

Till Entzian

Wertpapier-Spezialfonds 2006: weiteres Wachstum und höhere Durchschnittsvolumina

Wie im Vorjahr konnten die Spezialfonds im Laufe des Jahres 2006 das von ihnen verwaltete Vermögen um 63 Milliarden Euro steigern. Die Steigerungsrate ist mit 10,4 Prozent etwas niedriger als die 13,0 Prozent im Vorjahr. Die zum Jahresultimo erreichten 673 Milliarden Euro stellen einen neuen Höchststand dar, und nach den Zahlen aus den ersten fünf Monaten des Jahres 2007 setzt sich der positive Trend auch weiterhin fort.

Größeres durchschnittliches Fondsvolumen

Mit der Verringerung der Anzahl der Spezialfonds hat sich ein weiterer, für die Branche positiver Trend fortgesetzt. Wie im Durchschnitt der Vorjahre konnten wieder per saldo knapp 300 Mandate durch Fusion oder Kündigung beendet werden, so dass zum Jahresende 2006 nur noch 4 367 Spezialfonds zu administrieren waren. Die Verringerung der Anzahl der Mandate ist deshalb positiv zu betrachten, weil sie mit einem starken Anstieg des durchschnittlichen Fondsvolumens einhergeht, was aus Sicht der Anlagegesellschaften wirtschaftlicher ist. Die durchschnittliche Größe des Spezialfonds beträgt mit 154 Millionen Euro (Ende 2006) 20 Millionen mehr als noch im Vorjahr und mehr als doppelt so viel wie vor zehn Jahren (1996: 69 Millionen Euro).

Das durchschnittliche Spezialfondsvolumen nähert sich dadurch sehr stark dem durchschnittlichen Publikumsfonds-Volumen an, das im Laufe des Jahres 2006 von 196 auf 182 Millionen Euro gefallen ist.

Etwa bis zum Jahr 2000 war der durchschnittliche Publikumsfonds noch zwei bis zweieinhalb mal so groß wie der durchschnittliche Spezialfonds. Inzwischen ist die Zahl der Publikumsfonds allerdings auch auf über 1 500 Fonds kontinuierlich angestiegen. Offenbar verlangt der Markt hier ständig nach neuen Produktideen, die dann jeweils die Gründung eines neuen Investmentfonds erforderlich machen.

Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main

Nachdem sich das institutionelle Fondsgeschäft in den letzten Jahren nach einer kurzzeitigen Schwächephase wieder erholt hat, steht dem deutschen Spezialfonds künftig ein (noch) kleiner, aber vielleicht mächtiger Gegner gegenüber. Mit dem Special Investment Fund (SFI) will sich auch Luxemburg als Standort etablieren. Dem hiesigen Pendant will man dabei mit einer deutlich milderer Regulierung überlegen sein. Auch wenn der deutsche Gesetzgeber bereits mit erweiterten Möglichkeiten reagiert hat, gehen dem Autor die Neuerungen des Investmentänderungsgesetzes nicht weit genug: Anlagevorschriften für Spezialfonds sowie die Restriktionen auf Anlegerseite müssen vollständig beseitigt werden, so sein Plädoyer. Für das zurückliegende Jahr konstatiert die eigene, traditionell an dieser Stelle veröffentlichte Studie fast schon eine strukturelle Bereinigung: So wurde die Anzahl der Spezialfondsmandate verringert und Fondsgesellschaften fusioniert. Gutes Wachstum zeigt der Spezialfonds bei der institutionalisierten Altersvorsorge. (Red.)

Das Luxemburger Spezialfondsgesetz vom Februar dieses Jahres hat ein Instrument geschaffen, das dem deutschen Spezialfonds das Leben schwer machen könnte. Genau das war allerdings auch die Absicht des Luxemburger Gesetzgebers. Der SIF (Spezial Investment Fonds) zeichnet sich dadurch aus, dass es im Prinzip keine Regelungen gibt. Im Vergleich zum Vorgängergesetz aus dem Jahre 1991 ist zwar die Anzahl der Seiten auf das zwanzigfache angestiegen. De facto gibt es jedoch keine Vorschriften hinsichtlich der Rechtsform, der Verwaltung oder der Anlage des Vermögens.

Neue Konkurrenz: der Luxemburger Spezialfonds

Soweit überhaupt irgendwelche Beschränkungen vorgesehen sind, stellt sich bei näherem Hinsehen sehr schnell heraus, dass diese leicht umgangen werden können. Die Begrenzung der Anleger auf solche mit einer Mindesteinlagensumme von 125 000 Euro kann zum Beispiel durch Vorlage der Bescheinigung eines Kreditinstituts umgangen werden, nach welcher der Anleger über ausreichende Erfahrungen verfügt. Die Vorschrift, nach der der SIF nach einem Jahr ein Gesamtvolumen von 1,25 Millionen Euro haben muss, soll einen Anleger mit einem geringeren Anlagebetrag an der Auflegung eines nur ihm zur Verfügung stehenden Investmentfonds hindern. Dieser Regelung kann jedoch leicht ausgewichen werden, indem ein Umbrellafonds gegründet wird. Hier kann der einzelne Anleger seinen, nur ihm zur persönlichen Verfügung stehenden Teilfonds mit jedem

Tabelle 1: Mittelaufkommen in inländischen Wertpapier-Spezialfonds nach Anlegern

	2004	2005	2006	Januar bis Mai 2007
	in Prozent			
Inländische Spezialfondsinhaber	85,6	99,2	98,4	98,7
Versicherungsunternehmen einschließlich Pensionskassen und berufsständischen Versorgungswerken	- 439,8	31,7	7,7	35,0
Altersvorsorgeeinrichtungen	177,0	21,8	89,3	5,5
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungskassen	- 65,0	2,3	7,3	5,2
Kreditinstitute	- 3,2	19,3	16,5	17,7
Sonstige Unternehmen einschließlich Industrie-stiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände	385,0	28,2	- 23,0	34,2
Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine und andere private Organisationen ohne Erwerbszweck	31,7	- 4,1	0,6	1,0
Ausländische Spezialfondsinhaber	14,4	0,8	1,6	1,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian

beliebigen niedrigeren Betrag bekommen, denn das vorgeschriebene Mindestvolumen wird auf Ebene des Umbrellafonds und nicht auf Ebene des Teilfonds ermittelt.

Im Hinblick auf die Investitionsmöglichkeiten kennt der SIF keinerlei Beschränkungen. Der ganz allgemein formulierte Grundsatz der Risikostreuung ist leicht zu erfüllen, denn es gibt keine festen Ausstellergrenzen oder ähnliche Anlagegrenzen. Theoretisch kann also jeder Privatanleger sein persönliches Vermögen in einem SIF beziehungsweise einem Teilfonds versammeln und dort für die Zukunft verwalten. Wenn es gelingt, das Fondsvermögen in Vermögensgegenstände ohne regelmäßige Einnahmen wie Zinsen oder Dividenden (zum Beispiel Zertifikate) zu investieren, wird der Anleger mit seinen Gewinnen erst bei Rückgabe der Anteilscheine oder bei einer Ausschüttung besteuert. So kann er den Zeitpunkt der Besteuerung selbst festlegen – wenn das Bundesfinanzministerium hier keinen Riegel schiebt, was zwar schwierig erscheint und momentan nicht geplant ist, aber früher oder später unvermeidlich sein dürfte.

Investmentnovelle

Die bevorstehende Investmentnovelle wird für den inländischen Spezialfonds mehrere zum Teil ganz grundlegende Änderungen bringen. Die wahrscheinlich interessanteste Neuerung ist die Möglichkeit, von gesetzlichen Vorschriften durch eine privatrecht-

liche Vereinbarung im Rahmen der Vertragsbedingungen, das heißt nur durch Einigung zwischen KAG und Anleger, abzuweichen. Diese Änderungsmöglichkeit betrifft insbesondere die Anlagegrenzen.

Leider sieht der Entwurf bisher nicht vor, die Anlagemöglichkeiten der inländischen Spezialfonds genauso freizugeben, wie Luxemburg es jetzt vorgemacht hat. Zumindest nach dem Wortlaut des aktuellen Gesetzesentwurfes müssen die Spezialfonds den Charakter der im Gesetz vorgesehenen Fondstypen beibehalten, das heißt

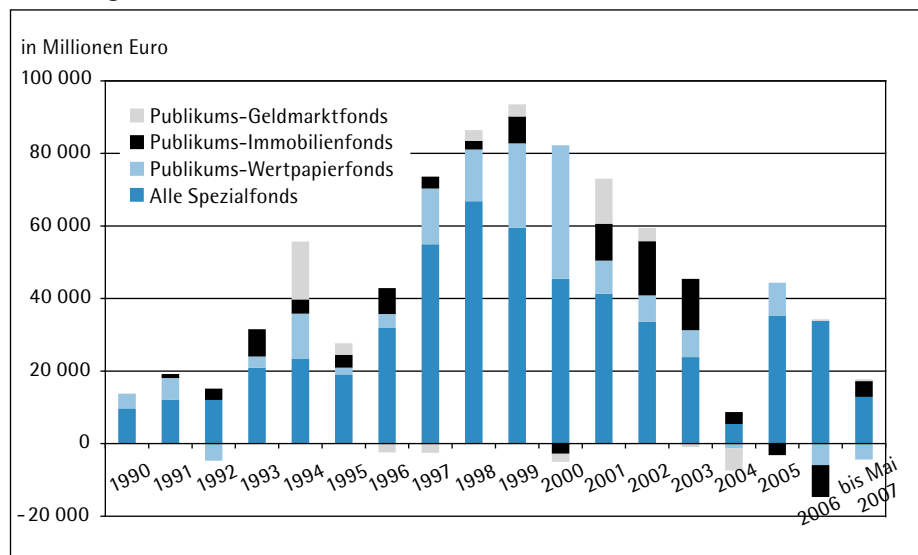
sie sind jeweils auf die Vermögensgegenstände beschränkt, die etwa für ein gemischtes Sondervermögen oder für ein Immobilien-Sondervermögen zulässig sind. Dadurch wird zum Beispiel verhindert, dass ein Fonds sowohl direkt in Immobilien als auch in Wertpapieren investiert. Auch die überhaupt erwerbenden Vermögensgegenstände werden nach aktuellem Stand nicht völlig freigegeben. Das bedeutet, dass bestimmte Anlagegegenstände auch für Spezialfonds nur dann erworben werden dürfen, wenn sie in einem Zertifikat verpackt werden.

Natürliche Personen als Anleger

Die Beschränkung des inländischen Spezialfonds auf nicht natürliche Anleger ist bereits heute entfallen. Auch wenn das Investmentgesetz die Beteiligung natürlicher Personen an einem Spezialfonds weiterhin untersagt, können bereits heute natürliche Personen ohne Zwischenschaltung einer GmbH oder einer anderen juristischen oder steuerlich relevanten Person in Spezialfonds investieren. Diese Neuerung wurde möglich, weil die BaFin ihre frühere Haltung aufgegeben hat, wonach eine Personengesellschaft nur dann als Anleger in einem Spezialfonds erlaubt war, wenn kein einziges Mitglied dieser Personengesellschaft eine natürliche Person war.

Diese Haltung ist nunmehr dahingehend revidiert worden, dass eine GbR oder eine andere Personengesellschaft grundsätzlich

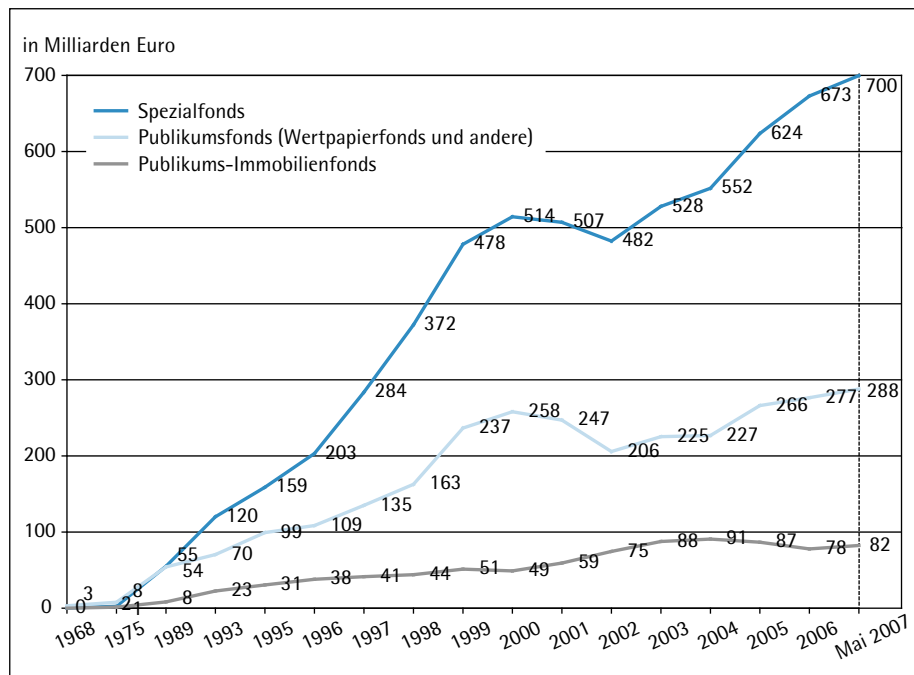
Abbildung 1: Mittelaufkommen der inländischen Investmentfonds seit 1990



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian

Abbildung 2: Entwicklung der Fondsvolumina



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian

als nicht natürlicher Anleger angesehen und damit auf jede Durchschau auf die Mitglieder der Personengesellschaft verzichtet wird. Diese neue Interpretation wird durch den – unveränderten – Wortlaut des Investmentgesetzes ermöglicht, der nicht ausdrücklich definiert, ob eine aus natürlichen Personen bestehende Personengesellschaft als nicht natürlicher Anleger zu betrachten ist, oder ob auf die dahinter stehenden natürlichen Personen abzustellen ist.

Auch wenn dementsprechend in Deutschland bereits heute sogenannte „Millionärsfonds“ aufgelegt werden können, nämlich durch Gründung einer GbR samt zweitem Gesellschafter mit einem gern auch mikroskopisch kleinen Gesellschaftsanteil, ist die Rechtslage in Luxemburg eben doch noch komfortabler. Dort kann ein natürlicher Anleger unmittelbar in den Spezialfonds anlegen und braucht keine zweite Person, die dann möglicherweise Einblick in den Jahresbericht des Fonds und damit in das persönliche Vermögen beansprucht.

Freigabe der Anlegerzahl

Als weitere Neuerung für den inländischen Spezialfonds soll durch das Investmentänderungsgesetz die Höchstgrenze per Anlegerzahl, die erst 2004 von zehn auf 30

Anleger hochgesetzt worden war, vollständig gestrichen werden. Sieht man einmal von der Defo ab, die ihren großen „Individualfonds“ im Jahre 1990 nicht in einen Spezialfonds umwandeln konnte, weil es mehr als zehn Anleger gab, hat sich die Begrenzung der Anleger auf eine bestimmte Zahl in der Vergangenheit in keiner Weise geschäftshemmend ausgewirkt. Andererseits sind auch keine Gründe ersichtlich, die für eine Begrenzung der Anleger sprechen. Hier wäre es allenfalls sinnvoll, dem Vorschlag des BVI auf eine Begrenzung auf 100 Anleger zu folgen, um den Gleichklang mit steuerlichen Begrifflichkeiten zu wahren.

Die entscheidende Frage bei der Neuregelung der Spezialfonds ist allerdings nicht die Ausgestaltung im Einzelnen, sondern die grundsätzliche Erwägung, ob überhaupt von den für Publikumsfonds geltenden Vorschriften abgewichen werden sollte. 15 Jahre lang haben maßgebende Vertreter der Investmentbranche immer wieder gemahnt, möglichst wenig an den weitgehend gleichlautenden Vorschriften für beide Fondsgruppen zu rühren. Hintergrund der Mahnung war die Befürchtung, dass Spezialfonds, die andere Anlagevorschriften als Publikumsfonds haben, auch steuerlich anders als diese behandelt werden könnten.

Diese Befürchtungen sind nun offenbar verschwunden, möglicherweise auch, weil die steuerliche Behandlung des Anlegers bei der Entscheidung zwischen einem Spezialfonds und anderen Anlageformen keine entscheidende Rolle mehr spielt. Als Beispiel sei auf das bewährte Argument hingewiesen, dass Veräußerungsgewinne innerhalb des Investmentfonds zunächst steuerfrei thesauriert werden können. Seit der Umstellung des Körperschaftsteuersystems können Anleger ihre Aktienbestände ohnehin steuerfrei veräußern, sind also nicht mehr auf einen Investmentfonds zur Abschirmung ihrer Veräußerungsgewinne angewiesen.

Auch sonst war aus der Investmentbranche wenig Kritik an dieser grundsätzlichen Änderung zu hören. Außerdem wird sich die Absicht des Gesetzgebers zur Freigabe der Anlagegrenzen für Spezialfonds zum jetzigen Zeitpunkt auch nicht mehr aufhalten lassen. Zusammenfassend muss jedoch festgehalten werden, dass der vorliegende Gesetzentwurf noch nicht weit genug geht, um dem Luxemburger Spezialfonds ein gleichwertiges inländisches Vehikel entgegenzusetzen.

Eligible Assets

Stärker als die geplante Freigabe der Anlagegrenzen auf vertraglicher Basis durch das Investmentgesetz wird sich die veränderte Interpretation des Wertpapierbegriffs auf die Anlagemöglichkeiten der Spezialfonds auswirken. Bisher galt der Grundsatz, dass Risiken aus unzulässigen Vermögensgegenständen auch nicht über Derivate erworben werden durften, unabhängig davon, ob die Derivate als eigenständiges Produkt oder als in eine Schuldverschreibung eingebautes Derivat (Zertifikat) angeboten wurden.

Dies hat sich jetzt geändert. Während als eigenständiges Produkt auftretende Derivate auch künftig nur dann erworben werden dürfen, wenn das Underlying zulässig ist, dürfen bereits jetzt in Wertpapiere eingebaute Derivate unter bestimmten Umständen erworben werden, ohne dass die Zulässigkeit der zugrunde liegenden Risiken geprüft wird. Der Basiswert eines solchen Zertifikates, sei es der Goldpreis, der Rohölpreis oder der Preis einer Aktie oder eines Aktienkorbes, spielt weder bei der Erwerbsprüfung noch bei der Anrechnung auf Anlagegrenzen irgendeine Rolle.

Dadurch dürfen nicht nur bisher unzulässige Vermögensgegenstände beziehungsweise Risiken in das Portfolio aufgenommen werden. Auch die Bedeutung der gesetzlichen Anlagegrenzen (fünf Prozent/zehn Prozent/40 Prozent) relativiert sich. Handelt es sich bei den Basiswert eines Zertifikates zum Beispiel um eine Aktie, wird das zu dieser Aktie gehörende Ausfallrisiko anders als früher nicht mehr auf die Ausstellergrenzen angerechnet. Die Verantwortung innerhalb der KAG für eine vernünftige Risikostreuung trägt in diesen Fällen nicht mehr die Anlagegrenzprüfung, sondern nur noch der Risikomanager.

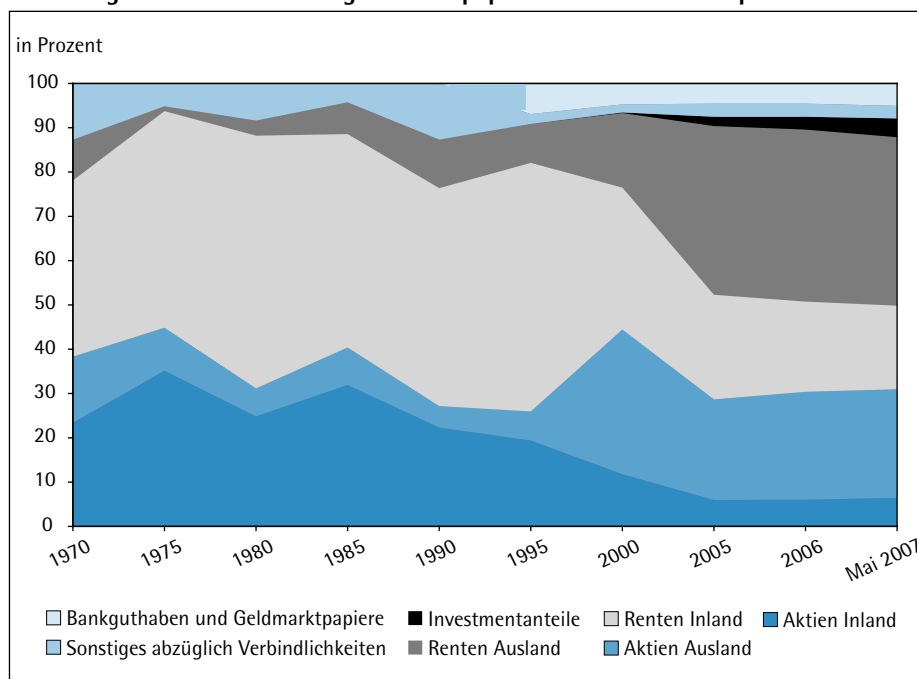
Die Möglichkeit, Zertifikate auf Edelmetalle (Lagerscheine bleiben unzulässig) Rohstoffe und andere Vermögensgegenstände in den Fonds aufzunehmen, eröffnet natürlich ganz neue Produktmöglichkeiten. Entscheidend ist nur, dass es sich bei den Risiken um Vermögensgegenstände handelt; Wetten auf Zustände wie Wetterereignisse bleiben auch künftig unzulässig. Erworben werden dürfen jedoch in Zertifikate verpackte Forderungen jeder Art, und auch Anteile an Geschlossenen Investmentfonds sind zulässig.

Die wichtigste Voraussetzung für die Nutzung dieser neuen Möglichkeiten ist die sogenannte 1:1-Beziehung zwischen Risiko und Ertrag des Basiswerts und dem Zertifikat. Sollte in einem Zertifikat zum Beispiel eine Kapitalgarantie eingebaut sein, die den Anleger vor allzu großen Verlusten schützt, müsste die KAG für die Erwerbbarkeitsprüfung auf den Basiswert schauen und dürfte das Zertifikat nur erwerben, wenn der Basiswert in der Direktanlage ebenfalls zulässig wäre. Darüber hinaus gibt es weitere Voraussetzungen wie die Wahrung einer bestimmten Fungibilität, die allerdings auf Fondsebene gemessen wird.

Entwicklung der Anlagegesellschaften

Vor einem Jahr konnte an dieser Stelle noch von einer gleichbleibenden Zahl von 52 Spezialfonds-Anlagegesellschaften berichtet werden, denn der Rückgabe der KAG-Lizenz durch die ABN Amro stand die Neugründung der Deka Fundmaster gegenüber. Jetzt muss allerdings ein Rückgang der Spezialfonds-Gesellschaften um sechs Anbieter auf 46 konstatiert werden, ohne dass von Neugründungen zu berichten wäre.

Abbildung 3: Zusammensetzung der Wertpapier- und Geldmarkt-Spezialfonds



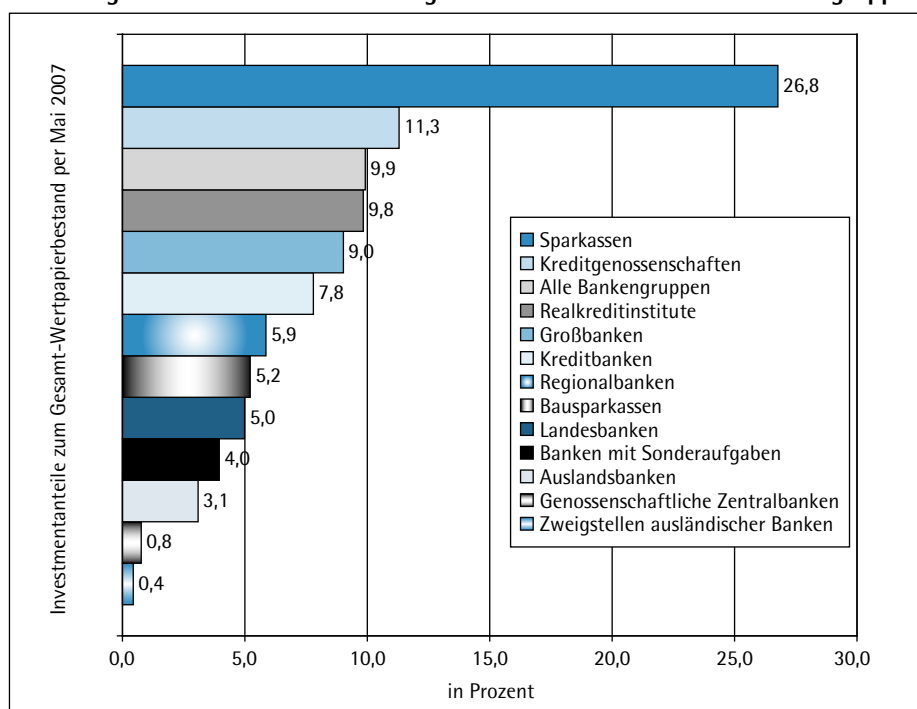
Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

Im vergangenen Sommer gaben mit der Merck Fink Invest und der JP Morgan KAG gleich zwei Gesellschaften ihre Lizenz zurück. Beide Unternehmen konzentrieren sich jetzt auf das Asset Management und

überlassen die Administration der Spezialfonds anderen KAG. Hierfür nimmt Merck Fink ausschließlich die Universal Investment in Anspruch, während JP Morgan in Absprache mit den jeweiligen Spezial-

Abbildung 4: Unterschiedliche Nutzung von Investmentfonds durch Bankengruppen



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian

Wertpapier-Spezialfonds 2006: weiteres Wachstum und höhere Durchschnittsvolumina

fonds-Anlegern unterschiedliche Anbieter ausgewählt hat.

Zwei weitere Gesellschaften, die Gerling Investment und die Süd-KA, sind durch Fusionen vom Markt verschwunden. Die Gerling Investment, die Ende 2005 noch 4,3 Milliarden Euro in neun Spezialfonds verwaltete, wurde nach Übernahme durch Talanx mit der Ampega zur Ampega-Gerling Investment GmbH verbunden. Die dort verwalteten 33 Spezialfonds haben jetzt ein Gesamtvolumen von 6,6 Milliarden Euro. Die Süd-KA mit zuletzt zehn Milliarden Euro Spezialfondsvolumen wurde mit der BWK Baden-Württembergische KAG zur BW-Invest Baden-Württembergische Investment Gesellschaft mbH zusammengelegt, die jetzt

auf 18 Milliarden Euro in 53 Spezialfonds kommt. Die BW-Invest befindet sich zu 64 Prozent in Landesbankbesitz, sodass sie künftig der KAG-Gruppe der Landesbanken und Sparkassen zuzurechnen ist. Die übrigen 36 Prozent gehören übrigens zur W&W Asset Management, einer Gesellschaft der Wüstenrot & Württembergische AG.

Im Gegensatz zu den genannten Fällen besteht die MK Münchener Kapitalanlagegesellschaft, die von der Commerzbank übernommen wurde, zwar noch fort; allerdings bietet sie keine Spezialfonds mehr an. Schließlich ist auch die DWS aus dem Kreis der Spezialfonds-Anbieter ausgeschieden, denn auch sie verwaltet keine Spezialfonds mehr.

Darüberhinaus sind eine Reihe weiterer Veränderungen in Firmierung, Gesellschafterstruktur und Zuordnung zu berichten. Bereits Anfang 2006 hatte die Frankfurter Service KAG die Rechtsnachfolge der BHW-Invest angetreten. Eigentümerin ist die BHF-Bank, so dass die Frankfurter Service KAG jetzt der Gruppe der Geschäftsbanken-KAG zuzuordnen ist. Es werden acht Spezialfonds mit 1,3 Milliarden Euro verwaltet.

Die BB-Invest hat durch ihre Umbenennung zur LBB-Invest in ihrem Namen zum Ausdruck gebracht, dass sie dem Lager der Landesbanken und Sparkassen zuzurechnen ist. Inzwischen hat das Land Berlin seinen Anteil von 81 Prozent an der Holding-

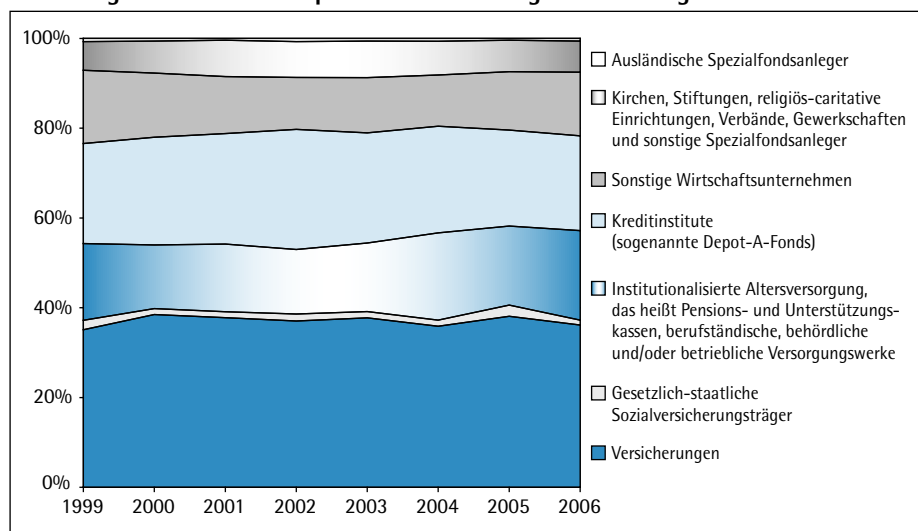
Tabelle 2: Marktanteile der Anbietergruppen gemäß Umfrage

	2005				2006				
	Anzahl		Fondsvolumen		Veränderungen	Anzahl		Fondsvolumen	
	Anlagegesellschaften	Fonds	in Mrd. Euro	in Prozent		Anlagegesellschaften	Fonds	in Mrd. Euro	in Prozent
Kapitalanlagegesellschaften der									
Groß- und Regionalbanken: Activest, BB-Invest, Cominvest, dit dbi, DeAM, DVG, DWS, Nordinvest	9	1 353	203,2	33,4	Activest jetzt Pioneer, BB-Invest entfällt (zu den Sparkassen), dit jetzt: AGI (zu den Versicherungen), dbi jetzt: AGI (verschmolzen), DWS entfällt (keine Spezialfonds mehr), Frankfurter Service KAG kommt hinzu (von Sonstigen)	7	1 353	105,8	16,1
Privatbanken: Frankfurt-Trust, Inka, Metzler Investment, Monega, Oppenheim, Universal, Warburg	7	802	122,6	20,1		7	807	136,8	20,9
Sparkassen/Girozentralen: Bayern-Invest, Deka, Deka Fundmaster, Helaba Invest, Nordcon, SüdKA, WestLB Mellon Asset Management KAG	7	1 311	118,3	19,4	LBB-Invest kommt hinzu (von Geschäftsbanken), BW-Invest kommt hinzu (von Versicherungen), SüdKA entfällt (verschmilzt mit BW-Invest)	8	1 369	156,0	23,00
Genossenschaftsinstitute: Union Investment Institutional, Union Investment Privatfonds, Union Panagora	3	401	37,6	6,2		3	382	41,6	6,3
Versicherungsunternehmen: AL-Trust, GenInvest (AMB Generali), AmpegaGerling (Ampega), Axa Investment, BWK, Delta Lloyd Investment, GCR, Gerling Investment, Hansainvest, MEAG Munich Ergo KAG, MK	11	331	76,6	12,6	AGI (dit + dbi) kommt hinzu (von Geschäftsbanken), BWK entfällt (verschmilzt zu BW-Invest, bei Sparkassen), Gerling Investment entfällt (Verschmelzung mit Ampega), Münchener KAG entfällt (keine Spezialfonds mehr)	9	563	182,2	26,3
Auslandsbanken: CSAM KAG, Goldman Sachs, Invesco, JP Morgan, Lazard Asset Management, Merck Finck Invest, SEB Invest, UBS Invest, Veritas SG	9	277	25,4	4,2	JP Morgan entfällt (nur noch Asset Management), Merck Fink entfällt (nur noch Asset Management)	7	216	22,1	3,1
Sonstige: BHW, Frankfurter Service KAG, Lupus Alpha, Maintrust	6	45	25,6	4,2	Frankfurter Service KAG entfällt (zu den Geschäftsbanken)	5	69	27,8	4,2
Total	52	4 520	609,2	100,0		46	4 759	672,3	100,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

Abbildung 5: Struktur der Spezialfondsinhaber gemäß Umfrage



Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder 2007

gesellschaft an eine vom DSGV für diesen Zweck aufgestellte Gesellschaft veräußert, so dass die Zuordnung zum Sparkassenlager auch weiterhin beibehalten werden kann. Auch die Nordcon Investmentmanagement AG ist den Sparkassen zuzurechnen, da sie bereits seit einiger Zeit zu 100 Prozent von der Nord-LB gehalten wird.

Nach der Übernahme der Hypovereinsbank durch die italienische Unicredit wurde auch das Fondsgeschäft neu geordnet. Die Activest wurde in Pioneer umbenannt und verwaltet etwa 38 Milliarden Euro in 191 Spezialfonds. Weitere Umbenennungen hat es bei der AMB Generali, jetzt Generali Investments Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH, und der Generalcologne Re Capital, jetzt Gen Re Capital GmbH, gegeben.

Anfang des Jahres wurden der DIT Dresdner Investment Trust und die DBI Dresdnerbank Investment Management zur AGI Allianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft mbH zusammengelegt. Die AGI wurde als Versicherungs-KAG eingestuft. Übrigens hatten Deka und DIM eine derartige Zusammenlegung von Publikums- und Spezialfondsgeschäft in einer einzigen KAG bereits vor mehreren Jahren vorexerziert.

Verschiebungen der Kundenstrukturen innerhalb der KAG-Gruppen

Die Verschiebungen der Kundenstrukturen innerhalb der einzelnen KAG-Gruppen sind in diesem Jahr stärker als gewohnt ausge-

fallen. Die Erklärung hierfür ist in den beschriebenen Umgruppierungen einzelner Gesellschaften zu suchen, denn durch einen Eigentümerwechsel der KAG ändert sich selbstverständlich nicht sofort die Struktur der Spezialfonds-Anleger. So fällt auf, dass der Anteil der Versicherungsanleger bei den KAG der Groß- und Regionalbanken deutlich zurückgegangen ist, während bei den Anlagegesellschaften der Versicherungen der Anteil der Wirtschaftsunternehmen (einschließlich Kreditinstitute) deutlich zugenommen hat. Auch bei den KAG mit ausländischen Gesellschaftern hat sich der Anteil der Versicherungsanleger reduziert. Bemerkenswert ist auch, dass die Sozialversicherungsträger vor allem bei den Gesellschaften der Privatbanken größere Beträge zurückgegeben haben.

Insgesamt ist festzustellen, dass im Jahr 2006 keine Anlegergruppe per saldo Mittelrückflüsse verursacht hat. In den Vorjahren hatte es dagegen immer die eine oder andere Gruppe gegeben, die ihre Spezialfondsanlagen reduzierte, so zum Beispiel die Versicherungen im Jahr 2005 um über 18,5 Milliarden Euro. Diese Reduzierung, die sich aus Anteilscheinrückgaben und Kursverlusten zusammensetzt, wurde im Jahr 2006 zu einem großen Teil, nämlich zu 13,5 Milliarden Euro, wieder aufgeholt. In den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres sind die Spezialfonds der Versicherungen um weitere sechs Milliarden angewachsen, so dass ihr Wert inzwischen bei 242 Milliarden Euro liegt.

Die Spezialfondsanlagen der Kreditinstitute zeichnen sich dagegen durch ein relativ stetiges Wachstum aus. Im Jahr 2005 fiel dieses Wachstum mit 11,7 Milliarden Euro besonders hoch, im Jahr 2006 mit 6,5 Milliarden geringer, aber immer noch höher aus als Durchschnitt der vergangenen Jahre. Im laufenden Jahr haben die Spezialfonds der Kreditinstitute weitere 4,4 Milliarden zugelegt, so dass für diese Anlegergruppe im Mai 2007 ein Betrag von 156 Milliarden Euro verwaltet wurde.

Wachstum im Bereich Altersvorsorge

Die Anleger aus dem Bereich der institutionalisierten Altersvorsorge erreichten mit 24 Prozent das höchste relative Wachstum aller Anlegergruppen, jedoch ist dieses zumindest teilweise darauf zurückzuführen, dass einige KAG diese Spezialfonds erst jetzt in ihren Bundesbankmeldungen von Versicherungsanlegern auf Anleger aus dem Bereich der Altersvorsorge geändert haben. Bis einschließlich 2003 hat die Bundesbank zwischen diesen beiden Anlegergruppen nicht unterschieden, sodass immer noch einige Sondervermögen der falschen Gruppe zugeordnet sein dürften. Nach der Statistik der Bundesbank entfallen nämlich nur zirka 13 Prozent der Spezialfondsanlagen auf diese Gruppe, während sich nach der selbst durchgeführten Umfrage einen Anteil von 20 Prozent ergibt.

Über angewachsene Spezialfondsanlagen verfügen Ende 2006 auch die Sozialversicherungsträger (plus 10,2 Prozent, jetzt 21 Milliarden Euro) und die Kirchen und sonstigen Anleger (plus 17 Prozent, jetzt 36 Milliarden Euro). Mit 22 Prozent haben die ausländischen Anleger ihre Spezialfondsanlagen besonders stark erhöht, jedoch relativiert sich dieser Eindruck, wenn man die absoluten Beträge betrachtet.

Es sind lediglich drei Milliarden Euro, die von ausländischen Anlegern in Spezialfonds gehalten werden, und das entspricht nur 0,5 Prozent des gesamten Spezialfondsvolumens. Die relativ hohe Steigerung lässt auch nicht den Rückschluss oder die Hoffnung zu, dass die ausländischen Anleger den Spezialfonds jetzt zunehmend als geeignetes Anlagevehikel für sich entdecken, denn vergleichbare Zuwächse hat es in den letzten Jahren immer mal wieder gegeben, ohne dass ein nachhaltiger Anstieg stattgefunden hätte.

Die Anlage von Kreditinstituten in Investmentanteile scheint sich bei einer Höhe von etwa zehn Prozent des gesamten Wertpapierbestandes der Institute zu stabilisieren. Die Höchstmarke von gut zwölf Prozent war zum Jahresultimo 2002 erreicht worden, bevor der Anteil im Jahr 2005 auf unter zehn Prozent fiel und Mitte letzten Jahres fast wieder auf elf Prozent gestiegen war.

Die Bedeutung von Investmentanteilscheinen am Gesamt-Wertpapierbestand von Kreditinstituten fiel seit dem Höchststand von 12,5 Prozent Ende 2001 auf inzwischen weniger als zehn Prozent im Mai 2007. Die Form der Zacken und Ausschläge der Kurve erinnert dabei an den Kursverlauf der Aktienmärkte. Wenn die Banken in den Fonds nicht höhere Aktienrisiken als in der Direktanlage hatten, müssen sie in den fallenden Märkten Anteilscheine zurückgegeben haben.

Unterschiedliche Nutzung als Anlageinstrumente

Betrachtet man die verschiedenen Bankengruppen, dann fallen erstaunliche Unterschiede bei der Nutzung von Investmentfonds als Anlageinstrumente auf. So hatten die Kreditgenossenschaften in den

Jahren 1994 bis 1997 einen sehr hohen Anteil ihres Wertpapierbestandes, nämlich 20 bis 22 Prozent, in Investmentanteilen investiert. Dieser hohe Wert war bereits im Jahr 1978 schon einmal erreicht worden, in den folgenden Jahren aber auf weniger als sechs Prozent gefallen. Seit 1998 schwankt der Wert bei den Kreditgenossenschaften zwischen zehn und 13 Prozent.

Bei der anderen wichtigen Anlegergruppe, den Sparkassen, zeigt sich ein völlig anderes Bild. Hier wurde bis 1990, also bis zur Einführung des Spezialfonds in das KAGG durch das erste Finanzmarktförderungsgesetz, praktisch überhaupt nicht in Investmentfonds investiert (im Durchschnitt seit 1970 etwa ein Prozent des Wertpapierbestandes). Seit 1990 ist allerdings ein kontinuierlicher und sehr steiler Anstieg festzustellen. Inzwischen haben die Sparkassen fast 27 Prozent ihres Wertpapierbestandes in Investmentanteile investiert.

Auch die Landeszentralbanken haben nach 1990 einen Teil ihrer Wertpapiere in Investmentanteile umgeschichtet. Dabei haben sie sich jedoch vergleichsweise zurückhaltend gezeigt und nicht mehr als sieben Prozent ihres Wertpapierbestandes investiert. Die Genossenschaftszentralbanken kamen zeitweise auf deutlich höhere Wer-

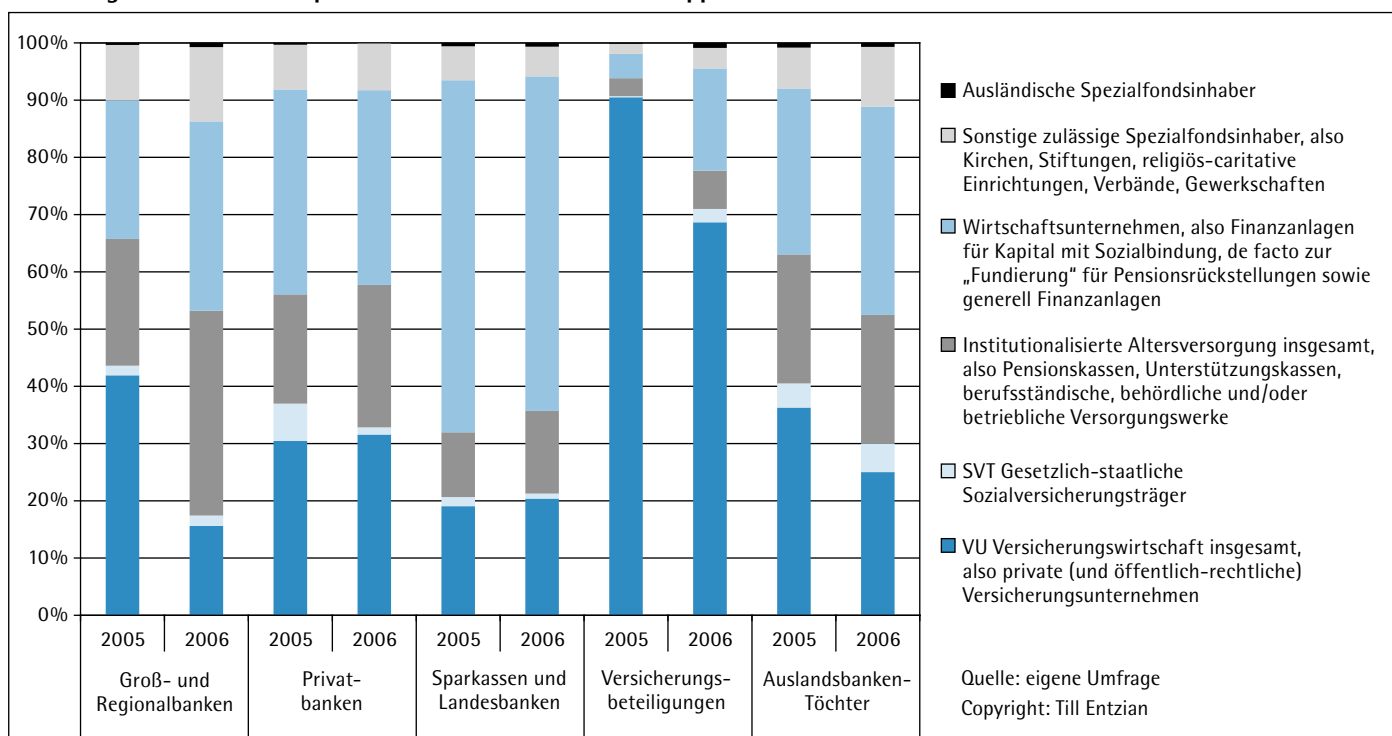
te, nämlich auf über neun Prozent im Jahr 2000 und über elf Prozent in den Jahren 2001 und 2002. Im Jahr 2003 wurden die Spezialfonds dann radikal verkauft, und seither halten DZ Bank und WGZ Bank weniger als ein Prozent ihres Wertpapierbesitzes in Form von Investmentanteilen.

Vermögenszusammensetzung der Spezialfonds

Bei der Auswahl der Anlageklassen durch die Fondsmanager haben sich die meisten Trends, die bereits im Vorjahr beschrieben wurden, weiter fortgesetzt. So haben die Spezialfonds ihre Anlage in inländischen Renten weiterhin reduziert, sowohl absolut (von 135 auf 120 Milliarden Euro) als auch relativ (von 23,7 auf 20,4 Prozent des verwalteten Vermögens). Auch im laufenden Jahr setzt sich die Reduzierung der inländischen Renten in unveränderter Weise fort. Diese Umschichtung erfolgt allerdings nicht zugunsten ausländischer festverzinslicher Papiere. Hier stieg zwar der absolute Anlagebetrag um zehn Milliarden Euro auf 227 Milliarden an, doch der Anteil der ausländischen Renten am Gesamtvolumen ist mit gut 38 Prozent relativ stabil geblieben.

Ebenfalls konstant geblieben ist der Anteil der inländischen Aktien auf einem relativ

Abbildung 6: Struktur der Spezialfondsinhaber nach KAG-Gruppen



niedrigen Niveau von zirka sechs Prozent. Der betragsmäßige Wert der Aktien ist um eine gute Milliarde Euro auf 35 Milliarden Euro gestiegen. Damit bringen die Spezialfonds gerade einmal die Marktkapitalisierung des am siebt- oder achtstärksten kapitalisierten Dax-Unternehmens auf (zurzeit Daimler-Chrysler beziehungsweise RWE). Erklären lässt sich der niedrige Inlands-Aktienanteil damit, dass viele Fondsmanager für ihr Aktienportfolio eine Streuung anstreben, die in etwa der weltweiten Verteilung der Marktkapitalisierung entspricht. Dementsprechend ist ein weit aus größerer Anteil, nämlich über 24 Prozent des gesamten Spezialfondsvermögens, in ausländischen Aktien investiert. Ende 2005 waren es noch zwei Prozentpunkte weniger gewesen.

Weiterhin ausgebaut wird auch die Nutzung von Zielfonds. Anfang 2003 betrug ihr Anteil noch verschwindend geringe 0,1 Prozent des Spezialfondsvermögens. Im Verlauf des Jahres 2006 hatte ihre Bedeutung von zwei auf drei Prozent zugenommen und liegt Ende Mai 2007 sogar deutlich über vier Prozent. Damit sind jetzt über 25 Milliarden Euro an Spezialfondsgeldern in Zielfonds angelegt.

Basis der Auswertung bilden übrigens nicht nur die Wertpapier- sondern auch die Geldmarkt-Spezialfonds. Die festgestellte Quote von Bankguthaben, Geldmarktsinstrumenten und sonstigen, hier allerdings nicht ins Gewicht fallenden Vermögensgegenständen, sowie Verbindlichkeiten bewegt sich in den letzten vier Jahren relativ stabil bei zirka acht Prozent.

Gesetzgeber in der Pflicht

Der Spezialfonds ist weiterhin ein hervorragendes Instrument zur Verwaltung von Wertapapieranlagen von institutionellen Anlegern. Mit dem Luxemburger SIF, der jetzt recht aggressiv vermarktet wird, ist ihm ein starker Konkurrent erwachsen. Doch der deutsche Gesetzgeber hat mit den geplanten Änderungen des Investmentgesetzes bereits reagiert und die vielfältigen Vorschriften und Restriktionen etwas gelockert. Möglicherweise entschließt sich der Gesetzgeber doch noch, diesen Schritt konsequent durchzuführen und die Anlagevorschriften für Spezialfonds sowie die Restriktionen auf Anlegerseite vollständig zu beseitigen. Das würde dem Spezialfonds in der Zukunft zumindest stark helfen.