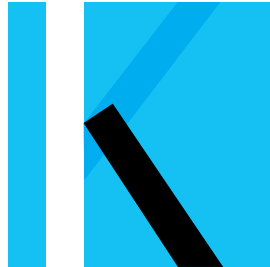


Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen

Pflichtblatt der
Frankfurter Wertpapierbörse

Fritz Knapp Verlag
ISSN 0341 4019



55. Jahrgang
August 2002

Sonderdruck aus
Heft 16/2002

Seiten 778 - 794

Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen sowie die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen sind ohne Zustimmung des Autors unzulässig und strafbar.

Hans Karl Kandlbinder / Till Entzian*

Der Spezialfonds 2001 – trotz erstmaligem Volumensrückgang weiter auf mäßigem Wachstumskurs

Die Ende Februar 2002 veröffentlichte Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank brachte es definitiv an den Tag: Das erste Mal in der 34-jährigen Geschichte des Spezialfonds muss dieses Anlageinstrument in einem Kalenderjahr für 2001 einen Rückgang im Fondsvolumen verzeichnen, zwar nicht sehr viel (Tabelle 2), nämlich nur um 1,4 Prozent, aber immerhin!

Trotzdem keine „Spezialfonds-Dämmerung“

So überraschend dieser erstmalige Knick im Spezialfondsvolumen auf den ersten Blick erscheinen mag, er läutet keineswegs eine negative Phase dieses Anlagesegments ein, denn dafür findet man bei näherer Analyse keinerlei begründbare Hinweise.

Im Gegenteil: Der Rückgang im Fondsvolumen der Spezialfonds ist eine Folge der negativen Entwicklung der weltweiten Kapitalmärkte im Jahre 2001, wobei sich die Spezialfonds noch verhältnismäßig gut gehalten haben. Zwar ist in 2001 auch der Netto-Neumittelzufluss um 9,1 Prozent

gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen (Tabelle 1), aber nicht mehr so stark wie 2000/1999, wo der Rückgang 23,6 Prozent betragen hatte, und immerhin bedeutet ein Netto-Neumittelzufluss von 41,3 Milliarden Euro in absoluten Beträgen eine durchaus respektable Größenordnung, so dass man eher von einer Konsolidierung im

Dr. Hans Karl Kandlbinder, Investmentberatung für institutionelle Anleger, Grafing bei München, und Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main

Trotz des durch die weltweite Kapitalmarktentwicklung induzierten Volumensknicks bei den Wertpapier-/Dach-Spezialfonds bescheinigen die Autoren dem Netto-Neumittelzufluss mit 41,3 Milliarden Euro im Jahre 2001 bei mittel- und längerfristiger Betrachtung eine beachtliche Höhe. Gestützt auf die eigenen empirischen Ergebnisse ihrer mittlerweile schon traditionellen Kandlbinder-Studie übertragen sie diese Einschätzung auch auf die Fondsanzahl, die sich im abgelaufenen Jahr um 2,1 Prozent erhöhte. Lediglich für die ers-

Spezialfondsmarkt auf ziemlich hohem Niveau sprechen kann.

Die Anlageform Spezialfonds erschien als „Individualfonds“ in der Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank erstmals im Jahre 1968 mit 13 Fonds und einem Gesamtvolumen von 147 Millionen DM,

ten Monate des laufenden Jahres konstatieren sie einen gewissen Spezialfonds-Attentismus, der aber die Immobilien-Spezialfonds nicht betraf.

Das Abwarten im laufenden Jahre führen sie darauf zurück, dass sich die Branche mit den neuesten gesetzlichen Reformen erst vertraut machen will. Auf mittlere und längere Sicht hingegen stufen sie den Spezialfonds jedoch als in vieler Hinsicht optimales Anlagevehikel ein, das keineswegs an Attraktivität verloren hat: Im Gegenteil, in manchen neuen Regelungen – etwa in der Zulassung von Anteilsklassen oder den „sanften“ Fonds-in-Fonds-Lösungen – sehen sie echte Incentives für Anlagen über Spezialfonds. (Red.)

Der Spezialfonds 2001 – trotz erstmaligem Volumensrückgang weiter auf mäßigem Wachstumskurs

das heißt im Durchschnitt einem Volumen von 11 Millionen DM pro Fonds und einem Anteil von 2(!) Prozent am gesamten Investmentfondsmarkt. Die Erfolgsgeschichte wurde überwältigend: Schon 20 Jahre später, nämlich 1989 gab es 1474 Spezialfonds mit einem Volumen von 108 Milliarden DM und einem Marktanteil am gesamten Investmentfondsmarkt von 50 Prozent, der bereits seit 1986 erreicht war. Der Boom dauerte ungebrochen bis 1998, als das Volumen der Spezialfonds über 372 Milliarden Euro erreichte und damit 64,3 Prozent des Gesamtvolumens des Investmentfondsmarkts ausmachte; damals hatten 52 Kapitalanlagegesellschaften von sieben Finanzgruppen 4238 Wertpapier-/Geldmarkt-Spezialfonds aufgelegt, von denen 739 aus dem laufenden Jahre

stammten, also fast drei (!) neue Spezialfonds pro Bankarbeitstag gegründet wurden. Der Volumenzuwachs zum Vorjahr 1997 betrug über 31 Prozent; aber der noch heute andauernde Umschichtungsprozess zu den „neueren“ Kapitalanlagegesellschaften des Sparkassen/Landesbankensektors, der Genossenschaften der Versicherungswirtschaft und der Auslandsbankentöchter hatte schon begonnen.

Beachtlicher Neumittelzufluss

Der Netto-Neumittelzufluss von 2001 liegt mit 41,3 Milliarden Euro auf dem Niveau zwischen den damaligen Boomjahren 1996 und 1997 und bedeutet damit eher Konsolidierung als Rückschritt. In 2001 sind per Saldo von 73 Kapitalanlagegesellschaften

(davon 14 mit Immobilien-Spezialfonds) außerdem 222 neue Spezialfonds aufgelegt worden, was einen Durchschnitt von knapp einem neuen Spezialfonds pro Bankarbeitstag ergibt und auch eher für „Gesundung“ einer sonst überhitzten Entwicklung spricht.

Der negative Einfluss der eingebrochenen Kapitalmärkte

Den entscheidenden negativen Einfluss der eingebrochenen Kapitalmärkte erkennt man am deutlichsten beim Studium der aus der Bundesbankstatistik entwickelten Übersicht 2, in der für die Spezialfonds aus Ertragsausschüttung und Nettomittelaufkommen in Relation zu den jeweiligen Fondsvolumina die effektiven globalen

Tabelle 1: Mittelaufkommen der Kapitalanlagegesellschaften (Mittelaufkommen insgesamt je Jahr = 100)

Jahr	Deutsche Publikumsfonds (alle Fondsarten mit Ausnahme Immobilienfonds)		Deutsche Publikums-Immobilienfonds		Deutsche Spezialfonds (inklusive Immobilien-Spezialfonds)	
	Mill. DM (ab 1999 Euro)	Anteil in Prozent	Mill. DM (ab 1999 Euro)	Anteil in Prozent	Mill. DM (ab 1999 Euro)	Anteil in Prozent
1969	3 376	86,5	-	-	528	13,5
1975	1 486	48,6	163	5,3	1 407	46,1
1989	15 943	47,9	492	1,5	16 839	50,6
1993	6 075	9,8	14 716	23,9	40 881	66,3
1995	9 856	18,2	6 921	12,8	37 294	69,0
1996	2 567	3,3	13 950	17,6	62 592	79,1
1997	25 065	18,1	6 436	4,6	107 445	77,3
1998	34 308	20,2	4 690	2,8	130 750	77,0
in Euro	17 541		2 398		66 851	
1999	30 289	31,2	7 395	7,6	59 513	61,2
2000	42 536	49,9	- 2 824	- 3,3	45 448	53,4
2001	25 363	33,0	10 159	13,2	41 289	53,8

Quelle: Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Tabelle Seite 54 f.

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 2: Fondsanzahl und Fondsvermögen der Kapitalanlagegesellschaften

Jahr	Deutsche Publikumsfonds (alle Fondsarten mit Ausnahme Immobilienfonds)			Deutsche Publikums-Immobilienfonds			Deutsche Spezialfonds (inklusive Immobilien-Spezialfonds)		
	Fondsanzahl	Mill. DM (ab 1999 Euro)	Anteil in Prozent	Fondsanzahl	Mill. DM (ab 1999 Euro)	Anteil in Prozent	Fondsanzahl	Mill. DM (ab 1999 Euro)	Anteil in Prozent
1968	31	6 257	97,7	-	-	-	13	147	2,3
1975	95	15 307	66,8	9	2 751	12,0	233	4 849	21,2
1989	254	105 989	46,1	12	16 070	7,0	1 474	107 752	46,9
1993	470	137 737	33,0	15	44 254	10,6	2 207	235 038	56,4
1995	594	194 310	34,4	15	59 856	10,6	2 624	310 780	55,0
1996	637	212 289	31,0	15	74 224	10,9	2 958	397 514	58,1
1997	716	264 154	29,3	16	81 026	9,0	3 508	555 121	61,7
1998	788	318 192	28,1	17	86 220	7,6	4 245	728 213	64,3
in Euro		162 689			44 084			372 329	
1999	909	236 589	30,9	18	51 363	6,7	4 829	478 129	62,4
2000	1 099	258 054	31,4	20	48 931	6,0	5 328	514 226	62,6
2001	1 253	247 131	30,4	22	59 249	7,3	5 550	506 912	62,3

Quelle: Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Tabelle Seite 52 f.

Copyright: Hans Karl Kandlbinder



Wertveränderungen ermittelt werden: Seit diese spezielle Analyse durchgeführt werden kann (sie war 1997 erstmals in der Kandlbinder-Studie enthalten – Red.), sind solche effektiven negativen Wertveränderungen noch nie da gewesen; lediglich bei den Aktienfonds hatten sie sich im Vorjahr schon angedeutet. Für 2001 weisen diese Wertveränderungen zum jeweiligen rechnerischen Fondsvolumens bei Aktienfonds minus 13,6 Prozent auf und bei den gemischten Spezialfonds auch noch minus 8,3 Prozent! Lediglich die Rentenfonds sind am Jahresende 2001 mit 3,2 Prozent zum rechnerischen Fondsvolumen im Plus.

Der ziemlich starke Netto-Neumittelzufluss in 2001 bei den Spezialfonds hat jedenfalls nicht nur weitere, durch die Börsenbaisse induzierte Volumensrückgänge verhindert, sondern hat gezeigt, dass die Spezialfonds-Investoren auch antizyklisch agieren und sich damit als echte Profis ausweisen.

Ruhiges Fahrwasser für Wertpapier-Spezialfonds**

Während die Wertpapier-Spezialfonds in allen Arten im Jahre 2001 noch ein gutes,

wenn auch mäßiges Wachstum in Fondsanzahl und Neumittelzufluss aufweisen und das Instrument Immobilien-Spezialfonds in 2001 und bis in die jüngste Gegenwart hinein boomt (Kandlbinder/Entzian, „Der Immobilien-Spezialfonds in Entfaltung“ in: Immobilien & Finanzierung, Heft 13/2002, Seite 395ff.), wird die jüngste Entwicklung beim Wertpapier-Spezialfonds von deutlich ruhigerem Fahrwasser geprägt: Im ersten Quartal 2002 ist die Anzahl der Wertpapier-Spezialfonds per Saldo um effektiv acht Fonds zurückgegangen (dieser Saldo ergibt sich aus: minus elf Rentenfonds, minus vier Aktienfonds, plus sechs Gemischte Fonds, plus ein Dachfonds), und der Neumittelzufluss bei den Wertpapier-Spezialfonds betrug in diesem Zeitraum lediglich 4,297 Milliarden Euro.

Interessanterweise hat sich die Anzahl der Geldmarkt-Spezialfonds zu Beginn dieses Jahres 2002 glatt von fünf auf zehn Fonds verdoppelt, wobei allein im Januar 2002 genau 300 Millionen Euro neu in die Geldmarkt-Spezialfonds geflossen sind, um nicht zu sagen geparkt worden sind. Dieser Zugang macht immerhin drei Fünftel desjenigen Betrages aus, der im Jahre 2001

Übersicht 1: Aufteilung des Vermögens der Wertpapier-Spezialfonds per März 2002

	Mill. Euro	Prozent
Gesamtes FV	499 280	100,0
Rentenwerte		
inländisch	153 783	30,8
ausländisch	115 957	23,2
Aktien		
inländisch	45 484	9,1
ausländisch	147 811	29,6
Geldmarktpapiere	344	0,1
Barreserve (inklusive Schuldscheine + sonstige Vermögen - Verbindlichkeiten)	35 901	7,2

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

insgesamt in Geldmarkt-Spezialfonds geflossen ist.

Anhaltender Trend zu Auslandsanlagen

Begünstigt durch Liberalisierung der gesetzlichen Anlagevorschriften wie durch die Schaffung der Eurozone, ging der Trend (Tabelle 3) zu außerdeutschen Vermögensanlagen bei den Spezialfonds unaufhaltsam weiter und hat Ende 2001 zum ersten Mal mit 51,4 Prozent deutlich die

Tabelle 3: Zusammensetzung des Vermögens der Wertpapier-Spezialfonds

Stand am Jahresende	insgesamt	Rentenwerte ¹⁾ *		Aktien ²⁾ *		Geldmarktpapiere (und sonstige Wertpapiere)	Barreserve, Schuldscheindarlehen und sonstiges Vermögen abzüglich Verbindlichkeiten
		inländische	ausländische	inländische	ausländische		
Milliarden DM / ab 1999 Milliarden Euro							
1995	306	172	27	59	20	2	27
1996	393	207	37	82	35	3	29
1997	550	249	59	132	68	4	38
1998	722	302	81	140	140	5	54
in Euro	369	154	41	72	72	3	28
1999	473	160	63	80	139	3	28
2000	507	163	85	60	166	3	31
2001	497	157	112	44	143	4	38
Anteil in Prozent							
1995	100	56	9	19	6	1	9
1996	100	53	9	21	9	1	7
1997	100	45	11	24	12	1	7
1998	100	42	11	19	19	1	8
1999	100	33,9	13,4	16,9	29,3	0,6	5,9
2000	100	32,0	16,8	11,8	32,7	0,6	6,1
2001	100	31,5	22,6	8,8	28,8	0,7	7,6

¹⁾ Einschließlich Wandelschuldverschreibungen u.ä.; ²⁾ Einschließlich Bezugsrechte, Kuxe, Genussscheine u.ä.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

Quelle: Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik

* Bei der Zuordnung ist auf die Emittenten abgestellt (nicht auf Währungen)

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 4: Struktur der Spezialfonds-Inhaber in Prozent vom Fondsvolumen (alle Fondsarten mit Ausnahme Immobilien-Spezialfonds)

		Ende 2001	Ende 2000	Ende 1999
I - V	Inländische Spezialfonds-Inhaber			
I	VU Versicherungswirtschaft insgesamt also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	37,8	38,5	35,1
II	SVT Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	1,3	1,3	2,1
III	Institutionalisierte Altersversorgung insgesamt, also Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke	15,1	14,2	17,1
IV	Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen (davon Kreditinstitute, so genannte Depot-A-Fonds)	37,3 (24,6)	38,3 (24,0)	38,6 (22,3)
V	Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	8,1	7,1	6,4
VI	Ausländische Spezialfonds-Inhaber	0,4	0,6	0,7
		100,0	100,0	100,0

Ergebnisse einer Umfrage der Autoren.

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Anmerkung: Für 2001 konnten 59 (von 59) KAGs erfasst werden, die Spezialfonds aufgelegt haben, das sind 100 Prozent des gesamten Volumens (in den Vorjahren 100 beziehungsweise 99,979 Prozent des Fondsvolumens).

50-Prozentmarke überschritten. Dieses hatte sich seit 1996 stetig angekündigt, seit sich die Auslandsanteile der Spezialfonds, wie folgt entwickelten:

1996	18 Prozent
1997	23 Prozent
1998	30 Prozent
1999	32,7 Prozent
2000	49,5 Prozent
2001	51,4 Prozent
per Ende März 2002	52,8 Prozent

(siehe auch Übersicht 1)

Fairerweise muss man in diesem Zusammenhang allerdings auch einmal feststellen, dass dieser Trend zu nicht-deutschen Anlagen nicht nur aktiv von den Investoren betrieben, sondern auch statistisch passiv durch folgendes Phänomen begünstigt wird: Die Anlage in Hoechst-Aktien zum Beispiel war eindeutig eine Anlage in Deutschland; seit aus Hoechst nun Aventis geworden ist (mit Straßburg als Konzernsitz), wurde in der Bundesbank Kapitalmarktstatistik daraus eine Anlage in Europa ex Deutschland. Mannesmann/Vodafo-

ne oder Kamps/Barilla könnten ähnliche Beispiele sein. Aber natürlich hat sich grundsätzlich auch bei den deutschen institutionellen Anlegern das Anlageuniversum von Deutschland auf Euroland erweitert – eine Entwicklung, die weiter gehen wird, vor allem wenn UK in hoffentlich nicht zu ferner Zukunft zu Euroland gehören wird.

Nicht so klar konnte sich der andere, geradezu säkulare Trend der Spezialfonds-Anlagen der letzten Jahre weiterentwickeln, nämlich der Trend zur verstärkten Aktienanlage und da wiederum überwiegend in nicht-deutsche Aktien. Die Markteinbrüche des Jahres 2001 haben diesen Trend aber wohl nur vorübergehend gestoppt, denn sonst ist die Tendenz eindeutig (vergleiche Tabelle 3 in Verbindung mit Übersicht 1).

Nicht-deutsche Anleger nennenswert nur im Immobilien-Spezialfonds

Im Übrigen haben sich die nicht-deutschen Spezialfonds-Anleger weiter, und zwar schon im dritten Jahr in Folge, von ihren Investments in deutschen Wertpapier-Spezialfonds zurückgezogen (Übersicht 3). Anders dagegen verhält es sich beim Immobilien-Spezialfonds: Hier halten nicht-deutsche Investoren am Jahresende 2001 mit 1,439 Milliarden Euro immerhin 16,4 Prozent am Gesamtvolumen von 8,778 Milliarden Euro; auch beim Netto-Neumittelzugang bei den Immobilien-Spezialfonds sind nicht-deutsche Anleger in 2001 mit 310 Millionen Euro oder 13,6 Prozent am Gesamtmittelaufkommen der

Übersicht 2: Spezialfonds (ohne Geldmarkt- und ohne Immobilien-Spezialfonds): Ertragsausschüttung, Nettomittelaufkommen und effektive Wertveränderung (alle Zahlenangaben in Millionen Euro)

	Rentenfonds	Aktienfonds	Gemischte Fonds	Dachfonds	Alle
	in Mill. Euro				
FV 12/2000	132 334	59 330	315 568	514	507 746
- Ertragsausschüttung in 2001	- 5 663	- 1 765	- 10 312	- 7	- 17 747
Zwischensumme	126 671	57 565	305 256	507	489 999
+ Netto-Mittelaufkommen in 2001	+ 13 634	+ 2 604	+ 22 134	+ 143	+ 38 515
= Rechnerischer Stand FV 12/2001	140 305	60 169	327 390	650	528 514
Tatsächlicher Wert FV 12/2001	144 825	51 989	300 117	609	497 540
das heißt effektive Wertveränderung* des FV in 2001 gegenüber Stand 12/2000	+ 4 520	- 8 180	- 27 273	- 41	- 30 974
(Die Werte in Klammern stellen die jeweiligen Zahlen des Vorjahres dar, das heißt FV 2000 gegenüber der Position 12/1999)	(+ 4 582)	(- 1 230)	(+ 7 290)	(-)	(+ 10 244)

Quelle: Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Seite 52 bis 55

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Kleine Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

* Anmerkung: Es muss deutlich darauf hingewiesen werden, dass aus dieser Kalkulation nicht gesagt werden kann, was aus den Wertveränderungen bereits in den Fonds realisiert ist.



Übersicht 3: Wertpapier-Spezialfonds, die nicht-deutschen Anlegern gehören

	in 1999 beziehungsweise per 12/1999	in 2000 beziehungsweise per 12/2000	in 2001 beziehungsweise per 12/2001	in 2002 beziehungsweise per 3/2002
Fondsanzahl	47	47	45	44
davon Rentenfonds	15	14	15	14
Aktienfonds	8	10	8	8
Gemischte Fonds	24	23	22	22
in Millionen Euro				
Mittelaufkommen	- 146	- 720	- 318	9
davon Rentenfonds	174	- 35	- 167	- 6
Aktienfonds	- 257	6	- 114	- 3
Gemischte Fonds	- 63	- 692	- 37	18
Fondsvolumen	3 299	2 586	2 201	2 201
davon Rentenfonds	918	913	925	917
Aktienfonds	406	388	189	188
Gemischte Fonds	1 974	1 285	1 087	1 096

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Quelle: Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Tabelle VI Kapitalanlagegesellschaften/5. Anzahl, Mittelaufkommen und Vermögen der inländischen Spezialfonds nach Anteilinhabern und Ertragsverwendung. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Immobilien-Spezialfonds von 2,274 Milliarden Euro dabei!

An der Umfrage (der Autoren – Red.) bei Kapitalanlagegesellschaften für das Jahresende 2001 haben sich auch diesmal erfreulicherweise wieder alle 59 Kapitalanlagegesellschaften (KAGs) beteiligt (sowohl alle 54 BVI-Mitgliedsgesellschaften als auch die fünf KAGs, die Spezialfonds auflegen, aber nicht BVI-Mitglieder sind). Per Ende 2001 verwalteten sie gemäß Bundesbankstatistik rund 498,1 Milliarden Euro Spezialfonds-Volumen in 5 501 Fonds (ohne Immobilien-Spezialfonds; vergleiche Tabelle 4). Es konnten also wieder 100 Prozent des Volumens der Spezialfonds in die Untersuchung einbezogen werden. In der Auswertung der Umfrage-Ergebnisse steht zwar die Zahl von 498,010 Milliarden Euro, die in 5 514 Fonds verwaltet werden, es

gibt also kleine Differenzen gegenüber der Bundesbankstatistik. Diese sind aber bei den gegebenen Größenordnungen vernachlässigbar und sogar erklärbar.

Fondsanzahl nur um 4 Prozent gestiegen

Zunächst bleibt festzuhalten, dass sich der Spezialfonds-Markt (ohne Immobilien-Spezialfonds) in seiner Fondsanzahl nur noch mäßig um gute 4 Prozent vergrößert hat, aber in seinem Fondsvolumen im Jahre 2001 um fast 2 Prozent schrumpfte – von 507,839 Milliarden Euro auf 498,134 Milliarden Euro gemäß Bundesbankzahlen beziehungsweise von 507,995 Milliarden Euro auf 498,010 Milliarden Euro gemäß den Umfrageergebnissen. In diesem Markt verteilen sich die relativen Gewichte der verschiedenen Anlegergruppen wie folgt:

1. Versicherungswirtschaft und institutionalisierte Altersversorgung stellen mit einem Anteil von 52,9 Prozent (im Vorjahr 52,7 Prozent) am Spezialfonds-Volumen nach wie vor die wichtigsten Anlegergruppen dar, deren Anteile absolut um minus 4,04 Milliarden Euro Spezialfonds-Anlagen zurückgegangen sind nach plus 70,1 Milliarden Euro im Vorjahr, sich aber dennoch langsam dem Spitzen-Anteil von 53,2 Prozent des Jahres 1997 wieder annähern.

Vor allem die Anlegergruppe VU ist mit 7,2 Milliarden Euro in 2001 weniger Spezialfonds-Volumen stärker betroffen als die Anlegergruppe institutionalisierte Altersversorgung, deren Spezialfonds-Volumen von 2000 auf 2001 immerhin noch absolut (plus 3,13 Milliarden Euro) wie relativ von 14,2 auf 15,1 Prozent-Anteile zugenommen hat.

Wirtschaftsunternehmen und sonstige Spezialfondsanleger

2. Die zweitwichtigste Anlegergruppe der Wirtschaftsunternehmen, die sich deutlich in zwei Untergruppen unterteilt, hat insgesamt die relativen Anteile des Vorjahres zwar erneut nicht gehalten, zeigt aber im Detail eine recht differenzierte Entwicklung:

– die so genannten Depot-A-Fonds der Kreditinstitute mit einem auf 24,6 Prozent steigenden Anteil am Volumen der Spezialfonds (oder absolut plus 748 Millionen Euro neue Spezialfonds-Anlagen gegenüber plus 16,4 Milliarden Euro im Vorjahr), worunter die Institute des Sparkassen- und Genossenschaftssektors besonders stark vertreten sind, und

Tabelle 5: Brücke von der Rundfrage der Verfasser (Tabelle 4) zur Bundesbankstatistik „Vermögen der inländischen Spezialfonds nach Anteilinhabern“ (ohne Immobilien-Spezialfonds), das heißt „umgruppierete“ Bundesbankzahlen

	2001		2000		1999	
	Mill. Euro	in Prozent	Mill. Euro	in Prozent	Mill. Euro	in Prozent
Inländische Spezialfonds-Inhaber	495 934	99,56	504 646	99,49	470 213	99,31
VU (inkl. PK + berufsst. Vers. Werke)	244 987	49,18	255 531	50,38	239 222	50,52
Sozialversicherungsträger + öffentl. Zusatzversorgungskassen	12 508	2,51	12 050	2,38	13 426	2,83
Sonstige Unternehmen + Kreditinstitute (davon Kreditinstitute)	213 439 (127 586)	42,85 (25,61)	212 814 (124 874)	41,95 (24,62)	195 407 (110 994)	41,27 (23,44)
Private Organisationen ohne Erwerbszweck und restliche	24 999	5,02	24 250	4,78	22 207	4,69
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	2 201	0,44	2 586	0,51	3 299	0,69
Total	498 134	100,00	507 232	100,00	473 511	100,00

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

– die übrigen Wirtschaftsunternehmen mit einem auf 12,7 Prozent zurückgehenden Anteil (nach 14,3 Prozent im Vorjahr) am Spezialfonds-Fondsvolumen, deren Spezialfonds-Anlagen zum Großteil dem „Kapital mit Sozialbindung“ dienen, also der „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen (absolute Größenordnung des Rückgangs dieser Spezialfonds-Anlagen minus 9,3 Milliarden Euro nach bereits minus 4,7 Milliarden Euro im Vorjahr).

3. Der relative Anteil der Gruppe der sonstigen zulässigen Spezialfonds-Anleger steigt erneut an, und zwar auf 8,1 Prozent nach 7,1 Prozent im Vorjahr, und nimmt absolut betrachtet um 4,13 (im Vorjahr plus fast 6) Milliarden Euro Anlagesumme zu.

4. Die Anlagen der Gruppe der Sozialversicherungsträger in Spezialfonds nehmen in absoluten Beträgen gegenüber dem Vor-

jahr um 424 Millionen Euro ab und bleiben aber auf dem relativen Anteil des Vorjahres von 1,3 Prozent. Die Spezialfondsanlagen der Gruppe der Sozialversicherungsträger sind damit auf das niedrige Niveau der Jahre 1997 und 1998 zurückgefallen.

Erneut weniger nicht-deutsche Spezialfonds-Inhaber

5. Die Gruppe der ausländischen Spezialfonds-Inhaber ist beim ihr zuzurechnenden Spezialfonds-Volumen (absoluter Rückgang um 1,107 Millionen Euro) um ein Drittel zurückgefallen und erreicht nur noch einen relativen Anteil von 0,4 Prozent (im Vorjahr 0,6 Prozent). Die Auswertung einer anderen Statistik der Deutschen Bundesbank (Übersicht 3) zeigt sogar, dass es effektiv zu namhaften Rückflüssen aus Spezialfonds von nicht-deutschen Anlegern im Jahre 2001 gekommen ist, auch

wenn die Anzahl der Spezialfonds, die nicht-deutschen Anlegern gehören, nur leicht gesunken ist.

Die Enthaltbarkeit der nicht-deutschen Anleger auf dem Spezialfonds-Sektor (ohne Immobilien-Spezialfonds) ist nach wie vor ein rationell nicht zu erklärendes Phänomen. Das gilt umso mehr, als sich nicht-deutsche institutionelle Investoren am deutschen Kapitalmarkt stark in der Direktanlage engagieren.

Erklärbare Unterschiede zur Bundesbankstatistik

Wenn man bedenkt, dass die Aggregierungsrubriken zwischen Bundesbank und Umfrage der Autoren unterschiedlich und nicht deckungsgleich sind, kann man getrost feststellen, dass die Ergebnisse de facto nicht sehr verschieden sind, wie aus Ta-

Tabelle 6: Spezialfonds (ohne Immobilien-Spezialfonds) nach KAG-Gruppen am Jahresende 2000 und 2001

Jahresende 2001					Jahresende 2000				
	Anzahl		Fondsvolumen			Anzahl		Fondsvolumen	
	Anlagegesellschaften	Fonds	in Mill. Euro	in Prozent		Anlagegesellschaften	Fonds	in Mill. Euro	in Prozent
Kapitalanlagegesellschaften der Groß- und Regionalbanken: All (=Allfonds-BKG), BB, Commerzinv., dbi, DeAM, DVG, Nordinvest	7	1 758	142 590	28,6	Kapitalanlagegesellschaften der Groß- und Regionalbanken: Allfonds-BKG, BB, Commerzinv., DeAM, dbi, DVG, Nordinvest	7	1 765	154 957	30,5
Privatbanken: Frankeninvest, FTI, Inka, MI, Monega, OKAG, Universal, Warburg	8	793	71 084	14,3	Privatbanken: Frankeninvest, FTI, Inka, MI, + Monega, OKAG, Universal, Warburg	8	725	69 185	13,6
Sparkassen und Landesbanken: Bayern, DIM, Helabalinvest, Süd KA, West AM	5	1 485	100 812	20,2	Sparkassen und Landesbanken: Bayern, DIM, Helabalinvest, Süd KA, West AM	5	1 407	99 386	19,6
Genossenschaftsbanken: DEVIF, Union	2	501	29 879	6,0	Genossenschaftsbanken: DEVIF, Union	2	484	28 019	5,5
Versicherungsbeteiligungen: Allianz, AL, AM Generali, Ampega (= Talanx), AXA, BWK, Delta Lloyd, GCR, Gerling, Hansainvest, MAM, MEAG, MK, Nordcon, Swisslife, Zürich	16	429	101 797	20,4	Versicherungsbeteiligungen: Allianz, AL, + AM Generali, AXA, BWK, + DLD-SIM, + GCR, Gerling, Hansainvest, MAM, MEAG, MK, + Nordcon, + Swisslife, + Talanx, Zürich	16	394	99 030	19,5
Auslandsbankentöchter: ABN Amro, BNP Paribas, Citigroup AM, CSAM, DG Panagora, Goldman Sachs, INVESCO, J.P.M., J. Bär, Lazard, Merck Finck, MLIM, SEB Invest, SSG, UBS, Veritas SG	16	497	34 696	7,0	Auslandsbankentöchter: ABN Amro, + BfG-SEB, CDC, DG-Panagora, CSAM, Goldman-Sachs, INVESCO, JPM, J. Baer, Lazard, Merck Finck, MLM, Paribas, Sal. Brothers, SSG, UBS, Veritas	17	471	36 057	7,1
Sonstige: GWA, MAT, Postbank, Siemens KAG, + Lupus Alpha	5	51	17 152	3,5	Sonstige: GWA, MAT, Postbank, Siemens KAG	4	44	21 381	4,2
Summe*	59	5 514	498 010	100,0	Summe*	59	5 290	507 995	100,0

Zahlenangaben nach Bundesbankstatistik, BVI und zum Teil nach persönlichen Erhebungen der Autoren.

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

+) jeweils neu im Spezialfonds-Geschäft beziehungsweise wegen Gesellschafterwechsel oder nach Fusion umgruppiert.

* Bei Fondsvolumen und Fondsanzahl gibt es geringfügige, aber erklärbare Differenzen mit der Bundesbankstatistik.



Tabelle 7: Details der Marktanteilsverschiebungen 2001 gegenüber 2000 (auf Basis von Tabelle 6)

	Fondsanzahl		Fondsvolumen	
	Veränderung absolut in Stückzahl	in Prozent gegenüber Vorjahr	Veränderung absolut in Mill. Euro	in Prozent gegenüber Vorjahr
Gesamte Marktentwicklung der Spezialfonds (ohne Immobilien-Spezialfonds)	+ 224	+ 4,2	- 9 985	- 2,0
Kapitalanlagegesellschaften der Groß- und Regionalbanken	- 7	- 0,4	- 12 367	- 8,0
Privatbanken	+ 68	+ 9,4	+ 1 919	+ 2,8
Sparkassen und Landesbanken	+ 78	+ 5,5	+ 1 426	+ 1,4
Genossenschaftsbanken	+ 17	+ 3,5	+ 1 860	+ 6,6
Versicherungsbeteiligungen	+ 35	+ 8,9	+ 2 767	+ 2,8
Auslandsbankentöchter	+ 26	+ 5,5	- 1 361	- 3,8
Sonstige	+ 7	+ 15,9	- 4 229	- 19,8

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Anmerkung: Kleine Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Tabelle 8: Entwicklung der Marktanteile bei Spezialfonds (ohne Immobilien-Spezialfonds) nach KAG-Gruppen 1977 bis 2001

KAGs der	2001	2000	1999	1992	1989	1977
	Anteil FV in Prozent					
I Groß- und Regionalbanken	28,6	30,5	34,2	46,1	56	76
II Privatbanken	14,3	13,6	14,6	18,8	23	12
III Sparkassen/Landesbanken	20,2	19,6	19,6	15,0	7	5
IV Genossenschaftsbanken	6,0	5,5	5,4	4,0	4	2
V Versicherungsbeteiligungen	20,4	19,5	15,5	10,8	7	3
VI Auslandsbankentöchter	7,0	7,1	6,0	5,1	3	-
VII Sonstige	3,5	4,2	4,7	0,2	-	2
(auf Basis von Tabelle 6)	100,0	100,0	100,0	100,0	100	100

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

belle 5 hervorgeht (sie schlägt eine Brücke von der Umfrage der Verfasser zur Bundesbankstatistik – Red.). Im Verhältnis zur Größenordnung sind Abgrenzungsdifferenzen von einigen Milliarden Euro wirklich vernachlässigbar. Die Bundesbank-Rubrik VU weist ohne die Rubrik „berufsständische Versorgungswerke“ zirka 18,4 Milliarden Euro weniger aus als die in den Umfrageergebnissen zusammengefassten Anlegergruppen VU plus Institutionalisierte Altersversorgung, in der die berufsständischen Versorgungswerke enthalten sind.

Dagegen stehen in der Bundesbank-Rubrik SVT etwa 6,2 Milliarden Euro mehr als in der ohne öffentliche Zusatzversorgungskassen (in der Kandlbinder-Studie – Red.) definierten Gruppe SVT, denn in der Rundfrage fallen die öffentlichen Zusatzversorgungskassen unter die Gruppe Institutionalisierte Altersversorgung. Wie im Vorjahr bleibt in der Rubrik Sonstige Unternehmen mit zirka 22,5 Milliarden Euro mehr in der Bundesbankstatistik gegenüber den Ergebnissen der Studie die relativ größte Diffe-

renz, die bei den „Kreditinstituten“ allerdings mit ungefähr 4,9 Milliarden Euro mehr in der Bundesbankstatistik kaum ins Gewicht fällt, ebensowenig wie die 172 Millionen Euro, welche die Bundesbankstatistik bei den nicht-deutschen Spezialfonds-Inhabern weniger ausweist als die Studie.

Unterschiedliche Systemansätze

Außer den verschiedenartigen Zuordnungen in Bundesbankstatistik einerseits und Rundfrage (Kandlbinder-Studie) andererseits können auch andere System-Ansätze zu unterschiedlichen Ergebnissen führen: Der entsprechende Fragebogen der Bundesbank lässt zum Beispiel im Vordruck 10 380 bei der Art der Anteilinhaber pro Spezialfonds nur eine Art Anteilinhaber zu, wobei dann – wenn es mehrere sind – der dominante Anteilinhaber anzukreuzen ist. In ihrer Rundfrage wird bewusst auf das jeweilige exakte Volumen der Mittelherkunft pro Fonds je einzelnen Anteilinhaber abgehoben.

Durch diese unterschiedliche Systematik ist es deshalb durchaus möglich, um ein extremes Beispiel zu bilden, dass drei Spezialfonds mit Volumina von drei mal hundert Einheiten, die dominant jeweils einem Anleger der Versicherungsbranche gehören, an deren Volumen jedoch zu jeweils 49 Prozent nicht-deutsche Anleger beteiligt sind, in der Bundesbankstatistik völlig richtig mit Volumen 300 Einheiten unter der Anleger-Rubrik Versicherungen erscheinen, bei der Rundfrage aber zu 153 Einheiten einerseits bei der Anlegergruppe Versicherungen und zu 147 Einheiten andererseits bei der Anlegergruppe „ausländische Spezialfonds-Inhaber“. So kommt es in der Praxis der Bundesbank-Erhebungen auch durchaus vor, dass im Zeitablauf bei Spezialfonds, die eine 51 zu 49 Inhaberschaft haben, die „Überwiegend-Angabe“ schon bei geringfügigen Mittelzuflüssen des einen Inhabers im nächsten Monat geändert werden muss.

Marktanteile der Spezialfonds-Anbieter

Aufschlussreich sind erneut die Erkenntnisse, die man zum Jahresende 2001 aus der Aufgliederung der KAG-Gruppen-Marktanteile ziehen kann (siehe Tabellen 6, 7 und 8): Bei um 1,97 Prozent geschrumpftem Volumen des Gesamtmarktes der Spezialfonds ohne Immobilien-Spezialfonds (gegenüber noch Volumenssteigerungen von 7 beziehungsweise sogar noch 28 Prozent in den beiden Vorjahren) setzen

Übersicht 4: Bewegungen in den Kapitalanlagen der VU bei Investmentanteilen (= de facto in Spezialfonds) Zahlenangaben in Millionen DM, ab 2001 in Millionen Euro

	Brutto-Zugang	Abgänge	Netto-Zugang
2000*			
I. Quartal	23 385	8 125	15 260
II. Quartal	15 004	7 526	7 478
III. Quartal	12 478	3 960	8 518
IV. Quartal	47 856	20 104	27 856
Total	98 827	39 715	59 112
2001**			
I. Quartal	12 391	5 672	6 719
II. Quartal	7 298	4 061	3 237
III. Quartal	8 126	5 032	3 094
IV. Quartal	31 312	19 633	11 679
Total	59 127	34 398	24 729

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

* Quelle: VerBAV 7/00, 10/00, 2/01 und 4/01

** Quelle: VerBAV 11/01, 1/02 und 4/02

Tabelle 9: Struktur der Spezialfonds-Inhaber je KAG-Gruppe in Prozent vom Fondsvolumen* (Spezialfonds ohne Immobilien-Spezialfonds jeweils ohne Genossenschaftsbanken und ohne Sonstige) per Ende 2000/2001

Kapitalanlagegesellschaften der	Groß- und Regionalbanken		Privatbanken		Sparkassen und Landesbanken		Versicherungs-beteiligungen		Auslandsbankentöchter		
	jeweils 2000 gegenüber 2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
jeweils in Prozent je KAG-Gruppe											
I - V Inländische Spezialfonds-Inhaber											
I VU Versicherungswirtschaft insgesamt also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	26,2	24,2	40,7	39,2	19,6	19,3	89,6	88,4	30,1	26,9	
II SVT Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	2,3	2,3	1,1	1,4	1,3	0,8	-	0,2	1,9	2,2	
III Institutionalisierte Altersversorgung insgesamt, also Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke	21,3	19,1	26,1	25,2	6,6	7,2	4,3	3,9	21,5	24,2	
IV Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen (davon Kreditinstitute, so genannte Depot-A-Fonds)	36,9 (16,2)	40,4 (15,7)	23,1 (7,8)	25,6 (8,5)	68,1 (58,5)	65,0 (58,2)	4,8 (1,5)	5,7 (1,7)	38,5 (25,0)	37,8 (24,6)	
V Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	12,5	13,5	9,0	8,6	3,7	7,5	0,7	1,4	6,5	7,6	
VI Ausländische Spezialfonds-Inhaber	0,8	0,5	-	-	0,7	0,2	0,6	0,4	1,5	1,3	
	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0		

Ergebnisse einer Umfrage der Autoren.

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

* Tabelle 9 ist aufgemacht auf Basis von Tabelle 4, zugeordnet den KAG-Gruppen, wie definiert in Tabelle 6 – aber ohne die KAG-Gruppen „Genossenschaftsbanken“ und „Sonstige“, da dort jeweils nur zwei beziehungsweise wenige KAGs eingruppiert sind und andererseits jeweils eine oder zwei KAGs darin im Fondsvolumen mehr als „überwiegt“ beziehungsweise „überwiegen“.

sich die bisherigen Tendenzen der relativen Marktanteilsverschiebungen nur teilweise akzentuierter als bisher fort, teilweise drehen sie auch.

Die Volumina der Spezialfonds von den Kapitalanlagegesellschaften der Groß-/Regionalbanken schrumpfen besonders stark; das Minus betrifft sowohl Fondszahl wie Fondsvolumen als auch den relativen Marktanteil, der erstmals für diese Anbietergruppe auf deutlich unter 30 Prozent zurückgeht. Dagegen gelingt den Kapitalanlagegesellschaften der Privatbanken eine durchgehende Trendumkehr durch ein dreifaches Plus bei Fondszahl, Fondsvolumen und relativem Marktanteil.

Die Kapitalgesellschaften der Sparkassen und Landesbanken wachsen gegen den Trend der allgemeinen Volumensschrumpfung und steigern ihren Marktanteil erstmals auf deutlich über ein Fünftel. Die KAGs der Genossenschaftsbanken schneiden auf relativ niedrigerem Niveau ebenfalls deutlich besser ab als der Volumens-trend und verbessern ihre Position am Markt auf 6 Prozent, das heißt sie gewinnen im vierten Jahr hintereinander, nachdem sie noch 1996 bei unter 5 Prozent Marktanteil gelegen hatten.

Den größten Sprung bei dem Spezialfonds im Jahre 2001 machen wiederum die 16 Kapitalanlagegesellschaften, die Versicherungsbeteiligungen darstellen: Fondszahl plus 8,9 Prozent, Fondsvolumen plus 2,8 Prozent und Steigerung des Marktanteils auf jetzt 20,4 Prozent. Die KAGs der Versicherungen sind damit die zweitstärkste Anbietergruppe am Markt geworden und haben die KAGs der Sparkassen und Landesbanken von dieser Position im Jahre 2001 knapp verdrängt.

Weitere Umschichtungen in VU-KAGs

Dass VU im Jahre 2001 erhebliche Volumina von Spezialfonds in ihre eigenen Kapitalanlagegesellschaften massiv umgeschichtet haben, kann auch aus der Kapitalanlagestatistik des Bundesaufsichtsamts für das Versicherungswesen hergeleitet werden: Die quartalsweise veröffentlichten Zahlen der VerBAV zeigen nämlich nicht nur erhebliche Neuanlagen der VU in Spezialfonds, sondern eben auch erhebliche Fonds-Auflösungen (Übersicht 4). Diese Übersicht bedeutet nichts anderes, als dass im Jahre 2001 gut 58 Prozent (nach über 40 Prozent im Vorjahr) der Brutto-Anlagen in Spezialfonds der VU aus Fondsaufösungen stammen.

Die Anzahl der Versicherungs-KAGs ist in 2001 gegenüber dem Vorjahr gleich geblieben (mit 16), wohl aber gab es eine Namensänderung von Talax in Ampega.

Weit weniger spektakulär als im Vorjahr erscheint in 2001 die Spezialfonds-Entwicklung bei denjenigen Kapitalanlagegesellschaften, die Auslandsbankentöchter sind. Eine Kapitalanlagegesellschaft ist hier ausgeschieden, weil sie nur noch Publikumsfonds auflegt und keine Spezialfonds mehr (CDC, jetzt umfirmiert in Swiss Re Asset Management). Die verbliebenen 16 Kapitalanlagegesellschaften dieser Gruppe (Umfirmierung von Sal. Brothers in Citigroup Asset Management) vermochten den Aufwärtstrend der Vorjahre nicht durchgängig fortzusetzen: Zwar konnte die Anzahl der verwalteten Spezialfonds in 2001 noch um 5,5 Prozent gesteigert werden, aber im Fondsvolumen fiel diese Gruppe um 3,8 Prozent zurück, so dass sich auch ihr relativer Marktanteil leicht von 7,1 Prozent auf jetzt 7,0 Prozent zurückbildete. Die heterogene Gruppe der Sonstigen Kapitalanlagegesellschaften fällt in 2001 absolut wie relativ zurück (Marktanteil jetzt nur noch 3,5 Prozent nach 4,2 beziehungsweise 4,7 Prozent in den Vorjahren), bleibt aber wegen der darin ent-



Übersicht 5: Durchschnittliches Fondsvermögen der Kapitalanlagegesellschaften (Basis Tabelle 6)

Kapitalanlagegesellschaften der	Durchschnittliches Fondsvermögen in Millionen Euro per Fonds		
	per 12/2001	per 12/2000	per 12/1999
Groß- und Regionalbanken	81	88	95
Privatbanken	90	95	103
Sparkassen und Landesbanken	68	71	73
Genossenschaftsbanken	60	58	59
Versicherungsbeteiligungen	237	251	226
Auslandsbankentöchter	70	77	82
Sonstige	336	486	516
Durchschnitt über alles	90	96	99

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

haltenen Schwergewichte (Siemens KAG und Postbank Invest) durchaus bedeutend und hat im abgelaufenen Jahre durch eine interessante Neuentwicklung von sich reden gemacht:

Im zweiten Halbjahr 2001 wurde in Frankfurt die Lupus alpha Kapitalanlagegesellschaft mbH gegründet als partnerschaftlich organisierte Gesellschaft, die Privatinvestoren gehört und demnach in keine der bestehenden KAG-Gruppen (Banken/Kreditinstituten, Versicherungen, ausländischen Anbietern gehörend) einzuordnen ist. Lupus alpha hatte bis Jahresende 2001 neben vier Publikumsfonds bereits zwei Spezialfonds aufgelegt und wirbt in der Branche mit den Argumenten, von Kreditinstituten, Versicherungen, Industrieunternehmen und ausländischen Anbietern unabhängig zu sein, und damit, dass fünf Gesellschafter, die zusammen 50 Prozent des Kapitals besitzen, auch als die leitenden Manager dieser Kapitalanlagegesellschaft

fungieren. Es wird interessant sein zu verfolgen, wie sich derartige neue Asset-Management-Konzepte auf dem Markt entwickeln werden. Jedenfalls die seit langem bestehende, nicht unähnlich strukturierte GWA Gesellschaft für Wertpapieranlagen-GWA-mbH, Düsseldorf, ist mit drei Publikumsfonds und zwei Spezialfonds seit Jahren relativ konstant geblieben.

Mikro-Analyse der Marktanteile nach KAG-Gruppen

Noch aufschlussreicher wird die globale Marktanteilsbetrachtung, wenn man die Marktsegmente den einzelnen KAG-Gruppen zuordnet und dann entsprechend aufschlüsselt, wie in Tabelle 9 geschehen. Allerdings wurde darauf Rücksicht genommen, dass es in den KAG-Gruppen der Genossenschaftsbanken einerseits und der Sonstigen andererseits jeweils nur wenige KAGs gibt, von denen wiederum jeweils eine oder zwei volumenmäßig derart do-

miniert/dominieren, dass man Einzelrück-schlüsse ziehen könnte: Bei der Marktanteilszuordnung auf Basis der Struktur der Spezialfonds-Inhaber (Tabelle 4) zu den KAG-Gruppen, wie diese in Tabelle 6 definiert sind, wurden deshalb wiederum die vorgenannten beiden KAG-Gruppen (Genossenschaftsbanken und Sonstige) herausgelassen. Auch wenn damit „nur“ noch 90,6 Prozent des gesamten Spezialfonds-Fondsvolumens in die Übersicht einbezogen sind, gibt Tabelle 9 dennoch überraschende Einblicke, weil eben je betrachteter KAG-Gruppe das jeweils gesamte Fondsvolumen der betreffenden KAG-Gruppe erfasst ist und inzwischen der Vergleich mit einer Reihe von Vorjahren möglich ist.

Teilweise markante Verschiebungen

Die Verschiebungen in den Anlegerstrukturen je KAG-Gruppe sind 2001 gegenüber 2000 teilweise erneut recht deutlich. Es fallen folgende Punkte auf:

1. Die Versicherungswirtschaft ist mit ihren Spezialfonds natürlich nach wie vor „bei sich selbst“ am stärksten vertreten und baut diesen Anteil mit nur plus 1,26 Milliarden Euro in 2001 noch aus (weshalb der Anteil relativ leicht zurückgeht), dann bei den KAGs der Privatbanken, wo allerdings auch Rückgänge erscheinen (absolut um 281 Millionen Euro, relativ auf 39,2 Prozent).

Größer stellen sich die Rückgänge der Spezialfonds-Anlagen der Versicherungswirtschaft bei den KAG-Gruppen Auslandsban-

Tabelle 10: Entwicklung ausgewählter Kapitalanlagepositionen der VU (ab 2001 in Millionen Euro)

Zeile Nr.	1975	1991*	1995	2000	2001				
1 Kapitalanlagen insgesamt in Mrd. DM	162	782	1 117	1 704	943 845				
2 dito indiziert	100	483	689	1 053	1 140				
3 Pos. Wertpapiere insgesamt in Mrd. DM	38	220	342	605	330				
4 dito indiziert	100	579	900	1 591	1 699				
5 dito in Prozent von Zeile 1	23,5	28,1	30,6	35,48	34,0				
6 Pos. Investmentzertifikate (Wertpapiersondervermögen) in Mill. DM	2 275	73 495	64 093*	130 517	117 465**	380 680	342 612**	216 335	194 702**
7 dito indiziert	100	3 231	2 817	5 737	5 163	16 733	15 060	18 598	16 739
8 dito in Prozent von Zeile 3	5,99	33,41	29,13	38,16	34,35	62,97	56,68	65,55	59,00
9 dito in Prozent von Zeile 1	1,4	9,4	8,2	11,68	10,52	22,34	20,11	22,92	20,63

Quelle: GB BAV 1975 bis 2000 sowie VerBAV 04/02

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

* Zwischen 1990 und 1994 war es möglich, nur Spezialfonds-Zertifikate aus dem GB BAV herauszulesen. Darum wurden in diesem Zeitraum beide Angaben gemacht, um einen unerklärlichen Bruch in der Statistik zu vermeiden. Aus dem gleichen Grund wurde die doppelte Angabe danach fortgeführt (Investmentfonds allgemein/Spezialfonds). Im Übrigen ist zu beachten, dass die Anzahl der berichtenden VU im Zeitablauf nicht konstant ist.

** Ab 1995 ist die Aufteilung der „Investmentanteile“ nur für die Erstversicherer und dann jeweils nur in der Teil-B-Ausgabe sozusagen nachträglich möglich, sodass Spezialfonds mit 90 Prozent der Globalzahl angesetzt werden, denn dieser Marke näherte sich der Spezialfonds-Anteil aller VU in 1993 und 1994. Inzwischen liegt der Spezialfonds-Anteil bei den Erstversicherern eher bei 95 Prozent der Position „Investmentanteile“.

Tabelle 11: Anteil der Versicherungsunternehmen am Mittelaufkommen der Spezialfonds (zu schätzen aus dem Brutto-Zugang an „Anteilen bei Wertpapiersondervermögen“ – ab 1991 aus dem Netto-Zugang)⁴⁾

Jahr	Mittel- auf- kommen Spezial- fonds ¹⁾	Netto- beziehungsweise Brutto-Zugang an „Anteilen bei Wertpapiersondervermögen“ ²⁾											
		alle Versicherungs- unternehmen		Lebens- versicherungs- unternehmen		Pensions- und Sterbekassen		Kranken- versicherungs- unternehmen		Schaden- und Unfall- versicherungs- unternehmen		Rück- versicherungs- unternehmen	
		Mill. DM	Prozent von Spalte 1 ³⁾	Mill. DM	Prozent von Spalte 1 ³⁾	Mill. DM	Prozent von Spalte 1 ³⁾	Mill. DM	Prozent von Spalte 1 ³⁾	Mill. DM	Prozent von Spalte 1 ³⁾	Mill. DM	Prozent von Spalte 1 ³⁾
1975	1 407	805,3	46	405,8	23	119,9	7	15,7	1	124,5	7	139,3	8
1983	3 706	2 987,6	81	1 476,2	40	720,7	20	193,9	5	384,1	10	212,7	6
1989	16 839	12 495	74	6 728	40	1 647	10	535	3	2 502	15	1 084	6
1992	23 300	10 911	46	6 829	29	822	3	658	3	1 942	8	662	3
1995	36 891	15 823	43	8 444	23	1 331	4	1 399	4	2 718	7	2 232	6
1997	107 083	43 387	40,5	25 613	23,9	4 998	4,7	3 658	3,4	4 618	4,3	4 499	4,2
1998	129 458	58 147	44,9	35 962	27,8	5 273	4,1	4 721	3,6	5 416	4,2	6 774	5,2
1999	113 152	60 208	53,2	38 624	34,1	6 308	5,6	6 113	5,4	5 173	4,6	3 989	3,5
2000	86 272	59 112	68,5	41 416	48,0	5 187	6,0	5 699	6,6	4 277	5,0	2 434	2,8
2001*	39 015	24 729	63,4	14 379	36,9	3 668	9,4	2 753	7,0	2 615	6,7	1 339	3,4

* Ab 2001 alle absoluten Beträge in Millionen Euro.

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

¹⁾ Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Kapitalmarktstatistik (ab 1995 inklusive Geldmarkt-Spezialfonds und ab 2000 inklusive Dach-Spezialfonds, aber ohne Immobilien-Spezialfonds).

²⁾ Quelle: Veröffentlichungen des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen (Anzahl der berichtenden VU nicht konstant).

³⁾ Dies unter der Annahme, dass es sich bei „Wertpapiersondervermögen“ zu vier Fünftel um „Spezialfonds“ handelt bis 1992, ab 1993 Annahme: alle sind Spezialfonds.

⁴⁾ Statistikänderung ab 1991: Netto-Zugang = Zugang abzüglich Abgang; die jeweils später vorliegenden Zahlen des GB BAV weichen geringfügig ab (im Verhältnis zur Größenordnung); Differenzen in den Quersummen sind erklärbar.

Tabelle 12: Anteil der Wertpapier-Spezialfonds an den Kapitalanlagen insgesamt und an den Wertpapiieranlagen je Versicherungssparte (Spezifizierung von Tabelle 10 mit Ergänzungsangaben aus VerBAV April 2002)

Zeilen 1 bis 4 in Mrd. DM**	Alle VU			LVU			PK + StK			Krank-VU			(Sch/U)-VU			Rück-VU		
	Spalte 0.2 1999	Spalte 0.3 2000	Spalte 0.3 2001	Spalte 1.2 1999	Spalte 1.3 2000	Spalte 1.3 2001	Spalte 2.2 1999	Spalte 2.3 2000	Spalte 2.3 2001	Spalte 3.2 1999	Spalte 3.3 2000	Spalte 3.3 2001	Spalte 4.2 1999	Spalte 4.3 2000	Spalte 4.3 2001	Spalte 5.2 1999	Spalte 5.3 2000	Spalte 5.3 2001
Anzahl der berichtenden VU	(657)	(647)	(631)	(124)	(121)	(122)	(139 + 41)	(138 + 41)	(136 + 40)	(54)	(52)	(52)	(256)	(253)	(248)	(43)	(42)	(41)
1) Kapitalanlagen insgesamt	1 596	1 704	943 845	987	1 056	570 947	130	138	72 239	128	142	80 953	185	188	99 468	167	180	120 438
2) WP-Anlagen (ohne Btlg.)	557	605	335 370	308	343	188 611	70	74,5	39 415	41	45,6	25 985	77,5	79	41 717	60,4	62,6	39 641
3) WP-Sonder- vermögen ¹⁾	322	381	216 335	186	227	129 186	42	47,6	27 632	22,1	30,2	17 253	40,1	44,6	25 095	28,5	31,0	17 169
4) nur WP- Spezialfonds*	289	343	194 702	168	205	116 267	37,8	42,8	24 869	19,9	27,2	15 582	36,1	40,1	22 586	25,7	27,9	15 452
5) Zeile 4 in Prozent von Zeile 1	18,13	20,11	20,63	17,02	19,38	20,36	29,08	31,10	34,52	15,61	19,12	19,18	19,55	21,34	22,71	15,41	15,51	12,83
6) Zeile 4 in Prozent von Zeile 2	51,91	56,68	58,06	54,43	59,66	61,64	53,71	57,49	63,10	48,47	59,61	59,76	46,58	50,81	54,14	42,51	44,60	38,98

Anmerkung: Es ist zu beachten, dass die Zahl der berichtenden VU im Zeitablauf nicht konstant ist.

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

* Ab 1995 Angaben über Spezialfonds allein nicht mehr erhältlich, deshalb mit 90 Prozent des Volumens „Investmentanteile“ geschätzt; „Investmentanteile“ heißt in der BAV-Statistik ab 1995 jetzt die bisherige Position „Wertpapier-Sondervermögen“, deren Inhalt sich auch etwas geändert hat (zum Beispiel inklusive Geldmarkt-fonds-Anteilen).

** Ab 2002 in Millionen Euro.

kentöchter (minus 1,6 Milliarden Euro) und bei den KAGs der Groß- und Regionalbanken dar (minus 6,1 Milliarden Euro), während die Spezialfonds-Anlagen der Versicherungswirtschaft bei den KAGs der Sparkassen und Landesbanken absolut gleich bleiben (plus 9 Millionen Euro) und nur relativ etwas abgleiten.

2. Die Spezialfonds-Anlagen der Gruppe (deutsche Sozialversicherungsträger (SVT) haben sich im vergangenen Jahr bei rückläufiger Gesamttendenz (minus 425 Millionen Euro) im Einzelnen recht eigenartig entwickelt: Die starken Rückgänge der SVT-Spezialfonds-Anlagen betreffen vor allem die KAGs der Sparkassen und Landesbanken

(minus 556 Millionen Euro) sowie derjenigen der Groß- und Regionalbanken (minus 194 Millionen Euro), während bei dieser Anleger-Gruppe Zuwächse zu verzeichnen haben die KAGs der Privatbanken (plus 243 Millionen Euro), der Versicherungsunternehmen (plus 214 Millionen Euro) und der Ausländer (plus 76 Millionen Euro).



Tabelle 13: Mittelaufkommen der inländischen Spezialfonds nach Anteilhabern (ohne Immobilien-Spezialfonds), das heißt „umgruppierte“ Bundesbankzahlen

	1999		2000		2001	
	in Mill. Euro	in Prozent	in Mill. Euro	in Prozent	in Mill. Euro	in Prozent
Von inländischen Anteilhabern	58 000	100,25	44 464	101,64	39 339	100,80
von VU (inklusive PK + Versorgungswerke)	24 414	42,20	24 150	55,20	23 269	59,60
von Sozialversicherungsträgern + öffentlichen Zusatzversorgungsanstalten	1 722	2,98	- 894	- 2,05	1 155	3,00
von sonstigen Unternehmen + Kreditinstituten (davon Kreditinstitute)	29 057 (19 468)	50,22 (33,65)	18 538 (13 455)	42,38 (30,76)	12 121 (8 030)	31,10 (20,60)
von privaten Organisationen ohne Erwerbszweck und von restlichen	2 805	4,85	2 675	6,11	2 793	7,10
von ausländischen Anteilhabern	- 145	- 0,25	- 718	- 1,64	- 313	- 0,80
Total	57 853	100,00	43 747	100,00	39 026	100,00

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Quelle: Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank und eigene Berechnungen.

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

3. Die institutionalisierte Altersversorgung ist in 2001 bei insgesamt steigendem Volumen (plus 3,13 Milliarden Euro) interessanterweise mit ihren Spezialfonds-Anlagen nur bei den KAGs der Auslandsbankentöchter (plus 678 Millionen Euro) und denjenigen der Sparkassen und Landesbanken (plus 605 Millionen Euro) in Vorrückung begriffen, während alle anderen KAG-Gruppen hier Rückgänge hinnehmen müssen: KAGs der Groß- und Regionalbanken (minus 5,8 Milliarden Euro), der Privatbanken (minus 142 Millionen Euro) und der Versicherungen (minus 320 Millionen Euro).

Mit Fug und Recht kann man aus dem starken und immer noch steigenden Anteil der Spezialfonds dieser Anlegergruppe bei den KAGs der Auslandsbankentöchter schließen, dass diejenigen Institutionellen, die verstärkt ex D und ex EG/EWR anlegen wollen, hier deshalb besonders stark vertreten sind, weil sie damit das Know-how der Auslandsmärkte von den ausländischen Muttergesellschaften jener KAGs „einkaufen“ wollen.

4. Am auffälligsten aber ist in 2001 erneut ein gewisser Strukturwandel der Spezialfonds-Inhaber Wirtschaftsunternehmen und darin wiederum die Rubrik „Kreditinstitute, so genannte Depot-A-Fonds“: Während die Gesamtanlagen dieser Gruppe (gemäß Tabelle 4) zurückgehen (absolut um minus 8,5 Milliarden Euro), laufen die Entwicklungslinien bei den Wirtschaftsunternehmen einerseits und den Kreditinstituten andererseits in verschiedene Richtungen – und dies noch verstärkt, wenn man die Spezialfonds-Anlagen dieser Inhabergruppen bei den diversen Anbietergruppen im Detail verfolgt.

Die Spezialfonds-Anlagen der Wirtschaftsunternehmen (ohne Kreditinstitute) wachsen bei der KAG-Gruppe der Groß- und Regionalbanken (plus 3,2 Milliarden Euro), der Privatbanken (plus 1,6 Milliarden Euro) und bei denjenigen der Versicherungsbeteiligungen (plus 735 Millionen Euro), reduzieren sich aber bei den Kapitalanlagegesellschaften der Sparkassen und Landesbanken (minus 2,7 Milliarden Euro). Da der Gesamtsaldo der Verschiebungen bei den Spezialfonds-Anlagen der Wirtschaftsunternehmen (ohne Banken) im Vergleich 2001 mit 2000 ein Minus von 9,2 Milliarden Euro beträgt, müssen in dieser Hinsicht bei den aus dargelegten Gründen hier nicht detailliert aufgeführten KAG-Gruppen erhebliche Veränderungen stattgefunden haben.

Bemerkenswerte Entwicklungen im Depot-A-Geschäft

Ganz anders dagegen stellt sich der Spezialfonds-Markt im so genannten Depot-A-Geschäft dar, wo sich insgesamt in 2001 ein Zuwachs von rund 750 Millionen Euro ergibt, der sich aber äußerst differenziert verteilt: Einem Minus von fast 2,8 Milliarden Euro bei den KAGs der Groß- und Regionalbanken sowie einem solchen von gut

400 Millionen Euro bei den KAGs der Auslandsbanken stehen Zuwächse bei den KAGs der Sparkassen und Landesbanken wie der Privatbanken von jeweils plus 600 Millionen Euro und von plus 250 Millionen Euro bei den VU-Kapitalanlagegesellschaften gegenüber; auch da ergibt sich ein erheblicher Restsaldo, der bei den beiden im Detail hier nicht erfassten KAG-Gruppen seine Erklärung findet.

Damit sind die KAGs der Sparkassen und Landesbanken ihrem Image, der Depot-A-Dienstleister der Sparkassen zu sein, durchaus gerecht geworden (wovon sie eigentlich in der Vergangenheit wegstrebten), während die Privatbank-KAGs und die KAG-Auslandsbankentöchter sich über ihren weiteren Erfolg beim Einstieg ins Depot-A-Geschäft sicherlich freuen.

5. Bei der Spezialfonds-Verwaltung für die Anlegergruppe der sonstigen zulässigen Spezialfonds-Inhaber gibt es in 2001 eigentlich nur Gewinner unter den KAGs – mit Ausnahme der Kapitalanlagegesellschaften der Privatbanken; dabei ist die Verdoppelung beim Anteil am Spezialfondskuchen dieser Anlegergruppe bei den KAGs der Sparkassen und Landesbanken

Übersicht 6: Buchwerte/Zeitwerte/Stille Reserven in Position „Investmentanteile“ aller VU (ohne PK/StK)

	Buchwerte	Zeitwerte	Stille Reserven		
	in Mill. DM		in Mill. DM	in Prozent des Buchwertes	Prozentanteil an den gesamten Stillen Reserven
12/1998 Investmentanteile	223 189	278 710	55 521	24,9	16,5
12/1999 Investmentanteile	282 187	372 799	90 612	32,1	22,4
12/2000 Investmentanteile (hier noch ohne Rückversicherungen)	300 747	362 752	62 004	20,6	28,7

Quelle: GB BAV

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

besonders bemerkenswert (von 3,642 Milliarden Euro Ende 2000 auf 7,597 Milliarden Euro per Ende 2001).

6. Das Geschäftsfeld ausländische Spezialfonds-Inhaber ist im Jahre 2001 bei allen Spezialfonds-Anbietern nicht nur relativ, sondern auch absolut zurückgegangen, wie schon in den Betrachtungen zu Tabelle 4 kommentiert. Das Volumen der nicht-deutschen Anlegern gehörenden Spezialfonds ist in 2001 auf 2,03 Milliarden Euro zurückgefallen, nachdem es noch zum Vorjahresende immerhin 3,14 Milliarden Euro betragen hatte.

Durchschnittsgröße pro Spezialfonds erneut zurückgegangen

Interessant ist in diesem Zusammenhang aber folgende Feststellung: Die Durchschnittsgröße pro Spezialfonds (ohne Immobilien-Spezialfonds), die jahrelang nur gestiegen war, Ende 1999 mit 99 Millionen Euro ihren Höhepunkt erreichte und im Jahre 2000 erstmals zurückging (auf 96 Millionen Euro), ist zum Jahresende 2001 erneut zurückgegangen, nämlich auf 90 Millionen Euro, und das generell über die ganze Branche (mit Ausnahme bei den KAGs der Genossenschaftsbanken; laut Umfrage Fondsvermögen 498,010 Milliarden Euro bei 5 514 Spezialfonds; die analogen Zahlen für die verschiedenen KAG-Gruppen sind der Übersicht 5 zu entnehmen).

Dies bedeutet, dass die Spezialfonds-Volumina der Privatbanken-KAGs genau dem Branchendurchschnitt entsprechen und die derjenigen der Groß- und Regionalbanken nahe unter dem Durchschnitt liegen. Die Volumina der Spezialfonds der Versicherungsbeteiligungen liegen mit mehr als dem Zweieinhalbfachen deutlich über dem Durchschnitt, diejenigen der Spezialfonds der KAGs der Auslandsbanken ebenso wie diejenigen der Sparkassen/Landesbanken sind weiter deutlich unter dem Durchschnitt gefallen.

Lediglich bei den KAGs der Genossenschaftsbanken konnte die Durchschnittsgröße der Spezialfonds leicht zulegen. Die Volumina der Spezialfonds der Sonstigen KAGs stellen in ihrer Übergröße eine Besonderheit dar, die für sich gesehen werden muss, und doch sind auch deren Spezialfonds-Durchschnittsgrößen merklich zurückgegangen.

Analyse für Versicherungsunternehmen/Pensionskassen/Sterbekassen

Analysiert man von der „anderen Seite“ der Anleger her – weil und soweit solches durch die Veröffentlichungen des bisherigen Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen (VerBAV) und die jährlichen Geschäftsberichte des BAV (GB BAV) möglich ist – die Spezialfonds-Anlagen der größten Anlegergruppe, nämlich der gesamten VU und der PK/StK, so ergeben sich gemäß den Tabellen 10 bis 12 interessante Feststellungen. Diese Anlegergruppe VU/PK/StK besitzt mehr als die Hälfte des Spezialfonds-Volumens, wie sich übereinstimmend aus Tabelle 4 nach der Umfrage (Kandlbinder-Studie – Red.) der Autoren und de facto auch aus Tabelle 5, die auf Bundesbankzahlen fußt, ergibt, und stellt damit die bedeutendste Anlegergruppe bei den Spezialfonds überhaupt dar.

Seit 1975, als die damals große VAG-Novelle die ersten Liberalisierungs- und Deregulierungsschritte brachte, verbunden mit einer für den externen Betrachter transparenteren Rechnungslegung auch bei den Kapitalanlagen, hat sich die Position Wertpapier-Sondervermögen stark entwickelt (Tabelle 10). Zwischendurch (von 1990 bis 1994) waren die Spezialfonds sogar in einer eigenen Unterposition „Wertpapier-Spezialfonds“ exakt greifbar; seitdem ist dies lediglich für die Erstversicherer und dann jeweils nur in der Teil-B-Ausgabe des GB BAV sozusagen nachträglich möglich.

Immerhin zeigen diese Veröffentlichungen, dass bei den Erstversicherern die Spezialfonds in den Jahren seit 1995 sogar bis zu 95 Prozent der Position „Investmentanteile“ ausmachen. Das heißt, die seit Jahren veröffentlichte Annahme der Autoren, dass 90 Prozent der Position „Investmentanteile“ aller VU Spezialfonds darstellen, ist für die Spezialfonds eher „untertrieben“.

Spezialfonds-Vorteile im Blickwinkel der Aufsicht

Schon im GB BAV 1999 (Teil A) hatte das Bundesaufsichtsamtsamt für das Versicherungswesen erstmals selbst konkret die besonderen Vorteile der Anlage via Spezialfonds für VU/PK/StK herausgestellt: „Ein Vorteil der Anlage in Investmentanteilen gegenüber der Direktanlage sind die freieren Anlagemöglichkeiten im Sondervermögen. Außerdem erfolgt der Ausweis der

Ausschüttung unter den laufenden Erträgen, auch wenn sie innerhalb des Sondervermögens aus der Realisierung stiller Reserven stammen. Die Ausschüttungen gehen in die so genannte ‚Verzinsung nach Verbandsformel‘ ein.“

Drei Bereiche sind mit den „freieren Anlagemöglichkeiten“ angesprochen:

– die Anlage in nicht-börsennotierten Wertpapieren in Höhe von bis zu 10 Prozent des Sondervermögens,

– die bisher „legale“ Erhöhung restriktiver Anlagegrenzen durch Ausschöpfung der „unterwiegend“ möglichen Anlagen in Sondervermögen, die exakt der „überwiegend“-Regelung von § 54a Abs. 2 Nr. 6 Satz 1 VAG entsprechen (dieser Vorteil wird allerdings bei Anwendung des Prinzips der Durchrechnung in Zukunft weitgehend eingeschränkt, wenn nicht ganz wegfallen), und

– die Durchführung von derivativen Finanzgeschäften innerhalb der Sondervermögen im Rahmen des KAGG.

In diesen Fällen also vertraut die Versicherungsaufsicht sicher zu Recht auf die Regelungen des KAGG und deren Überwachung durch die Bankenaufsicht, sodass sich in der Tat in der Anlage über Spezialfonds für die beaufsichtigten Unternehmen „freiere Anlagemöglichkeiten“ ergeben als in der Direktanlage.

Umdenken für Spezialfonds-Anbieter durch die „Anlageverordnung“

Durch die seit 1. Januar 2002 geltende neue „Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen“, Anlageverordnung genannt (abgekürzt AnIV), wird die Branche der Spezialfonds-Anbieter allerdings in weiten Bereichen umdenken müssen, wobei noch nicht alle Konsequenzen auf Vertragsbedingungen und Management von Spezialfonds für Anlagen aus dem gebundenen Vermögen von VU/PK ausdiskutiert sind beziehungsweise erst durch nachfolgende Aufsichts Rundschreiben definitiv geklärt werden sollen. Jedenfalls werden in der Anlageverordnung die Anlagen in Sondervermögen (auch in Spezialfonds) ausführlicher und detaillierter behandelt als in den bisherigen Bestimmungen des Versicherungsaufsichtsgesetzes § 54a.



Die Aktienquote (und davon profitieren natürlich auch die Spezialfonds) wird von bisher 30 Prozent auf 35 Prozent erhöht. Die bisherige 5-Prozent-Öffnungsklausel bleibt zusätzlich bestehen, sogar mit einer Genehmigungsoption für die Aufsicht um nochmals 5 Prozent, aber lieb gewonnene „Überwiegend-Regelungen“ und Vorschriften betreffend so genannte „reine Rentenfonds“ fallen weg. An ihre Stellen treten transparentere Regelungen, die einer realistischen Risikofassung mittels so genannter „Durchrechnung“ gerechter werden. Wenigstens ist zum teilweisen Ausgleich der bisherigen „Überwiegend-Regelungen“ die Quote des Volumens der ex-EWR-Anlagen von vormals 6 Prozent auf nunmehr 10 Prozent erhöht worden.

Versicherungsunternehmen/ Pensionskassen/Sterbekassen

Auf Grund der Durchrechnungsmöglichkeit dürfte die Aktienquote in den VU/PK entlastet werden, was Raum für zusätzliche Aktien-Spezialfonds oder wenigstens für zusätzliche Aktievolumina in bestehenden Spezialfonds schafft. Zunächst aber ist Verwaltungsarbeit angesagt bei den Kapitalanlagegesellschaften: Die Spezialfonds-Vertragsbedingungen müssen angepasst werden sowohl wegen der Auswirkungen der Finanzmarktförderungsgesetze auf das KAGG als auch wegen der Auswirkungen der Anlageverordnung auf die Spezialfonds für die Anlagen aus dem gebundenen Vermögen der VU/PK/StK, und natürlich muss das interne Reporting an die VU/PK/StK-Spezialfonds-Inhaber gemäß der Anlage grundlegend umgestaltet werden.

Die Bedeutung der Spezialfonds für die Anlegergruppe VU/PK/StK ist in 2001 erneut gewachsen und dementsprechend kaum zu überschätzen:

– Fast 23 (genau 22,92) Prozent der Gesamtanlagen von VU/PK/StK sind per Dezember 2001 (im Vorjahr 22,34 Prozent) via Investmentfonds angelegt, davon per Ende 2001 mit 20,63 Prozent der Gesamtanlagen das meiste in Wertpapier-Spezialfonds (im Vorjahr 20,11 Prozent).

– Nimmt man als Bezugsbasis zum gleichen Zeitpunkt Dezember 2001 (in Klammern Angaben zum Dezember 2000) die überhaupt nur „fondsfähige“ Position Wertpapiere (das sind Aktien, Festverzinsliche und Fondszertifikate), so lauten per

Dezember 2001 die entsprechenden Bezugswerte: 65,55 (62,97) Prozent der Wertpapieranlagen sind Anteile an Wertpapier-Investmentfonds, das meiste davon, nämlich im Dezember 2001 genau 59,00 (56,68) Prozent der Wertpapieranlagen, sind Anteile an Wertpapier-Spezialfonds. Dieser weitere Anstieg der Spezialfonds-Anlagen auch in 2001 bedeutet, dass die zum ersten Mal in 1999 erreichte Überschreitung der 50-Prozent-Grenze keine Eintagsfliege war, sondern folgerichtig im langfristigen Trend liegt: Von den überhaupt nur fondsfähigen Vermögensanlagen der VU/PK/StK-Branche sind seit 1999 deutlich mehr als die Hälfte in Spezialfonds angelegt – und dies muss noch lange nicht „das Ende der Fahnenstange der Spezialfonds-Anlagen“ bedeuten.

Zwar konnte schon bisher das gesamte gebundene Vermögen ausschließlich in Spezialfonds angelegt werden, denn die Anlage in einem „Reinen Rentenfonds“ war bis zu 50 Prozent des gebundenen Vermögens möglich, darüber hinaus in einem „Aktienbeziehungweise Gemischten Spezialfonds“ bis zu 30 Prozent und in einem Immobilien-Spezialfonds bis zu 25 Prozent.

Diese Erkenntnis setzt sich bei den Anlegern jedoch nur langsam durch. Möglicherweise bestehen auch noch Vorbehalte, die Verwaltung des gesamten gebundenen Vermögens aus der Hand zu geben. Hier werden es sich die Spezialfonds-KAGs zur Aufgabe machen müssen, solche Vorbehalte zu zerstreuen.

Auffällig starker Mittelzufluss

Setzt man das Mittelaufkommen des Jahres 2001 bei den Spezialfonds (ohne Immobilien-Spezialfonds) gemäß Bundesbank-Kapitalmarktstatistik in Beziehung zum entsprechenden Netto-Zugang „Anteile bei Wertpapier-Sondervermögen“ oder nach der neuen Rubrik „Investmentanteile“ bei VU/PK/StK gemäß Veröffentlichungen des BAV, so wird die Bedeutung der Versicherungsunternehmen im weitesten Sinne für das Anlagemedium Spezialfonds aufs neue ersichtlich (vergleiche Tabelle 11): Deutlich wie bisher schon kam im Jahre 2001 der Löwenanteil, nämlich über 63 Prozent des Netto-Mittelaufkommens bei den Spezialfonds aus den VAG-aufsichtspflichtigen Versicherungsunternehmen, Pensions- und Sterbekassen (VU/PK/StK) zum Ausdruck:

Obwohl der Mittelzufluss, der aus dieser Anlegergruppe in 2001 in die Spezialfonds ging, um rund 18 Prozent geringer war als im Vorjahr, blieb er doch beachtlich und stellt den vierthöchsten Betrag dessen dar, was bisher in einem einzelnen Jahre von den VU/PK/StK den Spezialfonds zu Gute kam. Nicht umsonst sind Versicherungsunternehmen schon seit geraumer Zeit verstärkt mit ihren KAG-Beteiligungen auch von der Anbieterseite her aktiv ins Spezialfonds-Geschäft eingestiegen.

Der starke neue Mittelzufluss in die Wertpapier-Spezialfonds aus der Anlegergruppe VU/PK/StK wird auch durch die Bundesbankstatistik unterstrichen (Tabelle 13), denn die dort genannten Beträge von 23,3 Milliarden Euro entsprachen in Anbetracht der anderen Machart der Bundesbankstatistik wohl genau den 24,7 Milliarden Euro, die gemäß Tabelle 11 aus der Anlegergruppe VU/PK/StK in Spezialfonds geflossen sind.

Zeitwerte und Buchwerte der Spezialfonds von VU/PK/StK

Bei den Zeit- und Buchwerten der Spezialfonds-Anlagen der Gruppe VU/PK/StK musste man bisher viel spekulieren, um sich irgendwelchen Aussagen anzunähern. Inzwischen aber liegen konkrete Angaben aus dem Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen für Erstversicherer und teilweise auch für Rückversicherer vor, denn gegenüber dem BAV haben die Versicherungsunternehmen die Zeitwerte ihrer Kapitalanlagen getrennt nach Anlagearten anzugeben. Einen Überblick bei diesen bisherigen Ergebnissen gibt Übersicht 6 zu den „Stillen Reserven“ in den „Investmentanteilen“ der VU. Danach gewinnen die „Réserve Occultes“ der Spezialfonds an Bedeutung, doch das Aufsichtsamt setzt im GB-BAV 2000 Teil B auf Seite 13 (erschienen im März 2002) einen bemerkenswerten Absatz zur Offenlegung der Stillen Reserven hinzu, der wie eine Warnung klingt:

„Von den gesamten stillen Reserven in Höhe von 216,0 Milliarden DM (Vorjahr 240,4 Milliarden DM) entfallen zirka 44 Prozent auf Grundstücke sowie auf Kapitalanlagen in verbundenen Unternehmen und Beteiligungen. Diese Kapitalanlagen sind entweder überhaupt nicht oder nur sehr schwer fungibel, handelt es sich doch zum erheblichen Teil um selbst genutzte Geschäftsgrundstücke oder um Konzern-

beteiligungen. Andererseits sind die stillen Reserven in den Aktien und Investmentanteilen (51,9 Prozent, Vorjahr 58,1 Prozent) stark vom Verlauf der Kapitalmärkte abhängig. Es ist ungewiss, ob sie zum Redaktionsschluss dieses Geschäftsberichtes (30. November 2001) noch in der genannten Höhe bestanden haben."

Übernahme von Wertpapieren ins Anlagevermögen

In diesem Zusammenhang muss auch darauf hingewiesen werden, dass der Gesetzgeber es den Versicherungsunternehmen erstmals für den Jahresabschluss 2001 ermöglichte, Wertpapiere ins Anlagevermögen zu buchen und trotz Wertverlust zu den (höheren) Anschaffungskosten zu bilanzieren, solange die eingetretene Wertminderung als „vorübergehend“ einzuschätzen ist.

Kreditinstitute kennen dieses Wertbeibehaltungswahlrecht für Vermögensgegenstände des Anlagevermögens schon lange und wissen aber auch, dass die Prognose über die Dauerhaftigkeit eines Kursverlustes schwierig ist und vor allem dann zu Diskussionen mit dem Abschlussprüfer führen kann, wenn die eingetretenen Kursverluste erheblich sind und eine ausgeglichene Bilanz nicht ohne Ausübung des Wahlrechts dargestellt werden kann.

Dieses Wahlrecht gilt selbstverständlich nicht nur für Aktien und Anleihen sondern auch für Investmentanteile, insbesondere solche an Spezialfonds. Angesichts der Einflussmöglichkeiten des Anlegers auf die Höhe der Ausschüttung stellt sich hier die besondere Frage, inwieweit ausschüttungsbedingte Wertminderungen als dauerhaft beziehungsweise als vorübergehend einzustufen sind.

Die Diskussion dieser Frage ist noch nicht abgeschlossen, doch scheint sich allgemein die Auffassung zu verfestigen, dass eine Wertminderung, woher sie auch stamme, als dauerhaft einzuschätzen ist, wenn unter Berücksichtigung der Anlagepolitik und der Ausschüttungspolitik nicht erwartet werden kann, dass der Anteilwert den Buchwert innerhalb der nächsten vier Jahre erreichen wird. Unabhängig von derartigen Detailfragen haben jetzt jedenfalls auch die Versicherungsunternehmen eine weitere, wenn auch begrenzte Möglichkeit erhalten, Einfluss auf ihre Handelsbilanz zu nehmen.

„Advisory“ – zwischen deutschem Recht und EU-Gepflogenheiten

Unter dem Thema „Outsourcing“ spielt das „Advisory“ insofern eine gewisse Hauptrolle, weil die Investmentberatung international weit verbreitet ist und besonders in vielen EU-Staaten ziemlich liberal gehandhabt wird – bis hin zu den deutlichen Bestimmungen im österreichischen Investmentfondsgesetz, wo es im § 3 Abs. wörtlich heißt:

„Die Kapitalanlagegesellschaft ist berechtigt, sich bei der Verwaltung von Kapitalanlagefonds Dritter zu bedienen und diesen auch das Recht zur Verfügung über die Vermögenswerte zu überlassen; der Dritte handelt hierbei für Rechnung der Anteilhaber. [...] Die Kapitalanlagegesellschaft haftet für Handlungen des Dritten wie für eigenes Handeln.“

Auch in Deutschland ist dieses Thema inzwischen entschärft, weil aus dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen offiziös verlautete, dass das „Kerngeschäfts Rundschreiben“ vom 29. September 1997 praktisch als zurückgezogen betrachtet wird; nur eben eine „leere Hülle“ dürfe eine Kapitalanlagegesellschaft nicht werden. Gespannt wartet die Branche nun auf ein angekündigtes BAKred-Rundschreiben. Bis dahin gilt noch immer, was ein ranghoher Repräsentant des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen bereits in einem Vortrag des Jahres 2000 wie folgt formuliert hat (Abteilungs-Präsident Volckmar Bartels):

„Wir wollen unter diesen Auspizien einerseits die deutsche Verhandlungsposition in Brüssel nicht durch zu großzügige Auslegung des bestehenden KAGG schwächen, andererseits die Investmentgesellschaften aber auch nicht zu Organisationsformen veranlassen, die aller Voraussicht nach in naher bis mittlerer Zukunft nicht mehr vom Gesetz gefordert werden.“

Österreich-Lösung auf EU-Ebene in Sicht

Zunächst wurde dann am 6. Dezember 2001 von der Aufsichtsbehörde (damals noch BAKred) das Rundschreiben Nr. 11/2001 veröffentlicht mit dem Titel „Auslagerung von Bereichen auf ein anderes Unternehmen gemäß § 25a Abs. 2 KWG“. Darin sind die grundsätzlichen und allge-

meinen Regelungen des Outsourcing wie erwartet festgelegt worden. Allerdings enthält dieses Rundschreiben für Kapitalanlagegesellschaften in Ziffer 16 einen bedeutungsvollen Satz:

„Bei den Spezialkreditinstituten wie Kapitalanlagegesellschaften, Bausparkassen oder Hypothekenbanken können sich aus den jeweiligen Spezialgesetzen besondere Maßstäbe für Auslagerungsmaßnahmen ergeben.“

Aus dieser Passage kann geschlossen werden, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) beziehungsweise die dort jetzt nicht mehr der Banken-, sondern der Wertpapieraufsicht zugeordnete Investmentabteilung plant, das „Outsourcing-Schreiben“ vom 29. September 1997, das formell weiterhin in Kraft ist, durch ein zusätzliches Rundschreiben insgesamt oder zumindest insoweit aufzuheben, als die dort niedergelegten Grundsätze durch das neue Rundschreiben Nr. 11/2001 überholt sind.

Zusätzlich gibt es seit 13. Februar 2002 UCITS III, worin im Artikel 5g Abs. 1 der „Managementgesellschaftsrichtlinie“ 2001/107 EG ein klarer Rahmen für die Delegation von Tätigkeiten einer Fondsverwaltungsgesellschaft (Kapitalanlagegesellschaft)/Investmentgesellschaft festgelegt ist.

Neun präzise formulierte Kriterien

„Gestatten die Mitgliedstaaten den Verwaltungsgesellschaften, eine oder mehrere ihrer Aufgaben zum Zwecke einer effizienteren Geschäftsführung an Dritte zu übertragen, die diese Aufgaben für sie wahrnehmen, so müssen die folgenden Voraussetzungen erfüllt sein ...“

Es folgen dann neun präzise formulierte Kriterien und im Absatz 2 des gleichen Artikels heißt es dann: „Auf keinen Fall wird die Haftung der Verwaltungsgesellschaft und der Verwahrstelle durch die Tatsache berührt, dass die Verwaltungsgesellschaft eigene Aufgaben auf Dritte übertragen hat; ferner darf die Verwaltungsgesellschaft ihre Aufgaben nicht in einem Umfang übertragen, der sie zu einer Briefkastenfirma werden lässt.“

Alle diese Texte und auch das, was man aus den Aufsichtsbehörden verschiedener eu-



ropäischer Länder hört, dürfte darauf hinauslaufen, dass bezüglich der Delegation des Rechts zur Verfügung über die Vermögenswerte von Investmentgesellschaften an Dritte die so genannte Österreich-Lösung, wie diese vorher zitiert wurde, in Europa Standard werden wird. Die Branche wird gut damit leben können und sicherlich sehr verantwortungsbewusst mit diesen neuen „Freiheiten“ umgehen.

Die Entwicklung der Luxemburger Spezialfonds hat erst spät begonnen, nämlich vor elf Jahren mit der Verabschiedung des Gesetzes betreffend diejenigen Organismen für gemeinsame Anlagen, deren Anteile/Aktien nicht öffentlich angeboten werden (vom 19. Juli 1991). Inzwischen hat dieses Luxemburger Investment-Vehikel die beachtliche Größe von 41,7 Milliarden Euro erreicht. Es wurde in einer separaten Studie in dieser Zeitschrift (Heft 6/2002) auf den Seiten 263 bis 267 im März 2002 ausführlich beschrieben.

Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz

Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz (4. FMG) ist bereits am 1. Juli 2002 in Kraft getreten und hat für Spezialfondsgesellschaften einige Themen aus UCITS III vorgehen genommen. Während Gesellschaften mit Publikumsfonds, sobald sie auch nur für einen von ihnen verwalteten Publikumsfonds auch nur einen einzigen EU-Pass beantragt haben, auf die Verwaltung von Investmentfonds und die damit unmittelbar zusammenhängenden Nebentätigkeiten beschränkt sind, dürfen reine Spezialfondsgesellschaften bereits seit der 6. KWG-Novelle die so genannte „freie Vermögensverwaltung“ betreiben, also zum Beispiel ein fremdes Wertpapierdepot mit Vollmacht des Eigentümers verwalten. Nunmehr wird durch das 4. FMG klargestellt, dass KAGs ihre Kunden auch beraten dürfen, ohne eine Vollmacht für das Wertpapierdepot zu besitzen.

Eine weitere Neuerung bei den zulässigen Nebentätigkeiten ist der Vertrieb von Fremdfonds, das heißt von Anteilen an Investmentfonds, die weder von der KAG selbst noch von gruppenangehörigen KAGs verwaltet werden. Diese Neuerung dürfte für Spezialfonds-KAGs jedoch keine große Rolle spielen. Interessant ist diese Möglichkeit für Publikums-KAGs, die hier allerdings bei wörtlicher Auslegung nicht selbst tätig werden dürfen, sondern eine Toch-

ter- oder Schwestergesellschaft ohne EU-Pass einschalten müssen. Als Denkanstoß könnte man jedoch bei Interpretation des Vertriebs als Vorstufe der Verwahrung auch zu dem Ergebnis kommen, dass Ausgliederungen bei solchen Geschäften nicht notwendig sind.

„Sanfte“ Fonds-in-Fonds-Lösungen

Von größerer praktischer Bedeutung wird dagegen die Änderung des § 8b KAGG sein, die künftig Spezialfonds die Anlage von 5 Prozent ihres Vermögens in „familieneigenen“ Wertpapierfonds ohne vorherige Genehmigung der Aufsichtsbehörde ermöglicht. Insbesondere bei Spezialfonds, deren Anlagepolitik nur einen geringen Aktienanteil vorsieht, oder die neben Staatspapieren und Pfandbriefen nur einen geringen Teil in Unternehmensanleihen anlegen wollen, können diese Wünsche künftig über den Erwerb entsprechender Publikumsfonds ohne formale Hindernisse erfüllt werden. Die wirtschaftlichen Vorteile einer solchen „Fonds-in-Fonds-Lösung“ bestehen vor allem in der gegebenen Risikostreuung der Zielfonds, die über eine Direktanlage im entsprechenden Anlagesegment nicht so leicht erreicht werden kann.

In diesem Zusammenhang ist allerdings darauf hinzuweisen, dass ein Zielfonds auch in Zukunft eine geografische oder wirtschaftliche Spezialisierung aufweisen muss. Ein Investmentfonds, der seine Anlagechancen in wechselnden Märkten sucht, kommt für den Erwerb durch einen Spezialfonds also nicht in Frage. Dass bei einem Investmentfonds, der ein global gleichmäßig gestreutes Aktienportfolio anstrebt, von einer ausreichenden Spezialisierung ausgegangen werden kann, ist nach der bisherigen Auslegung der Vorschrift durch das BAFin eher nicht zu erwarten. Eine Änderung dieser Auffassung ist jedoch auch nicht gänzlich ausgeschlossen.

Indexfonds

Die Palette der möglichen Indexfonds wird erweitert. Während bisher nur die Nachbildung eines Aktienindex, auf den an einer amtlichen Börse Terminkontrakte gehandelt werden, die Überschreitung der bekannten Anlagegrenzen (5 Prozent, 10 Prozent und 40 Prozent) rechtfertigte, dürfen jetzt auch weitere Indizes nachgebildet werden, wenn dies vom BAFin genehmigt wird (in Zukunft zum Beispiel der

Dow-Jones-Index und der FAZ-Index). Aber auch die Nachbildung von Rentenindizes soll künftig nach dieser Vorschrift möglich sein, wobei sich die Frage aufdrängt, die Nachbildung welches Rentenindex eine Überschreitung der Anlagegrenzen voraussetzt.

Lockerung des Aufrechnungsverbots, Wertpapierleihe

Das bisher für Vertragspartner der KAG geltende Aufrechnungsverbot von Forderungen gegen die KAG mit Forderungen eines Sondervermögens gegen den Vertragspartner wird gelockert, damit dieser wenigstens im Rahmen einer Nettingvereinbarung seine Forderungen gegen das Sondervermögen (die er rechtlich nur als Forderungen gegen die KAG geltend machen kann) mit Forderungen des Sondervermögens gegen ihn aufrechnen kann. Mit dieser Änderung wird möglicherweise ein Hindernis beseitigt, das einigen Marktteilnehmern den Abschluss von Rahmenverträgen für OTC-Geschäfte über Derivate, für Wertpapierleihgeschäfte und für Pensionsgeschäfte mit KAGs beziehungsweise Sondervermögen erschwert oder unmöglich gemacht haben mag.

Die Wertpapierleihe wird den Sondervermögen in zwei Punkten erleichtert. Zum einen dürfen künftig auch Barguthaben als Sicherheit akzeptiert werden, wenn diese Einlagen gesichert sind. Zum anderen dürfen Wertpapierleihgeschäfte künftig auch über den Hauptversammlungstermin hinweg stattfinden. Dies war bei Aktien in der Vergangenheit nicht zulässig, in der Wertpapierentleiher die Aktien so rechtzeitig an das Sondervermögen zurückgeben mussten, dass die KAG die Stimmrechte wahrnehmen konnte. Künftig genügt es, wenn der Wertpapierentleiher die Stimmrechte zur Hauptversammlung an die KAG zurückreicht.

Stimmrechtsregelungen, „Sub-Custodians“, Rücknahmeabschlüsse

Die Stimmrechte werden bei Spezialfonds übrigens seit dem 1. Januar 2002 dem Anleger zugeordnet. Dieser muss also die anteiligen Stimmrechte aus den Aktien in von ihm gehaltenen Spezialfondsanteilen den Stimmrechten aus seinem Direktbesitz zusammenrechnen, um dann die vorgeschriebenen Meldungen nach § 21 WpHG abzugeben. In der Praxis dürfte diese neue

Regelung jedoch bei kaum einem Spezialfondsanleger zu Konsequenzen führen, da zum Beispiel zirka 150 Millionen Euro erforderlich sind, um bei dem kleinsten DAX-Wert die unterste Meldegrenze von 5 Prozent zu erreichen.

Während die Depotbank bisher zumindest die inländischen Wertpapiere ausschließlich selbst verwahren musste, ist künftig die Einschaltung von anderen inländischen Verwahrern zulässig. Für Fehler eines solchen „Sub-Custodian“ kann die Depotbank wie auch im Ausland ihre Haftung auf das so genannte Auswahlverschulden begrenzen.

Die Zulassung von Rücknahmeabschlüssen ermöglicht nicht nur Publikumsfonds neue Gestaltungen. Auch Spezialfondsgesellschaften können sich durch Vereinbarung eines bedingten Rücknahmeabschlags (contingent redemption fee) vor finanziellen Nachteilen schützen, falls ein neuer Spezialfondskunde innerhalb kurzer Zeit nach der Auflegung des Spezialfonds diesen wieder auflösen möchte.

Zulassung von Anteilklassen

Die Zulassung von Anteilklassen könnte für Spezialfonds eine erhebliche Bedeutung erlangen. Bisher werden so genannte Gemeinschaftsfonds, also Spezialfonds mit mehr als nur einem Anleger, nur unter besonderen Umständen aufgelegt, da weder die Anlage- noch die Ausschüttungspolitik auf die speziellen Bedürfnisse jedes einzel-

nen Anlegers abgestimmt werden kann. Durch die Zulassung der Anteilklassen wird es künftig möglich sein, zumindest die Ausschüttungspolitik individuell auf die Bedürfnisse jedes einzelnen Anlegers abzustimmen. Die Beliebtheit der Gemeinschaftsfonds könnte künftig stark anwachsen, wenn die Ein-Anleger-Fonds nach den Vorschriften der IAS tatsächlich auf die Konzernbilanz voll zu konsolidieren sein werden, was naturgemäß die so genannten „corporate“ Spezialfonds berührt. Die Anteilklassen vermeiden dann zumindest den Nachteil der einheitlichen Ausschüttungspolitik. Eine einheitliche Anlagepolitik werden die Anteilklassen allerdings haben, da es sich hierbei nicht um völlig getrennte Investmentfonds wie bei den unterschiedlichen Teilfonds eines Umbrella-Fonds handelt. Die Anteilklassen dürfen sich nämlich nur nach ihrer Ausschüttungspolitik, der Höhe der Verwaltungsvergütung, des Ausgabeaufschlags und der Währung des Anteilwertes unterscheiden.

Die lang erwartete Verschmelzung von Investmentfonds wird durch das 4. FMG nun doch noch nicht verwirklicht. Selbst wenn dieser Vorschlag im KAGG umgesetzt worden wäre, hätte eine Verschmelzung doch zur steuerlichen Realisierung der stillen Reserven geführt. So bleibt es künftigen Gesetzgebungsvorhaben überlassen, hier eine Lösung zu finden.

Die Ermittlung des Anteilwertes braucht künftig nicht mehr unbedingt durch die Depotbank, sondern kann auch durch die

KAG durchgeführt werden. Diese Gesetzesänderung bedeutet in der Praxis teilweise keine große Neuerung, da auch bisher schon einige Depotbanken die Anteilwerte ermittelt haben, indem sie diese bei der KAG anforderten. Andererseits ermöglicht diese Gesetzesänderung sicherlich in einigen Fällen eine Kostenersparnis, wenn nicht mehr jede einzelne Depotbank – und es gibt deutlich mehr Depotbanken als KAGs – eine Anteilwertermittlung selbst durchführen können muss, sondern diese Tätigkeit bei der KAG konzentriert werden kann.

* Till Entzian wird als unabhängiger Consultant mit Billigung des BVI-Vorstands die Studien zum Spezialfonds ab 2003 fortsetzen.

** Die Studie wurde per 15. Juni 2002 (mit den Zahlen der Bundesbank Kapitalmarktstatistik per Ende März) abgeschlossen. In der Zwischenzeit sind durch die Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank die Spezialfondszahlen bis per Ende Mai 2002 bekannt: Zwar hat der Spezialfonds nach diesen Zahlen im April vorübergehend wieder etwas stärker zugelegt, aber nach den in Fondszahl, Nettomittelaufkommen und Fondsvolumen weiter leicht rückläufigen Entwicklungen der Spezialfonds im Mai stimmen die Aussagen dieses Aufsatzes zum temporären Spezialfonds-Attentismus im ersten Quartal 2002 (auch für die Übersichten 1 und 3) immer noch.

Anmerkung

Eine englische Version dieser Studie wird in London voraussichtlich Ende August 2002 in der Septemberausgabe der Zeitschrift „Investment & Pensions Europe“ erscheinen. Interessenten dieser englischsprachigen Spezialfonds-Studie, die keine IPE-Abonnementen sind, können Bestellungen dafür (Sonderdrucke) beim Autor, Hammerschmiede 3, D-85567 Grafing bei München (Fax 08092/6153) aufgeben. Preis kann erst später festgesetzt werden.

Investment-Beratung für institutionelle Anleger

Als Autor zahlreicher Publikationen zum Thema „Investmentfonds“, u.a. des Standardwerkes „Spezialfonds als Anlageinstrument“ biete ich institutionellen Anlegern eine umfassende und fundierte Beratung in allen fachspezifischen Fragen, insbesondere

**Gründung von Spezialfonds • Vertretung in Anlage-Ausschüssen • Kriterien der Performance-Beurteilung
Joint-ventures im Fondsbereich • Marketing von Ablauffonds • Fondsvertrieb und Schulung.**

Als Gesprächspartner und Gutachter auf nationaler und internationaler Ebene (z.B. Erfahrung als Bevollmächtigter bei Anzeigeverfahren nach § 7 und § 15c AuslInvestmG bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn, bzw. nach § 30 und § 36 InvFG 1993 bei der Finanzmarktaufsichtsbehörde, Wien, sowie Erfahrung bei Vorbereitung und als Bevollmächtigter bei Anträgen an Commission de Surveillance du Secteur Financier betreffend Fondsgründungen im Großherzogtum Luxemburg, desgleichen entsprechende Erfahrungen in Belgien, Niederlande, UK, Irland, Italien, Schweiz) stehe ich gerne zur Verfügung:

Dr. Hans Karl Kandlbinder • Hammerschmiede 3 • D-85567 Grafing bei München

Telefon: 0 80 92/70 81 49 • Fax 0 80 92/61 53

Internet: <http://home.t-online.de/home/Dr.Kandlbinder/> • E-Mail: spezialfonds@kandlbinder.de