



A

Aufsätze

Till Entzian

Mittelzuflüsse bei Spezialfonds können die **Kapitalmarktverluste** nicht ausgleichen

Als Tom Wolfes Roman „Das Fegefeuer der Eitelkeiten“ ohne jeden Quellenhinweis abgekupfert und als „Der Campus“ erneut zum Bestseller gemacht wurde, titelte die taz: „Raider heißt jetzt Twix“. Auch dieser Artikel könnte die gleiche Überschrift tragen, denn der Typ des Investmentfonds, der ausschließlich für spezielle Investoren aufgelegt wird, soll ab dem nächsten Jahr nicht mehr „Spezialfonds“ sondern „Spezial-Sondervermögen“ heißen. Dabei hat der Spezialfonds, der diesen Namen seit 1990 trägt, trotz der Anzeichen für eine gewisse Konsolidierung einen solchen Marken-Refresh überhaupt nicht nötig.

Erneuter und stärkerer Rückgang des Fondsvolumens

Im Jahr 2002 ist das Volumen der Spezialfonds erneut zurückgegangen, nachdem im vergangenen Jahr an dieser Stelle erstmalig in der Geschichte des Spezialfonds ein Rückgang des verwalteten Volumens konstatiert werden musste. Und der erneute Rückgang ist mit 5,5 Prozent zudem deutlich stärker ausgefallen als das relativ geringe Minus von 1,4 Prozent im Vorjahr. Die Prognose aus dem letzten Jahr, wonach dieser Rückgang keine negative Phase dieses Anlagesegments einläuten werde, war deshalb aber noch lange nicht falsch.

Denn auch im Jahr 2002 war der Volumensrückgang ausschließlich auf die erneut negative Entwicklung der Kapitalmärkte zurückzuführen. Und durch die Erholung der Kapitalmärkte hat sich der negative Trend auch schon wieder umgekehrt. Wie aus Abbildung 2 ersichtlich ist,

stieg das Gesamtvolumen der Spezialfonds in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres schon wieder an. Es besteht also Anlass zur Hoffnung, dass die Phase des Rückgangs bereits beendet ist und der Spezialfonds seine von Beginn an positive Entwicklung fortsetzen kann.

Dieser Beginn war nicht im Jahre 1957, denn als das KAGG erstmals in Kraft trat, kam der Spezialfonds darin noch nicht vor.

Der Gesetzgeber war von dem Bild des kleinen Anlegers ausgegangen, dem der Weg an die Kapitalmärkte über den Investmentfonds eröffnet werden sollte. Dennoch erkannten bald einige institutionelle Anleger Vorteile in der Investmentanlage gegenüber der Direktanlage und ließen sich von Kapitalanlagegesellschaften Investmentfonds speziell für die eigene Anlage auflegen.

Vom „Individualfonds“ zum Spezialfonds

Das damalige BAKred genehmigte solche Fonds allerdings nur, wenn es sich um „Sozialkapital“ handelte, das heißt um institutionelle Anleger, die ihr Vermögen im Interesse von letztbegünstigten Kleinanlegern, wie zum Beispiel Versicherten, verwalteten. Als die Deutsche Bundesbank in ihrer Kapitalmarktstatistik im Jahr 1968 zum ersten Mal solche damals noch als „Individualfonds“ bezeichneten Fonds zählte, waren es 13 Fonds mit einem Gesamtvolumen von 147 Millionen DM. Ihre Bedeutung war also im Vergleich zu den 31 Publikumsfonds mit einem Volumen von 6,3 Milliarden DM ausgesprochen gering. Dies änderte sich im Laufe der beiden folgenden Jahrzehnte, und 1989 zogen die Spezialfonds im Volumen mit den Publikumsfonds gleich (vergleiche Abbildung 2).

Als im Jahr 1990 die OGAW-Richtlinie von 1985 durch das (erste) Finanzmarktförderungsgesetz in deutsches Recht umgesetzt wurde, schuf der Gesetzgeber bei dieser Gelegenheit eine gesetzliche Definition des Spezialfonds. Hintergrund war die starke Zunahme dieses Instruments und die Tat-

Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main

Nachdem der Autor bereits im letzten Jahr ein erstmaliges Einknicken des in Spezialfonds verwalteten Vermögens konstatiert hat, ist das Volumen im Betrachtungsjahr 2002 erneut gesunken. Diese Entwicklung führt er ausschließlich auf die wiederholte negative Entwicklung der Kapitalmärkte zurück. Dennoch verzeichneten Spezialfonds 2002 Mittelzuflüsse in Höhe von 33,6 Milliarden Euro. Erstmals verringerte sich die auf Basis der eigenen, schon traditionellen Kandlbinder-Studie gemessene Anzahl der Fonds, während die Anbieterzahl konstant bei 59 Gesellschaften blieb. Obgleich er in der Auslagerung des Fondsmanagements im Rahmen der Master-KAG eine bedeutende Entwicklung sieht, geht der Autor nicht davon aus, dass alle Kapitalanlagegesellschaften mit einem solchen Angebot aufwarten werden. In den vorgeschlagenen gesetzlichen Änderungen, insbesondere der steuerneutralen Verschmelzung und der Zulassung von Umbrella-Fonds, verspricht er sich zusätzliche Möglichkeiten der Produktgestaltung. (Red.)





sache, dass das BAKred als Aufsichtsbehörde bis Ende 1989 schon 1 474 Vertragsbedingungen von Spezialfonds hatte prüfen müssen. Die Schaffung einer gesetzlichen Definition eröffnete nun die Möglichkeit, das Aufsichtsamt von der Prüfung der Spezialfonds-Bedingungen zu entlasten und diese Arbeit auf die Wirtschaftsprüfer zu verlagern. Daneben wurden weitere Erleichterungen wie zum Beispiel der Verzicht auf die tägliche Veröffentlichung der Anteilwerte vorgesehen.

Nach der gesetzlichen Anerkennung des Spezialfonds begann dieser immer stärker zu wachsen. Die Mittelzuflüsse übertrafen die der Publikumsfonds deutlich, wie auch aus der Abbildung 1 ersichtlich ist. 1998 wurde mit 66,9 Milliarden Euro der vorläufige Höhepunkt der Mittelzuflüsse erreicht. Im Jahr darauf gingen die Mittelzuflüsse bereits zurück, doch blieb die Steigerung des Volumens wohl aufgrund der günstigen Kapitalmärkte mit 28 Prozent fast genauso hoch wie 1998 mit 31 Prozent.

Im Jahr 2000 gab es dann für das Fondsvolumen mit knapp acht Prozent zum ersten Mal seit langer Zeit eine bloß einstellige Wachstumsrate und der bisherige Höhepunkt des Spezialfondsvolumens wurde mit 514 Milliarden Euro erreicht. Dann folgte im Jahr 2001 zum ersten Mal überhaupt eine leicht negative Entwicklung des Fondsvolumens, und nach dem erneuten Rückgang im vergangenen Jahr betrug das Fondsvolumen nur noch 482 Milliarden Euro. Bis Ende Mai dieses Jahres ist das Volumen wieder auf über 504 Milliarden Euro angewachsen (allerdings einschließlich der inzwischen erwähnenswerten Immobilien-Spezialfonds mit 12,3 Milliarden Euro).

Negativer Einfluss der Kapitalmärkte auf Volumen

Nach dem bereits eingangs erwähnten Rückgang um 5,5 Prozent betrug das Gesamtvolumen der Spezialfonds zum Jahresultimo 2002 noch 470 Milliarden Euro (ohne Immobilien-Spezialfonds). Vergleicht man diesen Rückgang des Gesamtvolumens mit den Mittelzuflüssen und den Ausschüttungen, so ergibt sich ein marktbedingter Wertverlust von 44 Milliarden Euro oder 8,9 Prozent des Anfangsvolumens. Im Vorjahr waren die kapitalmarktbedingten Verluste mit 31 Milliarden Euro noch niedriger gewesen.

Kandlbinder-Studie

Kontinuität mit neuem Autor

Die langjährigen Leser dieser Spezialfondsausgabe werden den Namen eines Autors vermissen, der diese traditionelle Schwerpunktausgabe seit Jahren wesentlich geprägt hat. Dr. Hans Karl Kandlbinder hat mit dieser Ausgabe die Branchenanalyse in die Hände von Rechtsanwalt Till Entzian übergeben. Was sich mit einem neuen Autor zwangsläufig ein wenig geändert hat, ist der Schreibstil, ins Auge fällt ferner die Tendenz zu einer grafischen Darstellung der Ergebnisse. Kontinuität besteht allerdings weiterhin in der umfassenden Erhebungsmethode in Form einer branchenweiten Umfrage und selbstverständlich auch beim eingeführten Namen der Untersuchung. Die „Kandlbinder-Studie“ ist nicht nur hier zu Lande zu einem Begriff geworden, sondern hat seit Ende der neunziger Jahre als „The Kandlbinder Report“ auch Eingang in den angelsächsischen Sprachraum gefunden. Daran soll weiter festgehalten werden.

Das umfangreiche Schriftenverzeichnis von Dr. Hans Karl Kandlbinder weist schon seit den sechziger Jahren regelmäßige Arbeiten für die ZfgK aus. Seit Mitte der siebziger Jahre waren es dann immer wieder die Spezialfondsthemen, die in der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen aufgegriffen wurden und schließlich einmal im Jahr (Ausgabe vom 15. August) in die Kandlbinder-Studie mündeten. Neben der Branchenstudie für die ZfgK analysiert Hans Karl Kandlbinder seit Jahren den Bereich der Immobilien-Spezialfonds in der Schwesterzeitschrift Immobilien & Finanzierung – Der Langfristige Kredit (zuletzt in der Ausgabe 13-2003). Für die ZfgK beobachtet er darüber hinaus die Rahmenbedingungen für Spezialfonds – zuletzt wiederholt auch das Spezialfonds-Umfeld in Luxemburg. Im Jahre 1991 hat er im Fritz Knapp Verlag ein Buch zu Spezialfonds als Anlageinstrument veröffentlicht, dessen Neuauflage gerade in Vorbereitung ist.

Dr. Hans Karl Kandlbinder hat beileibe nicht nur Fachbeiträge verfasst, sondern er ist von seiner Basis in Grafing bei München aus immer wieder zu Vorträgen im In- und Ausland präsent. Die ZfgK, so hat er zugesagt, darf ihn auch als Ruheständler nach seinen Ansichten zu aktuellen Entwicklungen der Spezialfondsbranche fragen. (Red.)

Bezieht man nun den so ermittelten marktbedingten Wertverlust auf das von den Spezialfonds verwalteten Aktienvermögen, das Anfang 2002 noch 186 Milliarden Euro betragen hatte, so errechnet sich daraus ein Verlust in Höhe von 17 Prozent des zu Beginn des Jahres vorhandenen Aktienbestandes. Verglichen mit der Wertentwicklung des DAX (minus 44 Prozent) oder des EuroSTOXX 50 (minus 37 Prozent) waren die Verluste der Spezialfonds also geringer als die der gängigen Vergleichsindizes, wobei natürlich ein Teil der Aktienkursverluste durch Gewinne auf der Rentenseite kompensiert worden ist, andererseits aber auch ein Teil des Gesamtverlustes durch den Rückgang des US-Dollars verursacht wurde.

In diesem Zusammenhang dürfte noch die Überlegung von Interesse sein, dass der Aktienbestand in den Spezialfonds am Jahresende 120 Milliarden Euro betrug. Alleine

durch die ermittelten Wertverluste von 44 Milliarden Euro konnte diese Zahl jedoch nicht erreicht werden. Vielmehr ist davon auszugehen, dass die Fondsmanager ihre Aktienquoten auch durch Veräußerung von Aktien aktiv reduziert haben.

Entwicklung der Aktienquote

Insgesamt war das Vermögen der Spezialfonds Ende 2002 noch zu 25,6 Prozent im Aktienmarkt investiert. Ende Mai 2003 war diese Quote um weitere vier Prozentpunkte auf 21,7 Prozent gesunken, was sich bis zum März durch fallende Aktienmärkte und anschließend durch aktive Verkäufe erklären lässt. Damit entfernt sich die Aktienquote weiter von dem langjährigen Wert von knapp 30 Prozent, der in den 80er und bis zur Mitte der 90er Jahre festzustellen ist (vergleiche Abbildung 4).



Mittelzuflüsse bei Spezialfonds können die Kapitalmarktverluste nicht ausgleichen

Natürlich wäre es jetzt vorteilhafter gewesen, während der besonders niedrigen Aktienpreise wieder auf die ursprüngliche Quote hinzuarbeiten und keine weiteren Verkäufe vorzunehmen. Doch der Vorwurf eines zyklischen Verhaltens wäre bei den Fondsmanagern wohl an der falschen Adresse. Vielmehr sind viele institutionelle Anleger wegen fehlender Risikotragfähigkeit einfach außerstande, in ihren Spezialfonds eine höhere Aktienquote zuzulassen. So reizvoll die niedrigen Kurse für einen Wiedereinstieg auch aussehen mögen und Anfang des Jahres ausgesehen haben, wenn ein Anleger sich keine weiteren Verluste leisten kann, muss das Risiko weiterer Verluste um den Preis der besten Kurschancen ausgeschlossen werden. Die Zeiten von 1999 und 2000, in denen gut 45 Prozent des Spezialfondsvolumens im Aktienmarkt investiert war, dürften vor diesem Hintergrund auf längere Sicht nicht wiederkehren.

Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass der Anteil der inländischen Aktien von 5,3 Prozent Ende 2002 auf unter fünf Prozent Ende Mai abgesunken ist, das ist der niedrigste Stand seit Beginn der Aufzeichnungen. Immerhin blieb der absolute Wert der inländischen Aktien mit zirka 25 Milliarden Euro annähernd stabil, während der Wert ausländischer Papiere in den gleichen fünf Monaten von 95 auf 82 Milliarden Euro reduziert wurde. Der Anteil der Bankguthaben bewegt sich dagegen mit

gut acht Prozent auf dem höchsten Niveau seit 1992.

Auch beim Anteil ausländischer Wertpapiere in den Spezialfonds zeichnet sich möglicherweise eine Trendwende ab. Mit 51,3 Prozent Auslandsanteil wurde im Jahr 2001 ein vorläufiger Höhepunkt erreicht. Im Laufe des Jahres 2002 sank der Auslandsanteil auf 50,6 Prozent, wobei sich der Anteil der ausländischen Aktien von 28,8 Prozent auf 20,3 Prozent verringerte und der Anteil der ausländischen Renten von 22,6 Prozent auf 30,3 Prozent anstieg.

Rückgang der Fondszahl trotz erheblicher Mittelzuflüsse

Diese Entwicklungen setzen sich in den ersten Monaten des laufenden Jahres fort, in denen die ausländischen Renten weitere 3,6 Prozentpunkte zulegen und die ausländischen Aktien 3,5 Prozentpunkte verlieren. Anscheinend wollen viele institutionelle Anleger das Aktienrisiko weiterhin reduzieren und sind gleichzeitig auf der Suche nach Ertragschancen, wie sie von internationalen Unternehmensanleihen oder Asset Backed Securities geboten werden können.

Die Mittelzuflüsse der Spezialfonds waren im Jahr 2002 mit 33,6 Milliarden Euro wiederum niedriger als in den beiden Vorjahren (2000: 45,4 Milliarden Euro, 2001: 41,3 Milliarden Euro). Dennoch sind Zuflüsse in

dieser Größenordnung nicht zu vernachlässigen, und man hätte parallel dazu auch einen Anstieg der Anzahl der Fonds erwarten dürfen. In den beiden Vorjahren etwa war die Anzahl der Spezialfonds um 584 beziehungsweise 499 angestiegen.

Hätte sich diese Entwicklung fortgesetzt, wäre Ende 2002 eine Anzahl von knapp oder vielleicht sogar über 6 000 Spezialfonds erreicht worden. Bemerkenswerterweise ging jedoch die Anzahl der Spezialfonds im Jahr 2002 trotz der Mittelzuflüsse zurück, und zwar um 178 auf 5 372 Spezialfonds. Für dieses Phänomen gibt es nun verschiedene Erklärungen:

- Anleger mit mehreren Spezialfonds legen diese in den Händen einer Master-KAG zusammen.

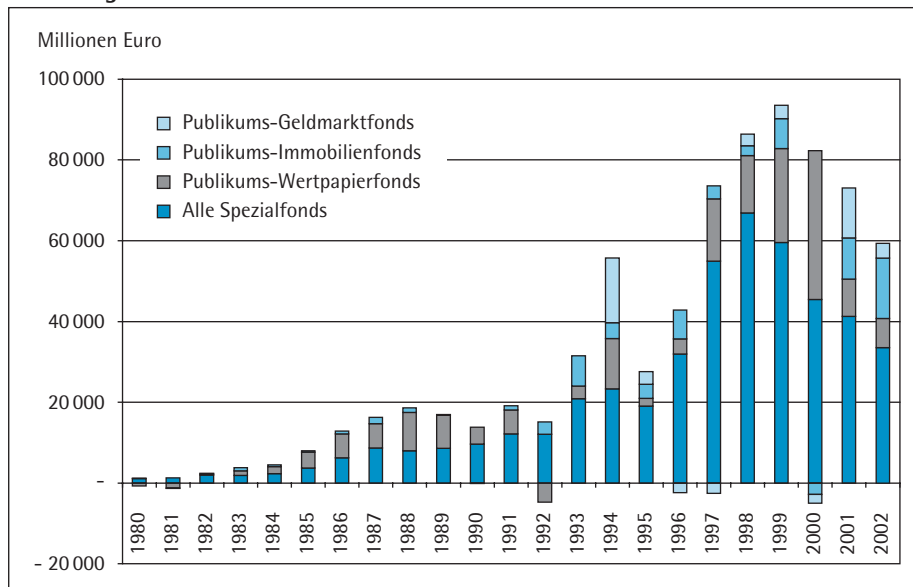
- Versicherungsunternehmen legen ihre Spezialfonds zusammen, nachdem es durch die neue Anlageverordnung keine Notwendigkeit mehr für die Trennung von reinen Rentenfonds und Aktienfonds gibt. Während früher ein gemischtes Mandat vollständig auf die Risikokapitalquote von 30 Prozent angerechnet wurde, brauchen bei transparenten Investmentfonds nur die tatsächlich vorhandenen Aktienbestände auf die jetzt auf 35 Prozent erhöhte Risikokapitalquote angerechnet zu werden.

- KAG achten vor dem Hintergrund des steigenden Kostendrucks verstärkt auf eine wirtschaftliche Größe der einzelnen Spezialfonds-Mandate.

- Möglicherweise stammen die festgestellten Mittelzuflüsse überwiegend von bestehenden Anlegern, so dass sich das Volumen der Fonds zwar erhöht, aber nicht im gleichen Umfang wie in den Vorjahren neue Fonds gegründet werden. Wenn die Anteilwerte von Spezialfonds unter den vom Anleger bilanzierten Anschaffungskosten liegen, führt eine Aufstockung zur Verringerung der durchschnittlichen Anschaffungskosten. Dies kann in vielen Fällen die Argumentation erleichtern, die verbleibende Differenz sei relativ gering und stelle einen lediglich vorübergehenden Wertverlust dar, der nicht abgeschrieben werden muss.

Es scheint ausgeschlossen, dass einer der genannten Gründe allein für die beschriebene Entwicklung verantwortlich ist. Vielmehr wird jede der Erklärungen ihren Teil

Abbildung 1: Mittelaufkommen der inländischen Investmentfonds



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder



Das Prinzip Asymmetrie

Sie wollen Ihre Anlagerisiken begrenzen?
Sie wollen auf attraktive Renditen nicht verzichten?

Dann sind unsere IMMUNO-Konzepte für Sie als institutionellen Anleger die richtige Lösung:

- Fokussierung auf Ihre Risikotragfähigkeit
- Verstetigung der Wertentwicklung gegenüber ungesicherten Portfolios
- größt mögliche Immunisierung gegen negative Marktentwicklungen

Mit diesem seit 1995 erprobten Konzept arbeiten wir darauf hin, negative Renditen zu vermeiden und an starken Aufwärtsbewegungen überproportional zu partizipieren.

Seit mehr als 30 Jahren beweist die *Union Investment Institutional* Kompetenz im institutionellen Asset Management. Mit über 43 Mrd. Euro verwaltetem Vermögen zählt die *Union Investment Gruppe* zu den größten Anbietern der Branche in Deutschland und ist Marktführer bei asymmetrischen Wertsicherungskonzepten.

Sprechen Sie uns an!

Union Investment Institutional GmbH

Telefon: 069 2567-0
Telefax: 069 2567-1616
www.union-investment.de/institutional
institutional@union-investment.de

 **Union Investment
Institutional**

Mittelzuflüsse bei Spezialfonds können die Kapitalmarktverluste nicht ausgleichen

dazu beigetragen haben. Im laufenden Jahr ist übrigens eine Fortsetzung zu erwarten, denn in den ersten vier Monaten hat sich die Anzahl der Spezialfonds um weitere 18 verringert, obwohl in der gleichen Zeit bereits neue Mittel in Höhe von 13 Milliarden Euro zugeflossen sind.

Unveränderte Kandlbinder-Studie

Die von Dr. Kandlbinder begründete und über viele Jahre durchgeführte Umfrage wurde auch dieses Jahr unverändert fortgesetzt. Von jeder einzelnen KAG wird dabei das verwaltete Spezialfondsvolumen zum Jahreswechsel, die Anzahl der Spezialfonds und die Struktur der Anleger abgefragt, die in diesen Spezialfonds zum Stichtag investiert sind.

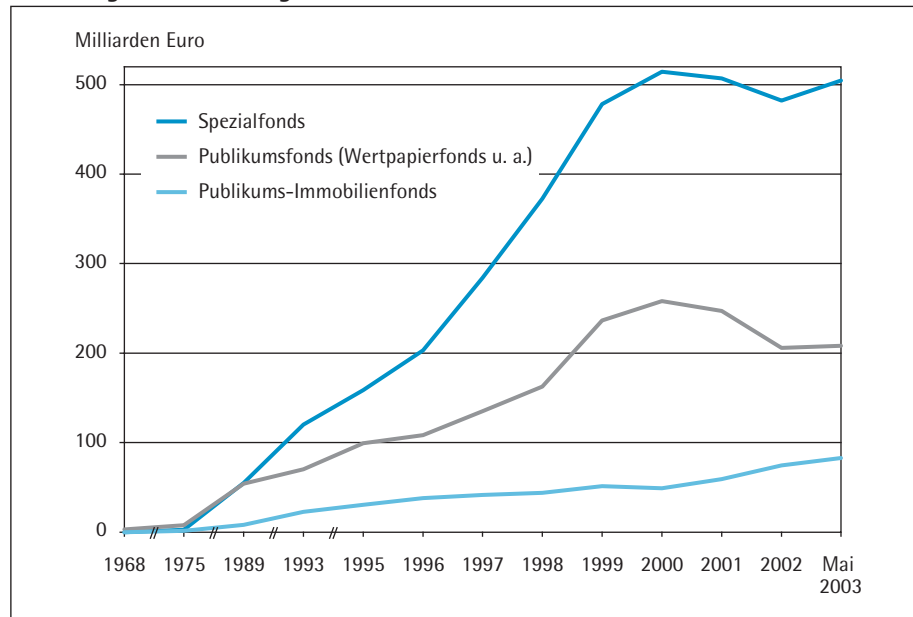
Zwar veröffentlicht auch die Bundesbank in ihrer Kapitalmarktstatistik eine Struktur der Spezialfondsinhaber, jedoch erlaubt die eigene Umfrage nicht nur die Verwendung einer etwas abweichenden Systematik sondern auch eine weitergehende Auswertung, bei der die Struktur der Spezialfondsinhaber bezogen auf die unterschiedlichen Anbietergruppen analysiert werden kann. Dies wäre anhand der Bundesbankstatistik nicht möglich. Die Ergebnisse der Bundesbankstatistiken einerseits und der selbst durchgeführten Umfrage andererseits unterscheiden sich in mehrfacher Hinsicht.

Dabei erklären sich die offensichtlichen Unterschiede zum einen aus verschiedenartigen Zuordnungen, das heißt einer unterschiedlichen Definition der Anlegergruppen einerseits und einer unterschiedlichen Systematik bei der Zuordnung von Gemeinschaftsfonds andererseits. Die Bundesbank läßt den meldenden KAG bei der Art der Anteilinhaber in der Rubrik 08 „Art der Anteilinhaber“ auch bei Gemeinschaftsfonds nur eine einheitliche Antwort zu.

Sind an einem Spezialfonds also mehrere Anleger aus unterschiedlichen Anlegergruppen beteiligt, wird das gesamte Fondsvermögen der Gruppe des am stärksten beteiligten Anleger zugerechnet. Hierdurch wird gegebenenfalls das Volumen der Gruppe des am stärksten beteiligten Anlegers überzeichnet und das Volumen der übrigen an einem Gemeinschaftsfonds beteiligten Anlegergruppen unterzeichnet.

Nach der Systematik der Kandlbinder-Studie wird dagegen versucht, die genaue

Abbildung 2: Entwicklung der Fondsvolumina



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

Höhe der Beteiligung der unterschiedlichen Anlegergruppen bei einer KAG zu erfragen, unabhängig davon, ob die entsprechenden Anleger in einen Individualfonds (Spezialfonds mit nur einem Anleger) investieren oder als vorherrschender oder Minderheitsanleger in einem Gemeinschaftsfonds (Spezialfonds mit mehreren Anlegern). Denn das Ziel dieser Studie ist es schließlich, den genauen Absatz von Spezialfondsanteilen bei den verschiedenen Anlegergruppen zu ermitteln, während sich die Bundesbank eher für strukturelle Fragen des Marktes auf der Ebene der Instrumente, also der Sondervermögen, interessiert.

Umfrage-Beteiligung

An der Umfrage für das Jahr 2002 haben sich auch diesmal erfreulicherweise wieder alle 59 Kapitalanlagegesellschaften beteiligt, die nach der Bundesbankstatistik am Stichtag ein Gesamtvolumen von 470 Milliarden Euro in 5 372 Spezialfonds verwalteten. Es konnte also wieder der gesamte Spezialfonds-Markt in die Untersuchung einbezogen werden.

Bei Auswertung der Umfrage-Ergebnisse ergibt sich zwar ein um gut sieben Milliarden höheres Gesamtvolumen als das von der Bundesbank festgestellte Volumen sowie eine um 19 Fonds höhere Anzahl an Spezialfonds. Die im Vergleich zu den Vorjahren recht deutliche Abweichung beim

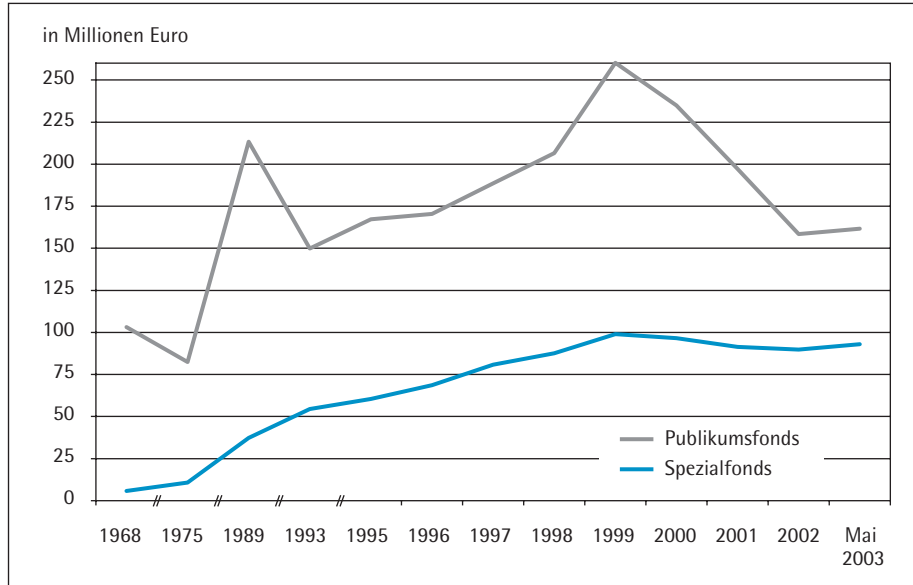
Gesamtvolumen beruht zumindest teilweise auf nachträglichen Korrekturen einzelner Gesellschaften. Die Abweichung bei der Anzahl der Fonds dürfte ihre Ursache in Ermittlungsfehlern haben. Solche Abweichungen werden sich wahrscheinlich niemals vollständig vermeiden lassen, aber glücklicherweise sind sie auch relativ gering und beeinträchtigen nicht die Aussagekraft der Untersuchung.

Veränderungen der Anbieter

Neugründungen von Spezialfonds-KAG sind im Bereich der Wertpapier-Spezialfonds selten geworden. Anders als bei den Immobilien-Spezialfonds, wo zur Zeit jedes Jahr zwei bis drei neue KAG gegründet werden, gab es im Jahr 2002 mit der BHF-Invest genau wie in 2001 nur eine einzige Neugründung. Noch im Jahr 2000 war die Zahl der Wertpapier-Spezialfondsanbieter um acht KAG angewachsen. Seither ist die Gesamtzahl mit 59 Gesellschaften unverändert geblieben, wobei es 2002 jeweils drei Zugänge und drei Abgänge sowie zwei Umgruppierungen gegeben hat.

Hinzugekommen ist die DWS, die seit der Übernahme der Franken Invest und der Zürich Invest auch Spezialfonds verwaltet. Mit der Swiss-Re hat eine weitere bereits bestehende Gesellschaft, die zuvor nur Publikumsfonds angeboten hat, jetzt auch wieder Spezialfonds aufgelegt. Noch im

Abbildung 3: Entwicklung des durchschnittlichen Fondsvolumens



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

Jahr 2000 war diese Gesellschaft als CDC mit ihren Spezialfonds der Gruppe der Auslandsbankentöchter zugeordnet gewesen und hatte 2001 nach der Umfirmierung in Swiss-Re keine Spezialfonds unter Verwaltung. Als einzige wirkliche Neugründung ist auf die BHF-Invest hinzuweisen, die einen Schwerpunkt ihrer Tätigkeit im Bereich der Master-KAG Dienstleistungen setzen will.

Den drei neuen Anbietern stehen drei aufgelöste beziehungsweise fusionierte KAG gegenüber. Neben den beiden von der DWS übernommenen Gesellschaften ist die auf die dbi übertragene Allianz-KAG wegen der hiermit verbundenen Folgen für die Statistik hervorzuheben.

Genau wie bei der Zürich Invest ist das Volumen der Spezialfonds der Allianz-KAG jetzt nicht mehr bei der Gruppe der Versicherungs-KAG sondern bei der Gruppe der Kapitalanlagegesellschaften der Groß- und Regionalbanken eingeordnet, denn auf eine Umgruppierung der dbi zu den Versicherungs-KAG wurde verzichtet.

Auf diese beiden Übernahmen ist zurückzuführen, wenn der Marktanteil der Versicherungs-KAG um 6,2 Prozent auf 14,2 Prozent gefallen und der Marktanteil der KAG der Groß- und Regionalbanken spiegelbildlich, das heißt ebenfalls um 6,2 Prozent auf 34,8 Prozent angestiegen ist. Während letztere weiterhin unangefoch-

ten den größten Marktanteil besitzen, fiel die Gruppe der Versicherungs-KAG von dem erst 2001 knapp erreichten zweiten Platz erneut auf den dritten Platz zurück. An der zweiten Stelle stehen jetzt wieder die KAG der Sparkassen und Landesbanken mit einem unveränderten Marktanteil von 20,2 Prozent.

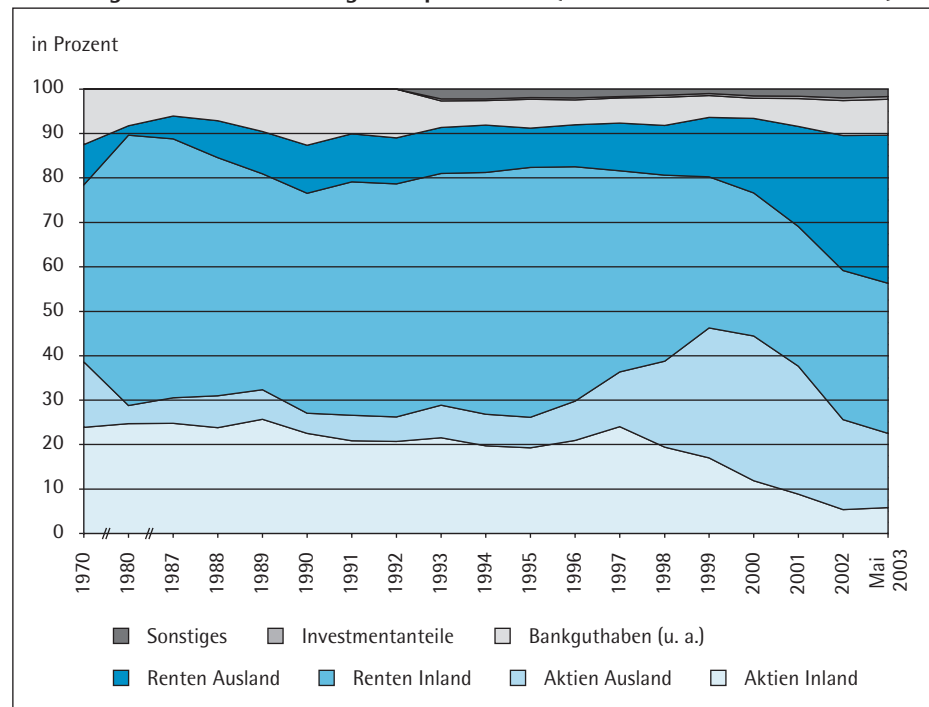
Darüber hinaus gab es zwischen den Anbietergruppen nur geringe Verschiebungen, und auch diese sind zumindest teilweise mit Umgruppierungen von Gesellschaften zu erklären. So haben die KAG der ausländischen Banken 0,9 Prozentpunkte verloren, was nur zum Teil durch die Einordnung der Union Panagora (früher: DG Panagora) in den genossenschaftlichen Bereich erklärbar ist.

Die KAG der Genossenschaftsbanken konnten ihren Marktanteil sogar um 1,2 Prozent-Punkte ausbauen, gehören also neben den „sonstigen KAG“ mit einer Steigerung von 0,5 Prozent-Punkten zu den Gewinnern beim Kampf um Marktanteile. Schließlich wurde die Nordcon von der Gruppe der Versicherungs-KAG zur Gruppe der Sparkassen und Landesbanken umgewidmet. Die frühere Salomon Brothers KAG wurde jetzt von First Private KAG in Investment Partners KAG umbenannt, was allerdings mit keiner Umgruppierung verbunden war.

Struktur der Spezialfonds-Inhaber

Die dargestellten Übernahmen haben auch relativ starke Auswirkungen auf die Struktur der Spezialfonds-Inhaber der unterschiedlichen KAG-Gruppen. So konnten

Abbildung 4: Zusammensetzung der Spezialfonds (ohne Offene Immobilienfonds)



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

Mittelzuflüsse bei Spezialfonds können die Kapitalmarktverluste nicht ausgleichen

Tabelle 1: Struktur der Spezialfonds-Inhaber gemäß eigener Umfrage

	1999	2000	2001	2002
	in Prozent			
Inländische Spezialfonds-Inhaber	99,3	99,4	99,6	99,3
Versicherungsunternehmen, private und öffentlich-rechtliche	35,1	38,5	37,8	37,0
Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	2,1	1,3	1,3	1,5
Institutionalisierte Altersversorgung, das heißt Pensions- und Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke	17,1	14,2	15,1	14,4
Kreditinstitute (so genannte Depot-A-Fonds)	22,3	24,0	24,6	26,7
sonstige Wirtschaftsunternehmen	16,3	14,3	12,7	11,6
Kirchen, Stiftungen, religiös-karitative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften und sonstige Spezialfonds-Anleger	6,4	7,1	8,1	8,0
Ausländische Spezialfonds-Anleger	0,7	0,6	0,4	0,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

die KAG der Groß- und Regionalbanken den Anteil der Versicherungen unter ihren Spezialfondsanlegern von 24,2 Prozent auf 36,1 Prozent steigern, was natürlich in erster Linie auf die Verschmelzungen der Allianz KAG und der Zürich Invest auf die dbi beziehungsweise die DWS zurückzuführen ist. Die Anteile aller anderen Anlegergruppen haben sich entsprechend reduziert, ohne dass aus dieser zwangsläufigen Reduzierung weitere Schlussfolgerungen gezogen werden könnten, denn schließlich beträgt auch hier die Gesamtsumme aller Anlegergruppen 100 Prozent.

Auch bei der Anlegerstruktur der KAG der Versicherungsunternehmen haben die Verschmelzungen der beiden Gesellschaften auf Banken-KAG Auswirkungen gehabt, jedoch sind diese vergleichsweise marginal. Der Anteil der Versicherungs-Anleger ging bei der Gruppe der Versicherungs-KAG lediglich um 2,2 Prozentpunkte auf 86,6 Prozent zurück. Eine größere Veränderung ist bei dieser KAG-Gruppe bei den Depot-A-Fonds zu beobachten, deren Anteil sich von 1,7 Prozent auf 4,0 Prozent mehr als verdoppelte.

Die Depot-A-Fonds spielen bei den KAG der Sparkassen und Landesbanken mit jetzt 60,0 Prozent der Anleger eine nicht ganz so dominierende Rolle wie die der Versicherungs-Anleger bei den Versicherungs-KAG, bilden aber auch hier das Rückgrat des Geschäfts. Dieser Anteil ist im Jahr 2002 auch leicht angestiegen, ein Jahr zuvor hatte er noch 58,2 Prozent betragen.

Auf eine Analyse der Marktanteile der KAG der genossenschaftlichen Banken sowie der sonstigen KAG muss auch in diesem

Jahr verzichtet werden, da diese Gruppen nur aus wenigen KAG bestehen und teilweise von sehr wenigen Anbietern dominiert werden. Durch eine Veröffentlichung der entsprechenden Zahlen könnten also Rückschlüsse auf die Kundenstruktur einzelner Gesellschaften ermöglicht werden, und genau dies soll durch die Umfrage nicht erreicht werden.

Durchschnittliches Fondsvolumen relativ konstant

Aus der zurückgehenden Anzahl der Spezialfonds und aus dem kapitalmarktbedingt zurückgehenden Gesamtvolumen folgt eine entsprechende Veränderung des durchschnittlichen Volumens der Spezialfonds. Dieses Durchschnittsvolumen hatte im Jahr 1999 seinen bisherigen Höhepunkt mit einem Wert von 99 Millionen Euro erreicht. Anschließend sank es auf 91 Millionen Euro im Jahr 2001 und auf 90 Millionen Euro im Jahr 2002. In den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres konnte wieder ein Anstieg auf 95 Millionen Euro beobachtet werden.

Im Vergleich hierzu stellt sich die Entwicklung des durchschnittlichen Fondsvolumens der Publikumsfonds deutlich volatil dar. Vom 1999 gemessenen Höchstwert von 260 Millionen Euro fiel der durchschnittliche Publikumsfonds auf ein Volumen von 158 Millionen Euro, was einem Rückgang um fast 40 Prozent entspricht.

Auch hier ist bereits eine leichte Erholung festzustellen, denn Ende Mai 2003 ist das Durchschnittsvolumen des Publikumsfonds bereits wieder auf 162 Millionen Euro angestiegen.

Bemerkenswert sind die Unterschiede bei den einzelnen KAG-Gruppen. Das größte durchschnittliche Fondsvolumen wird traditionell von der Gruppe der sonstigen KAG verwaltet und ist mit 330 Millionen Euro praktisch konstant geblieben. Bei den KAG der Versicherungen war dagegen ein Rückgang von rund 20 Prozent auf nunmehr 195 Millionen Euro festzustellen. Weitere Rückgänge verzeichneten die Groß- und Regionalbanken von 81 auf 70 Millionen Euro, die KAG der Auslandsbanken von 70 auf 65 Millionen Euro und in ganz geringem Umfang die Kapitalanlagegesellschaften der Sparkassen und Landesbanken von 68 auf 66 Millionen Euro je Spezialfonds.

Steigerungen gab es lediglich bei der Gruppe der KAG der Privatbanken von 59 auf 88 Millionen Euro sowie bei den genossenschaftlichen Gesellschaften, die das durchschnittliche Fondsvolumen von 60 auf 70 Millionen Euro anheben konnten. Da letztere noch vor zwei Jahren im Durchschnitt über die kleinsten Spezialfonds verfügten, tragen jetzt möglicherweise gezielte Bemühungen zur Vergrößerung der Fonds ihre ersten Früchte. Das gleiche gilt für die KAG der Privatbanken, die erst im Jahr 2001 einen Einbruch von 73 auf 59 Millionen Euro je Spezialfonds erleben mussten und auf dieser Basis eine noch stärkere Anhebung des Durchschnittsvolumens erreichen konnten.

Analyse der Spezialfonds-Anleger

Die Bundesbankstatistik stellt für die Versicherungsunternehmen seit 1999 einen langsam sinkenden Anteil am gesamten Spezialfonds-Volumen fest. Nachdem die Versicherungen 1999 noch 50,5 Prozent aller Spezialfondsanteile besaßen, sind es Ende 2002 nur noch 48,2 Prozent. In den ersten fünf Monaten dieses Jahres sank dieser Wert erneut um 0,8 Prozent. Dies deutet allerdings nicht auf ein nachlassendes Interesse der Versicherungsunternehmen an Spezialfonds hin. Denn der Anteil der Versicherungen am Mittelaufkommen in Spezialfonds, der von der Bundesbank nach der gleichen Systematik ermittelt wird, ist im gleichen Zeitraum kontinuierlich angewachsen und betrug im vergangenen Jahr 75 Prozent des gesamten Mittelaufkommens in Spezialfonds.

Dieser Wert ist allerdings überzeichnet und kommt vor allem dadurch zustande, dass

Tabelle 2: Struktur der Spezialfonds-Inhaber gemäß Deutscher Bundesbank

	1999	2000	2001	2002	Mai 2003
	in Prozent				
Inländische Spezialfonds-Inhaber	99,3	99,5	99,6	99,6	99,6
Versicherungsunternehmen einschließlich Pensionskassen und berufsständischen Versorgungswerken	50,5	50,4	49,2	48,2	47,4
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungskassen	2,8	2,4	2,5	2,8	2,7
Kreditinstitute	23,4	24,6	25,6	27,2	27,3
Sonstige Unternehmen einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber und Wirtschaftsverbände	17,8	17,3	17,2	16,5	17,1
Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine und andere private Organisationen ohne Erwerbszweck	4,7	4,8	5,0	4,9	5,0
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

im Bereich der Sonstigen Unternehmen im November und Dezember per saldo über 5,7 Milliarden Euro an die Anleger zurückgeflossen sind. Rechnet man diese Rückflüsse aus der Statistik heraus, bleibt für die Versicherungen allerdings immer noch ein Anteil von über 60 Prozent am gesamten Mittelaufkommen 2002, nach 60 Prozent in 2001 und 67 Prozent in 2000. In jedem Fall ist der Anteil der Versicherungen am Mittelaufkommen über diese Zeit höher gewesen als ihr Anteil am Fondsvolumen.

Wenn letzterer aber zurückgeht, obwohl der Anteil am Mittelaufkommen über diesen Prozentsatz liegt, kann die Ursache nur in kapitalmarktbedingten Wertveränderungen begründet sein. Es muss also aus diesen Zahlen geschlossen werden, dass die von Versicherungsunternehmen gehaltenen Spezialfonds im Vergleich zu den Spezialfonds anderer Anlegergruppen die höheren Aktienquoten und dementsprechend auch die höheren aktienmarktbedingten Verluste ausgewiesen haben. Auch nach der eigenen Umfrage ist der Anteil der Versicherungsunternehmen unter den Spezialfonds-Anlegern erneut zurückgegangen und beträgt jetzt nur noch 37,0 Prozent (2001: 37,8 Prozent). Auch der Anteil der Anleger aus der Gruppe der institutionalisierten Altersversorgung haben ihren Anteil am Spezialfondsvolumen um 0,7 Prozent auf 14,4 Prozent verkleinert.

Ausländische Anleger nutzen nicht die Vorteile

Die ausländischen Anleger wurden für 2002 mit einem Volumen von 3,3 Milliarden Euro beziehungsweise 0,7 Prozent des Gesamtvolumens angegeben, nach 0,6

Prozent in 2000 und nur 0,4 Prozent in 2001. Auch in der Bundesbankstatistik stellen die ausländischen Anleger die kleinste Gruppe, mit einem unveränderten Anteil von 0,4 Prozent, dar.

Interessant ist der Vergleich mit den Immobilien-Spezialfonds, wo die ausländischen Anleger ein Volumen von 0,9 Milliarden Euro oder knapp acht Prozent des Gesamtvolumens besitzen. Nach der Bundesbankstatistik sind dies sogar 1,6 Milliarden Euro beziehungsweise 13 Prozent (vergleiche „Der Immobilien-Spezialfonds boomt weiter“, Immobilien & Finanzierung – Der Langfristige Kredit 13-2003, Seite 444).

Während die Immobilien-Spezialfonds also zu einem durchaus erwähnenswerten Teil von ausländischen Anlegern gehalten werden, ist die Anlegergruppe für die Wertpa-

pier-Spezialfonds nach wie vor praktisch bedeutungslos. Das mag an der grundsätzlichen Betrachtungsweise dieses Instruments liegen.

Während der Investmentanteil im Inland als Wertpapier-sui-generis anerkannt ist, werden die mit diesem Ansatz nicht vertrauten ausländischen Anleger, Buchhalter, Bilanzprüfer, Aufsichts- und Steuerbehörden jedes Mal, wenn es nicht ausdrücklich besondere gesetzliche Vorschriften für Fondsanteile gibt, gleich auf die im Fonds vorhandenen Vermögensgegenstände abstellen.

Dies ist zwar nicht sachgerecht, denn der Fonds, auch der Spezialfonds, ist gerade *kein* verwaltetes Wertpapierdepot sondern ein besonderes Anlageinstrument mit den ihm eigenen Besonderheiten. Doch führt das Abstellen auf den Inhalt des Fonds natürlich dazu, dass der Spezialfonds keine Vorteile bietet, sondern nur als unnötige Behinderung bei der Wahl der Anlagepolitik empfunden wird. Hier liegt also noch viel Arbeit vor der Branche, um ausländische Anleger von den Vorteilen dieses Instruments zu überzeugen.

IAS als Chance für die KAG

Von der Einführung der IAS war erwartet worden, dass der Spezialfonds seine Existenzberechtigung verlieren könnte. Nunmehr zeichnet sich ab, dass das genaue Gegenteil eintreten könnte, vorausgesetzt die Kapitalanlagegesellschaften setzen sich in die Lage, die für die Bilanzierung von Wertpapieren nach IAS erforderlichen

Tabelle 3: Mittelaufkommen der inländischen Spezialfonds nach Anteilhabern (ohne Immobilien-Spezialfonds), gemäß Deutscher Bundesbank

	1998	1999	2000	2001	2002	Jan. – Mai 2003
	in Prozent					
Inländische Spezialfonds-Inhaber	98,5	100,3	101,6	100,8	100,0	99,0
Versicherungsunternehmen einschließlich Pensionskassen und berufsständischen Versorgungswerken	44,6	42,2	55,2	59,6	73,7	28,8
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungskassen	2,2	3,0	- 2,0	3,0	5,4	0,3
Kreditinstitute	15,8	16,6	11,6	10,0	16,4	28,2
Sonstige Unternehmen einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber und Wirtschaftsverbände	32,1	33,7	30,8	20,6	- 0,8	25,6
Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine und andere private Organisationen ohne Erwerbszweck	3,8	4,8	6,1	7,2	5,2	16,0
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	1,5	- 0,3	- 1,6	- 0,8	0,0	1,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

Mittelzuflüsse bei Spezialfonds können die Kapitalmarktverluste nicht ausgleichen

Auswertungen schnell und zuverlässig zu liefern.

Denn die Anwendung der einschlägigen Vorschriften für die Verbuchung von Wertpapieren ist nicht gerade trivial und dürfte einige Bilanzbuchhaltungs-Abteilungen vor zusätzliche umfangreiche und unbekannte Aufgaben stellen. Und das zu einem Zeitpunkt, wenn die Einführung der IAS ohnehin umfangreiche Umstellungs- und Einführungsprojekte erforderlich macht.

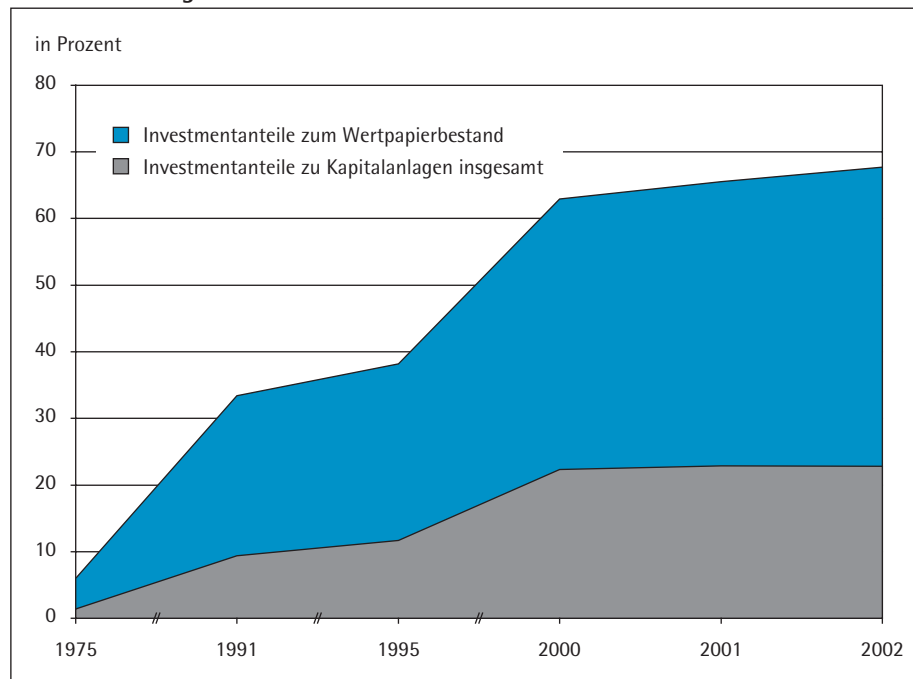
Der Spezialfonds bietet in einer solchen Situation eine geeignete Möglichkeit zur Auslagerung eines vollständigen Themas, nämlich der Verbuchung der Wertpapierbestände. Es würde überraschen, wenn eine solche Gelegenheit nicht von einigen neuen Anlegern ergriffen würde, zumal ein Steuervorteil durch Verschiebung des Veranlagungszeitpunktes um ein Kalenderjahr in Aussicht steht. Denn bei Anwendung der IAS können und brauchen keine Erträge mehr zur Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung ausgeschüttet werden, so dass die Versteuerung der Erträge durch Verschiebung der Ausschüttung auf den spätestmöglichen Termin – je nach Fondsgeschäftsjahr – um ein Kalenderjahr verschoben werden kann.

Bedeutung der Spezialfonds für Banken und Versicherungen

Trotz des festgestellten Rückgangs der Versicherungen unter den Anlegern der Spezialfonds haben sie ihre Bedeutung als wichtigste Anlegergruppe gehalten. Hieran wird sich in der nächsten Zukunft auch nichts ändern, was zum Beispiel am bereits erwähnten hohen Anteil der Versicherungen am Mittelaufkommen der Spezialfonds abzulesen ist (vergleiche Abbildung 8). Danach blieben die Mittelzuflüsse der Versicherungen in den Jahren 1999 und 2000 mit jeweils gut 30 Milliarden Euro nahezu konstant, während der Gesamtbeitrag der Mittelzuflüsse nach dem Höhepunkt im Jahr 1998 bereits kräftig zurückging. In den Jahren 2001 und 2002 kamen zwar auch von den Versicherungen weniger neue Gelder (jeweils zirka 25 Milliarden Euro), aber ihr Anteil an den gesamten Mittelzuflüssen nahm weiter zu und betrug 2001 60 Prozent und 2002 sogar 75 Prozent.

Angesichts dieser kräftigen Investitionen der Versicherungen in Investmentanteilen

Abbildung 5: Anteil von Investmentfonds an den Kapitalanlagen der Versicherungsunternehmen



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

stellt sich natürlich die Frage, ob dieses Verhalten noch lange andauern wird oder ob möglicherweise eine Sättigungsgrenze erkennbar ist. Deshalb wurde in Abbildung 5 der Wert der Investmentanteile in der Hand der Versicherungen ins Verhältnis zu ihrem gesamten Wertpapierbestand und zum Gesamtwert aller Kapitalanlagen gesetzt.

Dabei wird erkennbar, dass die Versicherungsunternehmen seit 1975 das Gewicht der Investmentanlage sowohl in ihrem Wertpapierbestand als auch in ihren gesamten Kapitalanlagen kräftig erhöht haben. Der Anteil der Fondsanteile am Gesamtwert der Kapitalanlagen beträgt jetzt beachtliche 22,8 Prozent, und der Anteil am Wertpapierbestand macht über zwei Drittel aus (genau: 67,7 Prozent). Dies be-

deutet, dass die Versicherungswirtschaft sich im Segment Wertpapiere auf das Instrument des Spezialfonds stützt und die Direktanlage mit nur einem knappen Drittel eine fast schon untergeordnete Bedeutung hat.

Auch die Kreditinstitute haben im Laufe der Zeit einen immer größeren Anteil ihres Wertpapierbestandes in Investmentanteilen angelegt, wenn auch das Niveau im Vergleich zu den Versicherungen deutlich niedriger ist. Der Anteil der Investmentanteile am Gesamtbestand der Wertpapiere der Kreditinstitute stieg von 0,7 Prozent in 1985 auf den bisherigen Höchstwert von über zwölf Prozent zum Ultimo 2001. Seither ist der Anteil wieder leicht gesunken und betrug Ende 2002 noch 11,2 Prozent. Diese Zahlen aus der Kapitalmarktstatistik der Bundesbank schließen zwar auch Publikumsfondsanteile und andere Wertpapiere ein, von denen nur die MFIs herausgerechnet werden konnten.

Leichter Rückgang des Spezialfondsanteils

Die Aussagekraft wird dadurch allerdings nicht geschmälert. Vergleicht man nämlich den Gesamtwert der bei der Bundesbank

Tabelle 4: Berechnung der Wertverluste

	Wertverluste in Millionen Euro
Fondsvolumen 2001	498 134
Mittelzuflüsse	33 575
Ausschüttungen	- 16 730
Fondsvolumen 2002	470 605
rechnerische Differenz	- 44 374

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

gemeldeten Investmentanteile im Eigenbestand der Kreditinstitute von knapp 130 Milliarden Euro mit dem Wert der Spezialfonds im Depot-A der Kreditinstitute nach der eigenen Umfrage, so ergibt sich hieraus eine Differenz von 1,16 Milliarden Euro. Dabei handelt es sich um den Betrag, den die Kreditinstitute maximal in Anteilen von Publikumsfonds investiert haben können, wobei ein größerer Teil auch solchen Publikumsfonds zuzurechnen ist, die speziell für die Eigenanlage von Kreditinstituten aufgelegt werden, bei denen es sich eigentlich um Spezialfonds für mehr als zehn Anleger handelt.

Genau wie bei den Versicherungen deutet auch bei den Kreditinstituten der leichte Rückgang des Spezialfondsanteils am Wertpapierbestand der Kreditinstitute kei-

neswegs auf ein nachlassendes Interesse oder gar auf eine Abkehr dieser Anlegergruppe vom Instrument des Spezialfonds hin. Vielmehr dürften ganz einfach viele Spezialfonds in den Depot-A der Kreditinstitute stärker in Aktien gewichtet gewesen sein als der Direktbestand. Das braucht nicht in jedem Einzelfall so zu sein, aber es gibt einige Kreditinstitute, die Aktien ausschließlich in Spezialfonds halten, also im Direktbestand ausschließlich Renten besitzen. Teilweise werden auch reine Aktienmandate an die KAG vergeben, und das Rentenmanagement verbleibt vollständig in der Direktanlage.

Master-KAG

Durch eine solche Aufgabenteilung wird allerdings ein Vorteil des Spezialfonds

teilweise verspielt, und zwar der Ausgleichseffekt zwischen Wertsteigerungen und Wertverlusten bei verschiedenen Vermögensgegenständen. Dieser ist dann zwar noch auf Ebene der im Fonds befindlichen Einzeltitel vorhanden, nicht aber auf Ebene der Asset-Klassen Aktien und Renten. Hier entsteht im Einzelfall ein Abschreibungsbedarf, der sich durch Übertragung des Rentenmanagements in den Spezialfonds vermeiden lassen könnte.

Wenn bislang prognostiziert wurde, dass ein Drittel, wenn nicht sogar zwei Drittel aller Spezialfonds-Mandate neu ausgeschrieben werden könnten, so geschah dies vor allem mit Blick auf das dominierende Thema des vergangenen Jahres, die Master-KAG. Leider gibt es bislang noch keine verlässlichen Untersuchungen, inwieweit

Tabelle 5: Marktanteile der Anbietergruppen gemäß Umfrage

Kapitalanlagegesellschaften der	2001				Veränderungen	2002			
	Anzahl		Fondsvolumen			Anzahl		Fondsvolumen	
	Anlagegesellschaften	Fonds	in Mrd. Euro	in Prozent		Anlagegesellschaften	Fonds	in Mrd. Euro	in Prozent
Groß- und Regionalbanken: Activest, BB-Invest, Cominvest, dbi, DeAM, DVG, Nordinvest	7	1 758	142,59	28,6	DWS kommt hinzu	8	1 822	166,35	34,6
Privatbanken: Franken Invest, Frankfurt-Trust, Inka, Metzler Investment, Monega, Oppenheim, Universal, Warburg	8	793	71,08	14,3	Franken Invest entfällt	7	737	65,14	13,5
SparkassenGirozentralen: Bayern-Invest, Deka, Helaba Invest, Südka, WestAM	5	1 485	100,81	20,2	Nordcon kommt hinzu	6	1 464	96,35	20,0
Genossenschaftsinstitute: Union Investment Institutional, Union Investment Privatfonds	2	501	29,88	6,0	Union Panagora kommt hinzu	3	496	34,48	7,2
Versicherungsunternehmen: Allianz, AL-Trust, AM Generali, Ampega, Axa Investment, BWK, Delta Lloyd Investment, GCR, Gerling Investment, Hansainvest, MAM, MEAG Munich Ergo KAG, MK, Nordcon, Swiss Life, Zürich Invest	16	429	101,80	20,4	Allianz entfällt, Nordcon entfällt, Zürich Invest entfällt, Swiss-Re kommt hinzu	14	348	67,94	14,1
Auslandsbanken: ABN Amro Asset Management, BNP Paribas Invest, CSAM KAG, DG Panagora, First Private Investment Management KAG, Goldman Sachs, Invesco, JPM, Julius Bär KAG, Lazard Asset Management, Merck Finck Invest, MLIM, SEB Invest, SSG Investment, UBS Invest, Veritas SG	16	497	34,70	7,0	DG Panagora entfällt	15	467	32,09	6,7
Sonstige: GWA, Lupus Alpha, Maintrust, Postbank Privat Investment, SKAG	5	51	17,15	3,4	BHW kommt hinzu	6	57	18,83	3,9
Total	59	5 514	498,01	100,0		59	5 391	481,17	100,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

Mittelzuflüsse bei Spezialfonds können die Kapitalmarktverluste nicht ausgleichen

Tabelle 6: Details der Marktverschiebungen 2002 gegenüber 2001 (auf Basis der Tabelle 5)

	Veränderung der Fondsanzahl gegenüber Vorjahr		Veränderung des Fondsvolumens gegenüber Vorjahr		Veränderung der Marktanteile gegenüber Vorjahr
	Anzahl	in Prozent	in Mrd. Euro	in Prozent	in Prozentpunkten
Groß- und Regionalbanken	64	3,6	23,8	16,7	5,9
Privatbanken	- 56	- 7,1	- 5,9	- 8,4	- 0,7
Sparkassen/Girozentralen	- 21	- 1,4	- 4,5	- 4,4	- 0,2
Genossenschaftsbanken	- 5	- 1,0	4,6	15,4	1,2
Versicherungen	- 81	- 18,9	- 33,9	- 33,3	- 6,3
Auslandsbankentöchter	- 30	- 6,0	- 2,6	- 7,5	- 0,3
Sonstige	6	11,8	1,7	9,8	0,5
Total	- 129	- 2,2	- 16,8	- 3,4	0,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

sich diese Voraussagen bisher bewahrt haben. Und so wäre es auch im Rahmen dieser Untersuchung sicherlich von Interesse gewesen, zusätzlich das Ausmaß der Fremdberatung beziehungsweise Fremdverwaltung von Investmentfonds abzufragen. Hierauf wurde jedoch verzichtet, zum einen, weil die Fragestellung den Umfang der bekannten Kandlbinder-Studien gesprengt und hierdurch den Erfolg der Umfrage insgesamt gefährdet hätte.

Zum anderen hat sich bereits der BVI im Rahmen seiner Datensammlungen bei den Mitgliedsgesellschaften dieses Themas angenommen. Da es sich hierbei um ein neues Projekt handelt, liegen von dieser Seite zwar noch keine verwertbaren Ergebnisse vor. Es ist lediglich die Vermutung erlaubt, dass sicher ein gutes Viertel der Spezialfondsmandate nicht ausschließlich von den jeweiligen KAG sondern entweder von externen Managern verwaltet oder von externen Advisern beraten werden.

Auswirkungen des Investment-Modernisierungsgesetzes

Unter dieses Viertel fallen jedoch nicht nur solche Spezialfonds oder Segmente von Spezialfonds, die im Rahmen eines Master-KAG-Konzepts von externer Seite beraten oder verwaltet werden. Umfasst sind auch solche Fälle, in denen der Anleger seiner KAG einen bestimmten Berater zu Seite gestellt hat oder er selbst konkrete Vorschläge für Kauf und Verkauf von Wertpapieren gibt. Geht man einmal davon aus, dass das Angebot der Master-KAG nur von bestimmten KAG auf breiter Front angeboten wird, so beträgt der Marktanteil zur Zeit weniger als zehn Pro-

zent. Auch zusammen mit weiteren Master-Mandaten bei anderen KAG dürfte der Anteil dieser Dienstleistung am Gesamtmarkt bisher kaum mehr als zehn Prozent betragen.

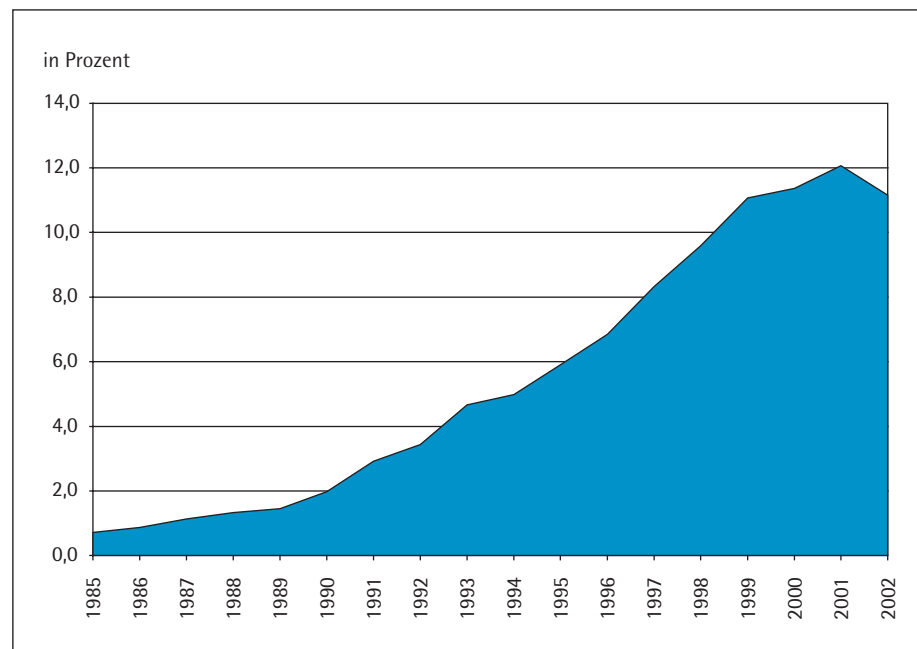
Andererseits handelt es sich bei der Master-KAG immer noch um ein relativ neues Thema, und seine Bedeutung könnte aus zwei Gründen in den kommenden zwölf Monaten noch einmal stark zunehmen. Zum einen haben sich auch im letzten Jahr noch einige Gesellschaften mit einem aktiven Angebot wegen der immer noch nicht hundertprozentig gefestigten Rechtslage zurückgehalten.

Dieser Unsicherheitsfaktor wird am 1. Januar 2004 endgültig entfallen, wenn das neue Investmentgesetz die Auslagerung des Fondsmanagements ausdrücklich zulässt. Zum anderen soll für die Anleger an diesem Termin ein wichtiger Hinderungsgrund für die Verschmelzung ihrer verschiedenen Spezialfonds zu einem einzigen, bei einer Master-KAG verwalteten Spezialfonds entfallen. Denn nach dem vorliegenden Entwurf des Investment-Steuergesetzes soll die Zusammenlegung von Investmentfonds für die Anleger steuerneutral durchgeführt werden können. Erst bei einer späteren Veräußerung der Anteile an diesem verschmolzenen Fonds müsste der Anleger die stillen Reserven versteuern. Die Wahrscheinlichkeit für die Umsetzung dieses Vorschlags ist hoch, denn Steuerausfälle sind nicht zu erwarten.

Auftrieb für die Master-KAG?

Ob allerdings alle KAG mit einem Master-KAG-Angebot an den Markt gehen werden, ist dennoch ungewiss. Denn ein solches Angebot setzt funktionsfähige Schnittstellen für den Informations- und Datenaustausch mit den externen Advisern beziehungsweise Managern voraus. Der Aufwand für solche Schnittstellen ist nicht ganz unerheblich, und wenn es einem Anleger lediglich um ein einheitliches Report-

Abbildung 6: Anteil der Investmentanteile am gesamten Wertpapierbestand der Kreditinstitute



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

„WEITER AUF GUTEM KURS.“

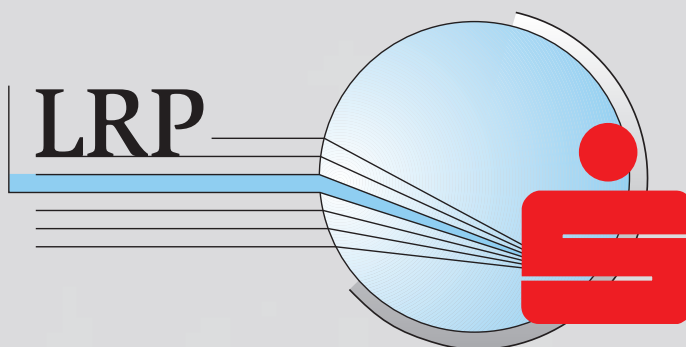
Aus der Halbjahresbilanz 2003 der
LRP Landesbank Rheinland-Pfalz

Unsere Halbjahresbilanz für 2003

Mit einer Steigerung des Betriebsergebnisses um gut ein Fünftel und des Überschusses nach Steuern um rund ein Drittel bei gleichzeitig moderater Zunahme des Geschäftsvolumens ziehen wir für das erste Halbjahr 2003 eine positive Bilanz.

Dieses Ergebnis erreichten wir durch konsequente Ertragsorientierung, risikobewusste Fokussierung auf unsere Kernkompetenzen und striktes Kostenmanagement.

Damit sehen wir uns auf gutem Kurs, unsere für das gesamte Jahr angestrebten betriebswirtschaftlichen Ziele zu erreichen und gemeinsam mit den rheinland-pfälzischen Sparkassen ein leistungsstarker Bankpartner für unsere Kunden zu bleiben.



Die Kennzahlen:

Geschäftsvolumen	75,5 Mrd. €
Überschuss	50,0 Mio. €
Eigenkapital-Ratio (BIZ)	12,2 v. H.
Return on Equity	9,9 v. H.
Cost-Income-Ratio	56,3 v. H.

Weitere Informationen über unsere Halbjahresbilanz 2003 erhalten Sie unter
www.lrp.de oder E-Mail: presse@LRP.de oder Telefon (0 61 31) 13 - 28 16.

Mittelzuflüsse bei Spezialfonds können die Kapitalmarktverluste nicht ausgleichen

ing geht, lässt sich das mit einem deutlich geringeren Aufwand nachträglich erstellen („virtuelle Master-KAG“). Außerdem wird die Haftungsfrage jetzt ausdrücklich zu Lasten der KAG geregelt. Ob die Haftung der KAG zum Beispiel für den Erwerb eines unzulässigen Wertpapiers gegenüber einem Spezialfondsanleger wirksam ausbe-

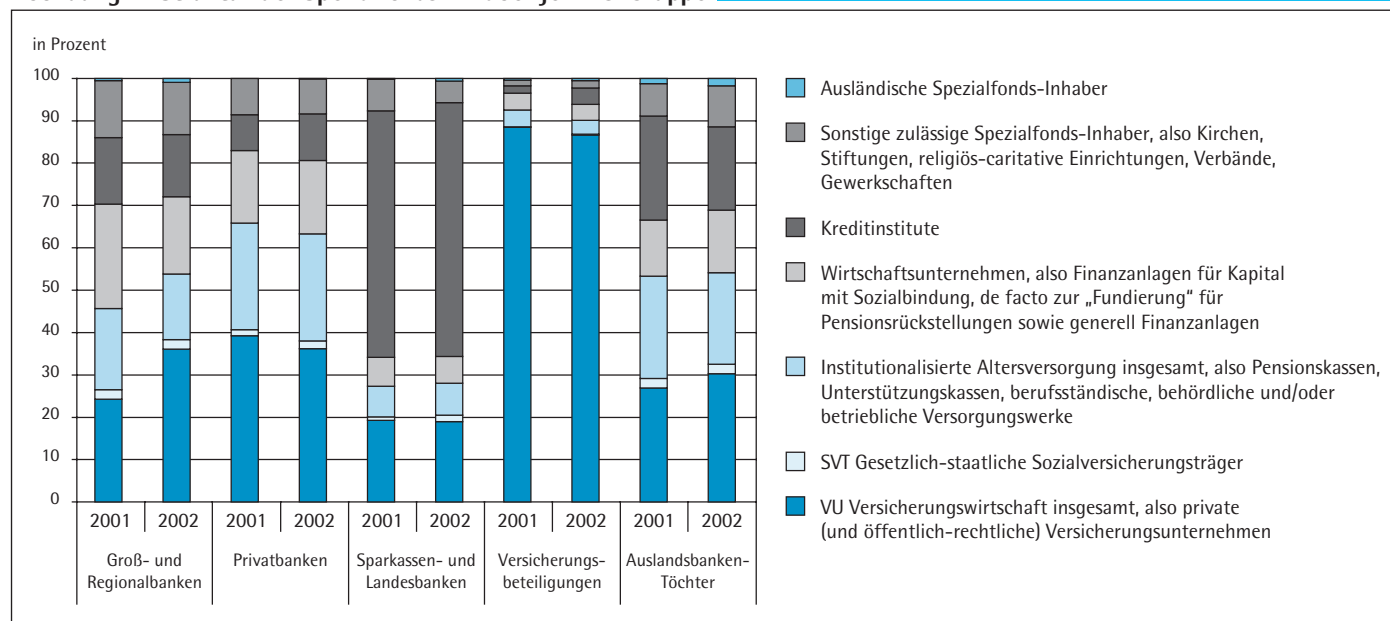
dungen werden kann, ist noch nicht geklärt.

Im Extremfall könnte ein Anleger (beziehungsweise ein von ihm bestimmter Advisor oder Manager) den Erwerb eines bestimmten Wertpapiers durchsetzen und später Schadensersatz von der KAG wegen

Verstoßes gegen gesetzliche oder vertragliche Erwerbsbeschränkungen fordern. Dabei richten sich die Eigenkapitalanforderungen nur an die Master-KAG, nicht aber an den Advisor oder den externen Manager.

Als erste spezialfondsrelevante Veränderung fällt auf, dass die zulässige Anzahl

Abbildung 7: Struktur der Spezialfonds-Inhaber je KAG-Gruppe



Basis: Tabelle 7

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 7: Struktur der Spezialfonds-Inhaber je KAG-Gruppe in Prozent vom Fondsvolumen*

(Spezialfonds ohne Immobilien-Spezialfonds jeweils ohne Genossenschaftsbanken und ohne Sonstige) per Ende 2001/2002

Kapitalanlagegesellschaften der jeweils in Prozent je KAG-Gruppe	Groß- und Regionalbanken		Privatbanken		Sparkassen und Landesbanken		Versicherungsbeteiligungen		Auslandsbanken-Töchter	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Inländische Spezialfonds-Inhaber	99,5	99,0	100,0	99,9	99,8	99,4	99,6	99,4	98,7	98,2
VU Versicherungswirtschaft insgesamt, also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	24,2	36,1	39,2	36,2	19,3	19,0	88,4	86,6	26,9	30,3
SVT Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	2,3	2,2	1,4	1,8	0,8	1,5	0,2	0,3	2,2	2,2
Institutionalisierte Altersversorgung insgesamt, also Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke	19,1	15,4	25,2	25,3	7,2	7,5	3,9	3,2	24,2	21,5
Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen	40,4	32,9	25,6	28,4	65,0	66,2	5,7	7,7	37,8	34,6
(davon: Kreditinstitute, so genannte Depot-A-Fonds)	(15,7)	(14,6)	(8,5)	(11,0)	(58,2)	(60,0)	(1,7)	(4,0)	(24,6)	(19,7)
Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	13,5	12,3	8,6	8,2	7,5	5,1	1,4	1,7	7,6	9,6
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	0,5	1,0	0,0	0,1	0,2	0,6	0,4	0,6	1,3	1,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Ergebnisse einer Umfrage der Autoren

Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

* Tabelle 7 ist aufgemacht auf Basis von Tabelle 1, zugeordnet den KAG-Gruppen, wie definiert in Tabelle 5 – aber ohne die KAG-Gruppen „Genossenschaftsbanken“ und „Sonstige“, da dort jeweils nur zwei beziehungsweise wenige KAG eingruppiert sind und andererseits jeweils eine oder zwei KAG darin im Fondsvolumen mehr als „überwiegt“ beziehungsweise „überwiegen“.



der Anleger in einem Spezialfonds von zehn auf 30 erhöht werden soll. Schon bisher konnten sich mehr als zehn Anleger an einem Spezialfonds beteiligen, indem sie für diesen Zweck eine Personengesellschaft gründeten. Als Spezialfondsanleger wurden nicht die Mitglieder der Personengesellschaft, sondern lediglich die Personengesellschaft selbst gezählt.

Ausblick: Erhöhung der zulässigen Anleger in einem Spezialfonds

Ein Nachteil dieser Konstruktion besteht natürlich darin, dass die Anteilscheine an dem Spezialfonds nicht in einem Wertpapierdepot des Anlegers, sondern in einem für die Personengesellschaft eingerichteten Wertpapierdepot liegen konnten. Gegen die Erhöhung der zulässigen Anzahl der Anleger ist natürlich nichts einzuwenden, zumal die Luxemburger Spezialfonds überhaupt keine derartige Beschränkung kennen.

Ein Vorteil der höheren Anzahl ist es, dass relativ leicht sämtliche Anleger ihren Anteil an einem Spezialfonds unter der Grenze von zehn Prozent halten und dadurch die entsprechenden Erleichterungen zum Beispiel im Rahmen von Bilanzierungsvorschriften in Anspruch nehmen können.

Wahrscheinlich wird schnell die Versuchung aufkommen, unter Ausnutzung der höheren Anzahl von Anlegern möglichst viele Spezialfonds zusammenzulegen, ohne jedoch materiell etwas zu ändern. Ein solches Vorgehen wird möglich werden, denn die Zusammenlegung von Spezialfonds wird als „Verschmelzung“ ausdrücklich zugelassen und das bisher geltende Verbot der Sacheinlage für diesen Fall aufgehoben.

Steuerneutrale Verschmelzung und Zulassung von Umbrella-Fonds

Die Verschmelzung wird nach dem Investmentsteuergesetz sogar steuerfrei möglich sein. Und bei dem dann entstandenen Gemeinschaftsfonds kann man für jeden Anleger eine gesonderte Anteilsklasse mit individueller Anlagepolitik einrichten, das heißt nicht nur eine schon bisher mögliche individuelle Ausschüttungspolitik oder Gebührenstruktur. Ob sich für die Anleger hierdurch Vorteile im Rahmen von Regelwerken ergeben können, die auf die Beteiligungsquote abstellen, erscheint allerdings

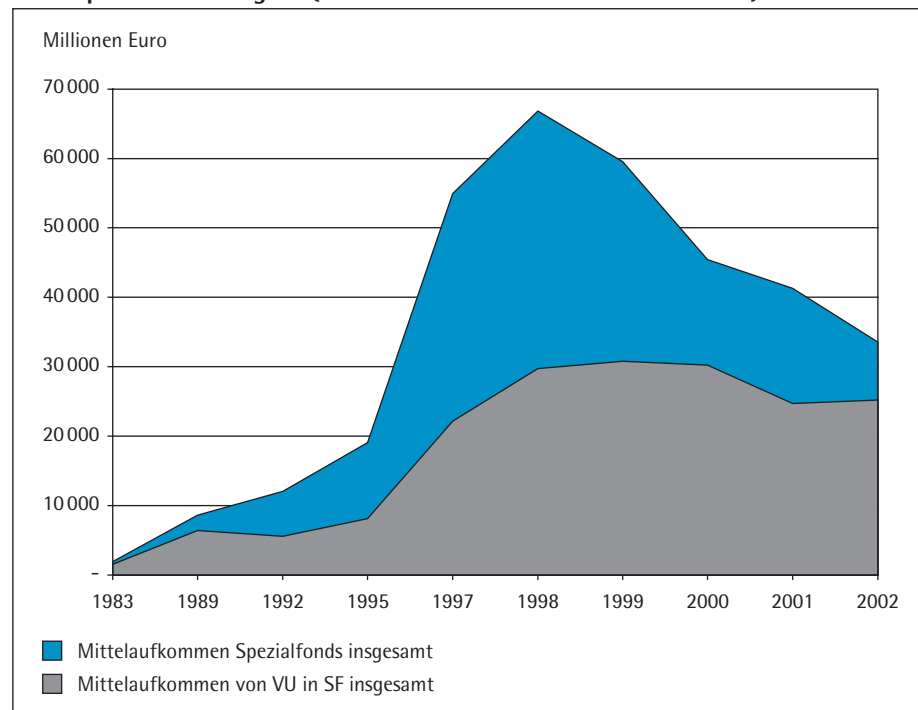
ungewiss. Denn dort, wo es schon jetzt Anteilsklassen mit unterschiedlicher Anlagepolitik gibt, etwa bei ausländischen Umbrella-Fonds, wird eine Anteilsklasse in der Regel wie ein unabhängiger Fonds behandelt.

Allerdings eröffnen die Vorschriften auf jeden Fall interessante zusätzliche Möglichkeiten. Der Spezialfonds kann bis zu 30 verschiedene Anleger haben, gleichzeitig kann er in Anteilsklassen mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten oder in Segmenten mit verschiedenen externen Beratern oder Managern unterteilt sein, und

wird es künftig keine Unterscheidung zwischen Geldmarktfonds, Wertpapierfonds und Dachfonds mehr geben. Wenn die Vertragsbedingungen dies vorsehen, wird der Fondsmanager zwischen einer vollständigen Anlage des Fonds in Aktien, Schuldverschreibungen oder Bankguthaben/Geldmarktinstrumenten oder auch Investmentanteilen wählen können.

Während bisher ein Spezialfonds maximal fünf Prozent seines Vermögens in Anteilen an Wertpapierfonds investieren durfte, kann er künftig beispielsweise zehn Pro-

Abbildung 8: Mittelaufkommen der Versicherungsunternehmen im Vergleich zu allen Spezialfondsanlegern (einschließlich Offenen Immobilienfonds)



Copyright: Till Entzian/Hans Karl Kandlbinder

schließlich kann es noch Anteilsklassen mit unterschiedlicher Ausschüttungspolitik geben.

Die Anteilsklassen brauchen mit den Segmenten keineswegs deckungsgleich zu sein, und die Anleger können frei wählen, in welche Anteilsklassen sie investieren. Die Gestaltungsmöglichkeiten werden also so flexibel, dass die Gefahr von Verwirrung droht, wenn die Konstruktionen zu komplex werden.

Für zusätzliche Flexibilität sorgt auch die Abschaffung der Fondstypen. Insbesondere

zent seines Wertes in Anteilen an Unternehmensanleihen-Fonds und weitere 15 Prozent in Anteilen an einem oder mehreren Aktienfonds investieren. Vor allem kleineren Spezialfonds ermöglicht diese Regelung, auf einem wirtschaftlich vernünftigen Weg in zusätzliche Marktsegmente zu investieren.

Öffnung des Derivate-Einsatzes und neue Besteuerung von Termingeschäften

Auch der Gebrauch von derivativen Instrumenten in normalen Investmentfonds wird erheblich liberalisiert. Die durch das dritte



Mittelzuflüsse bei Spezialfonds können die Kapitalmarktverluste nicht ausgleichen

Finanzmarktförderungsgesetz für das Marktrisiko eines Investmentfonds eingeführte Gesamtgrenze von 100 Prozent seines Netto-Fondsvolumens wird de facto auf 200 Prozent erhöht. Dies bedeutet, dass Wertpapierfonds künftig den gleichen Hebel wie Immobilien-Spezialfonds einsetzen dürfen, natürlich nur über die Nutzung von Derivaten und nicht über direkte Kreditaufnahme.

Auf den ersten Blick scheint diese Möglichkeit für die meisten Spezialfonds uninteressant zu sein, da die Risikotragfähigkeit der Anleger häufig noch nicht einmal ausreicht, um auch nur einen Bruchteil des Fondsvermögens im Aktienmarkt zu investieren, geschweige denn das Market-Exposure durch Verwendung von Derivaten über den Wert des Fonds hinaus zu erhöhen. Trotzdem ist die Neuregelung auch für diese Fonds wichtig, denn sie erlaubt den Fondsmanagern erstmals den vernünftigen Einsatz von Zinstermingeschäften zur Steuerung der Duration des Rentenportfolios. Galt nämlich bisher die Regelung, dass bei einem voll investierten Rentenfonds keine Zinsfutures zur Verlängerung der Duration erworben werden durften, wird genau dies in Zukunft zulässig sein.

Abschaffung der steuerlichen Diskriminierung ausländischer Fonds

In diesem Zusammenhang ist besonders zu begrüßen, dass die völlig absurde Regelung zur Besteuerung von kurzfristigen Termingeschäften endlich abgeschafft werden soll. Nach dieser zum 1. April 1999 durch das Steuerentlastungsgesetz eingeführten Regelung können zwar Gewinne aus der Veräußerung von Optionsrechten genauso wie Gewinne aus der Veräußerung von Wertpapieren steuerfrei dem Sondervermögen thesauriert werden, im Falle einer wirtschaftlich identischen Ausübung eines Optionsrechts mit Barausgleich müssen die Anleger den Gewinn dagegen wie einen Zinsertrag, also noch im gleichen Jahr, versteuern. Und wenn der Fondsmanager Wertpapierbestände durch Future-Geschäfte absichert, muss der Anleger mögliche Gewinne aus diesen Futures ebenfalls wie den Zinsertrag noch im selben Jahr versteuern.

Wenn der Fondsmanager die Wertpapierbestände dagegen nicht absichert, sondern veräußert, was wirtschaftlich bis auf die höheren Transaktionskosten identisch ist,

braucht der Anleger nichts zu versteuern. Bereits diese Beispiele zeigen, dass die geplante Abschaffung der Regelung der einzig vernünftige Schritt und wirklich zu begrüßen ist. Spannend bleibt die Ausgestaltung der Übergangsregelung für Verlustvorträge aus diesen Termingeschäften.

Ein wichtiger Entscheidungsfaktor zur Auflegung von Spezialfonds im Inland und nicht im Ausland wird durch das neue Investmentsteuergesetz beseitigt. Bisher war der Anleger in einem ausländischen Fonds gegenüber dem Anleger in einem inländischen Fonds selbst dann benachteiligt, wenn im Wege einer Zulassung zum öffentlichen Vertrieb oder einer Börsenzulassung die bestmögliche steuerliche Regelung genutzt wurde („weiße Fonds“). Denn er musste die Erträge aus Dividendenwerten voll versteuern, während der Anleger in einem inländischen Fonds Dividenden und Gewinne aus der Veräußerung von Aktien steuerfrei vereinnahmen konnte beziehungsweise im Fall von natürlichen Personen unter das Halbeinkünfteverfahren fiel.

Dieser Nachteil wird durch das Investmentsteuergesetz abgeschafft, indem es nur noch zwei steuerliche Regelungen gibt. Die eine Regelung gilt für alle in- und ausländischen Fonds, die ihre Steuergrundlagen offen legen („weiße Fonds“) und die andere Regelung für solche Fonds, die dies nicht tun („schwarze Fonds“). Dabei entspricht die Besteuerung der weißen Fonds der bisherigen Regelung für inländische Fonds (abgesehen von der Besteuerung der Termingeschäfte). Die Strafbesteuerung der schwarzen Fonds wird moderater gefasst (noch 70 statt 90 Prozent der Wertzuwächse und nur noch sieben statt zehn Prozent des letzten Rücknahmepreises als fiktiver Mindestgewinn).

Ob die Abschaffung der steuerlichen Benachteiligung nun dazu führt, dass Spezialfonds in größerem Umfang im Ausland aufgelegt werden, erscheint nicht zwingend. Denn gleichzeitig mit der steuerlichen Benachteiligung ausländischer Fonds werden ja auch ihre bisher teilweise zu Recht angeführten Vorteile abgeschafft, indem die inländischen Fonds hinsichtlich Anlagemöglichkeiten und Flexibilität gleichziehen.

Neu ist die Investment-Aktiengesellschaft mit variablem Kapital. Während die Briten

vor fünf Jahren die OEICs (Open Ended Investment Companies) einführten, um neben den juristisch ziemlich komplizierten Unit Trusts eine leicht verständliche Investmentfonds-Konstruktion anbieten zu können, werden die deutschen Investment-Aktiengesellschaften zugelassen, um vor allem die Gründung von Hedge-Fonds zu erleichtern. So besteht das erforderliche Kapital lediglich in einem Mindest-Fondsvolumen von 300 000 Euro.

Hinsichtlich der Besteuerung der Anleger soll es keine Unterschiede zu einem Sondervermögen geben. Die Rechnungslegung ist vielleicht etwas aufwendiger, weil sowohl eine übliche Gesellschaftsbilanz als auch eine Fondsrechnungslegung wie bei einem Sondervermögen notwendig ist. Über den Erfolg der Investment-Aktiengesellschaft wird letztlich die Aufsichtsbehörde entscheiden, wenn sie in der Praxis die konkreten Anforderungen an die Geschäftsführer festlegt.

Investment-AG mit variablem Kapital

Neu sind ebenfalls die Hedge-Fonds, die „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“. Nach dem Konzept des Investmentgesetzes handelt es sich um Sondervermögen oder Investment-Aktiengesellschaften, die nach ihren Anlagebedingungen unbeschränkt hebeln dürfen und nur einem nicht spezifizierten Risikostreuungsanspruch unterliegen. Anders als die normalen Fonds dürfen sie auch in Edelmetalle, Commodities und so weiter investieren und entsprechende Derivate abschließen.

Es soll zum einen die Hedge-Fonds geben, die nur als Spezialfonds aufgelegt werden dürfen und zum anderen die Dach-Hedge-Fonds, die als Publikumsfonds angeboten werden dürfen. Die Dach-Hedge-Fonds dürfen selbst keine Hedge-Fonds-Strategien verfolgen sondern nur in Ziel-Hedge-Fonds, also Spezialfonds, investieren.

Ob diese Ziel-Hedge-Fonds ein wichtiges Geschäftsfeld für die bestehenden Spezialfonds-KAG werden, darf allerdings aus verschiedenen Gründen bezweifelt werden. Zum einen müssten wohl die meisten KAG das erforderliche Spezial-Know-How erst einmal aufbauen oder, was realistischer scheint, bei erfahrenen Konzerneinheiten anfordern. Und da könnten die Vorteile bei den Publikums-KAG liegen oder auch bei spezialisierten Anbietern, die sich einer



Investment-Aktiengesellschaft bedienen. Zum anderen könnte das Marktpotenzial für die bekannten Hedge-Fonds-Strategien letztlich begrenzt sein, denn Hedge-Fonds leben von Marktanomalien, und von diesen gibt es sicher nicht unendlich viele.

Positive Marktsignale

Trotzdem wird es voraussichtlich sehr viele Spezial-Hedge-Fonds geben, denn auch bestehende Spezialfonds werden ihre Vertragsbedingungen ändern und zu Hedge-Fonds werden. Der Vorteil besteht darin, dass dann praktisch keine gesetzlichen Anlagengrenzen mehr gelten und beliebige Strategien frei von allen Fesseln umgesetzt werden können. Natürlich ist eine solche Umwandlung mit dem Nachteil verbunden, dass die BaFin dann praktisch keine Ansatzpunkte für eine Beaufsichtigung der Spezialfonds mehr hat, aber das werden

viele Anleger in Kauf nehmen, wenn sie es denn dürfen.

Für die Spezialfonds-KAG ist schließlich noch erwähnenswert, dass sie künftig die freie Portfolioverwaltung nicht nur als Neben- sondern als Haupttätigkeit werden anbieten dürfen. Denkbar wären also KAG, die sich ausschließlich der freien Vermögensverwaltung widmen. Wie bisher nur einzelne Publikumsfonds können sich künftig die KAG selbst einen EU-Pass geben lassen, um ihre Dienste auch im europäischen Ausland ohne aufsichtsrechtliche Hemmnisse anzubieten.

Beim klassischen Spezialfonds hat also eine gewisse Konsolidierung eingesetzt, wie an der unveränderten Anzahl der Anbieter, dem zurückgehenden Mittelzufluss, der schrumpfenden Anzahl und dem – wenn auch nur marktbedingten – Rückgang des

Fondsvolumens abzulesen ist. Mit Erholung der Kapitalmärkte wird die Spezialfondsbranche aber wieder wachsen. Darüber hinaus wird das neue Investment-Gesetz dem Spezialfonds nicht nur die systematisch korrektere Bezeichnung als Spezial-Sondervermögen sondern voraussichtlich auch einen zusätzlichen Schub geben. Stärker als an jedem Gesetz hängt die Zukunft des Spezialfonds natürlich an den Kapitalmärkten und an den richtigen Anlageentscheidungen der Spezialfonds-KAG.

Anmerkung

Eine englische Version dieser Studie wird in London voraussichtlich Ende August 2003 in der Septemberausgabe der Zeitschrift „Investment & Pensions Europe“ erscheinen. Interessenten dieser englischsprachigen Spezialfonds-Studie, die keine IPE-Abonnenten sind, können Bestellungen dafür (Sonderdrucke) beim Autor, Klappergasse 27, D-60594 Frankfurt am Main, E-Mail: Entzian@KAGG.de, Fax 0 69/49 22 43, aufgeben. Preis kann erst später festgesetzt werden.

zeb/rolfes.schierenbeck.associates

Ausfallrisiken: Quantifizierung, Bepreisung und Steuerung

Herausgegeben von Prof. Dr. Bernd Rolfes und Prof. Dr. Dr. h.c. Henner Schierenbeck.
Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement, Band 26. 2001.
400 Seiten, geb. € 49,90. ISBN 3 8314 0701 0.

Während für die Quantifizierung und Steuerung von Marktpreisrisiken bereits vielversprechende Ansätze entwickelt wurden, fällt die Integration von Kreditrisiken aus dem Kundengeschäft in das Risikomanagement noch schwer. Im vorliegenden Tagungsband werden Möglichkeiten diskutiert, Kreditrisiken zu bepreisen und systematisch in die bankweite Risikosteuerung zu integrieren. Es werden moderne Instrumente zur Messung, Bewertung und Limitierung von Kreditrisiken erörtert und Wege zu ihrer Einbindung in ein umfassendes Risikomanagement aufgezeigt. Hierbei werden die aktuellen Entwicklungen an den Finanzmärkten und im Aufsichtsrecht ausführlich erörtert.

Die Autoren und ihre Beiträge: Prof. Dr. Bernd Rolfes: Steuerung des Kreditrisikos im Dualen Steuerungsmodell; Dr. Frank Bröker: Strategische Aspekte des Managements von Marktpreis- und Adressrisiken; Prof. Dr. Hermann Schulte-Mattler: Neuere Entwicklungen in der bankaufsichtsrechtlichen Behandlung von Kreditrisiken; Christoph Carstens: Grundlagen und Anwendungsmöglichkeiten von Scoreverfahren zur Bonitätsbeurteilung im Privatkundengeschäft; Sven Jansen: Bankinterne Ratingansätze im Firmenkundengeschäft; Goran Devic: Bewertung des Bonitätsrisikos mit einem Unternehmenswertmodell; Dr. Stefan Kirmße: Die Anwendung des optionspreistheoretischen Ansatzes zur Bepreisung von Ausfallrisiken; Bernhard Krob: Der Optionspreisansatz – Weiterentwicklungen und Anwendungsmöglichkeiten in der Praxis; Oliver Dunemann: Kreditportfoliomodelle; Dr. Udo Heim und Christian J. Balica: Zentrale Aspekte der Kreditrisikomodellierung; Dr. Raimund Blache und Dr. Christian Bluhm: Die Steuerung von Kreditrisiken mit Hilfe der RAROC-Methodik; Holger Sommerfeld: Kreditderivate als Instrumente zur Steuerung des Kreditportfolios – Einsatzmöglichkeiten und Grenzen; Nils Oßenbrink: Integrierte Zins- und Kreditrisikosteuerung durch Asset-backed Securities im Rahmen des Asset-Liability-Managements.

Fritz Knapp Verlag • Postfach 11 11 51 • 60046 Frankfurt am Main

Telefon (069) 97 08 33-21 • Telefax (069) 707 84 00 • E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de • www.kreditwesen.de

