Hanseatische Investment-GmbH	1 695,0	3 186,9	0,0	0,0	0,0	0,0	4 881,9
Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH	18 510,2	13 882,8	1 157,2	0,0	361,6	0,0	33 911,8
HSBC Trinkaus & Burkhardt Gruppe	33 894,3	14 358,2	1 548,5	0,0	232,6	0,0	50 033,6
Invesco Gruppe	0,0	1 451,1	1 753,0	0,0	0,0	0,0	3 204,1
Landesbank Berlin Investment GmbH	4 539,1	2 353,3	229,0	0,0	120,8	0,0	7 242,2
Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH	69,1	3 284,0	4 422,2	0,0	43,8	0,0	7 819,1
LBBW Asset Management Gruppe	14 013,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14 013,3
Lingohr & Partner Asset Management GmbH	0,0	0,0	1 030,0	0,0	1 706,0	0,0	2 736,0
Maintrust Kapitalanlagegesellschaft mbH	0,0	1 045,6	302,9	0,0	113,3	0,0	1 461,8
MEAG Gruppe	628,6	37 638,9	199,3	0,0	0,0	0,0	38 466,8
Metzler Gruppe	18 183,7	6 377,5	3 133,4	0,0	370,9	0,0	28 065,5
Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH	0,0	3 584,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3 584,0
Nordcon Investment Management AG	4 284,0	3 157,8	0,0	0,0	0,0	0,0	7 441,8
Nordinvest Norddeutsche Investment-Gesellschaft mbH	174,0	617,1	0,0	0,0	0,0	0,0	791,1
Oppenheim Gruppe	931,0	5 915,0	4 672,1	0,0	0,0	0,0	11 518,1
Pioneer Gruppe	828,9	5 861,8	1 541,0	0,0	443,9	0,0	8 675,6
SEB Gruppe	859,8	3 734,5	415,2	0,0	0,0	0,0	5 009,5
Siemens Kapitalanlagegesellschaft mbH	1 142,1	12 164,4	131,3	0,0	0,0	0,0	13 437,8
Société Générale Gruppe	23 062,6	377,2	0,0	0,0	0,0	0,0	23 439,8
UBS Gruppe	0,0	1 739,1	4 015,9	0,0	0,0	0,0	5 755,0
Union Investment Gruppe	910,4	43 245,2	2 140,9	0,0	1 105,3	5 077,6	52 479,4
Universal-Investment Gruppe	64 306,0	2 865,8	492,9	0,0	4 339,3	0,0	72 004,0
W&W Asset Management Gruppe	0,0	0,0	0,0	0,0	17 835,6	0,0	17 835,6
Warburg Invest Gruppe	330,1	1 830,3	448,9	0,0	89,8	0,0	2 699,1
WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH	2 684,2	18 594,0	3 303,2	0,0	633,6	0,0	25 215,0

Quelle: BVI (Stichtag Ende April 2008)

**Abbildung 4: Struktur der Spezialfonds-Inhaber je KAG-Gruppe**



vestmentgesetzes (InvG). Der bisher weitgehende Gleichlauf mit Publikumsfonds wurde fast völlig aufgegeben. Hauptursache für diese weitreichenden Reformen bei Spezialfonds ist ein Anfang 2007 am Finanzplatz Luxemburg verabschiedetes neues Spezialfondsgesetz, das für Luxemburger Spezialfonds weitgehende Freiheiten bei den Anlagemöglichkeiten vorsieht.

Die bisher geltende Höchstgrenze von 30 Anlegern wurde aufgehoben, sodass ein Spezialfonds jetzt beliebig viele Anleger haben darf. Allerdings sollte in den Vertragsbedingungen oder in der Dreiervereinbarung eine Anlegerzahl von höchstens 100 festgeschrieben werden, wenn die für Investmentfonds geltenden steuerlichen Vorschriften des Investmentsteuergesetzes genutzt werden sollen.

#### Aufhebung der Fondskategorien

Der Kern der neuen Regelungen für Spezialfonds ist die Möglichkeit, alle nach dem Investmentgesetz zulässige Vermögensgegenstände zu erwerben, ohne dabei die

gesetzlich vorgegebenen Fondskategorien beachten zu müssen. Ein Typenzwang besteht nur noch für Spezialfonds in Form von Hedgefonds.

Kapitalanlagegesellschaften dürfen also Spezialfonds beispielsweise als sonstiges Sondervermögen auflegen, müssen es aber nicht. Es muss lediglich der Grundsatz der Risikostreuung eingehalten werden. Bei der konkreten Ausgestaltung dieses allgemein verstandenen Grundsatzes geht die aktuelle Diskussion in die Richtung, dass ein Sondervermögen mehr als drei verschiedene Vermögensgegenstände besitzen muss. Letztlich liegt die Verantwortung für die Einhaltung dieses Grundsatzes bei der Kapitalanlagegesellschaft, die ihre Entscheidung im Zweifelsfall begründen und dokumentieren sollte.

Voraussetzung für die Abweichung von den Fondskategorien ist neben der Zustimmung des Anlegers, dass der Spezialfonds nur die nach dem InvG zulässigen Anlagegegenstände erwerben darf (§ 91 Abs. 3 Nr. 2 InvG). Nach dem Verständnis der BaFin sind dies sämtliche Vermögensgegen-

stände, die im Anlagekatalog nach § 1 Satz 2 i.V.m. § 2 Abs. 4 InvG genannt werden. Spezialfonds können daher neben den klassischen Anlagen, wie beispielsweise Wertpapieren, einfachen Derivaten oder Immobilien auch in Edelmetalle, am Markt bewertbare Unternehmensbeteiligungen oder unverbriefte Forderungen, wie zum Beispiel Wechsel oder Schuldscheine, investieren. Damit kann die Nachfrage der Anleger nach innovativen Nischenprodukten, die bislang nur mittels Zertifikaten oder Direktanlage befriedigt wurde, auch von Spezialfonds bedient werden.

#### Aufhebung der Anlagegrenzen und administrative Erleichterungen

Des Weiteren wurden die Anlagegrenzen gemäß 46 ff. InvG für Spezialfonds aufgehoben. Voraussetzung für eine Abweichung von den Anlagegrenzen ist auch hier die Zustimmung der Anleger. Zu den abdingbaren Grenzen gehört die klassische „5-10-40 Prozent“-Regelung.

Begrenzt werden diese neuen Freiheiten aber noch durch Vorgaben, von denen ein

Tabelle 2: Marktanteile der Anbietergruppen von Wertpapier-Spezialfonds

per 31. Dezember 2006					per 31. Dezember 2007				
	Anzahl		Fondsvermögen			Anzahl		Fondsvermögen	
	Gesell-schaften	Fonds	Mrd. Euro	Markt-anteil		Gesell-schaften	Fonds	Mrd. Euro	Markt-anteil
<b>Kapitalanlagegesellschaften der Groß- und Regionalbanken:</b> Cominvest Asset Management GmbH, Deutsche Asset Management Investmentgesellschaft mbH, Deutsche Vermögensbildungsgesellschaft mbH, DWS Investment GmbH, DWS Investment S.A., Münchner Kapitalanlage AG	6	582	64,0	9,9	<b>Kapitalanlagegesellschaften der Groß- und Regionalbanken:</b> Cominvest Asset Management GmbH, Deutsche Asset Management Investmentgesellschaft mbH, Deutsche Vermögensbildungsgesellschaft mbH, DWS Investment GmbH, DWS Investment S.A.	5	563	62,4	9,3
<b>Privatbanken:</b> Frankfurter Service Kapitalanlage-Gesellschaft mbH, Frankfurt-Trust Investment-Gesellschaft mbH, Metzler Investment GmbH, Oppenheim Kapitalanlagegesellschaft mbH, Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Warburg Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH	6	559	101,2	15,6	<b>Privatbanken:</b> Frankfurter Service Kapitalanlage-Gesellschaft mbH, Frankfurt-Trust Investment-Gesellschaft mbH, Metzler Investment GmbH, Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH, Oppenheim Kapitalanlagegesellschaft mbH, Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Warburg Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH	7	602	108,8	16,2
<b>Sparkassen/Girozentralen:</b> Baden-Württembergische Investment-gesellschaft mbH, Bayern-Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH, Deka Fund-Master Investmentgesellschaft mbH, Deka International S.A., Deka Investment GmbH, Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH, Landesbank Berlin Investment GmbH, Nordcon Investment Management AG, WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH	9	1 398	147,6	22,7	<b>Sparkassen/Girozentralen:</b> Baden-Württembergische Investment-gesellschaft mbH, Bayern-Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH, Deka Fund-Master Investmentgesellschaft mbH, Deka International S.A., Deka Investment GmbH, Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH, Landesbank Berlin Investment GmbH, Nordcon Investment Management AG, WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH	9	1 332	147,3	22,0
<b>Genossenschaftsinstitute:</b> Union Investment Institutional GmbH, Union Investment Privatfonds GmbH, Union Pan-Agora Asset Management GmbH	3	389	41,6	6,4	<b>Genossenschaftsinstitute:</b> Union Investment Institutional GmbH, Union Investment Lux., Union Investment Privatfonds GmbH, Union Pan-Agora Asset Management GmbH	4	346	45,3	6,8
<b>Versicherungsunternehmen:</b> Allianz Global Investors Kapitalanlage-gesellschaft mbH, Alte Leipziger Trust Investment-Gesellschaft mbH, Ampega-Gerling Investment GmbH, AXA Investment Managers Deutsch-land GmbH, Delta Lloyd Investment Managers GmbH, Gen Re Capital GmbH, Generali Investments Deutsch-land Kapitalanlagegesellschaft mbH, Hansainvest Hanseatische Investment-GmbH, Meag Munich Ergo Kapital-anlagegesellschaft mbH	9	576	165,5	25,5	<b>Versicherungsunternehmen:</b> Allianz Global Investors Kapitalanlage-gesellschaft mbH, Allianz Global Investors Luxembourg S.A., Alte Leip-ziger Trust Investment-Gesellschaft mbH, Ampega-Gerling Investment GmbH, AXA Investment Managers Deutschland GmbH, Delta Lloyd Invest-ment Managers GmbH, Gen Re Capital GmbH, Generali Investments Deutsch-land Kapitalanlagegesellschaft mbH, Hansainvest Hanseatische Investment-GmbH, Meag Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft mbH	10	555	183,5	27,4
<b>Auslandsbanken:</b> Credit Suisse Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH, Inter-nationale Kapitalanlagegesellschaft mbH, Invesco Kapitalanlagegesellschaft mbH, Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Maintrust Kapitalanlagegesellschaft mbH, Nordinvest Norddeutsche Investment-Gesellschaft mbH, Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH, SEB Invest GmbH, UBS Global Asset Management (Deutschland) mbH, Veritas SG Investment Trust GmbH	10	696	105,2	16,2	<b>Auslandsbanken:</b> Credit Suisse Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH, Inter-nationale Kapitalanlagegesellschaft mbH, Invesco Kapitalanlagegesellschaft mbH, Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Maintrust Kapitalanlagegesellschaft mbH, Nordinvest Norddeutsche Investment-Gesellschaft mbH, Pioneer Asset Management S.A., Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH, SEB Asset Management S.A., SEB Invest GmbH, UBS Global Asset Management (Deutschland) mbH, Veritas SG Investment Trust GmbH	11	632	100,0	14,9
<b>Sonstige:</b> Deutsche Postbank Privat Investment Kapitalanlagegesellschaft mbH, Siemens Kapitalanlagegesellschaft mbH	2	32	24,0	3,7	<b>Sonstige:</b> Deutsche Postbank Privat Investment Kapitalanlagegesellschaft mbH, Fidelity Investment Management GmbH, Siemens Kapitalanlagegesell-schaft mbH	3	35	23,1	3,4
<b>Insgesamt</b>	<b>45</b>	<b>4 232</b>	<b>649,1</b>	<b>100,0</b>	<b>Insgesamt</b>	<b>49</b>	<b>4 065</b>	<b>670,4</b>	<b>100,0</b>

Quelle: BVI

Spezialfonds keinesfalls abweichen darf. Spezialfonds dürfen auch bei Zustimmung der Anleger nicht von der 200 Prozent-Leverage-Grenze nach der Derivateverordnung, dem Leerverkaufsverbot, der 50 Prozent-Höchstgrenze für die Kreditaufnahme bei Immobilienerwerb sowie der 20 Prozent-Höchstgrenze für den Erwerb nicht-notierter Beteiligungen abweichen.

Bei den Kreditaufnahmemöglichkeiten bleibt es für Spezialfonds bei den bisherigen Rahmenbedingungen, obwohl die Grenze in § 91 Abs. 4 InvG auf 30 Prozent erhöht wurde und in der Gesetzesbegründung ausdrücklich von einer „Erweiterung der Anlagegrenze“ gesprochen wird. Auch künftig ist keine Steigerung des Investitionsgrades über eine Kreditaufnahme möglich. Kreditaufnahmen dürfen weiterhin nur zur Vermeidung kurzfristiger Liquiditätsengpässe genutzt werden.

Weitere Erleichterungen für Spezialfonds sind eine pauschale Depotbankgenehmigung, eine erleichterte Einschränkung der Rücknahme von Anteilen oder die Möglichkeit zur direkten Sacheinlage

durch Anleger. Auch ein unabhängiges Aufsichtsratsmitglied ist entbehrlich, wenn die KAG ausschließlich Spezialfonds verwaltet.

### Besonderheiten bei der Spezial-Investmentaktiengesellschaft

Ausdrücklich vorgesehen ist jetzt neben den Spezialfonds die Spezial-Investmentaktiengesellschaft. Im Vergleich zu einer Publikums-Investmentaktiengesellschaft bestehen gewisse Besonderheiten. So dürfen sämtliche Aktien als „Unternehmensaktien“ mit vollem Stimmrecht auf der Hauptversammlung ausgestaltet werden. Anders als bei Publikums-Investmentaktiengesellschaften brauchen die Inhaber der Unternehmensaktien nicht an die BaFin gemeldet zu werden. Im Gegensatz zu den Unternehmensaktien stehen übrigens die sogenannten Anlageaktien, die kein Stimmrecht besitzen.

Über Anzahl und Volumen der Investmentaktiengesellschaften gibt es bislang keine verlässlichen Zahlen. Sicher ist jedoch, dass bisher bereits eine gute Hand voll dieser

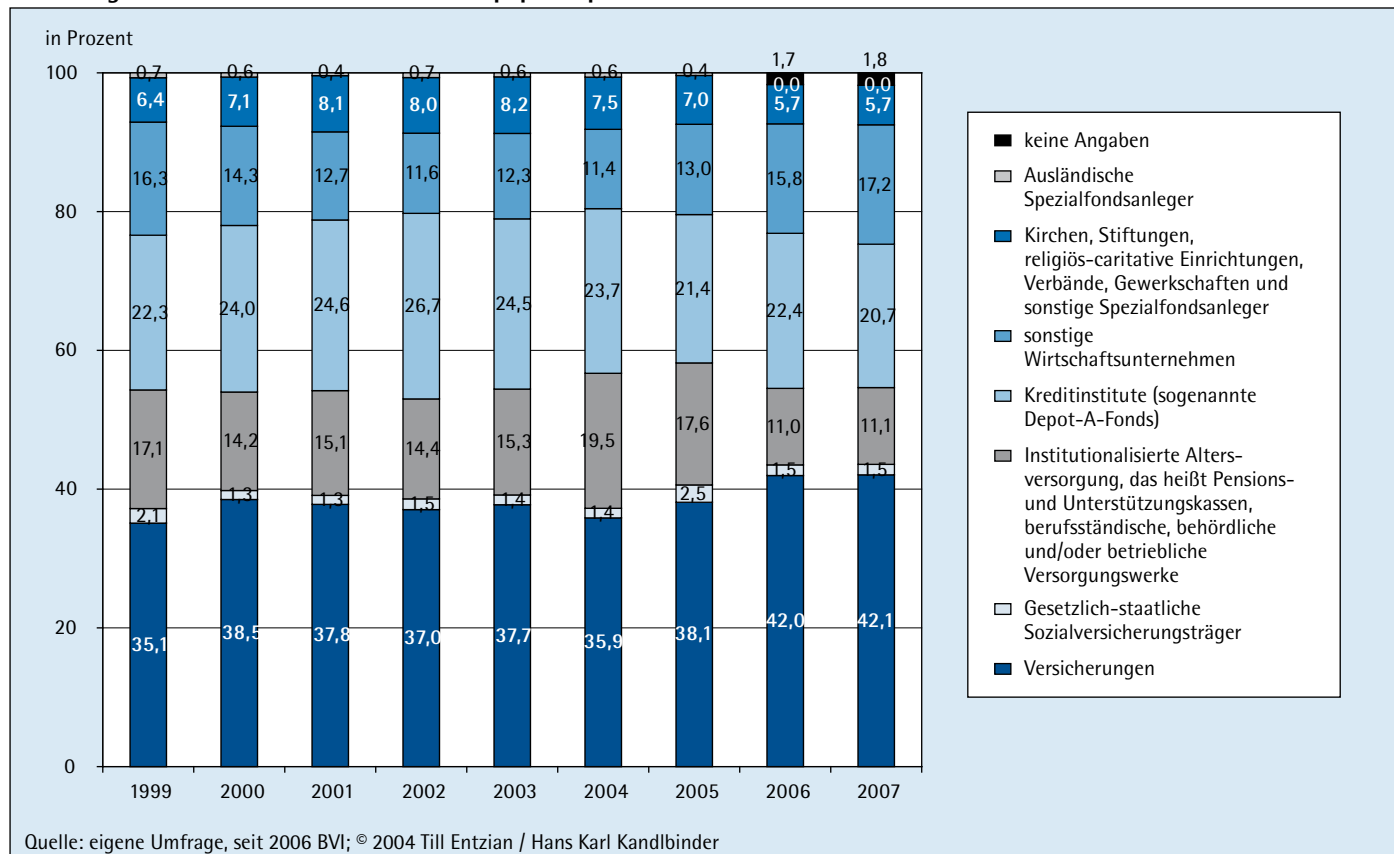
Vehikel gegründet wurden. Überwiegend wird die Variante der fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft gewählt. Hierbei übernimmt eine Kapitalanlagegesellschaft die gesamte Administration, so dass die Spezial-Investmentaktiengesellschaft keine eigene Organisation benötigt.

Als Vorteil der Investmentaktiengesellschaft gegenüber dem klassischen Spezialfonds wird vor allem auf die bessere Vermittelbarkeit der Struktur verwiesen. Viele – insbesondere ausländische – Anleger seien mit dem Konzept einer Aktiengesellschaft sehr gut vertraut, hätten aber Probleme beim Verstehen des Konzeptes eines Sondervermögens. Die Zahl der Investmentaktiengesellschaften wird daher mit Sicherheit zunehmen.

### Anlegerzusammensetzung

Die Anlagemöglichkeiten für Spezial-Investmentvermögen gehen damit deutlich über die Anlagemöglichkeiten von Publikums-Investmentvermögen hinaus. Welche konkreten zusätzlichen Produkte entwickelt werden, wird die Praxis zeigen.

Abbildung 5: Struktur der Inhaber von Wertpapier-Spezialfonds



Die Zusammensetzung der Spezialfondsanleger wird seit 2006 auf Basis der dem BVI vorliegenden Daten ermittelt. Dies erklärt auch, dass die Anlegergruppe „Versicherungen“ nach der BVI-Statistik einen anderen Wert aufweist, als dies in früheren Darstellungen der Fall ist. Die BVI-Daten basieren auf den Meldungen der Deutschen Bundesbank.

Die Bundesbank hat die Kategorie der institutionalisierten Altersvorsorge erst seit 2004 aus der Kategorie der Versicherungsunternehmen herausgenommen. Für die BVI-Werte wie auch für die Bundesbankdaten gilt, dass das komplette Volumen von Spezialfonds, die von mehreren institutionellen Anlegern gehalten werden, der Anlegergruppe zugeordnet wird, die den größten Anteil dieses Spezialfonds hält.

### Welche KAG-Gruppe

2007 hat es nur geringe Veränderungen bei der Anlegerzusammensetzung gegeben. Lediglich zwischen den Kreditinstituten und den sonstigen Wirtschaftsunternehmen fand eine erwähnenswerte Verschiebung statt. Der Anteil der Kreditinstitute am Spezialfondsvolumen reduzierte sich im vergangenen Jahr um 1,7 Prozentpunkte auf 20,7 Prozent, während sich der Anteil der sonstigen Unternehmen einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände um 1,4 Pro-

zentpunkte auf 17,2 Prozent erhöhte. In absoluten Beträgen ausgedrückt haben die sonstigen Wirtschaftsunternehmen etwa 138 Milliarden Euro in Wertpapier-Spezialfonds angelegt. Kreditinstitute halten Wertpapier-Spezialfonds im Wert von 146 Milliarden Euro.

Die Anlegerzusammensetzung unterscheidet sich teilweise erheblich danach, welche KAG-Gruppe betrachtet wird. Dabei weisen die Investmentgesellschaften, die Versicherungstöchter sind, erneut einen starken Anstieg an Anlegern aus dem Bereich der Versicherungsunternehmen auf. Dieser Anteil beträgt 81 Prozent nachdem im Vorjahr vergleichsweise geringe 69 Prozent gemessen wurden.

Verringert hat sich im Jahr 2007 der Anteil der Wirtschaftsunternehmen unter den Anlegern der Versicherungstöchter. Er reduzierte sich von 18 Prozent auf elf Prozent. Dagegen nahm der Anteil der Wirtschaftsunternehmen (einschließlich Kreditinstitute) in der Kundenstruktur aller anderen KAG-Gruppen zu – bei den Groß- und Regionalbanken von 33 Prozent auf 41 Prozent, bei den Privatbanken von 34 Prozent auf 38 Prozent, bei den Sparkassen von 59 Prozent auf 62 Prozent und bei den Auslandsbanken von 25 Prozent auf 32 Prozent. Nach diesen Zahlen suchen sich also die Versicherungstöchter ihre Anleger noch stärker unter den Versicherungen,

und die der Kreditwirtschaft zuzurechnenden Gesellschaften gewinnen ihre Anleger zunehmend bei Wirtschaftsunternehmen sowie Banken.

### Marktanteile der Anbietergruppen bei Spezialfonds

Die Marktanteile der Anbietergruppen im Bereich der Wertpapier-Spezialfonds wurden anhand der BVI-Daten ermittelt. Hierbei sind auch die Luxemburger Spezialfondsanbieter deutscher Provenienz berücksichtigt. An der Spitze stehen hier die Versicherungsgesellschaften nahe stehenden Gesellschaften, die ihren Marktanteil von 25,5 Prozent auf 27,4 Prozent steigern konnten. Die zum Bereich der Sparkassen und Girozentralen gehörenden Gesellschaften konnten ihren Marktanteil von 22 Prozent, das entspricht einem administrierten Vermögen von 147 Milliarden Euro, konstant halten. Ihre Marktposition verbessern konnten die Gesellschaften, die dem Privatbankensektor zugeordnet werden können, mit einer Steigerung von 0,6 Prozentpunkten auf 16,2 Prozent. Die Töchter von Auslandsbanken verloren dagegen 1,3 Prozentpunkte und hatten Ende 2007 einen Marktanteil von 14,9 Prozent.

In den vergangenen Jahren wurde unter dem Schlagwort „Aufbrechen der Wertschöpfungskette“ die Entflechtung von Administration und Portfoliomanagement zunehmend verstärkt. Seitdem hat sich die Investment- und Asset-Management-Branche tiefgreifend verändert. Die Herausforderungen für KAGs im internationalen Wettbewerb liegen sowohl in der Weiterentwicklung innovativer Fondsprodukte als auch in der Abwicklungsqualität und der Bereitstellung flexibler Managementmethoden im Rahmen von Spezialfonds und der freien Finanzportfolioverwaltung. Das institutionelle Asset Management wird somit in Zukunft seinen hohen Stellenwert weiter ausbauen können.

*Die Studie über Wertpapier-Spezialfonds haben die Autoren Entzian beziehungsweise Kandlbinder in der Vergangenheit regelmäßig auf Basis eigener Umfragen erstellt. Der BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. hat die entsprechenden Zahlen und Daten zur Verfügung gestellt. Die Erstellung der BVI-Studie „Institutionelles Asset Management“ erfolgt weiterhin unabhängig und in alleiniger Verantwortung des Autors.*

### In Kürze lieferbar!

**Handbuch Ökonomisches Kapital**  
Von Axel Becker, Volker Gehrmann  
und Hermann Schulte-Mattler (Hrsg.)  
2008. 472 Seiten,  
gebunden, 88,00 Euro.  
ISBN 978-3-8314-0818-4.



**Fritz Knapp Verlag | 60046 Frankfurt a. M.**

Postfach 11 11 51 | Tel. (069) 97 08 33-21 | Fax (069) 707 84 00  
E-Mail: [vertrieb@kreditwesen.de](mailto:vertrieb@kreditwesen.de) | [www.kreditwesen.de](http://www.kreditwesen.de)