



Till Entzian

Wertpapier-Spezialfonds 2004: Talsohle durchschritten

Nach dem starken Rückgang der Mittelzuflüsse seit dem Rekordjahr 1998 mit 66 Milliarden auf nur noch ein Drittel davon im Jahr 2003 musste die Spezialfondsbranche im Jahr 2004 einen wahren Einbruch hinnehmen. Weniger als die eingesammelten 3,7 Milliarden Euro wurden zuletzt im Jahr 1985 beobachtet. Immerhin konnte sich die Branche mit einem Zuwachs des verwalteten Vermögens von 23,8 Milliarden Euro oder 4,5 Prozent trösten, auch wenn dieser Zuwachs vor allem der weiteren Erholung der Kapitalmärkte geschuldet war.

Ein weiterer Rückgang der Attraktivität des Spezialfonds ist allerdings nicht zu erwarten. Darauf deuten die wieder sehr positive Grundstimmung in der Investmentbranche wie auch die Mittelzuflüsse in den ersten Monaten des laufenden Jahres hin, die in fünf Monaten bereits knapp dreimal so hoch wie im gesamten Jahr 2004 liegen (vergleiche Abbildung 1).

Stark angestiegene Anlage in Zielfonds

Die interessanteste Veränderung bei der Zusammensetzung der Wertpapier-Spezialfonds betrifft die Anlage in anderen Investmentfonds (Zielfonds). Zwar durften die Spezialfonds bereits unter dem KAGG bis zu fünf Prozent ihres Vermögens in Anteilen an anderen Investmentfonds anlegen, doch wurde diese Möglichkeit nur in sehr geringem Umfang genutzt. Wegen der Fünf-Prozent-Grenze musste eine KAG für alle Anlagemärkte, in die einer ihrer Spezialfonds mehr als fünf Prozent investieren sollten, die Ressourcen für eine Direktanla-

ge entsprechenden Wertpapieren vorhalten. Der Einsatz von Zielfonds als Alternative zu Direktanlagen ist mit der Einrichtung zusätzlicher Prozesse, das heißt mit einem zusätzlichen Aufwand verbunden, der sich für viele KAG wohl nicht gelohnt hat, da

Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main

Nach den bereits in den Vorjahren zu beobachtenden Rückgängen der Mittelzuflüsse in Spezialfonds hat der Autor für das Jahr 2004 einen weiteren deutlichen Einbruch zu konstatieren. Allein die Versicherungswirtschaft, so hält er fest, gab als bedeutendster Spezialfondsanbieter netto gut neun Milliarden Euro an Anteilsscheinen zurück. Einen nachhaltigen Trend erkennt er darin schon aufgrund heuer wieder steigender Zahlen allerdings nicht, sondern führt die Entwicklung auf brancheninterne Umstände wie die Änderung der Anlageverordnung für die Versicherungswirtschaft zurück. Dass insgesamt ein Anstieg des verwalteten Volumens verzeichnet wurde, muss demnach auf eine positive Wertentwicklung zurückgeführt werden. Sein Fazit für das laufende Jahr fällt auf Basis der eigenen, schon traditionellen Studie dennoch positiv aus: Allein in den ersten sechs Monaten 2005 flossen den Wertpapier-Spezialfonds doppelt so viele Gelder zu, wie im ganzen Jahr 2004. Die Vorschrift, nach der zehn Prozent der im Fonds anfallenden Kosten steuerlich künftig nicht mehr berücksichtigt werden dürfen, hält der Autor für widersinnig, da eventuelle Kursgewinne spätestens bei Rückgabe der Anteile ohnehin steuerpflichtig sind. (Red.)

Zielfonds wegen der Fünf-Prozent-Grenze nur in Ausnahmefällen und nicht ausreichend flexibel eingesetzt werden konnten.

Seit 1999 wird die Anlage in Zielfonds von der Bundesbank überhaupt erfasst und betrug damals gerade 0,1 Prozent des Gesamtvolumens. Erst seit Mitte 2003 beginnt das Interesse der Spezialfonds am Einsatz von Zielfonds nachhaltig zu steigen. Ihr Anteil erhöhte sich auf 0,2 Prozent zum Jahresultimo 2003. Im Laufe des Jahres 2004 verdreifachte sich dieser Anteil auf 0,6 Prozent und erhöhte sich bis zum Mai 2005 auf 1,0 Prozent beziehungsweise 5,3 Milliarden Euro. Der absolute Wert der von Spezialfonds gehaltenen Zielfonds hat sich damit innerhalb von zwölf Monaten etwa verdreifacht.

Hintergrund dieses rasanten Wachstums ist die neue Systematik der Fondstypen im Investmentgesetz, die anders als das KAGG nicht mehr zwischen den Wertpapier- und Dachfonds unterscheidet. Vielmehr dürfen die „richtlinienkonformen Sondervermögen“ ebenso wie die „gemischten Sondervermögen“ – eine entsprechende Freiheit gemäß der jeweiligen Vertragsbedingungen vorausgesetzt – jederzeit zwischen einer vollständigen Anlage in klassischen Wertpapieren (insbesondere Aktien, Renten et cetera), einer vollständigen Anlage in Investmentfonds beziehungsweise jeder beliebigen Mischung frei entscheiden. Diese neue Flexibilität ermöglicht den Fondsgesellschaften zum Beispiel, ausgewählte Anlagemärkte für sämtliche von ihnen verwalteten Spezialfonds ausschließlich über den Einsatz von Zielfonds abzudecken und



keine Direktanlagen in diesen Anlagemärkten mehr anzubieten.

Investitionen in Offene Immobilienfonds, Hedgefonds und -zertifikaten

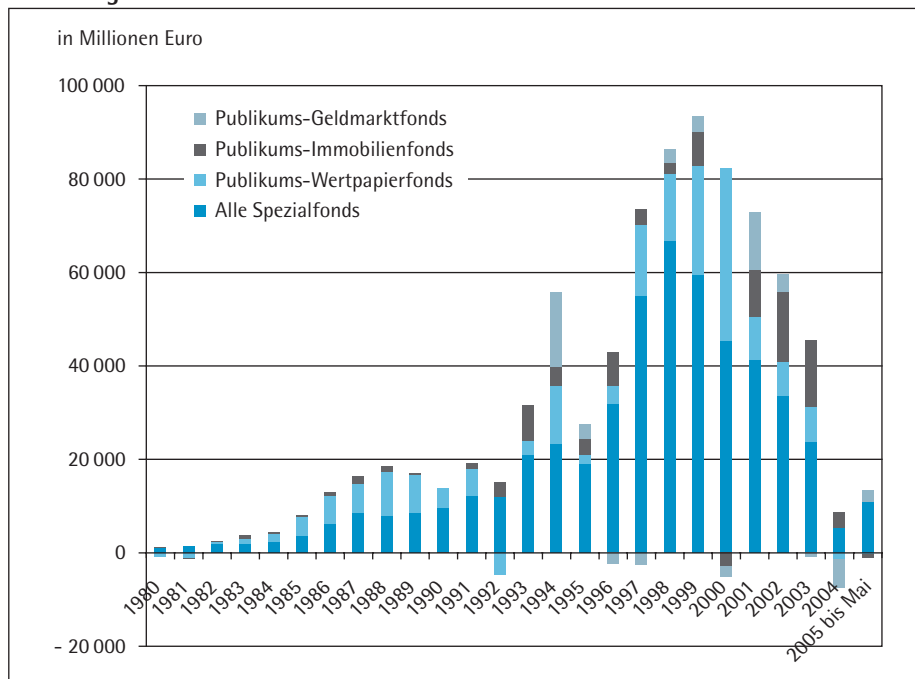
Ferner besteht für die Spezialfonds jetzt auch die Möglichkeit, in Anteilen an Offenen Immobilienfonds sowie in Hedgefonds und Hedgefonds-Zertifikaten zu investieren. Wegen der geringen Korrelation dieser Fondskategorien mit den von den Spezialfonds bereits abgedeckten Anlagemärkten ist mit einer entsprechenden Nutzung dieser Diversifikationsmöglichkeit zu rechnen. Insgesamt dürfte der Einsatz von Zielfonds auf deutlich über fünf Prozent des Gesamtvolumens der Spezialfonds anwachsen.

Die übrigen Änderungen der Vermögenszusammensetzung der Spezialfonds sind weniger spektakulär, wie auch Abbildung 3 verdeutlicht. Der Anteil der inländischen Aktien wurde, dem langjährigen Trend folgend, nochmals um 0,5 Prozentpunkte auf 5,9 Prozent reduziert, der Anteil der ausländischen Aktien blieb bei gut 20 Prozent stabil. Auch im Rentenbereich ist der Trend zur Internationalen Streuung unverändert. Inländische Renten wurden von 31,5 Prozent auf 27,7 Prozent zugunsten der ausländischen Renten reduziert. Deren Anteil wuchs von 33,7 Prozent auf 37,9 Prozent. Damit haben sich die ausländischen Renten als wichtigste Assetklasse der Spezialfonds endgültig durchgesetzt. Ob die Spezialfonds bei dieser Entwicklung lediglich auf ausländische Euro-Renten setzen oder gleichzeitig eine internationale Währungsdiversifizierung durchführen, lässt sich aus den Zahlen nicht ablesen. Die Liquidität (Barguthaben und Geldmarktinstrumente) wurde zurückgefahren und betrug Ende 2004 nur noch 5,0 Prozent (Ende 2003: 6,2 Prozent).

Trend der KAG-Schließungen hält an

Nachdem sich bereits im Jahr 2003 vier Spezialfonds-KAG aus dem Geschäft zurückgezogen hatten (BNP, GWA, MLIM und SLAM), ist 2004 das Gleiche geschehen. Über die Auflösung der Mannheimer Asset Management zum 30. Juni 2004 wurde an dieser Stelle schon berichtet. Darüber hinaus haben Julius Bär und die Asecuris Asset Management ihre KAG-Lizenzen zurückgegeben, um die institutionellen Anleger mit Asset Management Dienstleistungen

Abbildung 1: Mittelaufkommen der inländischen Investmentfonds seit 1980



Quelle: Bundesbank

Copyright: Till Entzian

unmittelbar zu betreiben. Während bei Julius Bär strategische Überlegungen ausschlaggebend waren, dürften die Gründe bei der Asecuris, einem Management Buyout der vormaligen Swiss-Re KAG, eher im ausbleibenden Vertriebs Erfolg zu suchen sein. Jedenfalls war das anfangs übernommene Mandat vom Anleger sehr bald abgezogen worden, und erst kurz vor der Entscheidung zur Aufgabe der KAG-Lizenz konnte ein einziges neues Mandat mit zirka zehn Millionen Euro akquiriert werden. Schließlich bietet auch State Street keine Spezialfonds mehr an und verwaltet stattdessen Kundengelder in Form von so genannten Segregated Accounts.

Neue Spezialfonds-KAG sind – anders als im Bereich der Immobilien-Spezialfonds – nicht in Erscheinung getreten. In die Übersicht (vergleiche Tabelle 3) wurde lediglich der Dit aufgenommen, der wie die Schwestergesellschaft DBI auch Spezialfonds verwaltet.

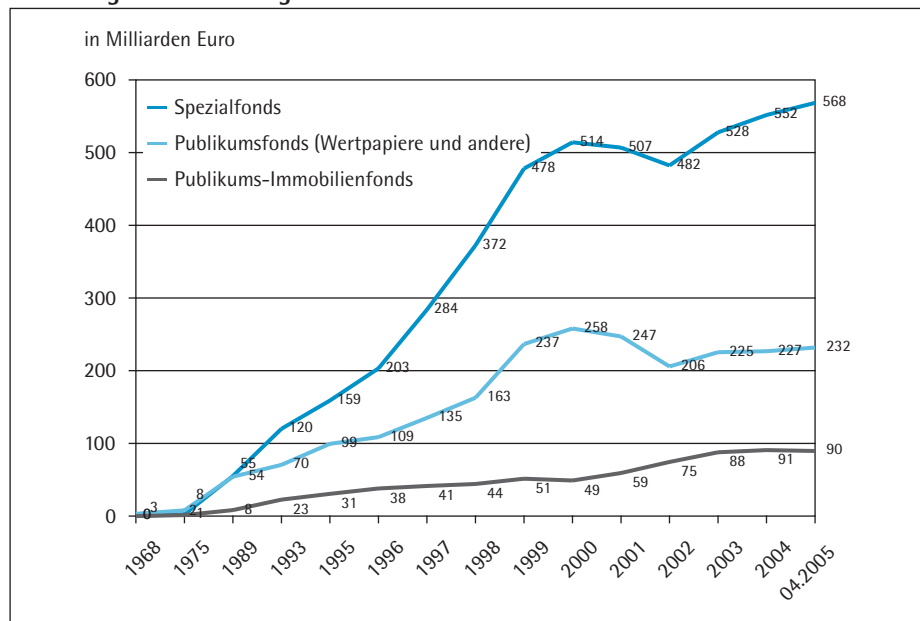
Zwischen den verschiedenen Anbietergruppen gab es auch im Jahr 2004 gewisse Verschiebungen, die vor dem Hintergrund eines um 4,5 Prozent wachsenden Gesamtmarktes stattfanden. Dabei konnten insbesondere die KAG der Privatbanken ihren Marktanteil um drei Prozentpunkte von 14,7 Prozent auf 17,7 Prozent ausbauen.

Dieser Zuwachs geht vor allem auf die Universal Investment und die Inka zurück, die das jeweils verwaltete Spezialfondsvolumen um 13 Milliarden Euro beziehungsweise 6,5 Milliarden Euro vergrößern konnten. Die Wachstumsraten dieser beiden Gesellschaften lagen 2004 mit 36 Prozent (Universal) und 43 Prozent (Inka) deutlich über dem Gesamtmarkt. Ein großer Teil dieser Volumina betrifft die so genannten Masterfonds, die von der KAG betreut und deren Fondsmanagement von einem oder mehreren externen Betreuern verantwortet wird.

Privatbanken-KAG bauen Marktanteile aus

Einen Zugewinn konnten auch die KAG der Sparkassen und Girozentralen verbuchen, die mit 20,8 Prozent den größten Marktanteil seit Beginn dieser Untersuchung im Jahr 1977 erreichen konnten – damals verwalteten sie lediglich fünf Prozent der Spezialfonds. Erwähnenswert ist auch der Zuwachs der Genossenschaftsbanken, der mit 0,3 Prozentpunkten zwar deutlich niedriger als der der Sparkassen-Gesellschaften ausgefallen ist, aufgrund des geringeren Ausgangswertes von 6,4 Prozent Marktanteil im Jahr 2003 jedoch die gleiche relative Bedeutung hat. Damit haben die Anlagengesellschaften der Genossen-

Abbildung 2: Entwicklung der Fondsvolumina



Quelle: Bundesbank

Copyright: Till Entzian

schaftsbanken zwar noch nicht ihre Stellung aus dem Jahr 2002 zurückerobert, als sie 7,2 Prozent Marktanteile besaßen, doch scheinen sie auf einem guten Weg dorthin zu sein.

Die Anlagegesellschaften der Groß- und Regionalbanken mussten 1,2 Prozentpunkte abgeben und liegen bei genau einem Drittel des Gesamtmarkts. Am stärksten wiegt allerdings der Verlust von 2,6 Prozentpunkten, den die Kapitalanlagegesellschaften der Versicherungen hinnehmen mussten. Diese verwalteten nur noch 11,9 Prozent des gesamten Spezialfondsvolumens. Dieser Rückgang macht sich allerdings nicht an einer bestimmten Gesellschaft fest. Vielmehr haben mehrere Versicherungs-KAG kleinere Teile des von ihnen verwalteten Volumens verloren.

Unterschiede zur Bundesbankstatistik

Auch dieses Jahr wurde die von Dr. Kandlbinder begründete und über viele Jahre durchgeführte Umfrage 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 und der selbst durchgeführten Umfrage unterscheiden sich in mehrfacher Hinsicht. Während die von Herrn Dr. Kandlbinder begründete Systematik 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 unterschieden hat, fasste die Bundesbank diese beiden Anlegergruppen in der Vergangenheit in einer einzigen Kategorie zusammen.

Seit 2004 unterscheidet die Bundesbank allerdings auch zwischen den beiden genannten Gruppen, womit sie ihre Statistik an die Kandlbinder-Systematik angepasst hat. Dies ist nicht nur eine Bestätigung für die hier verwendete Untergliederung, sondern es bedeutet auch, dass sich der Aufwand der Kapitalanlagegesellschaften für die Teilnahme an dieser Umfrage nochmals reduziert, da sie dem Autor die Bundesbankmel-

dung unverändert weiterleiten können. Einige Gesellschaften haben dies jedoch ganz offenbar nicht getan, denn anders lässt sich nicht erklären, dass die eigene Umfrage einen deutlich höheren Anteil der institutionellen Altersvorsorge und die Bundesbankstatistiken einen entsprechend höheren Anteil der Versicherungsunternehmen ausweist. Hier scheinen einige Gesellschaften gegenüber der Bundesbank noch nicht auf den Unterschied zu achten.

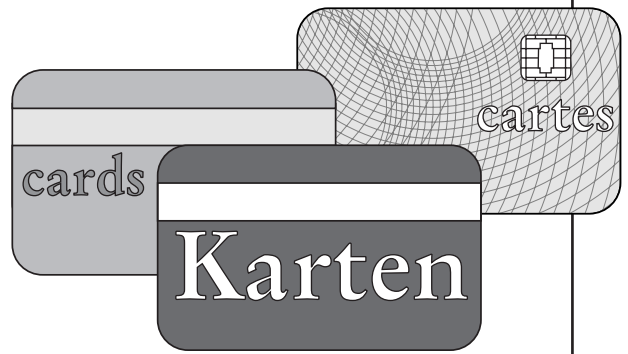
Im Übrigen erklären sich die offensichtlichen Unterschiede aus einem unterschiedlichen Vorgehen bei der Zuordnung von Gemeinschaftsfonds. Die Bundesbank lässt den meldenden KAG im Vordruck 10 380 bei der Art der Anteilhaber in der Rubrik 08 „Art der Anteilhaber“ auch bei Gemeinschaftsfonds nur eine einheitliche 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 beteiligten 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.

Vollständige Umfragebeteiligung

An der Umfrage für das Jahr 2004 haben sich auch diesmal erfreulicherweise wieder alle 55 KAG beteiligt, die nach der Bundesbankstatistik am Stichtag ein Gesamtvolumen von 552 Milliarden Euro in 4914 Spezialfonds verwalteten. Es konnte also wieder der gesamte Spezialfondsmarkt in die Untersuchung einbezogen werden.

BANKKARTEN- FORUM 2005



Womit kann man rechnen – womit eher nicht?

Die Effizienz des Kartengeschäfts ist nicht nur in Deutschland abhängig von vernünftiger Arbeitsteilung. Ob die Kartenlandschaft dabei das Optimum schon erreicht hat? Vor allem auch Joint Ventures mit Cobranding-Hintergrund melden noch Handlungsbedarf.

Die Redaktion unserer Fachzeitschrift lädt zu Gespräch und Diskussion ein.

22. September 2005

Ort: Auditorium der Dresdner Bank AG,
Jürgen-Ponto-Platz 1,
Frankfurt am Main

Zeit: 9.00 Uhr, Ende gegen 14.00 Uhr

Die Teilnehmergebühr für die Veranstaltung, den Imbiss und die Pausengetränke beträgt Euro 520,- zuzüglich Mehrwertsteuer. Sie wird bei Übersendung der Anmeldebestätigung erhoben. Eine Vertretung des angemeldeten Teilnehmers ist selbstverständlich möglich. Bitte haben Sie aber Verständnis dafür, dass wir bei vollständiger Stornierung nach dem 12. September 2005 die Teilnehmergebühr nur zur Hälfte erlassen können.

Ermäßigung: Abonnenten der Zeitschrift „cards Karten cartes“ oder der Zeitschrift „bank und markt“ erhalten 15% Ermäßigung auf die Teilnehmergebühr. Bitte nennen Sie bei der Anmeldung die Kundennummer Ihrer letzten Abonnementsrechnung.

8.00 Uhr	Kaffee zum Empfang	11.30 Uhr	Talk-Time mit Kaffee
9.00 Uhr	Begrüßung zum Tag/ Kommentar zur Lage Klaus-Friedrich Otto/Siegbert Steinmetz	12.00 Uhr	Anmerkungen zur Effizienz eines Netzbetriebs Helmut Schmidt, Geschäftsführer, B + S Card Service GmbH, Frankfurt am Main
9.30 Uhr	Die deutsche Kartenszene nicht nur aus Genossenschaftssicht Dietrich Voigtländer, Mitglied des Vorstands, DZ Bank AG, Frankfurt am Main	12.30 Uhr	Dienstleistungen für das Kartengeschäft: die Zukunft gestalten Matthias Kaufmann, Leiter Geschäftssparte Kartensysteme, Deutscher Sparkassen Verlag GmbH, Stuttgart
10.00 Uhr	Fragen und Antworten	13.00 Uhr	Fragen und Antworten
10.10 Uhr	Kartengeschäft bei Großsparkassen, das Beispiel Hannover Dieter Casper, Direktor, Sparkasse Hannover, Hannover	13.15 Uhr	(Kredit)Karten als Internetzahlungsmittel: Erfahrungen und Perspektiven Dr. Markus Braun, Vorsitzender des Vorstands, Wire Card AG, Grasbrunn
10.40 Uhr	Fragen und Antworten	13.45 Uhr	Schlussgespräch
10.50 Uhr	Ertragschancen im Kreditkartengeschäft Claudia Thiele, Direktorin Kreditkartengeschäft, Citibank Deutschland, Düsseldorf	14.00 Uhr	Ende der Veranstaltung
11.20 Uhr	Fragen und Antworten		

Telefon: (0 69) 97 08 33-21 | Telefax: (0 69) 7 07 84 00
E-Mail: tagungen@kreditwesen.de | <http://www.kreditwesen.de>
Karin Matkovic

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

	2002	2003	2004	Januar bis Mai 2005
	in Prozent			
Inländische Spezialfonds-Inhaber	100,0	100,3	91,8	98,2
Versicherungsunternehmen einschließlich Pensionskassen und berufsständischen Versorgungswerken	73,7	45,6	- 247,9	33,6
Altersvorsorgeeinrichtungen			105,3	29,3
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungskassen	5,4	- 1,8	-37,3	- 3,5
Kreditinstitute	16,4	- 2,2	17,8	6,4
Sonstige Unternehmen einschließlich Industrietiftungen, Arbeitgeber und Wirtschaftsverbände	- 0,8	47,0	235,6	34,8
Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine und andere private Organisationen ohne Erwerbszweck	5,2	11,7	18,1	- 2,5
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	0,0	- 0,3	8,3	1,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: Bundesbank

Copyright: Till Entzian

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.

Institutionelle Altersvorsorge gewinnt an Bedeutung

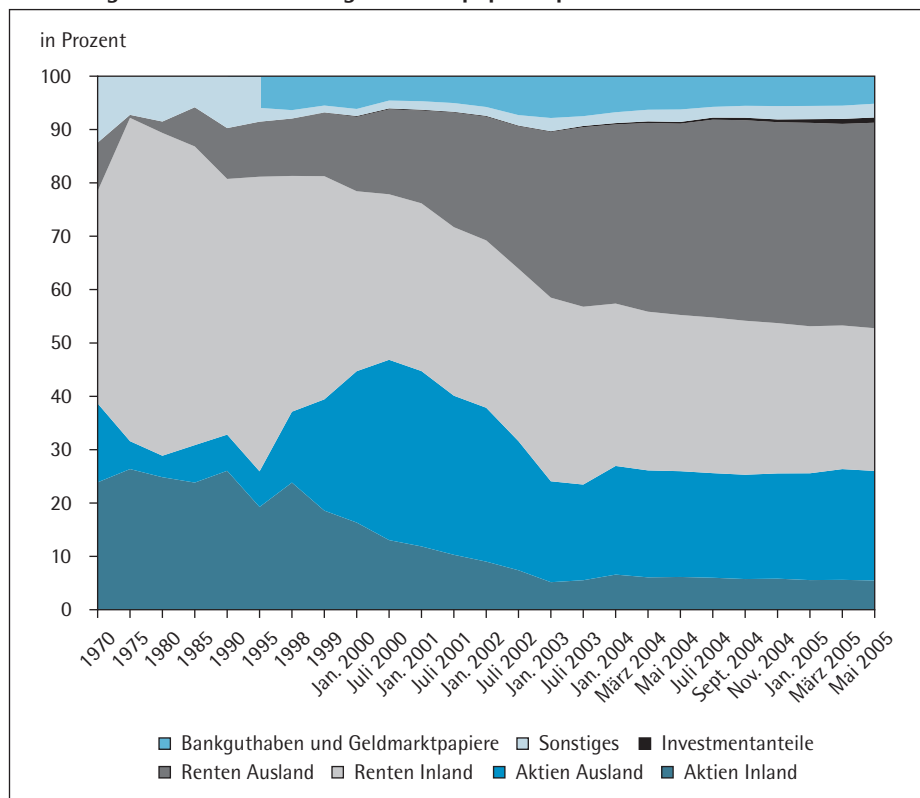
Auch im Laufe des Jahres 2004 waren innerhalb der Anlegergruppen Verschiebungen zu beobachten. Die unverändert größte Anlegergruppe, die Versicherungen, besaßen Ende 2004 mit 35,9 Prozent des gesamten Spezialfondsvolumens fast zwei Prozentpunkte weniger als noch ein Jahr zuvor. Dies ist angesichts der von der Bundesbank festgestellten Nettomittlerückflüsse aus dieser Gruppe auch nicht weiter verwunderlich.

Deutlich zugelegt haben die Anleger aus dem Bereich der institutionalisierten Altersversorgung, das heißt die Pensions- und Unterstützungskassen sowie die Versorgungswerke. Diese Anlegergruppe konnte um vier Prozentpunkte auf 19,5 Prozent zulegen. Jeweils einen knappen Prozentpunkt haben drei weitere wichtige

tige Spezialfondsanleger mit nunmehr noch 7,5 Prozent.

Wie sich die Veränderungen der Anlegergruppen bei den verschiedenen KAG-Gruppen zeigen, ist in Abbildung 4 ersichtlich. Ins Auge fällt hier vor allem, dass praktisch alle Institutsgruppen den Anteil an Unternehmen der institutionalisierten Altersversorgung unter ihren Anlegern ausbauen konnten. Für die Anlagegesellschaften der Privatbanken spielt diese Anlegergruppe mit nunmehr 32,9 Prozent jetzt sogar die wichtigste Rolle. Weiterhin ist bei diesen KAG der Anteil der Versicherungen von einem knappen Drittel auf ein gutes Viertel sehr stark zurückgegangen. Die Kirchen und sonstigen zulässigen Spezialfondsinhaber spielen bei den Anlagegesellschaften der Groß- und Regionalbanken sowie den KAG von ausländischen Muttergesellschaften mit jeweils zehn Prozent eine wichtige Rolle, hatten aber im Vorjahr jeweils einen zirka 1,5 Prozentpunkte höheren Anteil gehabt. Es sei an dieser Stelle nochmals darauf hingewiesen, dass diese Anlegergruppe sich für die Spezialfondsanlage unabhängig von allen steuerlichen und bilanziellen Überlegungen entscheiden kann

Abbildung 3: Zusammensetzung der Wertpapier-Spezialfonds



Quelle: Bundesbank, eigene Berechnungen

Copyright: Till Entzian



und Änderungen solcher Rahmenbedingungen daher auch nicht zur Rückgabe von Fondsanteilen führen werden.

Versicherungen trennen sich von 8,8 Milliarden Euro

Die Bundesbank ermittelt nach der gleichen Systematik wie beim Fondsvolumen auch die Aufteilung des Mittelaufkommens auf die unterschiedlichen Anlegergruppen. Dabei beweisen die Versicherungen auch im Jahr 2004 ihren prägenden Einfluss auf die Spezialfondsbranche, allerdings in dem Sinne, dass sie Anteilscheine im Wert von über neun Milliarden Euro zurückgegeben haben. Auch die Sozialversicherungsträger haben per saldo 1,4 Milliarden Euro eingelöst und sich damit von zehn Prozent ihrer Spezialfondsanlagen getrennt. Nettomittelzuflüsse kamen dagegen von Kreditinstituten sowie von den Kirchen und sonstigen Anlegern mit jeweils 0,7 Milliarden Euro und vor allem den sonstigen Unternehmen mit 8,8 Milliarden Euro. Auch die ausländischen Anleger haben mit 0,3 Milliarden Euro wieder einen kleinen positiven Beitrag geleistet.

Interessant ist allerdings auch ein Blick auf das Bruttomittelaufkommen. Denn im Jahr 2004 konnten die KAG immerhin neue Anteilscheine im Wert von 95 Milliarden Euro an Spezialfondsanleger ausgeben. Der Vertrieb der Anteilscheine scheint daher annähernd so gut wie in den Rekordjahren zu laufen, denn bis auf 1998 mit 170 Milliarden Euro pendelten die Bruttoabsätze seit 1999 zwischen 90 und 110 Milliarden Euro. Allerdings handelt es sich bei den im Jahr 2004 an die Bundesbank gemeldeten Bruttozuflüssen nicht durchgehend um völlig neue Spezialfondsanleger. Vielmehr werden zum Beispiel die Umschichtungen zwischen verschiedenen KAG, zum Beispiel bei der Zusammenlegung mehrerer Fonds zu einem Masterfonds, als Mittelzuflüsse erfasst. Dennoch zeigen die Zahlen, dass es durchaus möglich ist, für die eigene KAG neue Anleger zu akquirieren.

Aus Sicht der Versicherungsunternehmen haben diese etwa vier Prozent ihrer Spezialfondsanteile eingelöst. Dadurch ist das Volumen der Spezialfondsanlagen der Versicherungen insgesamt zurückgegangen und betrug zum Jahresende 2004 laut Umfrage 196 Milliarden Euro beziehungsweise 240 Milliarden Euro laut Bundesbank. Auch die Zahlen der Bundesanstalt für Finanz-

Tabelle 2: Struktur der Spezialfondsanleger gemäß Umfrage

	2002	2003	2004
	in Prozent		
Inländische Spezialfondsanleger	99,3	99,4	99,4
Versicherungsunternehmen, private und öffentlich-rechtliche	37,0	37,7	35,9
Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	1,5	1,4	1,4
Institutionalisierte Altersversorgung, das heißt Pensions- und Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke	14,4	15,3	19,5
Kreditinstitute (so genannte Depot-A-Fonds)	26,7	24,5	23,7
sonstige Wirtschaftsunternehmen	11,6	12,3	11,4
Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften und sonstige Spezialfondsanleger	8,0	8,2	7,5
Ausländische Spezialfondsanleger	0,7	0,6	0,6
Total	100,0	100,0	100,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

dienstleistungsaufsicht weisen einen Rückgang sowohl in absoluten als auch in relativen Beträgen aus. Die Bedeutung der Spezialfonds an den gesamten Kapitalanlagen der Versicherungen ist 2004 um einen vollen Prozentpunkt auf 21,2 Prozent zurückgegangen und auch im ersten Quartal 2005 nur ganz leicht auf 21,3 Prozent wieder angestiegen. Parallel dazu ist auch der Anteil der Spezialfonds am Wertpapierbestand der Versicherungen um 1,2 Prozentpunkte zurückgegangen und betrug Ende 2004 nur noch 63,9 Prozent. Vor 30 Jahren lag dieser Wert noch bei 6,0 Prozent und erreichte im Jahr 2002 mit 67,7 Prozent seinen Höhepunkt.

Spezialfonds immer weniger interessant für Versicherer

Die Zahlen weisen daraufhin, dass die Attraktivität der Spezialfondsanlage für Versicherungsunternehmen nicht mehr im gleichen Maße wie noch vor wenigen Jahren gegeben ist. An dieser Feststellung ändert sich auch dadurch nichts, dass ein Teil der Rückgaben im Jahr 2004 auf besondere Umstände zurückzuführen ist und die Versicherungsunternehmen den Spezialfonds im ersten Quartal 2005 bereits wieder 5,4 Milliarden Euro zuführten.

Die Gründe für die Suche nach Alternativen für den Spezialfonds wurden bereits im letzten Jahr angedeutet. Dies ist zunächst eine gewisse Marktsättigung, denn ein Anteil von knapp zwei Dritteln am gesamten Wertpapierbestand ist ein sehr hoher Wert (bei den Kreditinstituten machen die Fondsanteile lediglich zehn Prozent des Wertpapierbestandes aus). Aber eine Sättigung ist

kein Grund für eine Reduzierung der Spezialfondsanlagen. Hier dürften vor allem die IFRS eine Rolle spielen, deren Regeln für die Bilanzierung von Spezialfonds von denen des HGB stark abweichen: So muss ein Anleger, der mehr als die Hälfte eines Spezialfonds hält – und das trifft auf etwa 80 Prozent zu – die Gewinne und Verluste genauso konsolidieren, als ob es sich um eine kontrollierte Tochtergesellschaft handelte. Als Konsequenz werden etwa die Veräußerungsgewinne und -verluste, die der Fonds realisiert hat, vollständig eingerechnet.

Neue Möglichkeiten durch geänderte Anlageverordnung

Agiert der Fondsmanager wie in der Vergangenheit ohne Rücksicht auf steuerliche oder bilanzielle Auswirkungen seines Tuns auf den Anleger, können sich daraus überraschende Bilanzeffekte ergeben, die das Gesamtbild des Konzerns stark verfremden. Dies lässt sich nur vermeiden, indem die KAG nicht nur die zum Teil sehr aufwendigen Reporting-Anforderungen zu erfüllen suchen, sondern sich proaktiv um die Steuerung der bilanziellen Effekte des Fondsmanagements bemühen. Diese Aufgaben haben viele KAG noch nicht gelöst, so dass die betroffenen Anleger entweder selbst in das Fondsmanagement restriktiv eingreifen müssen oder ihre Fonds auflösen.

Die Versicherungen sind in der Anlage der von ihnen verwalteten Kapitalanlagen detaillierten Regelungen unterworfen. Das ist auch verständlich, denn entweder handelt es sich um Gelder, die ihnen von den Versicherten im Rahmen von kapitalbildenden Verträgen anvertraut wurden, oder es han-

delt sich um Gelder, die den Versicherten im Schadensfall zur Verfügung stehen müssen (so genanntes „gebundenes Vermögen“).

Riskante Spekulationen mit der Möglichkeit des Totalverlustes würden der Idee der Versicherung zuwider laufen. Die Grundidee der sicheren, rentierlichen und risikogestreuten Anlage der Versichertengelder ist in § 54 des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG), der Anlageverordnung und weiteren Rundschreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beschrieben.

Die Anlageverordnung wurde 2004 geändert, um die Änderungen des Investmentgesetzes gegenüber dem KAGG nachzuvollziehen, insbesondere die Aufhebung des Unterschieds zwischen Wertpapier-

und Dachfonds durch Schaffung der richtlinienkonformen beziehungsweise der gemischten Sondervermögen.

Versicherungen können künftig beliebige Fonds erwerben

Zusätzlich enthält das an die Versicherungsunternehmen gerichtete Rundschreiben der BaFin R 29/2002 weitere „Hinweise“ zur Anlage des gebundenen Vermögens. Dieses Rundschreiben soll nun aufgehoben und durch ein neues Rundschreiben ersetzt werden. Der den Verbänden und Unternehmen zur Stellungnahme vorliegende Entwurf des neuen Rundschreibens sieht mehrere Änderungen gegenüber der bisherigen Rechtslage vor.

Eine wesentliche Änderung ist die Möglichkeit für Versicherungen, bei transpa-

renten Investmentfonds, das heißt bei Fonds deren Zusammensetzung die anliegende Versicherung hinreichend genau kennt, nur die im Fondsvermögen tatsächlich vorhandenen Risikoanlagen auf die Risikoquote anzurechnen. Eine besondere vertragliche Klausel zur Wahrung der Sicherungsvermögensfähigkeit (früher: Deckungsstockfähigkeit) ist nicht mehr erforderlich, so dass die Versicherungen jetzt praktisch jeden beliebigen Fonds erwerben können und auch nicht mehr zwischen reinen Rentenfonds (früher: Anrechnung auf die Rentenquote) und gemischten beziehungsweise Aktienfonds (früher: Anrechnung auf die Risikoquote) unterscheiden müssen.

Die Zahlen über die Nettomittelzuflüsse aus dem Kreis der Versicherungsunternehmen im ersten Quartal scheinen darauf

Tabelle 3: Marktanteile der Anbietergruppen gemäß Umfrage

	2003				Veränderungen	2004			
	Anzahl		Fondsvolumen			Anzahl		Fondsvolumen	
Kapitalanlagegesellschaften der	Anlagegesellschaften	Fonds	in Mrd. Euro	in Prozent		Anlagegesellschaften	Fonds	in Mrd. Euro	in Prozent
Groß- und Regionalbanken: Activest, BB-Invest, Cominvest, dbi, DeAM, DVG, DWS, Nordinvest	8	1 660	180,33	34,7	dit kommt hinzu	9	1 563	182,3	33,3
Privatbanken: Frankfurt-Trust, Inka, Metzler Investment, Monega, Oppenheim, Universal, Warburg	7	758	76,52	14,7		7	803	96,5	17,7
Sparkassen/Girozentralen: Bayern-Invest, Deka, Helaba Invest, Nordcon, Südkka, WestAM	6	1 470	103,35	19,9		6	1 395	113,7	20,8
Genossenschaftsinstitute: Union Investment Institutional, Union Investment Privatfonds, Union Panagora	3	470	33,67	6,5		3	507	36,6	6,7
Versicherungsunternehmen: AL-Trust, AM Generali, Ampega, Axa Investment, BWK, Delta Lloyd Investment, GCR, Gerling Investment, Hansainvest, MAM, MEAG Munich Ergo KAG, MK	12	374	73,10	14,1	MAM entfällt	11	283	64,9	11,9
Auslandsbanken: ABN Amro Asset Management, CSAM KAG, Goldman Sachs, Invesco, JPM, Julius Bär KAG, Lazard Asset Management, Merck Finck Invest, SEB Invest, SSG Investment, UBS Invest, Veritas SG	12	369	30,24	5,8	Julius Bär entfällt, State Street entfällt	10	301	27,8	5,1
Sonstige: Asecuris AM, BHW, First Private IM KAG, Lupus Alpha, Maintrust, Postbank Privat Investment, SKAG	7	90	22,52	4,3	Asecuris entfällt	6	72	24,9	4,6
Total	55	5 191	519,74	100,0		52	4 924	546,6	100,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian



hinzudeuten, dass die Rückflüsse im vergangenen Jahr nur eine vorübergehende Erscheinung darstellten.

Banken können sich keine Bilanzverwerfungen leisten

Auch die Kreditinstitute haben ihre Fondsanlagen im Jahr 2004 reduziert. Seit dem Höchststand von 12,1 Prozent am gesamten Wertpapierbestand im Jahr 2002 ist der Anteil der Investmentfonds kontinuierlich gefallen und lag Ende 2004 nur noch bei 10,1 Prozent. Dieser Trend setzte sich auch in den ersten Monaten des laufenden Jahres fort, so dass Ende April 2005 nur noch 9,6 Prozent der Wertpapiere der Kreditinstitute Investmentanteile sind. Ähnlich wie Versicherungen sind auch Kreditinstitute sehr stark von der Einführung der IFRS betroffen und können sich keine überraschenden Verwerfungen ihrer Konzernbilanzen leisten, die durch ein allein am Kapitalmarkt orientiertes Handeln von Fondsmanagern verursacht werden.

Die Anlage in Spezialfonds reagiert natürlich gegenüber der steuerlichen Behandlung der Anleger im Vergleich zu Anlegern in anderen Vehikeln wie zum Beispiel Zertifikaten oder auch zur Direktanlage ausgesprochen empfindlich.

Mit dem Gesetz zur Umsetzung von EU-Richtlinien (EURLUmG) hat der Gesetzgeber mit Wirkung vom 1. Januar 2004 eine bisher nur für Privatanleger geltende Vorschrift auf Spezialfondsanleger ausgedehnt.

Fragwürdige Steuervorschriften

Danach dürfen zehn Prozent der im Fonds anfallenden Kosten bei der Berechnung der steuerpflichtigen Investorserträge nicht mehr berücksichtigt werden. Diese Änderung war vorgeblich eine „Vereinfachungsregelung zur Aufteilung der Werbungskosten“ und stützt sich vermutlich (die Gesetzesbegründung schweigt dazu) auf die Überlegung, dass die KAG einen Teil ihrer Managementleistung nicht mit dem Ziel der Mehrung steuerpflichtiger Erträge, sondern mit dem Ziel steuerfreier Kursgewinne erbringe und dementsprechend ein Teil der Kosten nicht als Werbungskosten von den steuerpflichtigen Erträgen abgezogen werden dürfe.

Nun ist ein solches Abzugsverbot bereits für Privatanleger ausgesprochen fragwür-

Tabelle 4: Details der Marktverschiebungen 2004 gegenüber 2003 (auf Basis der Tabelle 3)

	Veränderung der Fondszahl 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	- 97	- 5,8	2,0	1,1	- 1,3
Privatbanken	45	5,9	20,0	26,2	2,9
Sparkassen/Girozentralen	-75	- 5,1	10,3	9,9	0,9
Genossenschaftsbanken	37	7,9	2,9	8,5	0,2
Versicherungen	- 91	- 24,3	- 8,2	- 11,3	- 2,2
Auslandsbankentöchter	- 68	- 18,4	- 2,4	- 8,0	- 0,7
Sonstige	- 18	- 20,0	2,4	10,7	0,2
Total	- 267	- 5,1	26,9	5,2	0,0

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian

dig, werden doch auch solche Privatanleger durch das Abzugsverbot belastet, die in Geldmarktfonds oder anderen Fonds investiert sind, die ausschließlich steuerpflichtige Erträge erzielen. Dazu werden auch Rentenfonds in der nächsten Phase steigender Zinsen gehören.

Völlig willkürlich und unsystematisch erscheint allerdings die nun erfolgte Ausweitung des Abzugsverbots auf Spezialfondsanleger. Denn für diese Anleger waren und sind eventuelle Kursgewinne spätestens bei Rückgabe der Anteile ohnehin steuerpflichtig. Es handelt sich hier um ein anschauliches Beispiel, wie mit allen Mitteln versucht wird, Steuermehreinnahmen zu erzielen. Als Begründung wird eine angestrebte „Vereinheitlichung“ angegeben und darauf hingewiesen, dass die Kursgewinne vor einer Ausschüttung auch durch betriebliche Anleger nicht versteuert werden müssen.

Damit bestätigt der Gesetzgeber ausdrücklich, dass ihm bewusst ist, dass diese Kursgewinne auf jeden Fall steuerpflichtig werden. Durch das Kostenabzugsverbot verstößt der Gesetzgeber also bewusst gegen den Grundsatz, dass alle zur Erzielung steuerpflichtiger Einnahmen aufgewendeten Kosten steuerlich geltend gemacht werden können.

Steuermehreinnahmen als verborgene Absicht

Zwar werden die Auswirkungen der Regelung dadurch gemildert, dass bei einer späteren Rückgabe der Fondsanteile ein entsprechender Ausgleichsposten steuermindernd aufgelöst werden kann, der Nachteil also nicht dauerhafter Art ist. Aber eine Regelung, dass Kosten erst bei Zufluss der entsprechenden steuerpflichtigen Einnahmen geltend gemacht werden dürfen, ist

Kennen Sie schon unsere monatlichen Online-News?

Sie geben Monat für Monat einen Überblick über unsere aktuellen Neuerscheinungen im Buchbereich, Hinweise zu Schwerpunktthemen der laufenden Zeitschriftenausgaben und informieren über unseren Veranstaltungskalender einschließlich der kompletten Tagungsprogramme.

Interessiert? Dann schreiben Sie eine E-Mail an

S.Mitsch@kreditwesen.de

und Sie werden sofort in unseren Verteiler aufgenommen.

Fritz Knapp Verlag • Frankfurt am Main

in dieser Form aus dem übrigen Steuerrecht nicht bekannt.

Letztlich dient die kreative Regelung wohl ausschließlich der Erzielung von Steuermehreinnahmen. Und um diese Absicht zu verbergen, werden die erwarteten Beträge in der Gesetzesbegründung als „nicht quantifizierbar“ bezeichnet. Dabei wäre es nicht so schwer, das Volumen der von steuerpflichtigen Anlegern gehaltenen Spezialfonds bei der Bundesbank zu erfragen und dann zehn Prozent von einer geschätzten Kostenquote zu errechnen.

Der Gipfel ist schließlich die Reaktion des Bundesfinanzministeriums auf die Proteste aus der Investmentbranche. Anstelle die systemwidrige Vorschrift so schnell wie möglich zu beseitigen, wird auf eine einfache Möglichkeit der Umgehung des Abzugsverbots hingewiesen, nämlich die unmittelbare Inrechnungstellung der Fondskosten an den Anleger.

Dass ein solches Vorgehen dem Fondsgedanken widerspricht, mit unzähligen weiteren Problemen verbunden ist (Forderungen an die Anleger könnten für die KAG Großkredite darstellen, Rechnungs- und Mahnabteilungen müssten aufgebaut werden, et cetera) und von der Finanzverwaltung als unzulässige Umgehung im Sinne der Abgabenordnung behandelt werden könnte, scheint das BMF nicht anzufechten.

Für die Anleger, allerdings nur für steuerpflichtige Anleger, bedeutet das Kostenabzugsverbot einen Liquiditätsnachteil in der Größenordnung von ein bis zwei Basispunkten, der den Spezialfonds gegenüber anderen Vehikeln benachteiligt. Der Zinsverlust, den der Anleger auf diesen Liquiditätsnachteil erleidet, wird am Ende natürlich nicht die Entscheidung für oder gegen einen Spezialfonds ausschlaggebend beeinflussen, ist aber dennoch ausgesprochen ärgerlich und auf Dauer nicht hinnehmbar.

Volumenanstieg aufgrund von Wertzuwächsen

Das Gesamtvolumen der Spezialfonds stieg 2004 um 4,5 Prozent auf 552 Milliarden Euro. Dies ist weniger als im Vorjahr, als das verwaltete Vermögen noch um 9,5 Prozent angestiegen war, jedoch war die Hilfe der Kapitalmärkte auch nicht so stark wie 2003.

Da der Anstieg des verwalteten Vermögens um 24 Milliarden Euro lediglich zu 3,7 Milliarden Euro auf Mittelzuführungen zurückzuführen ist, ist ein Wertzuwachs von 20 Milliarden zuzüglich der erfolgten Ertragsausschüttungen von 16,5 Milliarden Euro also den Kursgewinnen zu verdanken, die die Fondsmanager an den Aktien- und Rentenmärkten erzielen konnten. Die durchschnittliche Wertentwicklung der

Spezialfonds betrug daher zirka 6,7 Prozent.

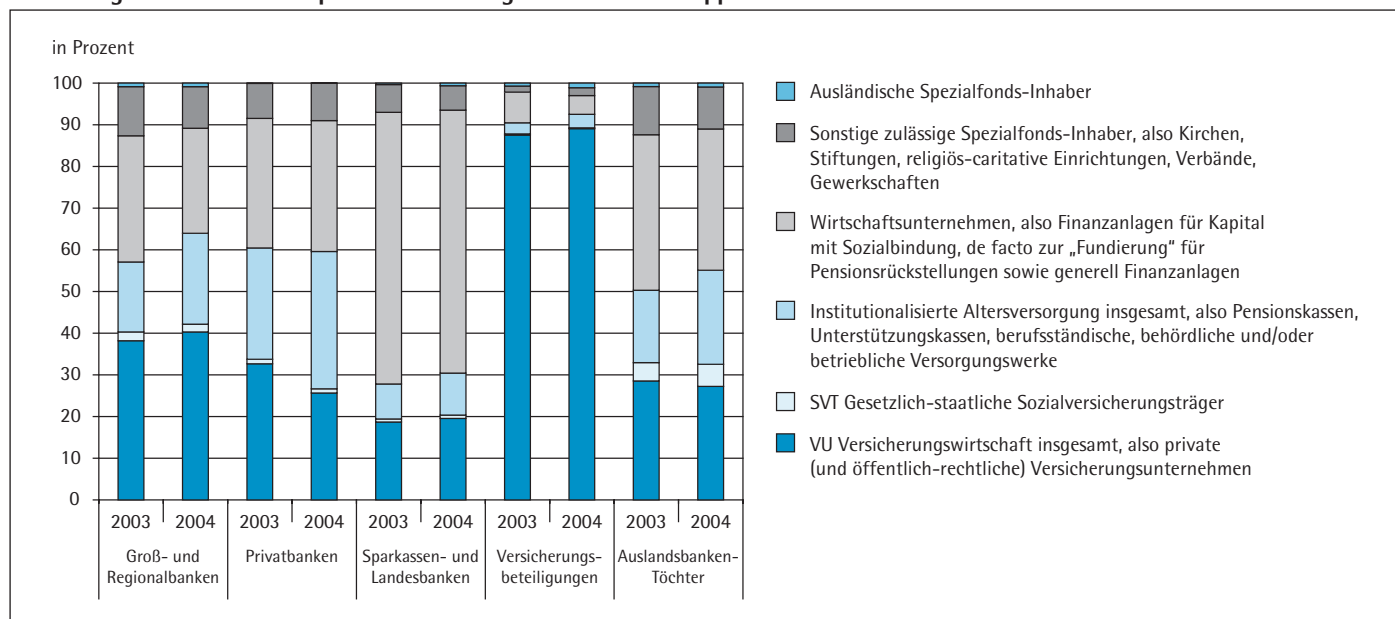
Gleichzeitig mit dem sehr moderaten Zuwachs des Volumens ging die Anzahl der Spezialfonds um 337 erneut zurück und lag Ende des Jahres 2004 mit 4914 wieder unter der Fünftausender-Marke, die zuvor im April des Jahres 2000 überschritten worden war.

Der höchste Wert wurde übrigens im August 2001 mit 5592 verzeichnet und es spricht einiges dafür, dass dieser Höchstwert auch für lange Zeit Bestand haben wird. Denn mit der Möglichkeit zur steuerneutralen Zusammenlegung von Spezialfonds ist eine wesentliche Hemmschwelle zur verstärkten Nutzung der so genannten Master-KAG entfallen. Die entsprechende Regelung im Investmentsteuergesetz gilt seit dem 1. Januar 2004, was den verstärkten Rückgang der Zahl im vergangenen Jahr erklärt.

Welle von Fondszusammenlegungen zu erwarten

Allerdings ließ der Gesetzeswortlaut für einzelne Wirtschaftsprüfungsgesellschaften im Detail gewisse Auslegungsunsicherheiten zu, die erst durch das Erläuterungsschreiben des Bundesfinanzministeriums vom Juni 2005 beseitigt worden sein dürften. Daher ist für die kommenden Monate

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



Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian



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 2003/2004

Kapitalanlagegesellschaften der jeweils in Prozent je KAG-Gruppe	Groß- und Regionalbanken		Privatbanken		Sparkassen und Landesbanken		Versicherungs-beteiligungen		Auslandsbanken-Töchter	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Inländische Spezialfonds-Inhaber	99,2	99,1	99,9	100,0	99,6	99,4	99,3	98,9	99,2	99,1
VU Versicherungswirtschaft insgesamt, also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	38,2	40,3	32,7	25,7	18,7	19,5	87,5	89,1	28,5	27,2
SVT Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	2,1	1,8	1,1	1,0	0,7	0,8	0,3	0,2	4,4	5,3
Institutionalisierte Altersversorgung insgesamt, also Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke	16,8	21,8	26,7	32,9	8,4	10,1	2,6	3,2	17,4	22,5
Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen	30,3	25,2	31,1	31,4	65,2	63,1	7,4	4,5	37,3	33,9
(davon: Kreditinstitute, so genannte Depot-A-Fonds)	12,7	8,4	12,5	14,6	56,0	55,9	3,7	0,6	20,0	20,8
Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	11,8	10,0	8,4	9,0	6,6	5,9	1,5	1,9	11,5	10,1
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	0,8	0,9	0,1	0,0	0,4	0,6	0,7	1,1	0,8	0,9
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 2, zugeordnet den KAG-Gruppen, wie definiert in Tabelle 3 – 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“.

mit einer größeren Welle von Fondszusammenlegungen im Spezialfondsbereich zu rechnen.

Das durchschnittliche Fondsvolumen ist aufgrund der dargestellten Entwicklung erneut angestiegen und lag Ende 2004 mit 112 Millionen Euro volle zehn Prozent über dem Vorjahreswert. Vier Monate später betrug der Durchschnitt sogar 117 Millionen Euro. Auch bei den Publikumsfonds ist das durchschnittliche Volumen gewachsen, allerdings nur leicht von 180 auf 182 Millionen Euro. Diese Entwicklung sollte sich für die Ertragskraft der Spezialfonds-KAG positiv auswirken, da ein Teil des betrieblichen Aufwands für das einzelne Mandat unabhängig vom Betrag des verwalteten Vermögens entsteht.

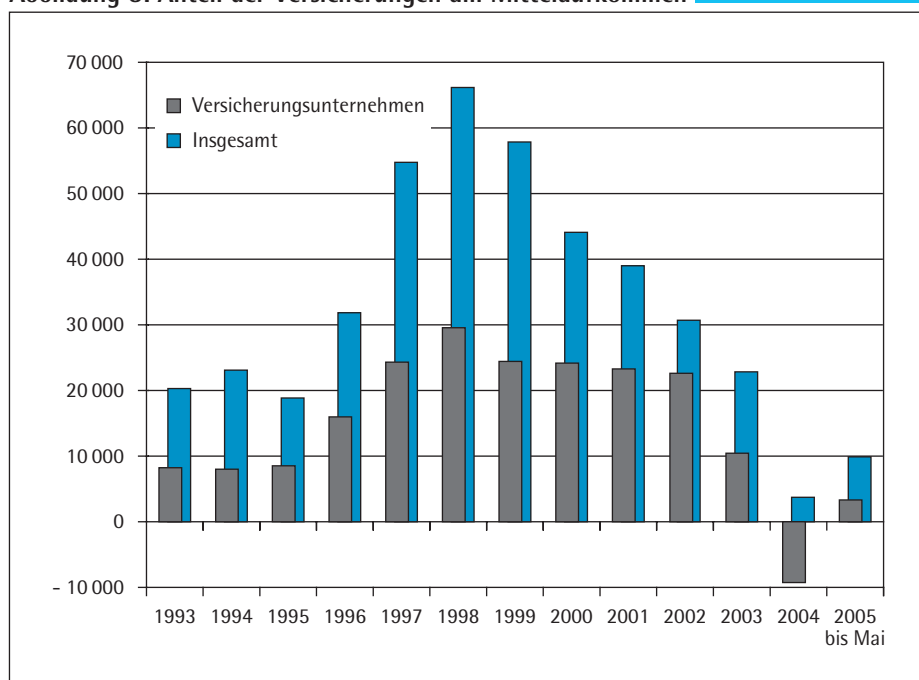
DerivateV als zusätzliche Herausforderung für Master-KAG

Andererseits ist die Nutzung einer Master-KAG-Konstruktion, die ja zum Teil für den Anstieg des durchschnittlichen Fondsvolumens verantwortlich ist, oft mit erheblichem Mehraufwand verbunden. Denn zwischen dem externen Portfolio-Manager beziehungsweise Adviser und der Master-KAG müssen die Orders und die genaue Zusammensetzung des vom jeweiligen exter-

nen Managers verantworteten Segments permanent abgestimmt werden. Dies setzt die intensive Nutzung von Faxgeräten oder die Schaffung funktionierender elektronischer Schnittstellen voraus.

Mit der Umstellung der Fonds auf das Investmentgesetz, übrigens eine Voraussetzung für die steuerneutrale Zusammenlegung mehrerer Sondervermögen, stellt sich den KAG auch die Aufgabe, die Derivate-

Abbildung 5: Anteil der Versicherungen am Mittelaufkommen



Quelle: Bundesbank, eigenen Berechnungen

Copyright: Till Entzian

verordnung anzuwenden. Hier hat die KAG die Wahl zwischen dem so genannten einfachen und dem qualifizierten Ansatz. Beim einfachen Ansatz wird – ähnlich wie nach dem KAGG – der Investitionsgrad des Sondervermögens ermittelt, indem der Wert der vorhandenen Wertpapiere mit dem „anzurechnenden Wert“ der eingesetzten Derivate addiert werden.

Ermittlung des Value-at-Risk

Beim „anzurechnenden Wert“ handelt es sich um eine mit Hilfe des Deltas ermittelten Wertpapieräquivalenzwert, der ausdrückt, wie viel man unmittelbar in die dem Derivat zugrunde liegenden Wertpapiere investieren müsste, um das gleiche Marktrisiko wie mit dem eingesetzten De-

derivat einzugehen. Der Investitionsgrad darf 200 Prozent des Wertes des Sondervermögens betragen.

Beim qualifizierten Ansatz wird ein so genanntes Vergleichsvermögen, das heißt ein virtueller Vergleichsfonds gebildet und der Betrag des „Value-at-Risk“ (VaR) ermittelt. Ebenso wird beim tatsächlichen Sondervermögen das VaR ermittelt; dieses darf doppelt so hoch wie das VaR des virtuellen Vergleichsfonds sein, so dass auch hier die 200-Prozent-Grenze gilt.

Inzwischen hat sich herausgestellt, dass diese Neuregelung für Master-KAG und die externen Segment-Manager besondere Herausforderungen bereithält. Denkbar sind nämlich verschiedene Konstellationen, bei denen die KAG und die Manager der ein-

zelnen Segmente die 200-Prozent-Grenze nach unterschiedlichen Ansätzen beziehungsweise Methoden ermitteln.

Stellt dann die KAG für den Gesamtfonds eine Verletzung der 200-Prozent-Grenze fest, kann möglicherweise jeder der ein einzelnes Segment verantwortenden Manager darauf verweisen, er habe in seinem Bereich die 200-Prozent-Grenze vollständig eingehalten. Es ist sogar vorstellbar, dass die Veräußerung eines Titels zu einer Reduzierung des auf Segment-Ebene ermittelten VaR und gleichzeitig zu einem höheren VaR auf Gesamtfonds-Ebene führt.

Risikomindernde Geschäfte unabhängig vom Segment

Hier wird es schwierig sein, dem betreffenden Segment-Manager eine Verletzung der 200-Prozent-Grenze auf Gesamtfonds-Ebene anzulasten. Diese Herausforderung kann in der Praxis zum Beispiel durch großzügige Sicherheitsabstände gelöst werden, die zwischen der Master-KAG und den Segment-Managern zu vereinbaren wären. Nachteil an dieser Lösung ist natürlich, dass die Ertragschancen einer möglichst vollständigen Ausnutzung der 200-Prozent-Grenze nicht nutzbar sind.

Eine andere Lösungsmöglichkeit wäre, dass die KAG den Segment-Managern geeignete risikomindernde Maßnahmen wie zum Beispiel den Verzicht auf eine Umschichtung vorschreiben darf. Dann wird der Segment-Manager allerdings das Anlageergebnis seines Segments nicht mehr vollständig verantworten wollen. So bleibt letztlich nur der Weg, dass die KAG unabhängig von den Segment-Managern geeignete risikomindernde Geschäfte für den Gesamtfonds abschließen wird, die nicht der Performance eines bestimmten Segments zugerechnet werden.

Spezialfonds 2005 stark nachgefragt

Allein in den ersten Monaten des laufenden Jahres flossen den Wertpapier-Spezialfonds fast dreimal so viele Gelder wie im ganzen Jahr 2004 zu. Setzt sich dieser Trend fort, so kehrt die Branche auf das Niveau von 2003 beziehungsweise 1995 zurück. Damit bleiben die Rekordzuflüsse von 1998 zwar immer noch in weiter Ferne, doch kann die Branche wieder auf ein gesundes Wachstum hoffen.

Die Redaktion empfiehlt:



Die deutschen Spezialfonds

Von Manfred Laux und Rüdiger H. Päsler.
2001. 136 Seiten, broschiert, € 19,90.
ISBN 3-8314-1221-9

Dieses Taschenbuch liefert einen kompakten und gleichzeitig detaillierten Überblick über den deutschen Spezialfondsmarkt. Die Autoren haben übersichtlich zusammengefasst, was Anleger, Kapitalanlagegesellschaften und Banken zur Auflage von Spezialfonds beachten müssen.

Die Darstellung reicht von der Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen über die aufsichtsrechtlichen Aspekte und den Vertrieb von Spezialfonds bis hin zu der Performance-Messung dieses Anlageprodukts. Dabei werden auch Entwicklungen wie beispielsweise die Bilanzierung von Spezialfondsanteilen nach den International Accounting Standards berücksichtigt. Abgerundet wird das Taschenbuch durch die Veröffentlichung der Allgemeinen und Besonderen Vertragsbedingungen für Spezialfonds.

Das können Sie vom Inhalt erwarten: • Entwicklung und Bedeutung der Spezialfonds • Der Markt für Spezialfonds • Rechtliche Rahmenbedingungen für Spezialfonds • Bewertung und Bilanzierung von Fondsanteilen und ihrer Erträge (nach altem und neuem Recht) • Die staatliche Aufsicht über Spezialfonds • Vertrieb von Spezialfonds • Performance-Messung von Spezialfonds • Vorteile der Spezialfonds aus Anlegersicht • Zukunftsperspektiven von deutschen Spezialfonds • Anhang: Allgemeine (AVB) und Besondere Vertragsbedingungen (BVB) für Spezialfonds.

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