



Till Entzian

Wertpapier-Spezialfonds – weiterhin ein **stabiles** Geschäftsfeld

2011 war für die Wertpapier-Spezialfonds kein schlechtes Jahr. Sie konnten 42,3 Milliarden Euro neue Anlagegelder einsammeln und ihr verwaltetes Nettovolumen um knapp vier Prozent auf den neuen Höchstwert von 813 Milliarden Euro steigern (Abbildung 1). Das liegt zwar unterhalb der Wachstumsrate von zwölf Prozent, die die Branche 2010 erzielen konnte. Dennoch zeigt das Ergebnis, dass das institutionelle Geschäft stabil ist, während etwa die Wertpapier-Publikumsfonds einen Rückgang von fast zehn Prozent auf 590 Milliarden Euro hinnehmen mussten.

Der zweite Pfeiler im institutionellen Asset Management, die Verwaltung externer, das heißt nicht in eigenen Spezialfonds administrierten Geschäfts, verlor in 2011 – wie schon 2010 – an Volumen. Das auf diese Weise verwaltete Vermögen betrug am Jahresende 286 Milliarden Euro, 21 Milliarden Euro weniger als ein Jahr zuvor. Dieser Rückgang hat sich allerdings als vorübergehend erwiesen. Bis Ende Mai 2012 steigerte sich das verwaltete externe Vermögen auf 337 Milliarden Euro und liegt damit über dem Höchstwert von 2009, der 326 Milliarden Euro betragen hatte. Damit begann 2012 für die externen Vermögen sogar besser als für die Spezialfonds, die aber auch bis Mai 19 Milliarden Euro neue Gelder einsammeln und ihr Gesamtvolumen auf 834 Milliarden Euro steigern konnten.

KAGB

Anders als Privatanleger können Institutionelle ihre Mittel nicht einfach mal nicht investieren, sodass trotz aller aus der Fi-

nanzmarkt- oder besser Staatsschuldenkrise erwachsenen Unsicherheiten weiterhin mit ständigen Mittelzuflüssen zu rechnen ist. Leider steht die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in nationales Recht vor der Tür, sodass eine Vielzahl neuer, nicht immer nachvollziehbarer und noch öfter unklarer Regelungen das Geschäft erschweren wird. Gleichzeitig sollen weitere Ideen des europäischen Gesetzgebers übernommen werden, wie etwa die „Europäischen Risikokapitalfonds“ und die „Europäischen Fonds für soziales Unternehmertum“.

Der Gesetzentwurf zur Umsetzung der Richtlinien enthält ein komplett neu strukturiertes und über weite Strecken auch neu formuliertes Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB). Das KAGB soll von den klassischen

Wertpapierfonds über Spezial- und Offene Immobilienfonds bis hin zu Geschlossenen Fonds jeglicher Machart sämtliche Kapitalanlageprodukte regeln, und zwar „wie aus einem Guss“. Dazu werden die in unterschiedlichen EU-Richtlinien enthaltenen Regelungen zu unterschiedlichen Produkten in einem einzigen Gesetz versammelt. Nun ist mit dem KAGB nicht nur die Abschaffung des erst 2004 geschaffenen Investmentgesetzes geplant, das seinen zehnjährigen Geburtstag wohl nicht mehr erleben wird (das KAGG war immerhin 48 Jahre alt geworden).

Eine Vielzahl von Zweifelsfragen

Das Gesetzesvorhaben zeichnet sich auch durch den unbedingten Willen zu Neuerungen aus, wie der geplante Ersatz des Begriffs „Kapitalanlagegesellschaft“ durch „externe Kapitalverwaltungsgesellschaft“ deutlich illustriert. Der klassische Spezialfonds erhält die Bezeichnung „offener inländischer Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen“. Die Notwendigkeit solcher Veränderungen ist nicht immer nachvollziehbar. Soweit die bestehenden Gesellschaften, die den alten Begriff im Namen führen, über eine Umfirmierung nachdenken müssen, entsteht auf jeden Fall vermeidbarer Aufwand. Natürlich jubeln die Anbieter geschlossener Steuersparideen, denn sie werden sich künftig ebenfalls als „Kapitalverwaltungsgesellschaften“ bezeichnen dürfen. Damit steht dann jeder Initiator eines „Windfonds Nr. 4“ und eines „Berlinfonds Nr. 7“ begrifflich in einer Reihe mit AGI, DWS, Union und Deka, Gesellschaften, die immerhin fast 50 Jahre lang

Till Entzian, RA, Leiter Operations, Legal & Compliance, VERITAS INVESTMENT TRUST GmbH, Frankfurt am Main

Mit dem Entwurf des Gesetzgebers zum neuen Kapitalanlagegesetzbuch sieht der Autor traditionsreiche Kapitalanlagegesellschaften ohne Not mit Vertretern des grauen Kapitalmarktes in einen Topf geworfen. Dabei wäre es aus seiner Sicht auch möglich, durch Beibehaltung der eingeführten Begriffe Respekt vor Bewährtem auszu-drücken und die – weiter bestehenden – Unterschiede deutlich zu machen. Mit der Entwicklung der Marktdaten der Wertpapier-Spezialfonds zeigt er sich zufrieden und schreibt der Branche die anspruchsvolle Zukunftsaufgabe auf die Fahne, das Vertrauen der Anleger in ein klar definiertes Produkt in die Zukunft zu retten. (Red.)

als Spezialkreditinstitute der vollen KWG-Aufsicht durch die BaFin unterlagen.

Bei ungleichen Paaren ist es leider immer so, dass eine Gleichstellung nicht nur mit der Aufwertung der einen, sondern gleichzeitig mit der Abwertung der anderen Seite einhergeht. Dieser Effekt droht jetzt den Kapitalanlagegesellschaften, wenn sie mit Vertretern des grauen Kapitalmarktes in einen Topf geworfen werden. Dabei wäre es auch möglich, durch Beibehaltung der eingeführten Begriffe Respekt vor Bewährtem auszudrücken und die – weiterhin bestehenden – Unterschiede deutlich zu machen.

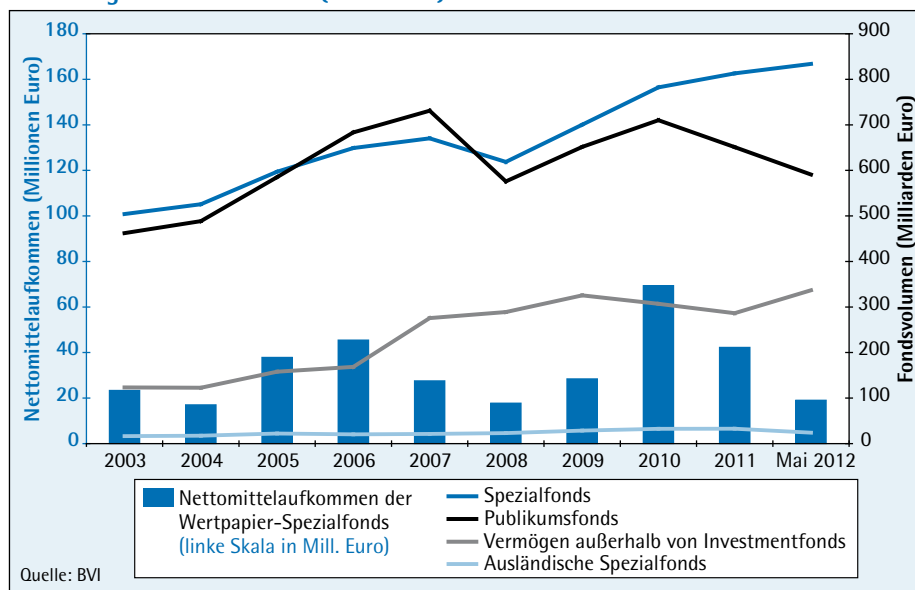
Die neuen Bezeichnungen für KAGen und Spezialfonds sind jedoch nicht die einzigen neuen Begriffe, an die sich die Branche gewöhnen muss. Allein im ersten Paragraphen des Gesetzentwurfs finden sich über 70 häufig völlig neue Begriffsdefinitionen. Viele von diesen sind der AIFM-Richtlinie und anderen europäischen Vorlagen entnommen. Diese Begriffswelten sind aber mit der hiesigen Rechtssprache und ihren Begriffswelten nur bedingt kompatibel. Jeder neue Begriff wird eine Vielzahl von Zweifelsfragen auslösen, die in den kommenden Jahren mühevoll diskutiert, geklärt und erläutert werden müssen: Ein schönes Arbeitsbeschaffungsprogramm für Juristen, Wirtschaftsprüfer und Ausschüsse.

Im Widerspruch zur Gesetzesbegründung, nach welcher grundsätzlich nur die EU-Richtlinien 1:1 in deutsches Recht umgesetzt werden sollen, sieht der Entwurf einige Geschäftsverbote vor, die auf den ersten und auch auf den zweiten Blick völlig unnötig erscheinen. Ein Beispiel ist die Abschaffung Offener Immobilienfonds, einschließlich Offener Immobilien-Spezialfonds. Mit Hinweis auf ihre „Krisenanfälligkeit“ sollen diese Fondstypen mit einem Federstrich verboten werden. Dass die tägliche Rückgabemöglichkeit viele Jahrzehnte problemlos funktioniert hat, dass es bei Immobilien-Spezialfonds noch nie eine Rückgabenaussetzung gab, dass die Rücknahmeaussetzungen bei den Publikumsfonds keinesfalls mit Kapitalverlusten gleichzusetzen sind, scheint beim Gesetzentwurf alles keine Rolle zu spielen.

Unglücklicher Zeitpunkt des Vorstoßes

Leider verzichtet die Begründung des Entwurfs darauf, den Begriff der Krise näher zu

Abbildung 1: Fondsvolumen (Mrd. Euro) und Nettomittelaufkommen



definieren. Wenn eine Immobilienanlage vorübergehend nicht liquidiert werden kann, ist das normal und keine Krise. Und wenn einzelne Fonds zu teuer eingekauft haben und anschließend hohe abschreibungsbedingte Kursverluste ausweisen müssen, ist das ebenfalls normal und auch keine Krise, genauso wie gewisse Kursverluste aufgrund einer allgemeinen Marktentwicklung. Die Schuld an der hohen Zahl der derzeit geschlossenen und teilweise sich in Abwicklung befindlichen Offenen Immobilienfonds trägt im Übrigen die Bundesregierung selbst, die 2008 durch die Garantie der Spareinlagen und die ausdrückliche Nicht-Garantie der angeblich unsicheren Investmentfonds die erste wirklich große Welle von Fondsschließungen auslöste, und die im vergangenen Jahr durch den Plan einer 10-prozentigen Zwangsabwertung der Bestandsimmobilien die Anleger auf breiter Front erneut massiv verunsicherte.

Ein zusätzlicher Vorwurf, der dem Gesetzentwurf nicht erspart werden kann, ist der Zeitpunkt des Vorstoßes. Die Regelungen zur Rücknahme von Anteilen von Offenen Immobilienfonds sind eben erst geändert worden, um die Gefahr von Rücknahmeaussetzungen zu reduzieren. Diese neuen Regelungen haben bisher keine Gelegenheit gehabt, ihre Tauglichkeit unter Beweis zu stellen. Über eine derartig grundlegende Neuregelung, wie sie der Entwurf jetzt vorsieht, sollte erst nachgedacht werden, sobald die gerade erst in Kraft getretenen Vorschriften versagt haben.

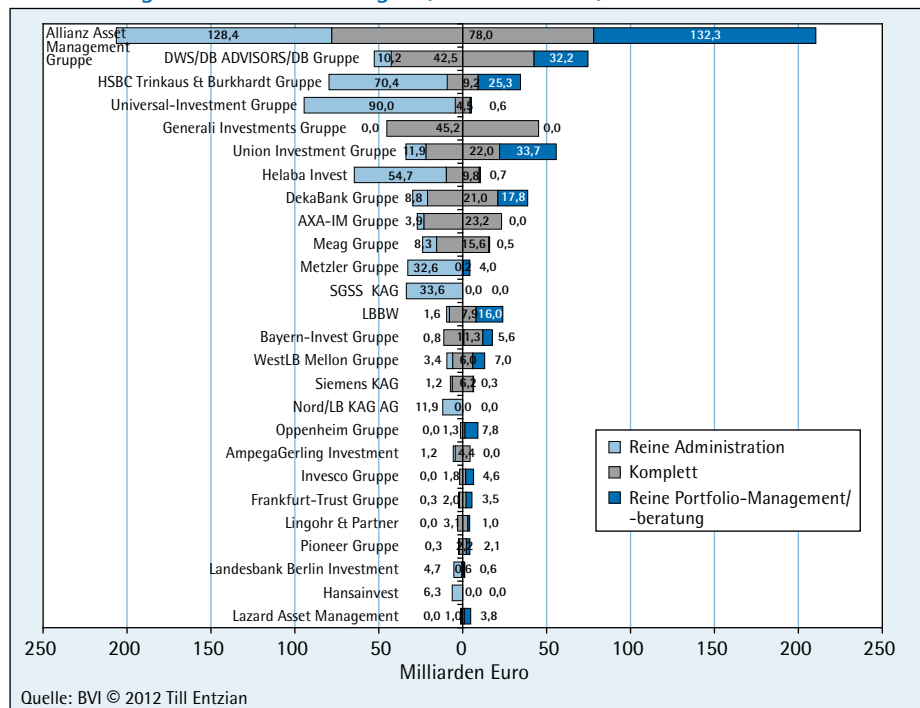
Ein anderes Beispiel ist das Verbot, Geschlossene Fonds aufzulegen, die in Wertpapieren investieren. Der Entwurf unterscheidet zwischen offenen und geschlossenen Spezial-AIF und schreibt vor, dass die einen überwiegend in Finanzinstrumenten und die anderen überwiegend in anderen Anlagen investieren müssen. Alle Wertpapier-Anlagekonzepte, die mit einer Rückgabe vor einem bestimmten Zeitpunkt nicht vereinbar sind, müssen daher zwingend über ein ausländisches Vehikel verwirklicht werden. Und da das Anlagespektrum geschlossener AIF auf bestimmte Anlagen begrenzt sind, die im Rahmen der Vorstellungskraft des Gesetzgebers liegen, müssen andere Anlagen (zum Beispiel Autos, Kunst, Lizenz-, Vermarktungs- oder andere Verwertungsrechte) ebenfalls über ausländische Vehikel abgebildet werden. Denn der Vertrieb solcher AIF wäre in Deutschland zulässig, ihre Auflegung aber verboten.

Anbieter: vereinzelt Verschmelzungen

Anders als bei den Immobilien-Spezialfondsgesellschaften, deren Anzahl sich zuletzt jedes Jahr um vier bis fünf erhöht, kann bei den Wertpapier-Spezialfondsgesellschaften auch dieses Mal von keinen neuen Wettbewerbern berichtet werden. Im Gegenteil kommt es zu vereinzelt Verschmelzungen.

Nicht mehr existent ist die Credit Suisse Asset Management Kapitalanlagegesellschaft, Frankfurt, die zum Oktober 2010 an

Abbildung 2: Anbieter von institutionellen Administrations- und Asset-Management-Dienstleistungen (ab 5 Mrd. Euro)



die SGSS Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH, Unterföhring, übertragen und Anfang 2011 mit der SGSS verschmolzen wurde. Die CS ist unverändert für das Asset Management verantwortlich und hat durch die Übertragung der KAG lediglich die Administration an einen spezialisierten Dienstleister übertragen. Auch die UBS hat entschieden, die Administration an die SGSS zu übertragen, wird aber die eigene KAG mit ihrer Lizenz erhalten und lediglich einen Auslagerungsvertrag abschließen. Die Entwicklung zeigt, dass die Konzentrationstendenzen auf der Ebene der Fondsadministration unverändert anhalten.

Die SEB Master Kapitalanlagegesellschaft mbH, Frankfurt, wurde zum 31. Dezember 2011 an die Universal Investment verkauft. Damit gibt die SEB den Versuch auf, sich mit einer Administrationsplattform vor allem für Hedgefonds im Markt zu etablieren. Die Verschmelzung erfolgte im April 2012. Hintergrund dürfte vor allem die enttäuschende Nachfrage nach Hedgefonds gewesen sein, die seit der Einführung im Jahr 2002 kaum Anleger fanden. Das hatte damit zu tun, dass die Renditeerwartungen seinerzeit bereits nachgelassen hatten, und dass viele der sogenannten Hedgefondstechniken durch die Liberalisierung des Derivate-Einsatzes

plötzlich in richtlinienkonformen Sondervermögen eingesetzt werden konnten. Das Verbot des öffentlichen Vertriebs und das Verbot der Vermittlung durch § 34c GewO-Vermittler haben auch dazu beigetragen, eine größere Verbreitung dieses Fondstyps zu verhindern. Nach dem Entwurf des KAGB ist übrigens vorgesehen, Hedgefonds nur noch als Spezial-AIF zuzulassen, sodass ihre Anteile nur noch von professionellen Anlegern gehalten werden dürfen.

In der Liste der Spezialfondsanbieter erscheint erstmals die DB Capital & Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH, Köln, die als Standort der Deutsche Insurance Asset Management (DeIAM) fungiert. Es handelt sich um das 1999 als General-Cologne Re Capital Kapitalanlagegesellschaft mbH gegründete und erst Anfang 2010 in Oppenheim VAM Kapitalanlagegesellschaft umgenannte Unternehmen. Das Angebot der Dienstleistungen richtet sich ausschließlich an Versicherungsunternehmen.

Zwei Veränderungen gibt es bei den Investmentaktiengesellschaften. Neu gegründet wurde die PRISMA Investmentaktiengesellschaft mit TGV, Darmstadt, während die Luxembourg Financial Group Investmentaktiengesellschaft mit TGV, München, ihre Zulassung zurückgab. Die schon bisher recht

sperrige Unternehmensbezeichnung wird durch das KAGB voraussichtlich nicht einfacher, sondern um die Klarstellung „mit variablem Kapital“ ergänzt.

Durch das weiter zunehmende „Aufbrechen der Wertschöpfungskette“, das heißt die Unterscheidung zwischen reiner Fondsadministration und reinem Fondsmanagement, ferner zwischen dem Management externer Vermögen und der Administration derselben, ist die Erstellung einer Rangliste nicht mehr so einfach. Früher genügte ein Betrag, um das einer Gesellschaft zuzuordnende Vermögen darzustellen, heute enthält die Statistik des BVI für Spezialfonds und für externe Vermögen jeweils fünf Spalten. Der Übersichtlichkeit halber sind diese Informationen in der Darstellung „Anbieter von ...“ in drei Beträgen je Gesellschaft beziehungsweise Gruppe zusammengefasst. In der Mitte findet sich der klassische „full service“ Spezialfonds, links die lediglich administrierten und rechts die lediglich portfolioverwalteten Beträge. Die außerhalb von Spezialfonds betreuten Vermögen wurden hinzuaddiert, da eine gesonderte Darstellung zu unübersichtlich geworden wäre.

Rangliste der Volumina schwer darstellbar

Der Vergleich der aktuellen Zahlen (per Mai 2012) mit dem im Vorjahr veröffentlichten Stand (per Dezember 2010) zeigt mehrere Veränderungen in der Rangliste auf (Abbildung 2). Unverändert an erster Stelle steht die Allianz Asset Management Gruppe mit einem Gesamtvolumen von 416 Milliarden Euro. Offenbar hat die Allianz, die mit der AGI einerseits und Pimco andererseits im Asset Management eine Zweisäulenstrategie verfolgen will, innerhalb ihrer gruppenangehörigen Gesellschaften das Portfoliomanagement stärker von der Administration getrennt. Durch diese Umstrukturierung ist das Volumen der klassischen Spezialfonds von 232 auf 154 Milliarden Euro gefallen, dafür stieg die reine Administration von 25 auf 123 Milliarden Euro und die reine Portfolioverwaltung von 18 auf 132 Milliarden Euro. Hier werden also einige Volumina doppelt gezählt, soweit sie von einem gruppenangehörigen Unternehmen administriert und von einem anderen gemanagt werden.

Der zweite Platz wird weiterhin von der DWS-Gruppe gehalten. Hier spielt das

klassische Spezialfondsgeschäft mit 85 Milliarden Euro unverändert die größte Rolle. Reine Administration erfolgt bei zehn Milliarden Euro und die externen, von der DWS-Gruppe gemanagten Volumina belaufen sich auf 32 Milliarden Euro.

Den dritten Platz haben die INKA und die anderen Gesellschaften der HSBC-Gruppe erobert. Hier sind es zwar nur 18 Milliarden im klassischen Geschäft, hinzu kommen jedoch über 70 Milliarden Euro in der Administration und 25 Milliarden Euro im insourceten Portfoliomanagement. Insgesamt konnte die HSBC/INKA ihr Volumen damit um 33 auf 114 Milliarden Euro steigern.

Konsolidierung auf Ebene der Administration

Nahezu vollständig auf die Administration hat sich die Universal Investment konzentriert, von ihren insgesamt 100 Milliarden Euro entfallen 90 auf dieses Kerngeschäft. Gegenüber 2010 konnte die Universal allerdings keine Steigerung erreichen. Im laufenden Jahr weitet die Gesellschaft ihr Angebot von Master KAG- und Service KAG-Dienstleistungen auf Immobilien-Spezialfonds aus. Zwei weitere Beispiele für die Konzentration beziehungsweise Konsolidierung der Branche, die auf Ebene der Administration der Portfolios stattfindet, sind die SGSS, die mit ihren Master- und vor allem Service-Dienstleistungen ihr Volumen auf 34 Milliarden Euro steigern konnte und in der Rangliste einen Platz

Master-KAG: Dienstleistung gegenüber einem institutionellen Anleger, der in einem einzigen Portfolio, meist einem Spezialfonds, mehrere Teilsegmente durch unterschiedliche und/oder wechselnde Portfoliomanager und/oder -advisors verwalten lassen möchte.

Service-KAG: Dienstleistung gegenüber einem Portfoliomanager, der eine Administrationsplattform für ein von ihm angebotenes Produkt benötigt und für den sich der mit einer eigenen KAG-Gründung verbundene Aufwand nicht lohnt.

Segment: Teil eines Spezialfonds, der von einem gesonderten Portfoliomanager verantwortet wird. Ein Segment hat investmentrechtlich keine Bedeutung, auch die Anlagegrenzen müssen lediglich auf Ebene des gesamten Sondervermögens eingehalten werden, nicht unbedingt auf Ebene jedes einzelnen Segments.

nach vorne rückte, sowie die Nord-LB-KAG mit einer Steigerung des administrierten Vermögens von fünf auf zwölf Milliarden Euro, wodurch sie um sechs Plätze vorankam. Aber auch im reinen Portfoliomanagement sind Erfolge möglich. Die LBBW, die sich auf diese Dienstleistung konzentriert und die Administration praktisch nur für die auch selbst verwalteten Mandate durchführt, konnte sich um drei Plätze verbessern, indem sie ihr Portfoliomanagement von 3,4 auf 16 Milliarden Euro steigerte.

Als Folge der Entwicklung hin zu immer größeren Administrationseinheiten hat sich auch die Anzahl und Segmentierung der Sondervermögen weiter verändert. Ende 2011 wurden 3659 Spezialfonds gezählt, 56 weniger als ein Jahr zuvor (Abbildung 3). Es werden also weiterhin Mandate geschlossen oder zusammengelegt und gegebenenfalls als Segmente innerhalb eines einzigen Spezialfonds fortgeführt. Erstmals überstieg die Zahl der gemeldeten Segmente mit zuletzt 3856 die der Sondervermögen. Mit 512 Milliarden Euro wird der deutlich größere Teil des Gesamtvolumens in segmentierten Spezialfonds verwaltet, in den klassischen Ein-Manager-Spezialfonds sind es lediglich 300 Milliarden Euro.

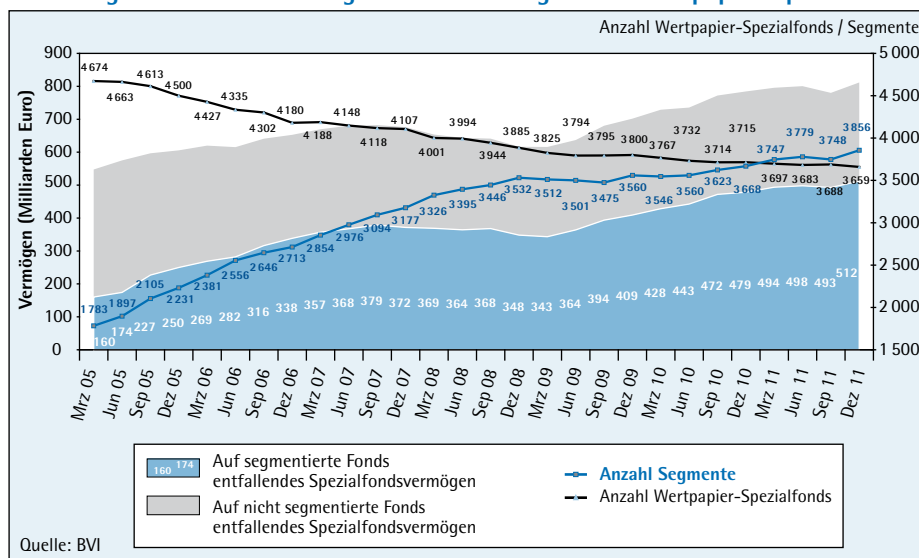
Vermögensstruktur der Wertpapier-Spezialfonds

Verlässliche Angaben über die Asset Allokation sind nur bei den Spezialfonds verfügbar. Da die die im Rahmen der freien Vermögensverwaltung betreuten Portfolios letztlich nach den gleichen oder zumindest vergleichbaren Investmentprozessen betreut werden, zeigen die Zahlen der Bundesbank ein vermutlich für die ganze Branche repräsentatives Bild (Abbildung 4).

Danach haben sich die Trends der vergangenen Jahre auch im Berichtszeitraum fortgesetzt. Insbesondere hat der Bestand in ausländischen Anleihen nochmals zugenommen, im abgelaufenen Kalenderjahr moderat um vier auf 310 Milliarden Euro, aber im laufenden Jahr sind bis Mai weitere 36 Milliarden Euro hinzugekommen. Momentan wird also der gesamte Mittelzufluss in ausländische Anleihen investiert. Die Anlage in inländischen Rentenpapieren hat sich demgegenüber bei einem Betrag von zirka 95 Milliarden Euro stabilisiert. Die Aktienanlage spielt weiterhin eine relativ geringe Rolle. Der Gesamtwert der inländischen Aktien ist von 19 auf 14 Milliarden Euro gefallen, der der ausländischen Aktien von 60 auf 51 Milliarden Euro.

Der Aktienanteil am Gesamtportfolio ist damit von 16,4 Prozent auf 13,7 Prozent gesunken und hat sich bis Mai 2012 nochmals um einen Prozentpunkt reduziert. Teilweise mag dieser Rückgang marktbedingt sein. Hier zeigt sich jedoch vor allem die geringe Risikotragfähigkeit der meisten institutionellen Anleger. Einer der Gründe hierfür war sicherlich, dass die Aktienquote der Spezialfonds im Jahr 1999 bei 49,4

Abbildung 3: Zusammensetzung des Fondsvermögens der Wertpapier-Spezialfonds



Prozent lag und viele Anleger hierdurch empfindliche Verluste erlitten haben. Im Hinblick auf die tendenziell sehr langfristigen Verpflichtungen der meisten institutionellen Anleger erscheint die aktuelle Aktienquote jedoch als sehr niedrig angesetzt zu sein. Da der Gesetzgeber den Anlegern beim Blick in die Zukunft jedoch verbietet, weiter als bis zum nächsten Geschäftsjahresende zu schauen, wird dies bis auf Weiteres so bleiben.

Verstärkter Einsatz von Zielfonds

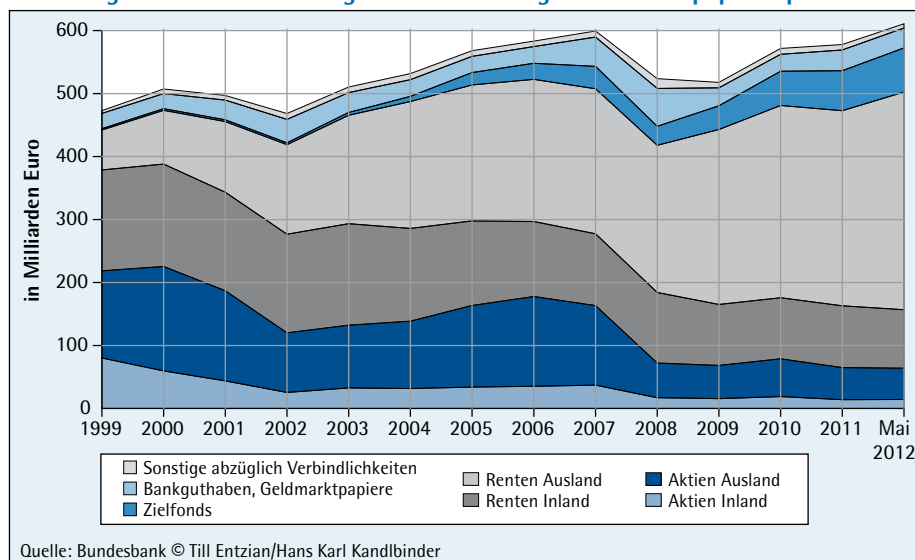
Ungebrochen ist auch der Trend zum verstärkten Einsatz von Zielfonds. Deren Wert legte in 2011 um knapp zehn auf 63,6 Milliarden Euro zu, und in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres wurden Zielfonds um weitere 6,4 Milliarden Euro aufgestockt. Die Vorteile von Investmentfonds als Anlagevehikel können offenbar auch die Spezialfondsanleger zunehmend überzeugen. Auf sehr einfache Weise können einem Portfolio zusätzliche Märkte und Anlageklassen beigemischt werden. Transaktions- und laufende Kosten sind transparent und relativ gering, die Liquidität ist oft besser als bei einer Direktanlage. Leider ist bei den Zielfondsanlagen der Spezialfonds keine Aufgliederung vorhanden, sodass weder die Anlagemärkte bekannt sind noch ob es sich um aktive Fonds oder um ETFs handelt.

Der Wert der in Deutschland insgesamt aufgelegten ETFs ist nach Angaben der Bundesbank in 2011 übrigens um vier auf 30 Milliarden Euro angewachsen, davon 22 Milliarden Euro in Aktien-ETFs und acht Milliarden Euro in Renten-ETFs. Für die inländischen Anbieter ist dies zwar erfreulich. Vor dem Hintergrund, dass das weltweite Vermögen dieser vergleichsweise neuen Fondskategorie die Größenordnung von einer Billion Euro erreicht, zeigt sich aber auch hier, dass Deutschland nicht der Standort erster Wahl für Investmentprodukte ist.

Anlage in Krisenländern

Seit einem guten Jahr veröffentlicht die Bundesbank monatlich eine Übersicht, wie sich die Anlagen von Investmentfonds auf die Sitzländer der Emittenten von Aktien und Anleihen verteilen. Die Spezialfonds hatten nach dieser Übersicht im Mai 2011 insgesamt 16,8 Prozent ihres Anleiheportfolios in Anleihen aus Griechenland, Ir-

Abbildung 4: Zusammensetzung des Fondsvermögens der Wertpapier-Spezialfonds



land, Italien, Portugal, Spanien und Zypern (GIIPSZ) investiert. Das Aktienportfolio war zu 10,6 Prozent in Unternehmen aus diesen Ländern angelegt. Bis Mai 2012 wurde die Gewichtung zurückgefahren und beträgt jetzt nur noch 12,4 Prozent bei den Anleihen und 7,3 Prozent bei den Aktien. Interessanterweise liegen die Gewichtungen bei den Spezialfonds teilweise deutlich über denen bei Publikumsfonds. Hier sind die genannten Länder im Anleiheportfolio mit lediglich 11,5 Prozent und 3,5 Prozent Aktienportfolio gewichtet. Auch bei der Reduzierung der Bestände in den Krisenländern sind die Publikumsfondsmanager etwas konsequenter vorgegangen und

haben ihre Wertpapierbestände um 31 Prozent reduziert, während sich die Spezialfonds nur von 21,3 Prozent ihrer Vorjahresbestände getrennt haben.

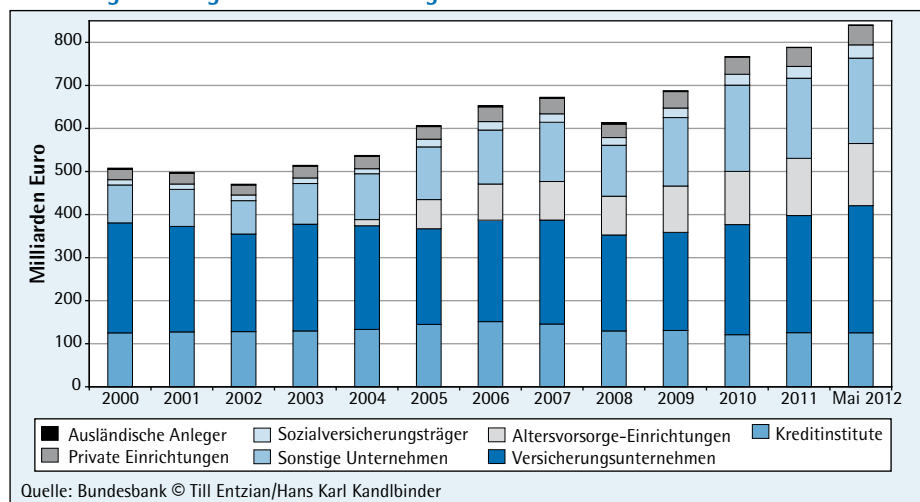
Eine andere Erkenntnis aus der Übersicht ist, dass die Publikumsfonds auch den Wert ihrer nicht öffentlichen Anleihen (Bankanleihen, Corporates) reduziert haben (von 52,3 auf 47,9 Milliarden Euro), während die Spezialfonds ihre Anlagen hier von 333 auf 377 Milliarden Euro aufgestockt haben. Ihre Bestände in öffentlichen Anleihen haben dagegen beide Gruppen erhöht, ebenso wie beide ihre Aktienanlagen zurückgefahren haben.

Tabelle: Anlagen der Wertpapierinvestmentfonds in Krisenländern

Milliarden Euro	Publikumsfonds		Spezialfonds	
	Mai 2011	Mai 2012	Mai 2011	Mai 2012
Wertpapiere insgesamt	243,6	220,6	735,7	793,4
Anleihen	84,9	82,2	513,8	567,7
Öffentliche Anleihen	32,6	34,3	181,2	191,2
Bank-/Unternehmensanleihen	52,3	47,9	332,6	376,5
Griechenland	0,2	0,0	2,1	0,1
Irland	2,1	1,7	13,3	12,9
Italien	5,3	4,3	34,9	29,3
Portugal	0,6	0,2	2,9	1,3
Spanien	4,3	3,2	33,0	26,6
Zypern	0,0	0,0	0,3	0,1
Aktien insgesamt	121,8	106,0	106,8	91,6
Griechenland	0,1	0,0	0,2	0,0
Irland	0,4	0,3	0,5	0,5
Italien	2,6	1,6	4,4	2,9
Portugal	0,3	0,2	0,3	0,2
Spanien	3,1	1,6	5,9	3,0
Zypern	0,0	0,0	0,0	0,0

Quelle: Bundesbank

Abbildung 5: Anlegerzusammensetzung

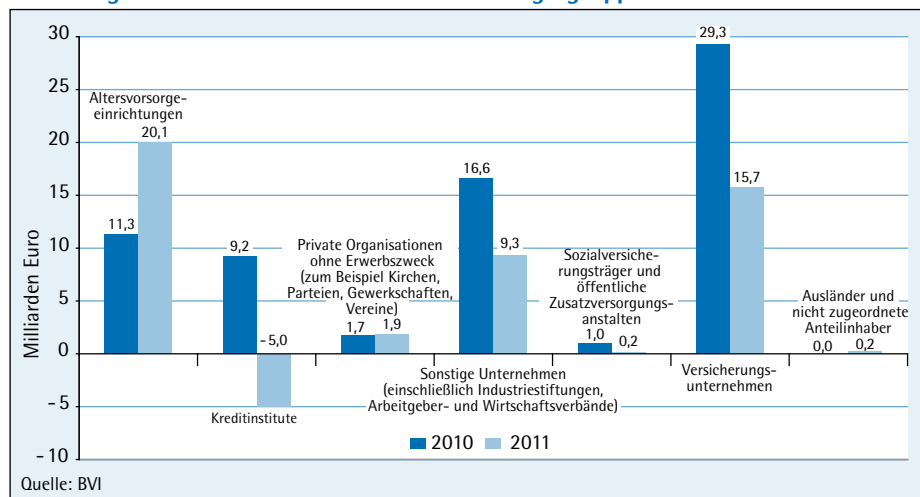


Die Anlegerzusammensetzung hat sich, bezogen auf das verwaltete Spezialfondsvolumen, in 2011 nur wenig verändert (Abbildung 5). Insbesondere hat sich das Vermögen der größten und wichtigsten Anlegergruppe, der Versicherungsunternehmen, erneut vergrößert und betrug Ende des Jahres 272 Milliarden Euro. Die 16 Milliarden Euro mehr als im Vorjahr entsprechen ziemlich genau den Nettomittelzuflüssen. Damit fielen diese nur halb so hoch aus wie in 2010, als über 29 Milliarden Euro zusätzlich investiert wurden, liegen aber oberhalb der vorangehenden Jahre. In den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres stieg der Wert der Versicherungs-Spezialfonds übrigens um weitere 23 auf 295 Milliarden Euro an. Es dürfte nicht mehr lange dauern, bis die Marke von 300 Milliarden Euro überschritten wird.

Bei den Altersvorsorgeeinrichtungen entwickelten sich die Mittelzuflüsse genau gegensätzlich. Anstelle einer Halbierung ist von 2010 auf 2011 fast eine Verdoppelung von elf auf 20 Milliarden Euro zu verzeichnen (Abbildung 6). Dadurch stieg das Spezialfondsvolumen dieser Anlegergruppe auf 133 Milliarden Euro an und beträgt Ende Mai 2012 sogar 144 Milliarden Euro. Auch wenn dies nur etwa die Hälfte der Versicherungs-Spezialfonds ist, liegen beide Anlegergruppen bei den Mittelzuflüssen auf dem gleichen hohen Niveau.

Als Anleger weniger verlässlich ist die Gruppe der Kreditinstitute. Diese hatten noch 2010 für neun Milliarden Euro neue Spezialfondsanteile erworben, gaben in 2011 aber per saldo fünf Milliarden zurück. Das von ihnen gehaltene Spezialfondsvolumen

Abbildung 6: Nettomittelaufkommen nach Anlegergruppen



men sank dadurch von 126 auf 121 Milliarden Euro. Ein Grund für dieses Verhalten dürfte sein, dass einige Institute ihre liquiden Anlagen aufgelöst haben, um kurzfristige Verpflichtungen zu erfüllen. Handelte es sich um Privatanleger, so hätte man die Rückgaben auch einer Unzufriedenheit mit der Wertentwicklung zuschreiben können. Denn trotz der Mittelzuflüssen in 2010 war der Wert ihrer Spezialfonds in jenem Jahr marktbedingt von 131 auf 121 Milliarden Euro gefallen.

Die ausländischen Anleger scheinen ihr Interesse am deutschen Spezialfonds nahezu vollständig verloren zu haben. Waren 2008 noch vier Milliarden von dieser Anlegergruppe investiert, schwankt dieser Wert seit 2010 zwischen 0,5 und 0,7 Milliarden Euro.

Vertrauen der Anleger retten

Das institutionelle Asset Management einschließlich der Wertpapier-Spezialfonds hat sich im abgelaufenen Jahr durchaus zufriedenstellend entwickelt. Trotz der Finanzkrise konnte das verwaltete Vermögen gesteigert werden. Das größte Risiko für die Branche ist unverändert der Gesetzgeber, der die Marktteilnehmer nicht nur mit immer neuen Regeln zu überfluten droht, sondern mit dem KAGB-Entwurf jetzt eine Neuregelung vorgelegt hat, die Kapitalanlagegesellschaften mit den Initiatoren sämtlicher Steuersparmodellen in einen Topf wirft und gleichzeitig mit unnötigen und unbegründeten Geschäftsverboten überzieht. Dass der eine oder andere Aspekt der Neuregelung durch Brüsseler EU-Regeln vorgegeben ist, ist keine akzeptable Entschuldigung für diese Fehlleistungen.

Die Herausforderung für die Branche wird sein, die über Jahrzehnte gewachsene Identität des Spezialfonds und das Vertrauen der Anleger in ein klar definiertes Produkt in die Zukunft zu retten. Den Wertpapier-Spezialfonds wird dies voraussichtlich gelingen, denn anders als bei den Immobilien-Spezialfonds wird hier wenigstens das Geschäftsmodell weiterhin zulässig sein. Sofern die Neuregelung nicht zu bisher unerwarteten Werferungen führt, werden sich im Übrigen die bisherigen langjährigen Trends wie Zunahme des Master-KAG-Geschäfts und Konzentrationsbewegungen vor allem auf der Administrationsseite fortsetzen.