

Till Entzian

## Wertpapier-Spezialfonds 2010: Eine Branche im strukturellen Umbruch

Die Spezialfonds-Branche konnte sich im Jahr 2009 über Nettomittelzuflüsse von 34 Milliarden Euro und einen Volumenzuwachs von insgesamt 13,6 Prozent auf insgesamt 729 Milliarden Euro verwaltetes Nettovolumen freuen. Die Delle von 2008 wurde damit mehr als ausgeglichen und ein neuer Höchststand erreicht. Diese erfreuliche Entwicklung setzt sich auch im ersten Quartal des laufenden Jahres fort. Das außerhalb von Investmentfonds verwaltete freie Vermögen ist im Jahr 2009 ebenfalls gewachsen und betrug Ende 2009 352,5 Milliarden Euro. Lediglich die Publikumsfonds konnten den Rückgang von 2008 noch nicht wieder vollständig aufholen, sind aber auf einem guten Weg dorthin und verwalteten zum Jahresende gut 650 Milliarden Euro Anlagegelder.

### Änderungen bei den Anbietern

Die Zahl der Anbieter von Spezialfonds ist 2009 um zwei Gesellschaften, beide aus dem Bereich der Großbanken, zurückgegangen. In der DWS-Gruppe wurde die Deutsche Vermögensbildungsgesellschaft mbH auf ihre 100-prozentige Muttergesellschaft, die DWS, verschmolzen.

Ferner hat die KAS Investment Servicing KAG (KIS) die Deutsche Postbank Privat Investment KAG (PPI) übernommen. Die KIS war bis zur Übernahme durch die niederländische KAS Bank als Delta Lloyd Investment Managers bekannt gewesen und hatte sich zunächst auf das Master-KAG-Geschäft konzentriert. Nach Übernahme der PPI verwaltete die KIS Ende 2009 neben 344 Millionen Euro in Spezialfonds

auch 1,4 Milliarden Euro in Publikumsfonds.

### Weniger Groß- und Regionalbanken-KAG

Inzwischen besteht die den Groß- und Regionalbanken zuzuordnende KAG-Gruppe nur noch aus den verbleibenden Kapitalanlagegesellschaften des Deutsche-Bank-Konzerns. Denn die Commerzbank übertrug Anfang 2009 die Cominvest Asset Management GmbH als Teil des Kaufpreises

für die Dresdner Bank an die Allianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft mbH, wodurch die Cominvest zu einer Versicherungs-KAG wurde. Gewisse Zweifel am Interesse der Commerzbank an ihrer Fondstochter hatte zuvor schon der Ansatz der „TÜV-geprüften“ Investmentberatung geweckt, läuft ein solcher schließlich daraufhin hinaus, dass die hauseigenen Produkte, zumindest einige von diesen, als gegenüber Wettbewerbsprodukten minderwertig dargestellt werden müssen.

*Till Entzian, Rechtsanwalt, und Leiter Bereich Operations, VERITAS INVESTMENT TRUST GmbH, Frankfurt am Main*

*Zuerst die gute Nachricht: Der Spezialfonds scheint sich vom deutlichen Fall des Jahres 2008 wieder mehr als erholt zu haben. Das lassen zumindest die Zahlen der Branchenstatistik vermuten, die im jährlichen Turnus vom BVI Bundesverband Investment und Asset Management erstellt wird und auf welche der Autor bei seiner Fortschreibung der traditionellen Kandlbinder-Studie in der laufenden Ausgabe zurückgreift. Der Blick nach vorn indes mutet zumindest in struktureller Hinsicht weniger rosig an: Die immer zunehmenden Anforderungen an Kapitalanlagegesellschaften und ständig neue Gesetzgebungen sorgen nicht nur für weitreichende Veränderungen innerhalb der Branche – bis hin zur kompletten Aufgabe des KAG-Mantels. Der Autor sieht in den Neuregulierungsvorhaben, insbesondere aus Brüssel, vielmehr eine Bedrohung für eine Branche, die er hierzulande bereits für hervorragend reguliert und beaufsichtigt hält. (Red.)*

Die endgültige Fusion erfolgte im Juni 2010, als sowohl die Cominvest auf die AGI als auch die Cominvest Lux auf die AGI Lux verschmolzen wurden. Durch die Übernahme der Cominvest hat die AGI ihre ohnehin schon unangefochtene Stellung als größter Investmentfonds- und Asset-Management-Anbieter in Deutschland mit einem administrierten Vermögen von insgesamt 327,5 Milliarden Euro (2009) weiter ausgebaut. Hiervon entfällt ein Betrag von 126,5 Milliarden Euro auf Spezialfonds, von denen 21 Milliarden Euro reine Administrationsmandate (Master-KAG) sind und weitere 15,5 Milliarden reine Portfoliomanagement beziehungsweise Beratungsmandate hinzuzurechnen sind.

### Umfirmierungen, Geschäftsaufgaben und weitere Verschmelzungen

Eine Umfirmierung hat im Bereich der genossenschaftlichen Kapitalanlagegesellschaften stattgefunden. Hier hat die Union Investment, die bisher zu 40 Prozent an der Union Pan-Agora beteiligt war, die bisher vom Partner Pan-Agora gehaltenen

weiteren 40 Prozent hinzuerworben und ist jetzt, zehn Jahre nach Gründung des Joint Ventures, der einzige Hauptgesellschafter. Der den Geschäftsführern und Mitarbeitern als Beteiligung zur Verfügung stehende Anteil wurde von 20 auf 25 Prozent erhöht. Als neuer Name wurde Quoniam Asset Management gewählt, um die Veränderung der Gesellschafterstruktur auch nach außen zum Ausdruck zu bringen. Bei der Auswahl des Namens dürfte eine Rolle gespielt haben, dass die Kernkompetenz im sogenannten quantitativen Asset Management definiert wird. So werden institutionellen Anlegern vor allem Wertpapier- und Hedgefonds mit einem auf statistischen Auswertungen von Fundamental- und Marktdaten basierenden Investmentprozess angeboten. Dies geschieht in erheblichem Umfang auch außerhalb von im eigenen Haus aufgelegten Spezialfonds. Letztere hatten Ende 2009 lediglich ein Volumen von 556 Millionen Euro während ein externes Vermögen von 9,7 Milliarden Euro beraten beziehungsweise gemanagt wurde.

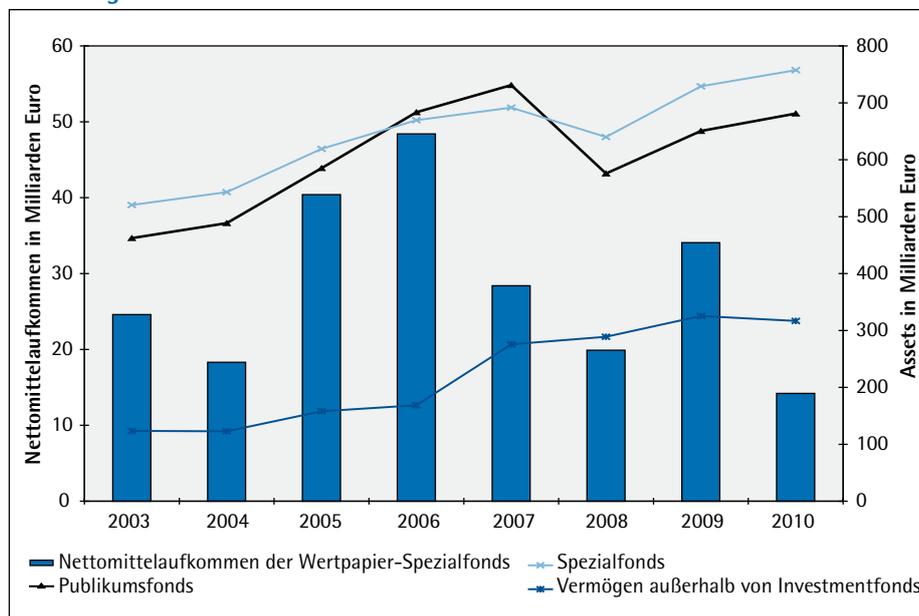
Für 2008 ist noch nachzutragen, dass die Goldman Sachs Investment Management GmbH ihre KAG-Lizenz zurückgegeben hat, ebenso die zur Cominvest gegangene Münchner Kapitalanlage AG.

### Trend zur Aufgabe des KAG-Mantels

Im laufenden Jahr soll die Credit Suisse Asset Management KAG (CSAM) auf die zur Société Générale gehörende SGSS Deutschland KAG verschmolzen werden. Hintergrund dieser Vereinbarung ist, dass die Credit Suisse den mit der Administration deutscher Sondervermögen verbundenen Aufwand in Zukunft nicht mehr auf sich nehmen möchte und daher diese Tätigkeiten an die SGSS auslagert. Mit der Veräußerung der Anteile an der CSAM, die dann im September auf die SGSS verschmolzen werden soll, trennt man sich auch von dem KAG-Mantel und kann sich künftig auf das reine Asset Management und die Kundenbetreuung konzentrieren.

Insgesamt sind die dargestellten Beobachtungen insofern bemerkenswert, als es vor zehn Jahren undenkbar gewesen wäre, dass große Adressen wie Commerzbank, Credit Suisse, Postbank oder Goldman Sachs auf eine eigene KAG ohne viele Umstände verzichtet hätten. Dass dies jetzt möglich ist, ist die andere Seite der aufbrechenden

**Abbildung 1: Fondsvolumen und Nettomittelaufkommen der Investmentbranche**

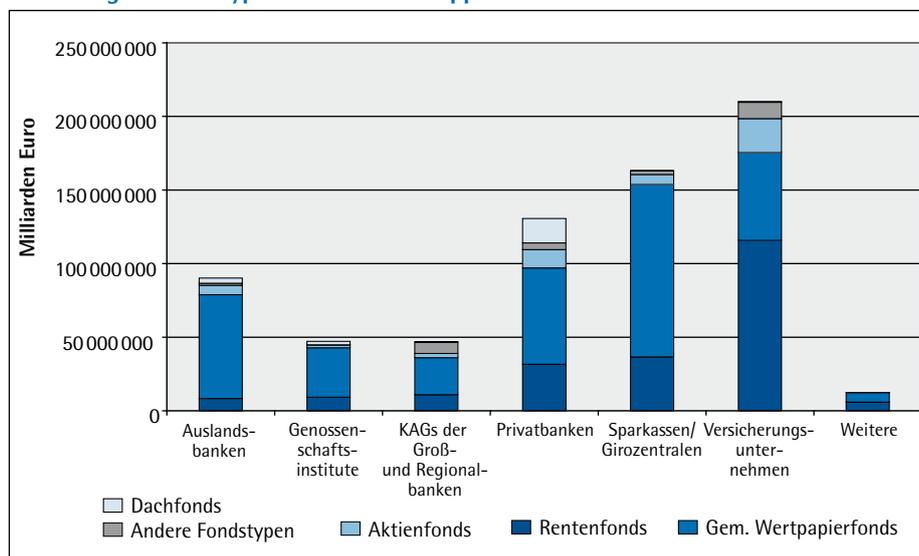


Wertschöpfungsketten. Diese ermöglichen nicht nur, die eigene Asset-Management-Kompetenz für Sondervermögen anzubieten, die bei anderen Kapitalanlagegesellschaften administriert werden. Vielmehr erlauben sie es, fremde Produktionsplattformen sogar für die hauseigenen Retailprodukte zu verwenden.

Die ständig steigenden Anforderungen an eine KAG, die sich in den durch die InvMaRisk, InvRechBV, Depotbankrundschriften, BVI-Wohlverhaltensregeln et

cetera formulierten Dokumentationsanforderungen ausdrücken, lassen momentan viele Gesellschaften darüber nachdenken, ebenfalls diesen Weg zu gehen. Dabei wird im Einzelfall genau abzuwägen sein, ob es die Reputation und die Kundenbasis erlauben, auf den respektablen Mantel einer KAG zu verzichten und ob es erfolgversprechend ist, sich künftig als einer von vielen reinen Asset Managern zu positionieren. Und selbst bei den genannten Adressen, die über eine sehr breite Kundenbasis und über sehr gut und lange ein-

**Abbildung 2: Fondstypen nach KAG-Gruppen Ende 2009**



Quelle: beide BVI

geführte Namen verfügen, wird sich die Richtigkeit der getroffenen Entscheidung erst in einiger Zukunft erweisen.

Lebhaftere Neugründungen gibt es im Bereich der Investmentaktiengesellschaften. Neben einigen Gründungen mit (dem Autor) unbekannter Herkunft wie Algopool in Köln, Euvestor in München, FPM in Frankfurt und Acclivis in Neuss (alle bereits in 2008) betätigen sich hier auch bekannte Namen wie Deka, HSBC Inka, I-Shares, Avana und Siemens. Inzwischen sind 18 Investmentaktiengesellschaften bei der BaFin genehmigt, davon nur eine, Algopool, ohne Teilgesellschaftsvermögen (TGV). Bei dieser Gesellschaft handelt es sich im Übrigen um eine selbstverwaltete

Investmentaktiengesellschaft, das heißt, dass keine Kapitalanlagegesellschaft als Verwaltungsgesellschaft benannt wurde. Stattdessen wurde das Portfoliomanagement des Vermögens von zirka 17 Millionen Euro (Stand Ende 2009) auf ein in Personalunion geführtes Kreditinstitut mit einer Bilanzsumme von etwa 20 Millionen Euro (Stand 2008, davon etwa 50 Prozent Gewinn) ausgelagert. Das Beispiel zeigt, dass die Markteintrittsschwelle durch die 2004 geschaffene Neuregelung der Investmentaktiengesellschaft deutlich abgesenkt wurde und auch kleine Vermögensverwalter ein eigenes inländisches Investmentvehikel gründen können. Weiterhin sind im Übrigen keine statistischen Auswertungen über das Gesamtvolumens von Investment-

aktiengesellschaften verwalteten Vermögens verfügbar, und auch die Anzahl der Anleger oder der aufgelegten Teilgesellschaftsvermögen ist nicht bekannt.

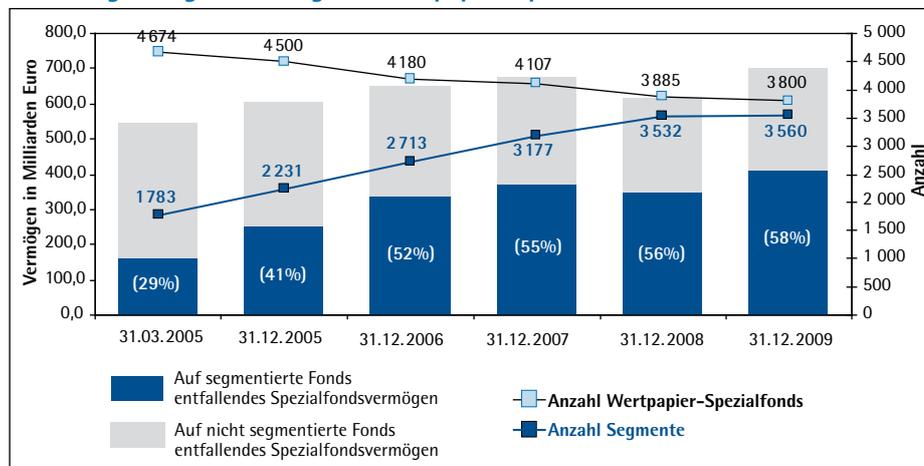
### Drei Basis-Geschäftsmodelle

Die Zeiten eines brancheneinheitlichen Geschäftsmodells sind spätestens seit der ausdrücklichen Zulassung der Auslagerung des Portfoliomanagements durch § 16 Investmentgesetz im Jahr 2004 vorbei. Hier ist zwischen der Administration (juristische Auflegung eines Spezialfonds, Fondsbuchhaltung et cetera) und dem reinen Portfoliomanagement (Anlageentscheidungen beziehungsweise -vorschläge) zu unterscheiden, wobei die meisten Gesellschaften

**Tabelle: Gruppenzuordnung der Spezialfonds-KAGs**

	2008	Mill. Euro	Mill. Euro	2009
Auslandsbankentöchter	Credit-Suisse-Gruppe KAS Investment Servicing GmbH (vormals Delta Lloyd) Internationale Kapitalanlagegesellschaft mbH Invesco-Gruppe Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH Maintrust Kapitalanlagegesellschaft mbH Pioneer-Gruppe Société Générale Securities Services Kapitalanlagegesellschaft mbH UBS-Gruppe	91,7 14,9%	96,8 13,8%	Maintrust wird in Nomura umbenannt
Genossenschafts-KAGs	Union Investment-Gruppe Union Pan-Agora Asset Management GmbH	39,5 6,4%	47,3 6,8%	
Bankentöchter	Cominvest-Gruppe Deutsche Postbank Privat Investment Kapitalanlagegesellschaft mbH DWS/DB-Gruppe	56,2 9,1%	46,9 6,7%	Cominvest entfällt wegen Übertragung an Allianz Postbank entfällt wegen Fusion auf KAS DVG (DWS-Gruppe) entfällt wegen Fusion auf DWS
Privatbanken	Frankfurter Service Kapitalanlage-Gesellschaft mbH Frankfurt-Trust-Gruppe Metzler-Gruppe Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH Oppenheim-Gruppe Universal-Investment-Gruppe Universal-Investment-Luxembourg S.A. Warburg-Invest-Gruppe	102 16,5%	124 17,7%	
Sparkassen-KAGs	Bayern-Invest-Gruppe Deka Fund-Master Investmentgesellschaft mbH Deka-Gruppe Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH Landesbank Berlin Investment GmbH LBBW Asset-Management-Gruppe Nordcon Investment Management AG WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH	139 22,5%	163 23,3%	
Versicherungs-KAGs	Allianz Global Investors Deutschland Gruppe Alte Leipziger Trust Investment-Gesellschaft mbH Ampega-Gerling Investment GmbH AXA IM-Gruppe Gen Re Capital GmbH Generali Investments Gruppe Hansainvest Hanseatische Investment-GmbH Meag-Gruppe	177 28,7%	210 30,0%	Cominvest kommt hinzu
Weitere KAGs	Veritas Investment Trust GmbH Fidelity-Gruppe Siemens Kapitalanlagegesellschaft mbH	11,3 1,8%	12,5 1,8%	
<b>Summe</b>		<b>616,7</b>	<b>700,5</b>	

Abbildung 3: Segmentierung von Wertpapier-Spezialfonds

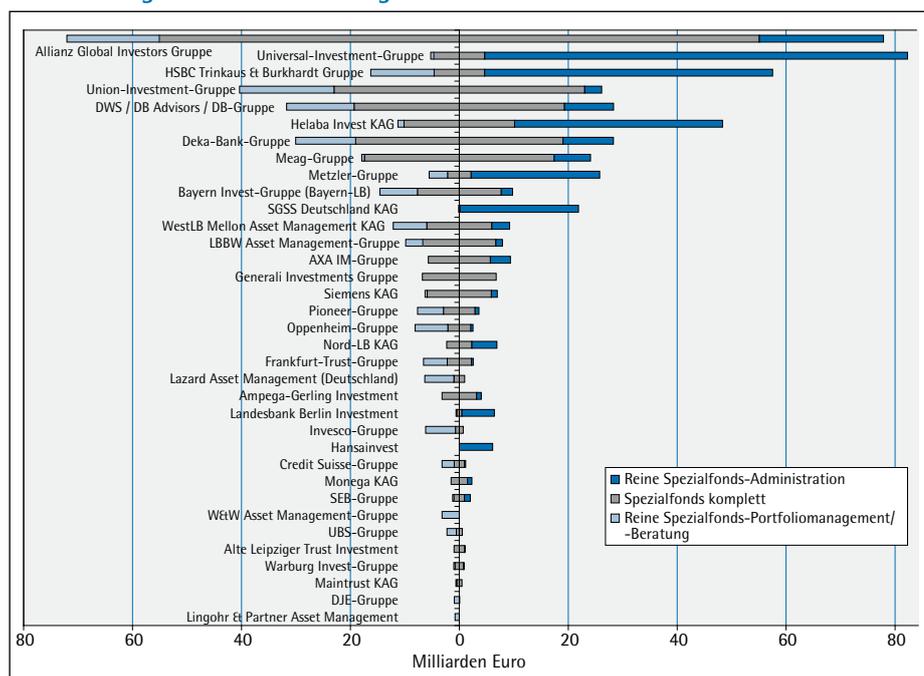


grundsätzlich beide Tätigkeiten anbieten, dies jedoch mit sehr unterschiedlichen Schwerpunkten. Abbildung 4 zeigt diese sehr deutlich. Hier ist das klassische Modell der vollständigen Spezialfondslösung (Administration und Management) in der Mitte eingetragen, das reine Portfoliomanagement („Insourcing“) ist links aufgesetzt, die reine Administration („Outsourcing“) rechts.

Die Sortierung folgt dem Gesamtvolumen im Spezialfondsbereich, das heißt, dass das

Volumen der nicht spezialfonds-bezogenen freien Portfolioverwaltung bei der Reihenfolge nicht berücksichtigt ist. Teilweise sind diese Volumina zwar dem institutionellen Geschäft zuzurechnen, wenn das beratere oder verwaltete externe Portfolio einem institutionellen Anleger gehört. Teilweise handelt es sich bei den beratenen beziehungsweise den verwalteten Portfolios jedoch um konzerneigenes Publikumsfondsgeschäft, das im Rahmen einer Studie über das institutionelle Asset Management unberücksichtigt bleiben sollte. Zur Infor-

Abbildung 4: Anbieter von institutionellen Administrations- und Asset-Management-Dienstleistungen



Quelle: beide BVI

mation ist das Gesamtvolumen der freien Portfolioverwaltung/Beratung in der Tabelle neben dem Volumen der Spezialfonds aufgelistet. Die zugrunde liegenden Zahlen berücksichtigen übrigens auch das über ausländische, insbesondere Luxemburger Tochtergesellschaften abgewickelte Geschäft und geben den Stand vom 31. März 2010 wieder.

**Allianz Global Investors volumenstärkster Anbieter**

Den ersten Platz hält die AGI mit einem Gesamtvolumen von 150 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 17,5 Prozent. Hiervon entfällt der größte Teil, nämlich 110 Milliarden Euro, auf die klassische, vollständige Spezialfondslösung. Das rein administrierte Vermögen beläuft sich auf immerhin knapp 23 Milliarden Euro, womit die AGI in diesem Geschäftsbereich nach Universal, Inka und Helaba Invest an vierter Stelle liegt, ungefähr gleichauf mit Metzler und SGSS. Beim reinen Portfoliomanagement hält die AGI mit 17 Milliarden geteilt den ersten Platz, Kopf an Kopf mit der Union Investment, welche die Nase hier momentan um 0,3 Millionen Euro vorne hat.

Die im Spezialfondsgeschäft insgesamt zweitplatzierte Universal Investment erreicht mit 87,5 Milliarden Euro einen Marktanteil von 10,2 Prozent. Die klare Ausrichtung der Universal auf das Master-KAG-Geschäft kommt darin zum Ausdruck, dass eigene Portfoliomanagementleistungen lediglich für 9,9 Milliarden Euro erbracht werden, hier allerdings immerhin 0,6 Milliarden Euro für externe, nicht selbst administrierte Spezialfonds. Hervorzuheben ist die SGSS, die sich bisher ausschließlich auf die Administration konzentriert hat. Diese Gesellschaft versteht sich als Insourcer von Fondsadministrations-Dienstleistungen, wobei auch einzelne Teile der Prozesskette, zum Beispiel nur die Fondsbuchhaltung für juristisch bei einer anderen KAG aufgelegten Sondervermögen, übernommen werden. Durch die bereits erwähnte Übernahme der CSAM wird sich hieran auch voraussichtlich nichts ändern, da das Asset Management der CSAM-Fonds im Credit-Suisse-Konzern verbleiben wird.

Die Generali Gruppe steht mit 13,6 Milliarden Euro Spezialfondsvolumen zwar nur auf dem 15. Platz der Spezialfondsanbieter. Hier ist jedoch anzunehmen, dass die

67,7 Milliarden Euro, die im Bereich der freien Portfolioverwaltung betreut werden, vorrangig Versicherungsunternehmen des eigenen Konzerns zuzurechnen sind, also institutionellen Anlegern. Rechnet man beide Bereiche zusammen, so kommt Generali auf den dritten oder vierten Platz der Anbieter im institutionellen Asset Management. Unter der gleichen Annahme müssten auch die Axa (15,1 Milliarden Euro in Spezialfonds plus 28,5 Milliarden Euro freie Vermögensverwaltung) sowie die W&W Asset Management (3,2 respektive 22,0 Milliarden Euro) entsprechend hochgestuft werden.

### Marktanteilsveränderungen der KAG-Gruppen

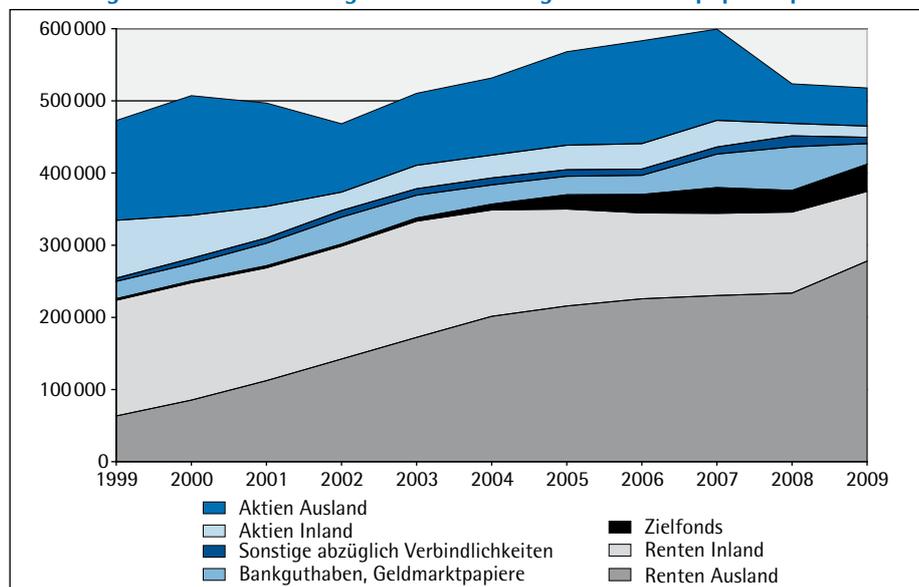
Vor dem Hintergrund des Wachstums der gesamten Branche um 13,6 Prozent haben sich die Marktanteile zwischen den unterschiedlichen Anbietergruppen teilweise verschoben. Die einzige Anbietergruppe mit einem absoluten Volumensrückgang war allerdings die Gruppe der Bankentöchter, die Ende 2009 nach den Übertragungen der Cominvest an die Allianz und der Postbank Privat Invest an die KIS mit 46,9 Milliarden Euro immerhin 9,3 Milliarden Euro weniger verwaltete als ein Jahr zuvor. Der Marktanteil sank dadurch von 9,1 auf 6,7 Prozent.

Auch die Auslandsbankentöchter mussten einen Rückgang ihres Marktanteils hinnehmen, und zwar von 14,9 auf 13,8 Prozent. Demgegenüber konnten die übrigen KAG-Gruppen ihre jeweiligen Marktanteile steigern. Insbesondere die Versicherungs-KAG bauten ihre führende Position mit einer Steigerung von 28,7 auf 30,0 Prozent weiter aus.

### Wechselnde Anlegerzusammensetzung

Die Abbildung 6 verdeutlicht mehrere Entwicklungen, die sich über die letzten drei Jahre als Trend darstellen. So ging bei den Groß- und Regionalbanken der Anteil der Kreditinstitute unter den Anlegern stark zurück und betrug Ende 2009 nur noch 8,9 Prozent, nachdem es Ende 2007 noch 26,9 Prozent gewesen waren. Der starke Rückgang im Jahr 2009 ist mit der Vermutung zu erklären, dass einige Spezialfonds der Commerzbank mit der Cominvest zur AGI übergegangen sind. Dies korrespondiert mit der Beobachtung, dass der Anteil der Kreditinstitutsgelder bei den Versiche-

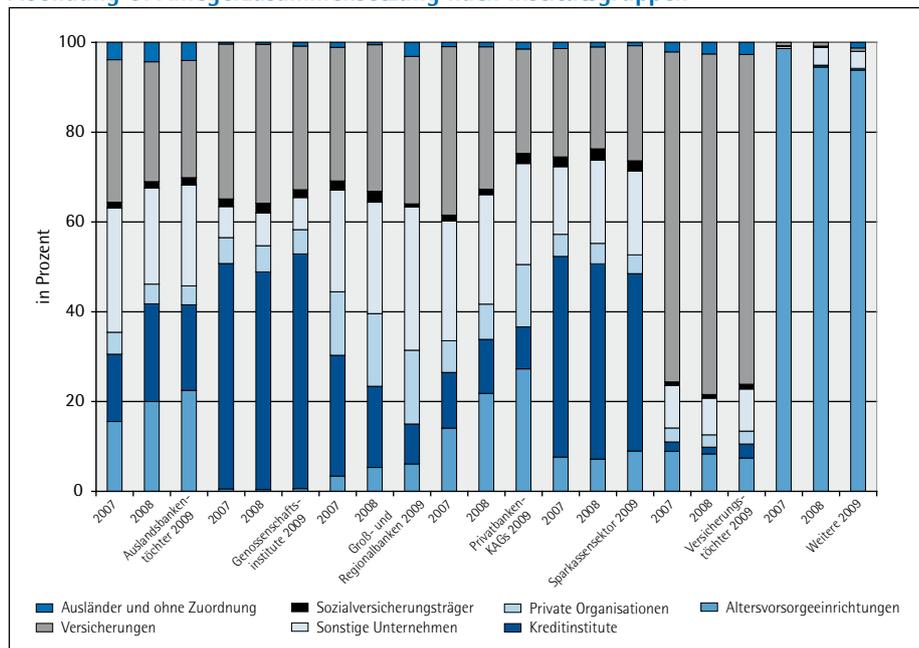
Abbildung 5: Zusammensetzung des Fondsvermögens der Wertpapier-Spezialfonds



rungs-KAG im Jahr 2009 von 1,5 auf 3,1 Prozent angestiegen ist. In absoluten Zahlen haben die Banken-KAG im Jahr 2009 rund sechs Milliarden Euro Kreditinstitutsgelder verloren und die Versicherungs-KAG 3,9 Milliarden Euro aus dieser Anlegergruppe hinzugewonnen. Der Verbleib der übrigen Milliarden dürfte sich durch den bekannten Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute im Zuge der Finanzkrise erklären lassen.

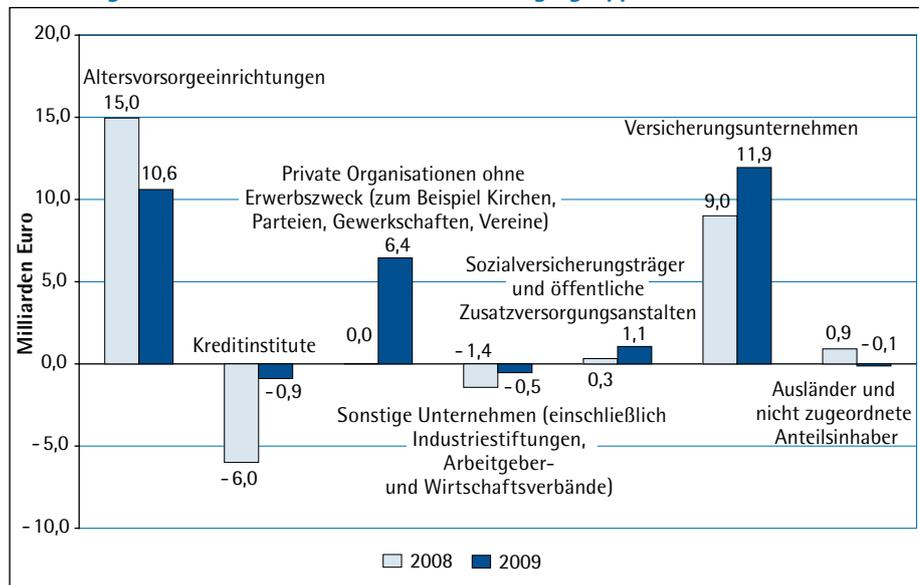
Bei den KAG der Privatbanken ist eine gewisse Umschichtung von der Anlegergruppe der Versicherungen zur Anlegergruppe der Altersvorsorgeeinrichtungen zu beobachten. Die beiden Investorenblöcke waren in den drei dargestellten Jahren zusammen jeweils für zirka 50 Prozent der Anlagegelder verantwortlich. Allerdings hat sich der Anteil der Versicherungsgesellschaften von 37,5 Prozent Ende 2007 auf 23,3 Prozent Ende 2009 reduziert, während sich

Abbildung 6: Anlegerzusammensetzung nach Institutsgruppen



Quelle: beide BVI

Abbildung 7: Nettomittelaufkommen nach Anlegergruppen

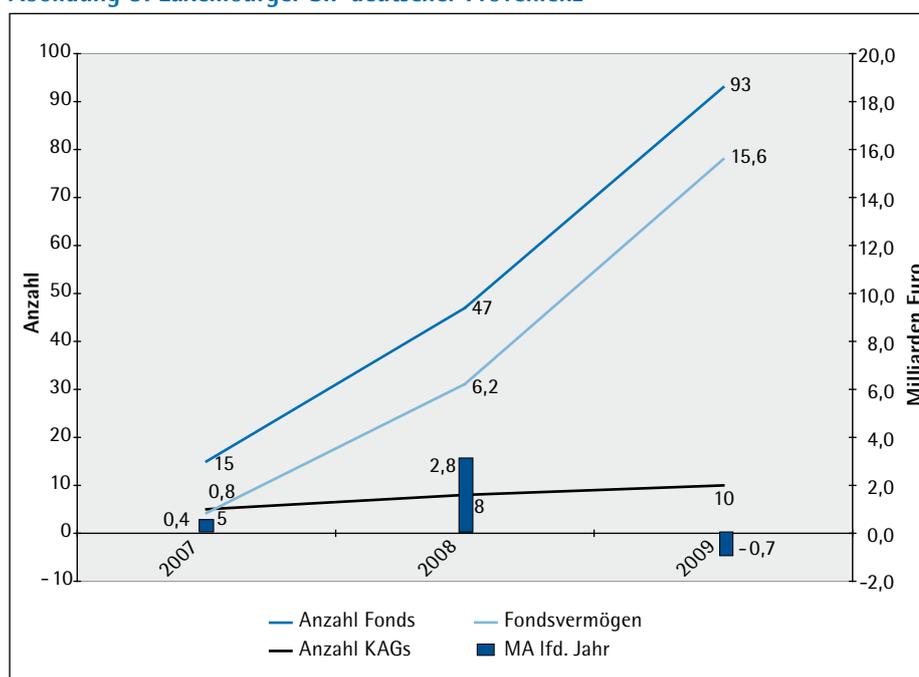


der Anteil der Gelder von Altersvorsorgeeinrichtungen von 14,1 auf 27,3 Prozent erhöhte.

In absoluten Zahlen bedeutet dies eine gute Verdoppelung der Anlagen der Altersvorsorgeeinrichtungen von 15,3 auf 33,9 Milliarden Euro und eine Reduzierung bei den Versicherungsgeldern von 40,8 auf 28,9 Milliarden Euro. Für tatsächliche Mit-

telumschichtungen erscheinen diese Zahlen jedoch etwas hoch. Möglicherweise waren hier immer noch einige Altersvorsorgeeinrichtungen fälschlicherweise als Versicherungsanleger eingeschlüsselt, obwohl die Bundesbank und der BVI diese vom Begründer dieser Studie (Dr. Kandlbinder) schon immer verwendete Unterscheidung bereits seit 2004 ebenfalls abfragen. Mit der nach und nach erfolgenden

Abbildung 8: Luxemburger SIF deutscher Provenienz



Quelle: beide BVI

korrekten Umschlüsselung der Bestände verschieben sich demnach die Gewichtungen in der Anlegerstatistik.

### Unterschiedliche Ausrichtungen bei Fondstypen

Die unterschiedlichen KAG-Gruppen zeigen nicht nur bei der Anlegerzusammensetzung, sondern auch bei den Fondstypen verschiedene Ausrichtungen. Leicht erklärbar ist der große Anteil der reinen Rentenfonds bei den Kapitalanlagegesellschaften des Versicherungssektors. Denn nach der Anlageverordnung konnten früher ausschließlich solche Investmentfonds auf die Rentenquote angerechnet werden, die nach ihren Vertragsbedingungen ausschließlich in Rentenwerte investieren durften. Dies hat sich durch die Möglichkeit der Durchrechnung unterschiedlicher, in einem Sondervermögen vertretener Assetklassen inzwischen geändert. Bei den meisten der betroffenen Spezialfonds dürfte jedoch noch kein Anlass gewesen sein, die Vertragsbedingungen auch für andere Assetklassen zu öffnen, zumal die Durchrechnung mit zusätzlichem Aufwand verbunden ist.

Hervorzuheben ist darüber hinaus ein relativ großer Anteil von Dachfonds im Bereich der Kapitalanlagegesellschaft in der Privatbanken sowie „andere Fondstypen“, zu denen neben Geldmarktfonds auch Hedgefonds und Dach-Hedgefonds zählen, die in der Gruppe der Kapitalanlagegesellschaften der Groß- und Regionalbanken und bei den Versicherung-KAG sichtbar sind.

### Steigende Segmentierung

Die Segmentierung der Spezialfonds, an welcher die Verbreitung des Master-KAG-Modells abgelesen werden kann, ist im vergangenen Jahr noch geringfügig angestiegen. Unter dem Begriff der Segmentierung ist zu verstehen, dass ein Spezialfonds (oder ein Mandat außerhalb einer Investmentfondsstruktur) von mehreren unterschiedlichen Asset Managern verwaltet werden, die jeweils nur für einen bestimmten Anteil am Spezialfonds verantwortlich sind. In den fünf Jahren zwischen Anfang 2005 und Ende 2009 stieg die Zahl der Segmente von 1 783 auf 3 560 an, während gleichzeitig die Anzahl der Spezialfonds von 4 674 auf 3 800 abgenommen hat. Volumensmäßig betraf die Segmentierung zu Beginn des genannten Zeitraums

lediglich 29 Prozent des verwalteten Vermögens, zuletzt waren es 58 Prozent. Die Obergrenze scheint jedoch erreicht zu sein, denn während des Jahres 2009 hat sich die Gesamtzahl der Segmente gerade einmal um 28 Stück erhöht, und der Anteil am Gesamtvolumen stieg lediglich um zwei Prozentpunkte an.

Ein Grund für eine nachlassende Begeisterung für die Beratung durch externe Asset Manager dürfte übrigens in der misslungenen Konzeption der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW) liegen, die den in dreistelliger Millionenhöhe vermuteten Schaden aus der Phoenix-Pleite jetzt über Sonderbeiträge ihre Mitgliedsgesellschaften finanzieren muss und hierfür auch Kapitalanlagegesellschaften sowie solche Asset Manager und Advisors zur Kasse bittet, die ausschließlich institutionelle, nicht entschädigungsfähige Anleger bedienen und daher kein Risiko darstellen. Durch den Faktor 3,8 auf den normalen Jahresbeitrag kann der Sonderbeitrag durchaus die Größenordnung der aktuellen Mehrwertsteuer erreichen. Da ist es nicht verwunderlich, dass bereits breit angelegte Ausweichreaktionen wie Sitzverlagerung ins Ausland oder Beantragung einer Bankerlaubnis (zwecks Zuordnung zu einer anderen Sicherungseinrichtung) zu beobachten sind.

Im Spezialfondsbereich besteht darüber hinaus natürlich die Möglichkeit, mit Hilfe des Dachfonds-Konzepts sowohl die EdW-Beiträge zu vermeiden als auch sich endgültig vor dem Mehrwertsteuer-Thema zu schützen. Bei einer solchen Konstruktion investiert der Master-Fonds seine Segmente jeweils durch Erwerb von Ziel-Spezialfonds, wobei mit Zustimmung der Anleger bis zu 100 Prozent der Zielfonds-Anteile erworben werden dürfen. Beide beteiligten Kapitalanlagegesellschaften verwalten auf diese Weise ausschließlich eigene Fonds, und die auf diese Weise generierten Verwaltungsgebühren sind gesetzlich sowohl von EdW-Beiträgen als auch von der Mehrwertsteuer eindeutig ausgenommen.

### **Flut an neuen Regelungen als Bedrohung**

Die größte Bedrohung für das institutionelle Asset Management im Allgemeinen und den Spezialfonds im Besonderen dürfte momentan von der Gesetzgebung ausgehen. Bei Formulierung der ursprünglichen

OGAW-Richtlinie von 1985 hat man sich noch auf die wesentlichen Themen beschränkt und eine strukturiert durchdachte Regelung geschaffen. Diese Tugenden sind zwischenzeitlich offenbar verloren gegangen, und auf die Marktteilnehmer rollt eine permanente, stetig ansteigende Flut neuer Regelungen und Dokumentationspflichten zu. Dass diese häufig auch absurde Ideen enthalten, macht die Sache nicht besser. Der zwangsweise Bewertungsabschlag von zehn Prozent bei Offenen Immobilienfonds, der alle Anleger um den entsprechenden Teil ihres Vermögens gebracht und gleichzeitig die Offenen Immobilienfonds zu attraktiven Übernahmekandidaten gemacht hätte, ist nur die Spitze des Eisbergs.

Ein anderes Beispiel ist ein aktuell auf dem Tisch liegender Vorschlag der EU-Kommission zur AIFM-Richtlinie. Alleine der Teil zur Regelung der Vergütung der Mitarbeiter erstreckt sich über fünf eng beschriebene Seiten englischen Textes. Die OGAW-Richtlinie von 1985 hatte die Investmentgesellschaften bereits zum Handeln im ausschließlichen Anlegerinteresse verpflichtet. Eine Vergütungsregelung, die einen Mitarbeiter zur Übernahme von unnötigen oder unverhältnismäßigen Risiken zulasten der Anleger oder seines Arbeitgebers verleitet, ist also schon seit 25 Jahren rechtswidrig. Die gleiche Formulierung hätte bei der AIFM-Richtlinie viel Text und lange Diskussionen ersparen können. So aber müssen sich künftig Personalabteilungen, Geschäftsführungen, Compliance-Abteilungen, Wirtschaftsprüfer et cetera an den etwa 30 Absätzen mit mehr oder weniger auslegungsbedürftigen Regelungen abarbeiten.

Und dieses Beispiel ist nur eine absolute Nebensächlichkeit im Vergleich einer Vielzahl von inhaltlichen Absurditäten, die in den Entwürfen herumgeistern. Da in Deutschland sämtliche Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften bereits hervorragend reguliert und beaufsichtigt sind, müsste die Notwendigkeit einer neuen oder zusätzlichen Regulierung genau begründet werden. Mehr als eine geprägte Argumentationskette, in der die Begriffe „Finanzkrise“ und „Hedgefonds“ vorkommen, war aus Brüssel bisher jedoch nicht zu vernehmen.

In der Branche richten sich die Hoffnungen darauf, dass sich die Vernunft spätestens bei der Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht durchsetzen wird. ■■■■■