

Till Entzian

Spezialfonds: Warum sinkt die **Attraktivität**?

Betrachtet man die Statistik der Mittelzuflüsse in Spezialfonds, so scheint die Attraktivität des Wertpapier-Spezialfonds ihren Höhepunkt ganz klar überschritten zu haben. Zum fünften Mal in Folge sind die Mittelzuflüsse zurückgegangen und bewegten sich im Jahr 2003 auf dem Niveau der Jahre 1995/96. Sie erreichten mit 22,8 Milliarden Euro gerade ein Drittel des Rekordjahres 1998, als die Wertpapier-Spezialfonds-KAG 66,9 Milliarden Euro einsammeln konnten. Immerhin, während das verwaltete Volumen der Spezialfonds in den Jahren 2001 (mit 1,4 Prozent ganz leicht) und 2002 (mit 5,5 Prozent etwas stärker) zurückgegangen ist, stieg es im Jahr 2003 merklich an. Der Zuwachs betrug ordentliche 9,4 Prozent, so dass das Volumen der Wertpapier-Spezialfonds von 470,6 Milliarden Euro auf 514,8 Milliarden Euro angewachsen ist. Da dieser Zuwachs nur in Höhe von 22,8 Milliarden Euro auf Nettomittelzuflüsse zurückgeführt werden kann, beruhen die übrigen 21,4 Milliarden Euro auf Kurszuwächse und sind der eintretenden Kapitalmarkterholung zu verdanken.

Marktsättigung bei wichtigen Anlegergruppen

1. Auf der Suche nach einer Erklärung für das zurückgehende Interesse der institutionellen Anleger am Instrument des Spezialfonds stößt man auf mehrere völlig unterschiedliche Gründe.

So ist bei wichtigen Anlegergruppen inzwischen eine gewisse Marktsättigung eingetreten, wenn zum Beispiel die Versiche-

rungsunternehmen zwei Drittel ihrer Wertpapieranlagen in Spezialfonds investiert haben. Bei der nächst wichtigen Anlegergruppe, den Kreditinstituten, machen die Spezialfonds immerhin ein Zehntel des gesamten Wertpapierbestandes aus, was vor dem Hintergrund, dass die Wertpapieranlagen bei vielen Kreditinstituten zum Kerngeschäft gehören, ein recht hoher Wert ist. Auch in den übrigen Anlegergruppen dürf-

ten die meisten Adressen, die sich für eine Spezialfondsanlage eignen, bereits ein solches Instrument besitzen. Wachstumspotential besteht hier nur noch im gleichen Umfang, wie das Gesamtvermögen der bestehenden Kunden wächst. Die Gewinnung neuer Anleger wird schwieriger. Aufgrund der weiterhin vorhandenen Vorteile des Spezialfonds, die immer noch nicht von allen in Frage kommenden Anlegern erkannt worden sind, bleibt dies dennoch nicht völlig unmöglich.

Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main

2. Auch die bevorstehende Änderung des Investmentrechts mag den einen oder anderen potentiellen Anleger bewogen haben, die Auflegung eines Spezialfonds zurückzustellen. Eine größere Bedeutung als das Investmentrecht dürfte jedoch das Bilanzierungsrecht und die hier bevorstehenden Änderungen besitzen. Die von den IFRS (= IAS) vorgesehene Konsolidierungspflicht kann für viele Spezialfondsanleger dazu führen, dass die von den Fonds erwirtschafteten Erträge, Gewinne und Verluste unabhängig vom Fondsgeschäftsjahr und unabhängig von der Ausschüttung der KAG unmittelbar in den entsprechenden Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auf Konzernebene ist in einem solchen Fall eine Bilanzsteuerung über die Ausschüttungshöhe beziehungsweise den Zeitpunkt des Spezialfonds nicht mehr möglich.

Natürlich sind hiervon nicht alle Anleger betroffen. Und natürlich wäre es für die betroffenen Anleger eine erhebliche Vereinfachung der eigenen Wertpapierbuch-

haltung, wenn die KAG die nach IFRS notwendigen Kennzahlen fertig aufbereitet zuliefern würde. Noch haben aber nicht alle KAG die Bedeutung dieses Themas erkannt, so dass es bei der Aufbereitung der vom Anleger benötigten Zahlen anscheinend häufiger größere oder kleinere Probleme oder Verzögerungen gibt. Sobald die KAG hier ihre Chance erkennen und sich auch zu Spezialisten in der Wertpapierbilanzierung nach IFRS entwickeln, werden sie den Anlegern nicht nur die „Auslagerung“ der Wertpapierverwaltung sondern ebenso die Auslagerung der Verbuchung und Bilanzierung der Wertpapieranlagen anbieten können.

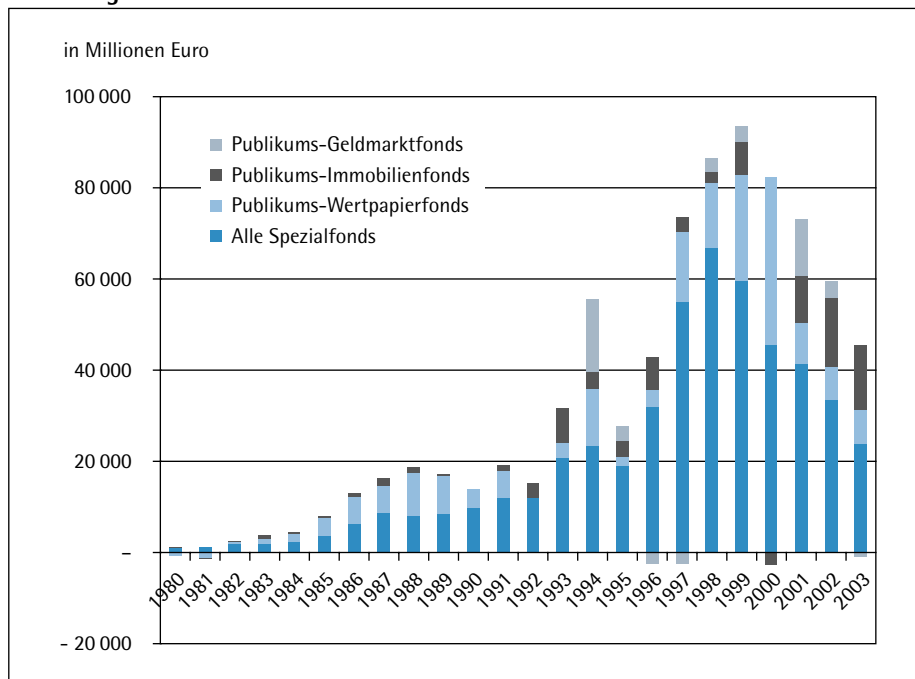
3. Des Weiteren haben die massiven Verluste vieler Anleger deren Handlungsspielraum stark eingeschränkt. So scheitert eine Umschichtung des vorhandenen Wertpapierbesitzes in Spezialfonds zum Beispiel daran, dass der Anleger die schwebenden Verluste der bestehenden Anlagen nicht realisierenden will oder kann. Darüber hinaus hat die hohe Volatilität der Aktienmärkte in den letzten Jahren eine gewisse Zurückhaltung nicht nur der privaten sondern auch der institutionellen Anleger gegenüber Wertpapierfonds erzeugt.

Anzahl der Spezialfonds-KAG geht zurück

Vor dem Hintergrund eines Gesamtmarktes, der letztlich nur 1,3 Prozent über dem bisherigen Höchststand im Jahr 2000 lag, gab es bei den Spezialfonds-Anbietern auch im vergangenen Jahr eine Reihe von Veränderungen. Die bemerkenswerteste Entwicklung ist, dass zum ersten Mal in der Geschichte des Spezialfonds die Anzahl der Anbieter zurückgegangen ist. Zuletzt war die Zahl der Wertpapier-Spezialfonds Anbieter im Jahr 2000 angewachsen und seither mit 59 Gesellschaften unverändert geblieben. Im Jahr 2003 ist diese Zahl nun um vier auf 55 zurückgegangen.

Die BNP Paribas Invest agiert seit Frühjahr 2003 nicht mehr als KAG sondern beschränkt sich auf ihre Rolle als Sales- und Marketingeinheit für institutionelle Kunden von BNP PAM in Deutschland. Die der Familie Brenninkmeyer zugerechnete Gesellschaft für Wertpapieranlagen – GWA hat ebenfalls ihr gesamtes Spezialfondsvolumen abgegeben, wird aber bei der BaFin noch als bestehende KAG geführt. Aufgelöst wurde die Merrill Lynch Investment

Abbildung 1: Mittelaufkommen der inländischen Investmentfonds



Quelle: Bundesbank

Copyright: Till Entzian

Management KAG ebenso wie die Swiss Life Asset Management KAG (per 31. Dezember 2003). Darüber hinaus haben sich die City Group und die SwissRe von ihren Spezialfonds-KAG getrennt.

Auch im laufenden Jahr setzt sich dieser Trend fort. So wurde die Mannheimer Asset Management zum 30. Juni 2004 aufgelöst. Darüber hinaus stellen weitere Anbieter Überlegungen an, ob sie an ihren KAG festhalten sollen oder sich auf das Asset Management konzentrieren und gegebenenfalls als externe Manager von Spezialfonds auftreten sollen.

Mit der Schließung und Veräußerung von KAG tritt nun eine Entwicklung ein, die schon in den Zeiten des Gründungsbooms von Kapitalanlagegesellschaften absehbar war. Schließlich ist es nicht außergewöhnlich, dass auf eine Boomphase eine Konsolidierungsphase folgt. Die jetzt zu beobachtende Konsolidierung im Bereich der Spezialfondsanbieter wurde sicherlich durch die Entwicklung der Aktienmärkte unterstützt. Die seit Anfang 2003 einsetzende Erholung der Aktienmärkte wird die Konsolidierung etwas abbremsen aber nicht vollständig umkehren können.

Neugründungen von Spezialfondsgesellschaften gab es im Jahr 2003 keine. Zu er-

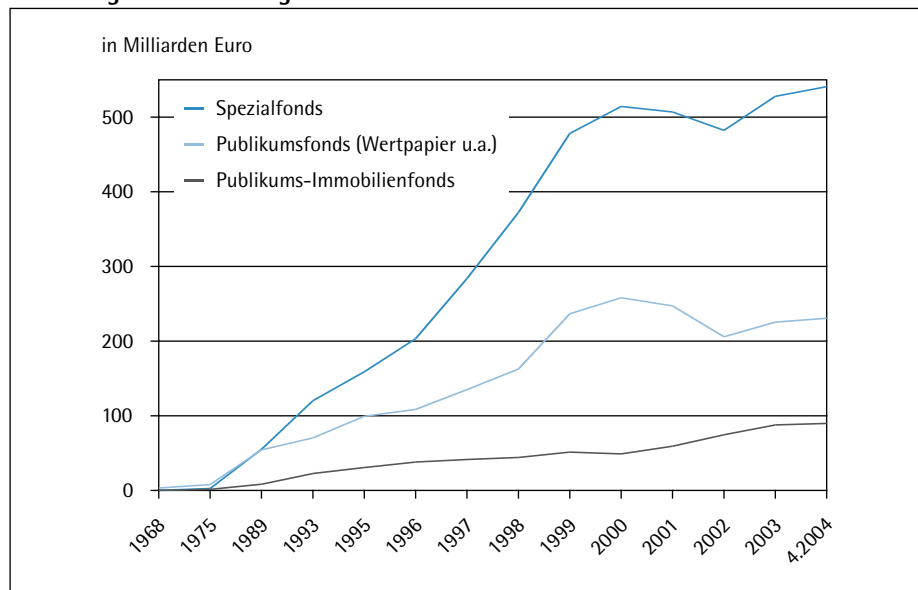
wähnen sind allerdings zwei Gesellschaften, die vom Management erworben wurden und jetzt unter neuem Namen am Markt auftreten. Dies sind die Asecuris Asset Management KAG (vorher SwissRe) und die First Private Investment Management KAG (vorher City Group). Beide Gesellschaften sind jetzt vollständig im Besitz der jeweiligen Geschäftsführung und stellen insofern eine Besonderheit dar. Bei zwei weiteren Gesellschaften ist bekannt, dass die Geschäftsführer an der KAG beteiligt sind, nämlich bei Union Panagora und bei Lupus Alpha, wobei es sich um Minderheitsbeteiligungen handelt.

Für das laufende Jahr hat allerdings mit Fidelity wieder ein neuer Anbieter die Gründung einer KAG angekündigt, wobei den institutionellen Kunden auch Spezialfonds angeboten werden sollen.

Kandlbinder-Umfrage

Die von Karl Hans Kandlbinder begründete und über viele Jahre durchgeführte Umfrage wurde 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 ih-

Abbildung 2: Entwicklung der Fondsvolumina



Quelle: Bundesbank

Copyright: Till Entzian

rer 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 können. Dies wäre anhand der Bundesbankstatistik nicht möglich.

Die Ergebnisse der Bundesbankstatistiken und der selbst durchgeführte Umfrage 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 im Vordruck 10 380 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 Anlegers zugerechnet. Hierdurch wird gegebenenfalls das Volumen der Gruppe des am stärksten beteiligten Anlegers überzeichnet und das Volumen der übrigen an einem Gemeinschaftsfonds Anlegergruppen unterzeichnet.

Nach der Systematik der Kandlbinder-Studie wird dagegen versucht, die genaue Höhe der Beteiligung der unterschiedlichen Anlegergruppen bei einer KAG zu erfragen. Dies ist unabhängig davon, ob die entsprechenden Anleger in einen Individualfonds (Spezialfonds mit nur einem Anleger) oder als vorherrschender oder als Minderheitsanleger in einem Gemeinschaftsfonds (Spezialfonds mit mehreren Anlegern) investieren. Dies geschieht unter dem Aspekt, 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.

Die von Kandlbinder begründete Systematik unterscheidet seit jeher zwischen der Versicherungswirtschaft, also den privaten und öffentlich-rechtlichen Versicherungsunternehmen, und der institutionalisierten Altersversorgung, also den Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständischen, behördlichen und/oder betrieblichen Versorgungswerken. Die Bundesbank hat diese beiden Anlegergruppen immer in einer einzigen Kategorie zusammengefasst. Seit Beginn des laufenden Jahres unterscheidet die Bundesbank nunmehr auch zwischen den beiden genannten Gruppen, womit sie ihre Statistik an die Kandlbinder-Systematik anpasst.

An der Umfrage für das Jahr 2003 haben sich auch diesmal erfreulicherweise wieder

alle 55 KAG beteiligt. Diese verwalteten nach der Bundesbankstatistik am Stichtag ein Gesamtvolumen von 514 Milliarden Euro in 5 176 Spezialfonds. Es konnte also wieder der gesamte Spezialfonds-Markt in die Untersuchung einbezogen werden.

Bei Auswertung der Umfrage-Ergebnisse ergibt sich – wie im Vorjahr – wieder ein etwas höheres Gesamtvolumen als das von der Bundesbank festgestellte Volumen und auch eine abweichende Anzahl der Spezialfonds. Die relativ geringen Abweichungen bewegen sich jedoch im Rahmen der Vorjahre und beruhen teilweise auf nachträglichen Korrekturen einzelner Gesellschaften und teilweise auf Ermittlungsfehlern. Vollständig werden sich solche Abweichungen wohl niemals vermeiden lassen, und glücklicherweise beeinträchtigen sie nicht die Aussagekraft der Untersuchung.

Kaum veränderten Anlegergruppen

Anders als im Vorjahr hat sich die Struktur der Spezialfonds-Inhaber nur geringfügig verändert. Die stärkste Anlegergruppe, die Versicherungsunternehmen, haben ihren Anteil nach den Umfrageergebnissen wieder leicht erhöht (um 0,5 Prozent) und besitzen jetzt 37,5 Prozent des gesamten Spezialfondsvolumens. Damit befindet sich dieser Wert noch 1,0 Prozent unter dem Höchststand der letzten Jahre, der im Jahr 2000 mit 38,5 Prozent erreicht war.

Die zweitstärkste Gruppe, die Kreditinstitute, sind um 2,1 Prozent auf 24,6 Prozent zurückgefallen. In absoluten Zahlen bedeutet dies einen Rückgang 128,7 auf 127,8 Milliarden Euro. Hintergrund dieses Rückgangs sind einige wenige, aber sehr erhebliche Mittelrückflüsse, die durch das normale Geschäft mit großen Mengen von den Kreditinstituten nicht aufgefangen werden konnten. Die sonstigen Wirtschaftsunternehmen besitzen jetzt einen Anteil von 12,4 Prozent (plus 0,8 Prozent) am Spezialfondsvolumen, was einen Betrag von 64,7 Milliarden Euro entspricht.

Die Gruppe der institutionalisierten Altersversorgung hat ihren Anteil an Spezialfondsvolumen von 69,3 Milliarden Euro auf 80,1 Milliarden Euro und dadurch von 14,4 auf 15,4 Prozent erhöhen können. Auf die Kirchen, Stiftungen, religiös-caritativen Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften und sonstigen Spezialfondsanleger entfällt ein Volumen von 41,9 Milliarden Euro,

was einem Anteil von praktisch unveränderten 8,1 Prozent entspricht.

Auch die gesetzlich-staatlichen Sozialversicherungsträger haben nur eine Veränderung von 0,1 Prozent erfahren und besitzen jetzt 7,4 Milliarden Euro in Spezialfondsanteilen beziehungsweise 1,4 Prozent des gesamten Volumens. Die ausländischen Spezialfondsanleger haben ihren Anlagevolumen um 10 Prozent von 3,3 auf 3,0 Milliarden Euro reduziert, wodurch sie ihren Anteil um 0,1 auf 0,6 Prozent verringerten.

Höherer Marktanteil von Privatbanken

Auch zwischen den Anbietergruppen haben sich die Marktanteile im Lauf des Jahres 2003 nur geringfügig verschoben. Hier trat die größte Veränderung bei den Privatbanken ein, die das von Ihnen verwaltete Spezialfondsvolumen von 65,1 auf 76,5 Milliarden Euro erhöhen und dadurch ihren Marktanteil von 13,6 auf 14,7 Prozent steigern konnten.

Die Auslandsbankentöchter verloren 1,9 Milliarden Euro, wodurch sich ihr Markt-

Tabelle 1: Mittelaufkommen der inländischen Spezialfonds nach Anlegern (ohne Immobilien-Spezialfonds)

	2001	2002	2003	Januar bis April 2004
	in Prozent			
Inländische Spezialfonds-Inhaber	100,8	100,0	100,3	98,3
Versicherungsunternehmen einschließlich Pensionskassen und berufsständischen Versorgungswerken	59,6	73,7	45,6	77,3
Altersvorsorgeeinrichtungen				16,7
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungskassen	3,0	5,4	- 1,8	- 13,0
Kreditinstitute	10	16,4	- 2,2	- 15,4
Sonstige Unternehmen einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber und Wirtschaftsverbände	20,6	- 0,8	47,0	28,1
Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine und andere private Organisationen ohne Erwerbszweck	7,2	5,2	11,7	4,6
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	- 0,8	- 0,0	- 0,3	1,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: Bundesbank

Copyright: Till Entzian

anteil von 6,7 auf 5,8 Prozent verringerte. Hier ist allerdings zu berücksichtigen, dass drei der ursprünglich 15 KAG aus dieser Anbietergruppe herausgefallen sind und von diesen alleine die MLIM Ende 2002 noch einen Volumen von 2,3 Milliarden Euro beigesteuert hatte. Auch die KAG aus

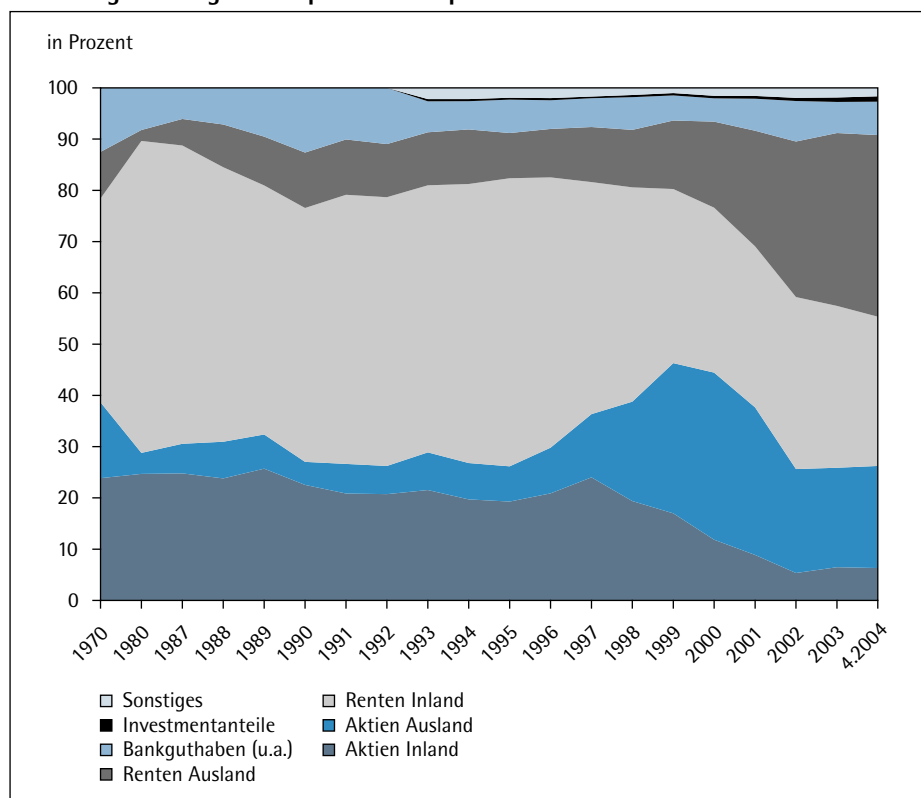
dem genossenschaftlichen Bereich verloren sowohl beim verwalteten Volumen (von 34,5 auf 33,7 Milliarden Euro) als auch beim Marktanteil (von 7,2 auf 6,5 Prozent). Hierfür dürfte die Auflösung einzelner Großmandate verantwortlich sein.

Die KAG der Sparkassen und Girozentralen konnten zwar sowohl die Anzahl ihrer Mandate als auch das Volumen steigern (sie verwalteten Ende 2003 insgesamt 103,4 Milliarden Euro nach 96,4 Milliarden im Vorjahr). Da diese Steigerung etwas geringer als die des gesamten Spezialfondsmarktes ausgefallen ist, reduzierte sich dennoch ihr Marktanteil von 20,1 Prozent auf 19,9 Prozent. Dagegen können die Gesellschaften der Groß- und Regionalbanken trotz einer deutlichen Reduzierung der Anzahl der verwalteten Spezialfonds (von 1822 auf 1660) sowohl beim verwalteten Fondsvolumen (von 163,6 auf 180,3 Milliarden Euro) als auch beim Marktanteil (34,2 Prozent auf 34,7 Prozent) zulegen.

Eine Steigerung ihres Marktanteils verzeichnen auch die sonstigen Gesellschaften, die jetzt 4,3 Prozent (nach 3,9 Prozent) des Spezialfondsmarktes abdecken. Zum Teil beruht diese Steigerung darauf, dass sich die Zahl der dieser Gruppe zugeordneten KAG erhöht hat und First Private ein gewisses Fondsvolumen mitgebracht hat.

Bei allen Veränderungen ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Aktienmärkte im Jahresverlauf etwa um ein Drittel gestiegen sind. Durch diese Entwicklung haben

Abbildung 3: Anlageschwerpunkte der Spezialfonds



Quelle: Bundesbank, eigene Berechnungen

Copyright: Till Entzian

Spezialfonds: Warum sinkt die Attraktivität?

natürlich solche KAG-Gruppen stärker profitieren können, die Anleger mit stärkerer Risikotragfähigkeit betreuen, während die KAG mit risikoaverseren Anlegern und entsprechend geringerem Aktienanteil in den von ihnen verwalteten Spezialfonds an Boden verloren haben.

Die Versicherungsanleger gewinnen auch bei den KAG der Groß- und Regionalbanken weiter an Bedeutung und steigern ihren Anteil am dort verwalteten Spezialfondsvermögen von 36,1 Prozent auf 38,1 Prozent. Ähnlich wie im Sparkassenbereich ging auch hier der Anteil der Kreditinstitu-

den Anteil der ausländischen Renten (von 30,3 auf 33,7 Prozent) und senkten den Anteil der inländischen Papiere (von 33,5 Prozent auf 31,6 Prozent).

Gesunkene Bedeutung für Banken und Versicherungen

Der von der Bundesbank gemessene Anteil der Versicherungen an Netto-Mittelaufkommen der Spezialfonds hat im Jahr 2002 noch bei rund 75 Prozent gelegen, was sicherlich eine Ausnahmeerscheinung war. Im vergangenen Jahr steuerten die Versicherungen knapp die Hälfte des gesamten Mittelaufkommens bei und stellen damit unverändert die wichtigste Anlegergruppe dar. Umgekehrt sind Investmentfonds (einschließlich Publikumsfonds) für die Versicherungen ein wichtiges Anlageinstrument, das etwa 2/3 ihres Wertpapiervermögens ausmacht. Dieser Wert war in den Vorjahren von 62,9 Prozent (2000) auf einen Höchststand von 67,9 Prozent (2002) gestiegen und fiel bis zum Ende des letzten Jahres auf 65,1 Prozent.

Tabelle 2: Struktur der Spezialfondsanleger gemäß Umfrage

	2001	2002	2003
	in Prozent		
Inländische Spezialfondsanleger	99,6	99,3	99,4
Versicherungsunternehmen, private und öffentlich rechtliche	37,8	37,0	37,5
Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	1,3	1,5	1,4
Institutionalisierte Altersversorgung, das heißt Pensions- und Unterstützungskassen, berufständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke	15,1	14,4	15,4
Kreditinstitute (so genannte Depot-A-Fonds)	24,6	26,7	24,6
sonstige Wirtschaftsunternehmen	12,7	11,6	12,4
Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften und sonstige Spezialfondsanleger	8,1	8,0	8,1
Ausländische Spezialfondsanleger	0,4	0,7	0,6
Total	100,0	100,0	100,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

Versicherungsanleger gewinnen

Aus Sicht der verschiedenen KAG-Gruppen waren Jahr 2003 geringe Verschiebungen der Anlegerstrukturen zu beobachten. Am stärksten waren diese Verschiebungen bei den Auslandsbankentöchtern ausgeprägt, was wiederum auf den Wegfall der drei Gesellschaften aus dieser Gruppe zurückzuführen sein dürfte. Hier ging der Anteil der institutionalisierten Altersversorgung um 4,1 Prozent auf 17,4 Prozent zurück, während sich der Anteil der Kreditinstitute und sonstigen Wirtschaftsunternehmen um 2,5 Prozent auf 37,1 Prozent erhöhte und sich der Anteil der Sozialversicherungsträger von 2,2 Prozent auf 4,4 Prozent verdoppelte.

Bemerkenswert ist im übrigen, dass auch bei den Auslandsbankentöchtern Ende 2003 nur noch 0,8 Prozent des Spezialfondsvolumens von ausländischen Anlegern stammen; ein Jahr zuvor waren es noch 1,8 Prozent.

Während die Versicherungs-KAG sich noch stärker auf ihre angestammten Anlegerklientel zu konzentrieren scheinen, der Anteil der Versicherungsanleger steigt hier von 86,6 Prozent auf 87,8 Prozent, verlieren die Kreditinstitute bei den KAG aus dem Sparkassensektor weiter an Bedeutung. Sie sind dort nur noch für 55,9 Prozent (Vorjahr: 60,0 Prozent) verantwortlich.

te am Spezialfondsvermögen zurück und betrug Ende 2003 nur noch 12,8 Prozent (Vorjahr: 14,6 Prozent).

Aktienquote leicht angestiegen

Die Zusammensetzung der Spezialfonds lässt sich leider nicht nach den verschiedenen Anlegergruppen aufgliedern. Dennoch liefert die Statistik interessante Aspekte. Musste im Jahr 2002 ein starker Rückgang der Aktienquote von 37,7 Prozent auf 25,6 Prozent konstatiert werden (der Höchstwert betrug 1999 sogar 46,3 Prozent), so ist dieser Rückgang jetzt gestoppt und die Aktienquote sogar wieder leicht angestiegen. 25,9 Prozent des gesamten Spezialfondsvolumens bestand Ende 2003 aus Aktien. Dabei haben die inländischen Aktien wieder an Bedeutung gewonnen (6,5 Prozent nach 5,3 Prozent im Vorjahr) während die Anlage in ausländischen Aktien leicht von 20,3 auf 19,4 Prozent zurückgegangen ist.

Die Anlage der Spezialfonds in festverzinslichen Wertpapieren ist weiter ausgebaut worden und macht jetzt 65,3 Prozent (nach 63,9 Prozent) aus. Der Tiefstwert der letzten 30 Jahre stammt aus 1999 mit einem Rentenanteil von lediglich 47,3 Prozent. Im letzten Jahr fand hier allerdings eine umgekehrte Entwicklung im Vergleich zur Aktienanlage statt. Denn die Fonds steigerten

Bezogen auf die gesamten Kapitalanlagen der Versicherungen betrug der Anteil der Investmentanteile zuletzt noch 22,2 Prozent und entspricht damit dem Wert von 2000. In den Jahren 2001 und 2002 hatte dieser Wert bei 22,9 beziehungsweise 22,8 Prozent gelegen. Nun sind die Kapitalanlagen der Versicherungen im Jahr 2003 durch Beitragseinnahmen und Kapitalerträge um 5,3 Prozent gestiegen, der Wert der Investmentanteile der Versicherung jedoch lediglich um 2,6 Prozent. Diese Zahlen bedeuten, dass sich auch die Versicherungen mit der Neuaufgabe von Spezialfonds beziehungsweise mit Aufstockungen etwas zurückgehalten haben. Die Gründe für die Zurückhaltung von Anlegern wurden bereits oben dargestellt und gelten auch für Versicherungen.

Auch die Banken haben den Anteil von Spezialfonds an ihren gesamten Wertpapierbestand weiter reduziert. Der Höchstwert war 2001 mit 12,1 Prozent erreicht worden und ist bis Ende 2003 auf 10,7 Prozent gesunken. Ende April 2004 weist die Statistik nur noch einen Wert von 10,2 Prozent aus. Zeichen für eine Umkehr dieses Trends sind nicht erkennbar, sodass im Jahresverlauf mit einem weiteren Rückgang gerechnet werden muss.

Durch das Investmentmodernisierungsgesetz wurden zu Beginn des Jahres das In-

vestmentgesetz und das Investmentsteuer-gesetz an die Stelle des KAGG und des Aus-landinvestmentgesetzes gesetzt. Bei dieser Gelegenheit wurden die bisher verstreuten Regelungen über aufsichtsrechtliche und organisatorische Erleichterungen für Spezi-alfonds in einem besonderen Abschnitt zu-sammengefasst. Darüber hinaus sind eine Reihe von Vorschriften geändert worden, die nicht nur für Publikumsfonds sondern auch für Spezialfonds Bedeutung haben.

Änderungen durch das Investmentmodernisierungsgesetz

Die Anzahl der zulässigen Anleger in einem Spezialfonds wurde von bisher zehn auf 30 angehoben. Nun gibt es nach der aktuellen BVI-Statistik (Stand: 31. März 2004) bei 5 021 Spezialfonds insgesamt 6 150 Spezi-

alfondsanleger. 4 512 Spezialfonds, also 90 Prozent, haben nur einen einzigen Anleger. Für die 509 Gemeinschaftsfonds wurden 1 638 Anleger ermittelt, im Durchschnitt also wenig mehr als drei Anleger je Ge-meinschaftsfonds. Vor diesem Hintergrund scheint es unwahrscheinlich, dass die An-hebung der zulässigen Anlegerzahl in der Praxis eine sehr große Bedeutung erlangt.

Andererseits besteht jetzt wenigstens die Möglichkeit, dass sich eine größere Zahl von Anlegern an einem Spezialfonds betei-ligt und jeder Anleger weniger als zehn Prozent des Spezialfonds hält. Hierdurch können die Anleger die meisten Vorteile des Spezialfonds weiterhin nutzen, ohne dass es zu einer Konsolidierungspflicht etwa im Hinblick auf Basel II kommen kann.

- Was bei einem Gemeinschaftsfonds auch künftig nicht möglich sein wird, ist eine auf den einzelnen Anleger abgestellte An-lagepolitik. Das gesamte Fondsvermögen muss einheitlich verwaltet werden, so dass der Fondsmanager keine Rücksicht auf die Risikotragfähigkeit einzelner Anleger nehmen kann. Die Steuerung der Gesamtris-ken muss der Anleger eines Gemeinschafts-fonds also außerhalb des Spezialfonds vor-nehmen, etwa durch Absicherungsgeschäf-te oder auch durch Umschichtungen zwi-schen verschiedenen Spezialfonds mit un-terschiedlicher Anlagepolitik.

- Auch bei Gemeinschaftsfonds lassen sich allerdings Zeitpunkt und Höhe der Aus-schüttungen auf die Bedürfnisse der un-terschiedlichen Anleger abstellen. Für ei-nen Spezialfonds können bereits seit dem

Tabelle 3: Marktanteile der Anbietergruppen gemäß Umfrage

Kapitalanlagegesellschaften der	2002				Veränderungen	2003			
	Anzahl		Fondsvolumen			Anzahl		Fondsvolumen	
	Anlage-gesell-schaften	Fonds	in Mrd. Euro	in Prozent		Anlage-gesell-schaften	Fonds	in Mrd. Euro	in Prozent
Groß- und Regionalbanken: Activest, BB-Invest, Cominvest, dbi, DeAM, DVG, DWS, Nordinvest	8	1 822	163,59	34,2		8	1 660	180,33	34,7
Privatbanken: Frankfurt-Trust, Inka, Metzler Investment, Monega, Oppenheim, Universal, Warburg	7	737	65,14	13,6		7	758	76,52	14,7
Sparkassen/Girozentralen: Bayern-Invest, Deka, Helaba Invest, Nordcon, Südka, WestAM	6	1 464	96,35	20,1		6	1 470	103,35	19,9
Genossenschaftsinstitute: Union Investment Institutional, Union Investment Privatfonds, Union Panagora	3	496	34,48	7,2		3	470	33,67	6,5
Versicherungsunternehmen: AL-Trust, AM Generali, Ampega, Axa Investment, BWK, Delta Lloyd Investment, GCR, Gerling Invest-ment, Hansainvest, MAM, MEAG Munich Ergo KAG, MK, Swiss Life, Swiss Re	14	348	67,94	14,2	Swiss Life entfällt, Swiss Re entfällt	12	374	73,10	14,1
Auslandsbanken: ABN Amro Asset Management, BNP Paribas Invest, CSAM KAG, Citigroup AM KAG, Goldman Sachs, Invesco, JPM, Julius Bär KAG, Lazard Asset Management, Merck Finck Invest, MLIM, SEB Invest, SSG Investment, UBS Invest, Veritas SG	15	467	32,09	6,7	BNP Paribas entfällt, Citigroup AM KAG entfällt, MLIM entfällt	12	369	30,24	5,8
Sonstige: BHW, GWA, Lupus Alpha, Maintrust, Postbank Privat Investment, SKAG	6	57	18,83	3,9	GWA entfällt, Asecuris AM kommt hinzu, First Private IM KAG kommt hinzu	7	90	22,52	4,3
Total	59	5 391	478,41	100,0		55	5 191	519,74	100,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

Spezialfonds: Warum sinkt die Attraktivität?

4. Finanzmarktförderungsgesetz aus dem Jahr 2002 beliebig viele Anteilklassen gebildet werden, von denen jede eine andere Ausschüttungspolitik verfolgt.

- Noch nicht abschließend geklärt erscheint die Bedeutung der „Umbrella-Konstruktion“, die durch das Investmentgesetz eingeführt wurde. Nach dem ursprünglichen Referentenentwurf war noch vorgesehen, dass unter den Schirm eines einzigen Sondervermögens mehrere Teilfonds mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkt zulässig sein sollten. Nunmehr haben die

lidierungspflicht von Spezialfonds in den meisten Fällen mehr Nach- als Vorteile erzeugt und sachlich nicht gerechtfertigt ist.

Steuerneutrale Fondsfusion?

Gerade im Spezialfondsbereich wurde die Möglichkeit zur steuerneutralen Fondsfusion lange erwartet. Bisher stellte die Notwendigkeit zur Aufdeckung der stillen Reserven beziehungsweise zur Realisierung schwebender Verluste einen entscheidenden Hinderungsgrund dar, wenn es um die Zusammenlegung mehrerer Spezialfondsman-

einer freien Wahl des Übertragungszeitpunktes nicht im Wege. Durch Einrichtung eines Rumpfgeschäftsjahres lässt sich der Übertragungstichtag jederzeit auf den gewünschten Termin festlegen.

- eine Genehmigung der BaFin ist nicht erforderlich, lediglich die Anleger müssen der Übertragung zustimmen.

Allerdings sollten vor der Fondsfusion die Vertragsbedingungen aller beteiligten Sondervermögen auf das Investmentgesetz umgestellt worden sein. Denn der Wortlaut der Regelung für die im Investmentsteuergesetz vorgesehene Buchwertfortführung könnte so interpretiert werden, dass die Steuerneutralität nur für Sondervermögen im Sinne des Investmentgesetzes gilt. Bei Zusammenlegung von Fonds, auf die noch das KAG anwendbar ist, bestünde für die Anleger demnach das Risiko, durch eine spätere Betriebsprüfung zur Versteuerung der stillen Reserven verpflichtet zu werden.

Ob eine grenzüberschreitende Zusammenlegung von Sondervermögen möglich sein wird, ist nach dem Gesetzeswortlaut eher unwahrscheinlich. Schließlich muss es sich bei dem übertragenen Fonds um ein Sondervermögen nach dem Investmentgesetz, also um ein inländisches handeln. Und da beide Fonds von derselben KAG verwaltet werden müssen, kann das übernehmende Sondervermögen kaum im Ausland angesiedelt sein. Eine großzügige Interpretation oder eine analoge Anwendung der Vorschriften durch die Finanzverwaltung könnte künftig auch grenzüberschreitende Zusammenlegungen ermöglichen.

Verlängerte Kündigungsfrist – nicht für Spezialfonds

Während die Frist für Kündigung und Änderung der Vertragsbedingungen von Publikumsfonds von drei auf 13 Monate verlängert wurde (der Anleger soll die Möglichkeit haben, für den Verkauf seiner erworbenen Anteile den Ablauf der steuerlichen Spekulationsfrist von 12 Monaten abzuwarten), wird für Spezialfonds klargestellt, dass diese Fristen keine Anwendung finden. Entsprechend der in der letzten Zeit akzeptierten Praxis können Spezialfonds daher ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist gekündigt, auf eine andere KAG übertragen oder ihre Vertragsbedingungen geändert werden. In diesem Zusammenhang wird vom BMF noch die Klarstellung erwar-

Tabelle 4: Details der Marktverschiebungen 2003 gegenüber 2002 (auf Basis der Tabelle 3)

	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	- 162	- 8,9	16,7	10,2	0,5
Privatbanken	21	2,8	11,4	17,5	1,1
Sparkassen/Girozentralen	6	0,4	7,0	7,3	- 0,3
Genossenschaftsbanken	- 26	- 5,2	- 0,8	- 2,3	- 0,7
Versicherungen	26	7,5	5,2	7,6	- 0,1
Auslandsbankentöchter	- 98	- 21,0	- 1,8	- 5,8	- 0,9
Sonstige	33	57,9	3,7	19,6	0,4
Total	- 200	- 3,7	41,3	8,6	0,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

KAG lediglich die Möglichkeit erhalten, mehrere Sondervermögen zu einem Umbrella zusammenzufassen.

- Als Vorteil wird darauf hingewiesen, dass Anlegern zum Beispiel die Möglichkeit eingeräumt werden kann, zu günstigeren Konditionen (zum Beispiel ohne Ausgabeaufschlag) zwischen den zu einem Umbrella zusammengefaßten Fonds zu wechseln. Diese Möglichkeit bieten viele KAG ihren Kunden allerdings schon lange an, so dass insofern nichts grundlegend Neues geschaffen wird. Im Spezialfondsbereich gibt es allerdings Überlegungen, ob durch die Bildung von Umbrella-Konstruktionen etwaige Konsolidierungspflichten der Anleger vermieden werden könnten.

Dies wäre zum Beispiel der Fall, wenn die in Grenzen für die Konsolidierungspflicht auf Basis des Gesamtvermögens der Umbrella-Konstruktion und nicht auf Basis des Fondsvolumens des einzelnen Spezialfonds ermittelt würden. Solche Überlegungen sind unbedingt zu begrüßen, da die Konso-

date zu einem Masterfonds ging. Dieser ist jetzt entfallen, wobei die Voraussetzungen der steuerneutralen Zusammenlegung von Spezialfonds relativ leicht zu erfüllen sind:

- wenn die zusammenzulegenden Sondervermögen von unterschiedlichen KAG verwaltet werden, muss das zu übertragenden Sondervermögen nur mindestens eine juristische Sekunde vor der Zusammenlegung auf die KAG übertragen werden, die das aufnehmende Sondervermögen verwaltet.

- die Anlagegrundsätze und -grenzen, wie sie in den insoweit entscheidenden Vertragsbedingungen niedergelegt sind, werden bei den meisten Spezialfonds ohnehin identisch formuliert sein. Eventuell vorhandene Abweichungen können entweder als „nicht wesentlich“ interpretierte oder durch eine kurzfristige Angleichung der Vertragsbedingungen beseitigt werden.

- die Voraussetzung, dass eine Übertragung nur zum Geschäftsjahresende des übertragenen Sondervermögens erfolgen soll, steht

tet, dass auch die Veröffentlichung einer Kündigung beziehungsweise Vertragsänderung im Bundesanzeiger entbehrlich ist.

Neu ist die Notwendigkeit, bei Übertragung eines Fonds auf eine andere KAG und bei Fondsaufösungen einen Bericht mit den gleichen Angaben wie im Rechenschaftsbericht zu erstellen und vom Wirtschaftsprüfer prüfen zu lassen. In der Praxis haben viele Gesellschaften solche Berichte bereits in der Vergangenheit angefertigt, so dass die neue Vorschrift keinen zusätzlichen Aufwand erzeugt. Entbehrlich dürfte ein Auflösungsbericht bei der steuerneutralen Zusammenlegung von Investmentfonds sein. Hier kommt es zwar auch zur Beendigung des Sondervermögens, doch muss ohnehin der gesamte Übernahmevergung von Abschlussprüfer geprüft werden.

Klargestellt wurde, dass für Spezialfonds kein Verkaufsprospekt erstellt werden muss, was in der Praxis auch bisher nicht erfolgt ist. Ferner wurde klargestellt, dass die Vertragsbedingungen von Spezialfonds nicht auf Deutsch abgefasst werden müssen, und dass die Jahresberichte der BaFin und der Bundesbank nur noch auf Anforderung einzureichen sind.

Zusätzliche Instrumente

Die Änderung der Anlagevorschriften bietet den Spezialfonds die Möglichkeit, zusätzli-

che Anlageinstrumente einzusetzen und die angestrebte Asset Allocation effizienter zu erreichen. In der Regel wird ein Wertpapier-Spezialfonds auf den durch das Investmentgesetz neugeschaffenen Fondstyp des „Gemischten Sondervermögens“ umgestellt werden. Diese dürfen zunächst sämtliche Vermögensgegenstände erwerben, die für die sogenannten „Richtlinienkonformen Sondervermögen“ zulässig sind.

Die wesentliche Neuerung für richtlinienkonforme Sondervermögen besteht in der Aufhebung der Fünf-Prozent-Grenze für die Anlage in anderen Investmentfonds (Zielfonds). Dadurch wird ermöglicht, jedes zulässige Anlageziel ganz nach Belieben des Fondsmanagers sowohl durch Direktanlage in entsprechenden Vermögensgegenständen als auch durch Erwerb entsprechender Zielfonds zu erreichen. Vor allem für kleinere Spezialfonds kann es interessant sein, zum Beispiel einen angestrebten Aktienanteil von 30 Prozent über den Erwerb von Aktienfonds darzustellen. Untersagt ist allerdings der Erwerb von Dachfonds, das heißt von allen Investmentfonds die ihrerseits zu mehr als zehn Prozent in Zielfonds investieren.

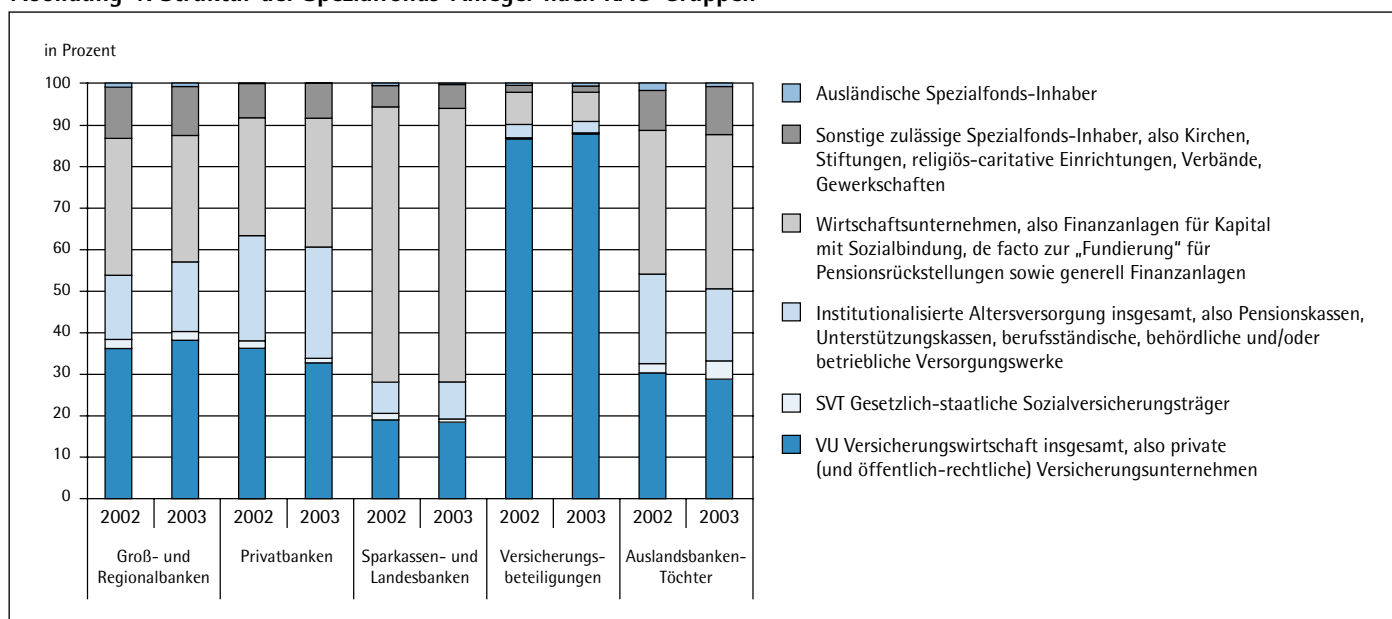
Über die nach der OGAW-Richtlinie zulässigen Vorteile hinaus dürfen gemischte Sondervermögen auch Anteile an offenen Immobilienfonds sowie bis zu zehn Prozent in Single-Hedgefonds investieren. Der Er-

werb von Dach-Hedgefonds wurde leider nicht zugelassen, obwohl dies im Sinne einer besseren Risikostreuung der Hedgefonds-Anlage sicherlich sinnvoll gewesen wäre. Und da der Gesetzgeber offenbar Umgehungsversuche befürchtete, dürfen Single-Hedgefonds auch nur dann erworben werden, wenn sie nicht ihrerseits ihre Mittel in andere Investmentvermögen anlegen. Eine Nachbesserung des Gesetzes in diesem Punkt wäre wünschenswert, zumal Kaskadeneffekte wegen der mit 10 Prozent sehr niedrig gehaltenen Anlagegrenzen von vornherein begrenzt sind.

Hebelmöglichkeit auf 200 Prozent

Eine weitere grundlegende Veränderung betrifft den Einsatz von Derivaten. Hier besteht die wichtigste Neuerung darin, dass das Risikopotential des Investmentfonds mit Hilfe von Derivaten verdoppelt werden darf. Zwischen 1990 und 1998 konnte für einen voll investierten Fonds ein Investitionsgrad von zirka 140 Prozent erreicht werden, indem darüber hinaus die 20-Prozent-Grenze für Futures und die 20 Prozent Grenze für Optionen ausgenutzt wurde. Im 3. Finanzmarktförderungsgesetz wurde dann die 100-Prozent-Gesamtgrenze eingeführt, so dass die Fonds überhaupt nicht mehr gehebelt werden durften. Nunmehr ist also ein Investitionsgrad von 200 Prozent zulässig, wodurch es den Fondsmanagern ermöglicht wird, ihre Bench-

Abbildung 4: Struktur der Spezialfonds-Anleger nach KAG-Gruppen



Copyright: Till Entzian

Spezialfonds: Warum sinkt die Attraktivität?

marks auch in Zeiten steigender Märkte zu schlagen. Wie stark von dieser Möglichkeit in der Praxis Gebrauch gemacht werden wird, hängt natürlich weitgehend von der Risikotragfähigkeit der betroffenen Spezialfondsanleger ab. Wenn der Anleger sich keine Verluste leisten kann und darf, muss der Fondsmanager auf ein Hebeln des Spezialfonds weiterhin verzichten.

Wertvoll ist die neue Regelung für die Steuerung von Zinsrisiken. Hier wird nämlich die Verlängerung der durchschnittlichen Restlaufzeit durch Erwerb geeigneter Zinsterminkontrakte auch einem voll investierten Fonds ermöglicht, was bisher an der insofern ungeschickt formulierten 100-Prozent-Gesamtgrenze scheiterte.

Devisentermingeschäfte

Ferner sind Devisentermingeschäfte nicht mehr auf Absicherungsgeschäfte beschränkt. Da das Leerverkaufsverbot bei Devisengeschäften keine Anwendung findet, darf der typische Spezialfonds künftig ungedeckte Währungsrisiken eingehen, das heißt er darf Währungen auf Termin erwerben und/oder veräußern. Soweit der Fonds keine auf Fremdwährung lautende Vermögensgegenstände besitzt, darf die Summe der Kontraktwerte der Terminge-

schäfte bis zu 200 Prozent des Fondsvermögens betragen.

Leerverkaufsverbot weitgehend aufgehoben

Neue Möglichkeiten erhält das Fondsmanagement dadurch, dass das Leerverkaufsverbot auch im übrigen weitgehend aufgehoben wurde. Während bisher marktge-läufige Geschäfte nur dann abgeschlossen werden durften, wenn zum Abschlusszeitpunkt entsprechende Vermögensgegenstände beziehungsweise entsprechende Zinsrisiken im Sondervermögen vorhanden waren, sind Leerverkäufe nach dem neuen Recht nur noch verboten:

– als Kassageschäft (Veräußerung von ausgeliehenen Wertpapieren),

– als Derivat, wenn der Vertragspartner eine Lieferung von Vermögensgegenständen fordern kann und hierfür auch eine gewisse Wahrscheinlichkeit besteht.

Befindet sich jedoch das Sondervermögen in einer Wählerposition (zum Beispiel Erwerb einer Putoption), oder handelt es sich um ein Zinsabsicherungsgeschäft, oder ist die tatsächliche Lieferung der zugrundeliegenden Vermögensgegenstände zwar als Mög-

lichkeit vertraglich vorgesehenen aber in der Praxis unüblich, so werden diese Fälle nicht als verbotener Leerverkäufe angesehen.

Die Einhaltung der 200-Prozent-Grenze wird von der KAG entweder durch den so genannten „Einfachen Ansatz“ überprüft, der im wesentlichen wie die bisherige Regelung funktioniert. Nach der Derivateverordnung steht alternativ auch der so genannte „Qualifizierte Ansatz“ zur Verfügung, der eine Value-at-risk Berechnung verwendet. Der nach dieser Methode berechnete Risikobetrag des tatsächlich verwalteten Sondervermögens darf doppelt so groß sein wie der nach der gleichen Methode berechnete Risikobetrag eines virtuellen Vergleichsvermögens, welches sich ausschließlich aus – sachgerechten – Basiswerten zusammensetzt.

Nun wird das Value-at-risk von der Schwankungsstärke der Marktpreise abgeleitet, wobei das Ergebnis davon unabhängig ist, in welche Richtung die Schwankung stattfindet. Daher kann die 200-Prozent-Grenze zum Beispiel bei einem voll investierten Sondervermögen nicht nur durch Erhöhung des Investitionsgrades auf 200 Prozent sondern auch durch Verringerung des Investitionsgrades durch eine dreifache Absicherung auf –200 Prozent genutzt werden. Das Beispiel

Tabelle 5: Struktur der Spezialfonds-Inhaber je KAG-Gruppe in Prozent vom Fondsvolumen* (Spezialfonds ohne Immobilien-Spezialfonds jeweils ohne Genossenschaftsbanken und ohne Sonstige) per Ende 2002/2003

Kapitalanlagegesellschaften der	Groß- und Regionalbanken		Privatbanken		Sparkassen und Landesbanken		Versicherungs-beteiligungen		Auslandsbanken-Töchter	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
jeweils in Prozent je KAG-Gruppe										
Inländische Spezialfonds-Inhaber	99,0	99,2	99,9	99,9	99,4	99,6	99,4	99,3	98,2	99,2
VU Versicherungswirtschaft insgesamt, also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	36,1	38,1	36,2	32,7	19,0	18,4	86,6	87,8	30,3	28,7
SVT Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	2,2	2,1	1,8	1,1	1,5	0,8	0,3	0,3	2,2	4,4
Institutionalisierte Altersversorgung insgesamt, also Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke	15,4	16,8	25,3	26,8	7,5	8,9	3,2	2,7	21,5	17,4
Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen	32,9	30,4	28,4	31,0	66,2	65,8	7,7	7,0	34,6	37,1
(davon: Kreditinstitute, so genannte Depot-A-Fonds)	14,6	12,8	11,0	12,4	60,0	55,9	4,0	3,2	19,7	20,0
Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	12,3	11,8	8,2	8,4	5,1	5,8	1,7	1,5	9,6	11,5
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	1,0	0,8	0,1	0,1	0,6	0,4	0,6	0,7	1,8	0,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

* Tabelle 5 ist aufgemacht auf Basis von Tabelle ■■, zugeordnet den KAG-Gruppen, wie definiert in Tabelle ■■ – 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“.

zeigt, dass die Nutzung des „qualifizierten Ansatzes“ der Derivateverordnung eine Reihe von Strategien ermöglichen wird, die bisher den Hedgefonds vorbehalten waren.

Geldmarktinstrumente

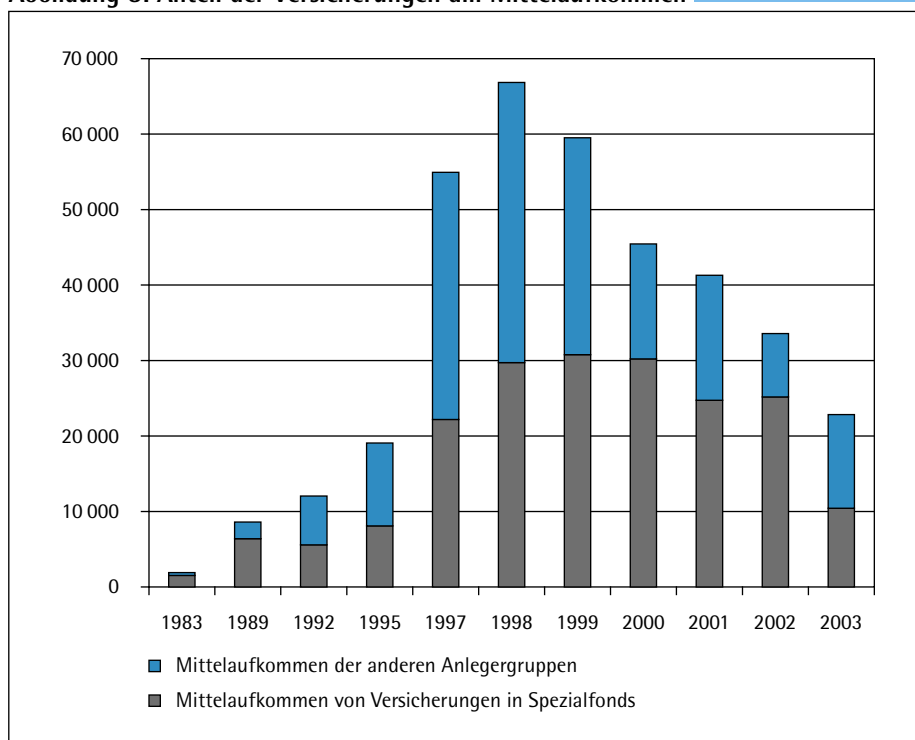
Bisher war der Erwerb von Geldmarktinstrumenten als Vermögensanlage in Geldmarktfonds vorbehalten. In der Praxis stellte dies kein Problem dar, da jeder Investmentfonds bis zu 49 Prozent seines Vermögens der Liquidität in Bankguthaben, aber auch in Geldmarktinstrumenten anlegen durfte. Im übrigen war das Vermögen der Spezialfonds zuletzt 1990 zu mehr als 10 Prozent in Liquiditäts-Instrumenten investiert. Durch das Investmentgesetz werden die Geldmarktinstrumente nunmehr den Wertpapieren als vollwertige Vermögensanlagen gleichgestellt. Das gleiche gilt für die Bankguthaben, wobei nur 20 Prozent des Sondervermögens in Bankguthaben bei ein und demselben Kreditinstitut angelegt werden dürfen.

In diesem Zusammenhang wird eine weitere 20 Prozent-Grenze eine gewisse Einschränkung darstellen. Entsprechend der Vorgabe der OGAW-Richtlinie berücksichtigt das Investmentgesetz nämlich nicht mehr, dass Bankguthaben in Deutschland in vollem Umfang einlagengesichert sind, sondern beschränkt die Summe aller Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Bankguthaben und OTC-Derivate, die das Sondervermögen bei ein- und derselben Adresse investiert beziehungsweise von dieser erworben hat, auf 20 Prozent des Sondervermögens. Hier können zum Beispiel Probleme entstehen, wenn die KAG nicht nur die Liquidität des Sondervermögens bei der Depotbank deponiert, sondern darüber hinaus auch von dieser emittierte Aktien, Schuldverschreibungen oder Derivate erwirbt. Interessanter Weise gilt die 20 Prozent-Grenze nur bezogen auf einzelne Adressen, nicht aber für alle Anlagen bei Unternehmen eines Konzerns. Die Konzernzusammenrechnung braucht nur bei Wertpapieren und Geldmarktinstrumenten durchgeführt zu werden.

Hedgefonds

Sowohl Single-Hedgefonds als auch Dach-Hedgefonds können als Spezialfonds aufgelegt werden. Es gelten die gleichen Anlagevorschriften wie für Publikumsfonds, das heißt Single-Hedgefonds sind beim Einsatz von Derivaten und bei der Wahl von Strategie-

Abbildung 5: Anteil der Versicherungen am Mittelaufkommen



Quelle: Bundesbank

Copyright: Till Entzian

gien zur Generierung von Erträgen kaum beschränkt und Dach-Hedgefonds dürfen nicht mehr als 20 Prozent in ein und demselben Single-Hedgefonds und höchstens in zwei vom gleichen Emittenten oder Fondsmanager verantworteten Single-Hedgefonds investieren. Wie bei „Gemischten Sondervermögen“ dürfen die erworbenen Single-Hedgefonds ihre Mittel nicht in anderen Zielfonds anlegen. Wie groß das Interesse institutioneller Anleger an Hedgefonds sein wird, bleibt abzuwarten, zumal bestimmte Hedgefonds-Strategien nach den neuen Derivateregelungen auch von herkömmlichen Fonds eingesetzt werden können.

Neuregelung der Eigenkapitalvorschriften Weniger für die Anleger aber um so mehr für die KAG ist die Neuregelung der Eigenkapitalvorschriften von Interesse. Während KAG nach der bisherigen Verwaltungspraxis ein Eigenkapital (laut Gesetz: „Nennkapital“) von 2,5 Mill. Euro haben mussten, genügen nach der neuen Regelung 730 000 Euro. Dieser Mindestbetrag erhöht sich, wenn das verwaltete Fondsvolumen drei Milliarden Euro überschreitet, um 0,02 Prozent des Überschreibungsbetrages.

Bis zu einem Fondsvolumen von 11,85 Milliarden Euro stellen die neuen Vorschriften

also eine Erleichterung gegenüber der bisherigen Regelung dar, bei einem größeren Fondsvermögen steigen die Kapitalanforderungen. Die meisten Spezialfonds-KAG brauchen also weniger Eigenkapital als bisher, doch immerhin zwölf KAG sind allein aufgrund des von ihnen verwalteten Spezialfondsvolumens von den höheren EK-Anforderungen betroffen.

Nun haben KAG häufig Muttergesellschaften, die eine zusätzliche Dividende gut brauchen können, so dass der Gedanke naheliegt, diesen nicht mehr notwendiges Eigenkapital im Wege einer Ausschüttung oder im Wege einer Kapitalrückzahlung zur Verfügung zu stellen. Im Hinblick auf das Ansehen der KAG bei der BaFin und möglicherweise auch im Markt sollte ein solcher Schritt allerdings sorgsam abgewogen werden.

Investmentaktiengesellschaften

Praktisch gar keine Eigenkapitalanforderungen stellt das Investmentgesetz an die neu geregelten Investmentaktiengesellschaften. Diese benötigen nämlich lediglich ein „Anfangskapital“ von mindestens 300 000 Euro. Bei diesem Anfangskapital handelt es sich bereits um das Fondsvermögen; ein Haftungskapital wie das Eigen-

kapital einer KAG, das den Anlegern im Falle von Schadensersatzforderungen zur Verfügung steht, ist überhaupt nicht vorgesehen. Abhängig davon, wie die BaFin die übrigen Gründungsvoraussetzungen in der Praxis angewendet, sind die Markteintrittsbarrieren für neue Fondsanbieter durch die Schaffung der Investmentaktiengesellschaft sehr stark reduziert. Ob diesem Vehikel ein entsprechend großer Erfolg beschert sein wird, ist allerdings, vor allem wegen der weitreichenden Anwendbarkeit des Aktiengesetzes, noch offen.

Offen ist auch, ob überhaupt „Spezialfonds-Investmentaktiengesellschaften“ zulässig sind. Nach der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 91 Abs. 2 InvG sollen sämtliche Vorschriften dieses Gesetzes auf Spezialfonds anwendbar sein, soweit nicht in dem Abschnitt über Spezial-Sondervermögen etwas anderes bestimmt ist. Der Wortlaut der Vorschrift verweist allerdings nicht ausdrücklich auf das Kapitel über die Investmentaktiengesellschaft.

Darüber hinaus muss die Investmentaktiengesellschaft – innerhalb einer Sechsmonatsfrist nach Erlaubniserteilung – 90 Prozent ihrer Aktien öffentlich zum Erwerb anbieten. Hieraus könnte die Folgerung abgeleitet werden, dass Investmentaktiengesellschaften nicht als Spezialfonds aufgelegt werden dürfen. Einen ausdrückliches Verbot, sämtliche Aktien einer Investmentaktiengesellschaft an einen einzigen institutionellen Anleger zu veräußern, enthält das Gesetz allerdings auch nicht.

Neue Meldepflicht

Ein weiteres Thema, durch das den KAG ein hoher Zusatzaufwand droht, sind die durch das Investmentgesetz neu eingeführten Meldepflichten. So müssen die KAG der BaFin künftig Vermögensaufstellungen nicht nur im Rahmen des Rechenschaftsberichts und des Halbjahresberichts sondern „regelmäßig“ und im Wege der Datenfernübertragung übermitteln. Anhand der übermittelten Daten soll die BaFin die Einhaltung der Anlagegrenzen überprüfen.

Zusätzlich ist die KAG dafür verantwortlich, dass der BaFin jede Transaktion gemeldet wird, wobei das Gesetz im Einzelnen vorschreibt, welche Informationen enthalten sein müssen. Die Meldung der Transaktion soll der „qualitativen Kontrolle“ dienen und der BaFin zum Beispiel die

Überwachung von Missständen in Bezug auf Preisgestaltungen ermöglichen. Inwieweit dieses Ziel nicht bereits durch die bisher bestehenden Überwachungs- und Kontrollmöglichkeiten, sondern nur die mit hohem Aufwand einzuführenden zusätzliche Meldepflichten erreicht werden kann, wurde zumindest vom Gesetzgeber nicht plausibel begründet.

Nach dem Wunsch der BaFin sollen die Datenlieferungen täglich erfolgen, wobei die Aufsichtsbehörde wohl auch mit einer Verzögerung von ein paar Tagen leben könnte. Für die Spezialfonds-KAG ist in diesem Zusammenhang allerdings entscheidend, dass für Spezialfonds möglicherweise längere Meldezyklen wie zum Beispiel einmal monatlich oder nur die Meldung von Überschreitungen ausreichen werden. Die endgültige Regelung stand bei Redaktionsschluss noch nicht fest.

Outsourcing des Fondsmanagements

Die Auslagerung von Tätigkeiten einer KAG erhält im Investmentgesetz erstmals eine ausdrückliche gesetzliche Regelung. Neben einem Verweis auf die Voraussetzungen des vor allem für Einlagenkreditinstitute geschaffenen § 25a KWG formuliert das Investmentgesetz die zusätzliche Forderung, dass die KAG durch die Auslagerung nicht daran gehindert werden darf, im Interesse ihrer Anleger zu handeln. Als externe Fondsmanager kommen darüber hinaus nur solche Unternehmen in Betracht, die über eine Zulassung zur Vermögensverwaltung verfügen und einer öffentlichen Aufsicht unterliegen.

Die Haftung für Fehler kann die KAG allerdings nicht auf den externen Fondsmanager übertragen, für seine Fehler haftet die KAG genauso wie für ihre eigenen. Gegenüber der bisherigen Regelung beziehungsweise Praxis, wonach die KAG alle Entscheidungen selbst traf und sich von den externen Asset Manager lediglich beraten ließ, bringt die Neuregelung für die KAG keine Haftungserleichterungen. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass das bisher praktizierte Beratungsmodell auch künftig Verwendung finden wird.

Das Investmentgesetz stellt nunmehr klar, dass KAG auch die Anlageberatung als Nebentätigkeit erbringen dürfen, wenn ihre Geschäftserlaubnis auch die freie Portfolioverwaltung umfasst. Diese Frage war bisher strittig, denn die BaFin betrachtete die

Beratung als eine von der Verwaltung zu unterscheidende Tätigkeit während die Investmentbranche die Beratung als „Minus“ zur Verwaltung, also als bereits von einer entsprechenden Erlaubnis umfasst, ansah.

Anlageverordnung für Versicherungen

Durch die Ausweitung der Anlagemöglichkeiten der Investmentfonds wurde eine Anpassung der Anlageverordnung für Versicherungen erforderlich. Die geänderte Anlageverordnung soll im August 2004 in Kraft treten. Neu ist, dass die Deckungsstockfähigkeit von Investmentfonds nicht mehr von bestimmten Formulierungen in den Vertragsbedingungen abhängig gemacht wird. Dadurch kann im Prinzip jeder Investmentfonds zugunsten des Deckungsstocks (jetzt „Sicherungsvermögen“) erworben werden. Das Versicherungsunternehmen hat dann allerdings zwischen transparenten Fonds und Fonds mit nicht transparenter Vermögensstruktur zu unterscheiden.

Bei transparenten Investmentfonds hat sich die Versicherung über den aktuellen Hebel zu informieren und auch den über 100 Prozent hinausgehenden Risikobetrag bestimmter Sondervermögen vorhandener Vermögensgegenstände auf die 35 Prozent-Quote anzurechnen. Darüber hinaus sind weitere in Investmentfonds enthaltene Vermögensgegenstände wie zum Beispiel ABS und CLN, Anleihen, Aktien und Genussrechte aus Nicht-EWR-Ländern sowie Hedgefonds auf die entsprechenden Grenzen anzurechnen.

Für die KAG bedeutet diese Neuregelung, dass sie den Versicherungsunternehmen die entsprechenden Daten zur Verfügung stellen müssen.

Herausforderungen annehmen

Wenn die Mittelzuflüsse zu den Spezialfonds fünf Jahre lang in Folge zurückgegangen sind und dieses Instrument im Hinblick auf die Bilanzierung nach IFRS teilweise kritisch betrachtet wird, werden auch in Zukunft noch erhebliche Mittelzuflüsse zum Wachstum des Spezialfonds beitragen. Diese können möglicherweise erheblich gesteigert werden, wenn die KAG die kritischen Aspekte als Herausforderung annehmen und den Anlegern neben der erwarteten Performance auch Dienstleistungen wie die für die Bilanzierung erforderlichen Kennzahlen zur Verfügung stellen.