



Standpunkt

Mai 2005

Der Spezialfonds – no future?

©2005. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Der Spezialfonds – no future?

- ◆ Das Erfolgsmodell für die Kapitalanlage von institutionellen Anlegern, der Spezialfonds, gerät durch die Einführung der internationalen Bilanzierungsregeln unter Druck und wird als geeignetes Anlageinstrument mehr und mehr in Frage gestellt.
- ◆ „Fair Value“-Bewertung und Konsolidierungspflicht stellen eine einschneidende Änderung für Spezialfonds und Spezialfondsanleger dar.
- ◆ Auch für IFRS-Bilanzierer, die den Vorteil der Bildung stiller Reserven im Spezialfonds nicht mehr nutzen können, behält der Spezialfonds im Vergleich zu anderen Investmentvehikeln eine Vielzahl an Vorteilen.
- ◆ Die von vielen Anbietern als Alternative zu Spezialfonds angebotenen Publikumsfonds oder Multi-Manager-Mandate müssen ihre Eignung für institutionelle Anleger erst noch beweisen.
- ◆ „Institutional Shares“, also die auf die Belange eines institutionellen Anlegers zugeschnittene Anteilscheinklasse von Publikumsfonds, sollten in den nächsten Jahren ein interessantes Ergänzungsangebot zu Spezialfonds werden.
- ◆ Der Spezialfonds als individualisierte und kostengünstige Problemlösung für die „Core“-Anlagen eines institutionellen Anlegers hat auch weiterhin Zukunft.

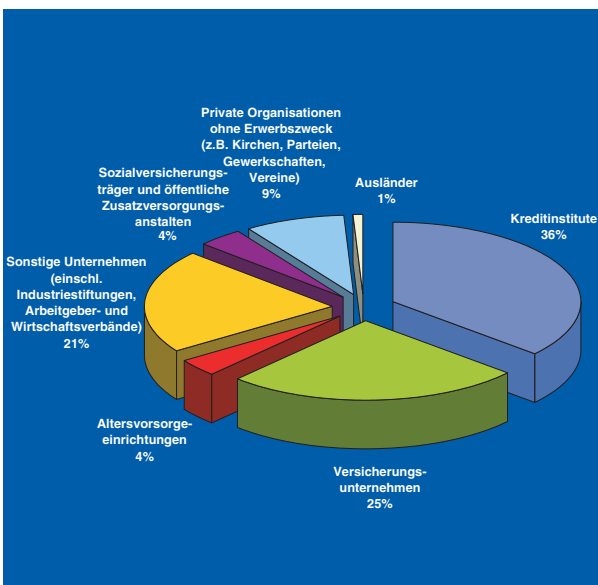
Der Spezialfonds – no future?

Einleitung

Mit der Einführung der internationalen Bilanzierungsrichtlinien nach IAS (International Accounting Standards) bzw. IFRS (International Financial Reporting Standards)¹ in Europa sieht eine Vielzahl von Kapitalmarktteilnehmern das Ende einer ureigenen deutschen Institution näher kommen. Es handelt sich um den Spezialfonds.

Der Spezialfonds ist ein Investmentvehikel für eine ganze Reihe von institutionellen Investoren, wie Versicherungen, Kreditinstitute, Pensionskassen oder Stiftungen (vgl. Abbildung 1). Diese lernten die Vielzahl der Vorzüge eines Investments in dieses Anlagevehikel mit den Jahren sehr schätzen. Ein stichhaltiger Beweis für die Beliebtheit von Spezialfonds ist der durch stetig wachsende Mittelzuflüsse hervorgerufene Anstieg des verwalteten Vermögens auf 551,7 Milliarden Euro per 31.12.2004.²

Abbildung 1: Vermögen der Spezialfonds nach Anteilhabern



Das Konstrukt Spezialfonds ist eine rein deutsche Erfolgsstory, welche beeindruckende Wachstumszahlen über die Jahre realisieren konnte. Die Anforderungen der aktuellen und zukünftigen Bilanzierungsrichtlinien lassen lieb gewordene Vorteile wegfallen und im gleichen Atemzug den Aufwand bezüglich Reporting etc. für die Investoren steigen. Um den Wegfall der Vorteile von Spezialfonds teilweise zu kompensieren, verlegen sich Anleger auf den Kauf von Publikumsfonds. Da diese Möglichkeit jedoch nicht alle Anleger zufrieden stellen kann, sind Möglichkeiten und Wege zu suchen, um deren Anforderungen zu erfüllen.

Diese neuen Herausforderungen und die damit aufgeworfenen Fragestellungen haben uns dazu veranlasst, das Thema „Zukunft des Spezialfonds“ erneut aufzugreifen.³ Bei unserer Publikation vor drei Jahren stand die Anbieterseite, sprich, die anstehenden Veränderungen bei den Kapitalanlagegesellschaften, im Mittelpunkt. Im Folgenden gehen wir dagegen mehr auf die Rahmenbedingungen ein, deren Änderungen die Nachfrager, also die institutionellen Anleger, betreffen. Neben einem kurzen Rückblick auf die Entwicklung des Fondsmarkts in Deutschland und die Behandlung des sich verändernden regulatorischen Umfelds werden auch die aktuellen Entwicklungen am Spezialfondsmarkt kritisch hinterfragt.

1. Der Spezialfonds

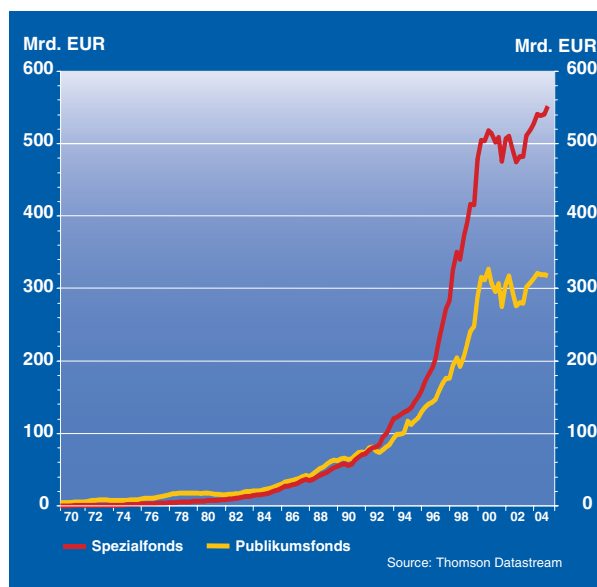
Mit dem ab dem Jahr 2004 geltenden Investmentgesetz wurde der gebräuchliche Begriff „Spezialfonds“ und „Publikumsfonds“ durch die etwas allgemeineren Begriffe „Spezial-Sondervermögen“ und „Publikums-Sondervermögen“ ersetzt. Hierbei wird das Spezial-Sondervermögen als Sondervermögen definiert, deren Anteile auf Grund schriftlicher Vereinbarungen mit der Kapitalanlagegesellschaft jeweils von nicht mehr als 30 Anlegern, die nicht natürliche Personen sind, gehalten werden.

Alle übrigen Sondervermögen sind Publikums-Sondervermögen.⁴ Im weiteren Verlauf dieser Publikation werden die „traditionellen“ Begriffe weiter verwendet, die sich durch jahrzehntelange Praxis im täglichen Gebrauch bewährt haben.

Ein kleiner Rückblick

Der Spezialfonds steht institutionellen Anlegern seit 1968 als Anlageform zur Verfügung. Er ist aus dem Bedürfnis institutioneller Anlegergruppen heraus entstanden, ein Investmentvehikel zu etablieren, das den speziellen Anforderungen institutioneller Anleger (siehe den folgenden Absatz „Warum Spezialfonds?“) an ihre Kapitalanlage Rechnung trägt. In seiner Anfangszeit war der Spezialfonds als Anlageform recht umstritten, da im damaligen Gesetz, dem KAGG, im Paragraph 1 die Formulierung stand, wonach die Anlage nur für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger erfolgen sollte. Der heute so typische Ein-Anleger-Spezialfonds war ursprünglich nicht vorgesehen und dementsprechend rechtlich nicht eindeutig geregelt. Nur über spezielle Ausnahmegenehmigungen durch den Gesetzgeber war die Fondsanlage für einen einzelnen institutionellen Anleger erlaubt. Daher war der Beginn der Anlageform Spezialfonds eher holprig zu nennen. Es dauerte bis in die Neunziger Jahre, dass der Spezialfonds eine Zeit mit großem Wachstum erlebte. Dazu trug 1990 vor allem die Einführung des ersten Finanzmarktförderungsgesetzes bei, welches den Spezialfonds gesetzlich anerkannte und dieser neuen Anlegergruppen geöffnet wurde. So verzehnfachte sich das Volumen der Spezialfonds von Januar 1990 bis Dezember 2004.

Abbildung 2: Fondsvolumen in Deutschland



Warum Spezialfonds?

Professionelles Asset Management bekommt heute in der Bilanz von institutionellen Anlegern einen immer höheren Stellenwert. Diente früher das Depot A-Management in Banken bzw. die Kapitalanlage bei anderen institutionellen Anlegern eher der Liquiditätsplanung, ist die Vermögensanlage heute ein wesentlicher Faktor auf der Ertragsseite eines Unternehmens. So ist das traditionelle Kreditgeschäft der Banken mittlerweile nicht mehr so margenstark wie in der Vergangenheit, was in der Konsequenz dazu führt, dass die Banken sich nach anderen Ertragsquellen umsehen müssen. Auch im Bereich der Versicherungen und Pensionskassen hat sich das Kapitalanlagemanagement grundlegend gewandelt. Zinsen, die unter ihren langfristigen Durchschnitten liegen, sowie schlecht performende Aktienmärkte drücken auf die Zukunftsaussichten der jeweiligen Unternehmen. Ein weiteres Problem nicht nur für den Finanzsektor besteht darin, dass sich die Finanz- und Kapitalmärkte immer schneller entwickeln und es für den einzelnen Investor ohne Hilfe von außen schwieriger geworden ist, einen umfassenden Überblick zu bekommen und zu behalten.

Für den Erfolg des Spezialfonds als Anlageinstrument gibt es eine ganze Reihe von Gründen und Aspekten.

Mit dem Einkauf der Kapitalmarktexpertise eines Asset Managers schafft sich ein Fondssponsor die Möglichkeit, mittels dieses Fachwissens am Ertrag von Assetklassen zu partizipieren, die ihm ansonsten entweder verschlossen blieben oder ihm nur mit einem unverhältnismäßig hohen Aufwand zugänglich wären. Mit Hilfe der Spezialfonds konnten Anlageinstrumente wie der Bereich der ABS und MBS oder auch Inflationsindexierte Anleihen ihren Durchbruch in Deutschland feiern. Es konnten aber auch Managementkonzepte umgesetzt werden, für deren Umsetzung ein Einzelanleger erst teures eigenes Know-how hätte aufbauen müssen. Dazu zählen Strategien wie „Absolute Return“ und Portfolio Insurance-Konzepte,⁵ aber auch die Anlage in globalen Aktienportfolios.

Bei der Erklärung für den Erfolg dieses Anlageinstruments greift dieses Argument allein zu kurz, denn der Einkauf des Fachwissens ist auch mit dem Erwerb von Publikumsfonds darstellbar. So ist ein weiterer Punkt für den Erfolg des Spezialfonds darin zu sehen, dass im Gegensatz zum Eigenhandel von Wertpapieren in der Regel keine bilanztechnische Realisierung von Buchgewinnen oder -verlusten erfolgt. Das ist grundsätzlich auch bei einem Publikumsfonds der Fall; bei diesen ist jedoch bei einer Strategieveränderung des Anlegers der Verkauf des Publikumsfonds nötig, was eine Realisierung der Buchgewinne oder -verluste nach sich zieht, während die Umsetzung im Spezialfonds bilanztechnisch neutral erfolgen kann. Das bedeutet letztendlich für den jeweiligen Anleger, dass er mittels eines Spezialfonds die Möglichkeit hatte, sich stille Reserven zu schaffen. Diese Besonderheit führt aktuell dazu, dass die Entwicklungen im Bilanzierungsrecht (z. B. IAS/IFRS) zu besonderen Einschnitten in diesem Bereich führen werden.

Neben dieser bilanztechnischen Gestaltungsform ist ein weiterer Aspekt für den Erfolg des Spezialfonds, dass dieser exakt auf die Bedürfnisse eines Anlegers abgestimmt werden kann. Dies gilt nicht nur für die Anlagestrategie, sondern auch bezüglich der Ausschüttung und damit der Steuerung des Jahresergebnisses eines Anlegers. Der Fondssponsor kann dabei auf das jeweilige Geschäftsjahr, auf den Ausschüttungstermin oder auch auf eventuelle Zwischenausschüttungen Einfluss nehmen.

Ein anderer Vorteil einer Anlage in Spezialfonds ist die Auslagerung von administrativen Aufgaben. Hier hat vor allem die Master-KAG von sich reden gemacht, die mehrere Spezialfonds auf sich vereinte und die Verwaltungs- und Buchhaltungsaufgaben für den Anleger vereinheitlichte.

Bei der Betrachtung von Faktoren, die für den Erfolg von Spezialfonds verantwortlich sind, darf die Kostenseite nicht unerwähnt bleiben. Jedes Unternehmen in einem Wirtschaftskreislauf versucht, seine Erlöse zu maximieren und gleichzeitig die Kosten zu minimieren. Dass dieses nur begrenzt möglich ist, ist den Marktteilnehmern bewusst, verfolgt doch jeder von ihnen seine eigenen Maximierungsstrategien. Auch die Anlage in Spezialfonds ist neben dem Wunsch, maximale Erträge zu erzielen, mit Kosten verbunden. So entstehen Kosten für die Verwaltung, für die Depotbank sowie andere administrative Kosten. Diese anfallenden Belastungsfaktoren muss der Fondssponsor seinen Opportunitätskosten gegenüber stellen, die bei einer entsprechenden Anlage der Gelder im eigenen Hause anfallen würden. Die Spezialfondsanlage trägt jedoch dazu bei, dass der Fondssponsor anfallende Transaktionskosten verringern kann. Als Transaktionskosten werden in diesem Zusammenhang die Kosten verstanden, die bei Umsätzen innerhalb des Fondsvermögens entstehen. Der Asset Manager kann diese durch die Bündelung von Aufträgen geringer halten, als dies dem Einzelanleger bei seiner Eigenanlage möglich wäre.

All diese Faktoren zusammengefasst haben dazu beigetragen, dass sich Spezialfonds als sehr erfolgreiche Anlageform bewährt haben.

2. Publikumsfonds „ante portas“⁶

Der Gedanke des Investmentsparens wurde an der Londoner Börse im Jahre 1868 entwickelt. Ziel war es, auch Kleinanlegern eine Geldanlage zu ermöglichen, bei der die Risiken einer Investition in ein Einzelpapier durch Diversifikation in verschiedene Wertpapiere gesenkt werden. In der Anfangsphase erfolgten die Investitionen hauptsächlich in Übersee, wobei überwiegend Schuldverschreibungen und Aktien gekauft wurden.

Wie so viele in Europa entwickelte Ideen hatte auch das Investmentsparen den durchschlagenden Erfolg zuerst in den USA. In Deutschland kam der Erfolg erst Anfang der 50er Jahre. Eine der ersten Gesellschaften, die einen Publikumsfonds auflegte und zum Verkauf anbot, war 1950 die ADIG.

Mit dem Börsenboom der Neunziger Jahre erlebte auch der Publikumsfonds seinen wirklichen Durchbruch mit einer entsprechenden Entwicklung des Fondsvolumens (siehe auch Abbildung 2). Nicht nur das verwaltete Vermögen, sondern auch die Anzahl und die Vielfalt der verschiedenen Managementkonzepte nahmen in dieser Zeit rasant zu. Im Gegensatz zu den 50er Jahren, in denen Publikumsfonds als Anlageinstrument für den normalen Privatanleger kaum denkbar waren, ist der Publikumsfonds heute ein in der Breite akzeptiertes Anlagevehikel. Das seit der Jahrtausendwende vergleichsweise wenig veränderte Volumen der Publikumsfonds ist eher auf die allgemeine Zurückhaltung der privaten Anleger gegenüber Kapitalmarktanlagen, und hier insbesondere der Aktienanlage, denn auf Bedenken gegenüber dem Anlagevehikel Publikumsfonds zurückzuführen.

Publikumsfonds sind nicht nur für Privatinvestoren als Anlageinstrument für die Kapitalbildung und zur Altersvorsorge geeignet. Auch institutionelle Anleger greifen in letzter Zeit verstärkt auf dieses Instrument zurück. Ausgangspunkt dafür sind vor allem Überlegungen zu den neuen Rechnungslegungsstandards.

Mittels Publikumsfonds sind für den institutionellen Anleger unterschiedliche Strategien umsetzbar. Ein mögliches Einsatzgebiet der Publikumsfonds stellt der so genannte Core-Satellite-Ansatz dar. Erfolgt eine Umsetzung dieses Managementkonzeptes, so kann dies mit wesentlich geringeren Beträgen umgesetzt werden, als es mit Spezialfonds möglich ist. Gleichzeitig sind die einzelnen Publikumsfonds im Vergleich zum „klassischen“ Spezialfonds leichter austauschbar, wenn diese nicht mehr in die Anlagephilosophie des Investors passen.

Investitionen in Publikumsfonds haben für einen institutionellen Anleger nicht nur Vorteile, sondern können auch mit Nachteilen verbunden sein. So kann sich negativ auswirken, dass spezielle Anforderungen eines Spezialfondsinvestors in der Umset-

zung mit Publikumsfonds nicht so gut erfüllbar sind. Beispielhaft seien hier nur die jeweiligen Reportinganforderungen des Anlegers oder auch die Steuerung des Anlageerfolges mittels eines aktiven Managements genannt.

Ein weiterer wesentlicher Aspekt beim Vergleich sind die teilweise sehr hohen Gebührensätze einiger Publikumsfonds im Verhältnis zu Spezialfonds. Investiert ein institutioneller Anleger heute in einen Publikumsfonds, muss er im Gegensatz zum Privatanleger zwar nicht den vollen Gebührensatz bezahlen; dennoch ist die Anlage in Publikumsfonds in der Regel teurer als die Anlage in Spezialfonds.

Abbildung 3: Merkmale von Publikums- und Spezialfonds

Spezialfonds	Publikumsfonds
<ul style="list-style-type: none"> • Aufgrund der Fixkosten gewisses Mindestvolumen sinnvoll • Je nach Assetklasse eventuell leicht eingeschränkte Liquidität • Hohes Maß an Individualisierung möglich (Reporting, Anlagepolitik, Ertragsverwendung) • Mehr Transparenz „nach innen“ (Umsetzung der Anlagestrategie durch den Fondsmanager) • Bildung stiller Reserven mit HGB-Abschluss (noch) möglich • Geringe Publizitätspflichten • Geringere Gebühren 	<ul style="list-style-type: none"> • Professionelles Management auch „neuer“ Assetklassen mit kleineren (Einzel-) Beträgen möglich • Sehr hohe Liquidität • Standardisiertes Anlageprodukt, keine Individualisierung möglich • Eingeschränkte Reportingmöglichkeiten • Steuerung und Risikokontrolle beim Anleger wird erschwert • Mehr Transparenz „nach außen“ (Vergleichbarkeit der Ergebnisse) • Höhere Gebühren

Der Trend der Aufweichung der klaren Grenzen zwischen den beiden Anlegergruppen (Institutionelle investieren nur in Spezialfonds) wird sich in der Zukunft weiter verstärken. Dies wird besonders begünstigt durch die Veränderung der regulatorischen Anforderungen an institutionelle Anleger, auf die wir im Folgenden weiter eingehen.

3. Internationale Bilanzierungsstandards: das drohende Aus für Spezialfonds?

Mit der sukzessiven Einführung der Bilanzierungsregeln nach IAS/IFRS kommen auf das Investmentvehikel Spezialfonds neue Herausforderungen zu. Um die entsprechenden Konsequenzen würdigen zu können, ist daher ein kurzer Überblick über IFRS und die wichtigsten Regelungen für Fondsanleger notwendig.

IFRS – ein neues, international verpflichtendes Regelwerk

Seit dem 1. Januar 2005 sind die IFRS-Regelungen für den Konzernabschluss von kapitalmarktorientierten Unternehmen verpflichtend. Kapitalmarktorientiert sind Unternehmen dann, wenn sie selbst oder die von ihnen emittierten Schuldverschreibungen an der Börse notiert sind.⁷ Der Einzelabschluss kann nach wie vor wahlweise nach den lokalen Bilanzierungsvorschriften erfolgen. Für diejenigen Unternehmen, die bisher nach US-GAAP bilanzierten, wird IFRS erst zum 1. Januar 2007 verpflichtender Standard.

Entscheidend für den Spezialfondsanleger ist der Aspekt, dass alleine die Anlage in einen Spezialfonds weder die Pflicht zum Konzernabschluss nach sich zieht noch den Anleger als „kapitalmarktorientiert“ kennzeichnet. Ein Spezialfondsanleger, der keine Beteiligungen hält, nicht selbst an der Börse notiert ist und dort auch keine von ihm emittierten Schuldverschreibungen notiert sind, ist nicht zu einem Konzernabschluss nach IFRS mit den nachfolgend beschriebenen Folgen verpflichtet.

Über weitergehende Umstellungspflichten auch für nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen gibt es derzeit keine konkreten Pläne, doch kann der lokale Gesetzgeber jederzeit IFRS zum alleinigen Standard für alle Unternehmen bestimmen. Für kleine und mittlere Unternehmen („KMU“) sollen vereinfachte Regelungen gelten, die derzeit intensiv diskutiert werden. Parallel dazu wird vielfach gefordert, bereits jetzt einen großzügigen Zeitplan für die Umstellung auf IFRS festzulegen, damit die KMU die neuen Anforderungen rechtzeitig bewältigen können. Abbildung 4 erläutert die grundlegenden Unterschiede in der Bilanzierung nach HGB und nach IAS/IFRS.

Abbildung 4: Grundlagen von IAS/IFRS im Vergleich zum HGB-Abschluss

Grundlagen	HGB	IAS/IFRS
Dominierender Rechnungslegungsgrundsatz	Vorsichtsprinzip	„Fair Value“-Bewertung
Grundgedanke	Kapitalerhalt Schutz der Gläubiger	Informationsfunktion vor allem für „Shareholder“
Verbindung zur Steuerbilanz	Maßgeblichkeitsgrundsatz	Nicht vorhanden
Anlagevermögen		
Abschreibung	Übernahme steuerlich zulässiger Abschreibungen (umgekehrte Maßgeblichkeit)	Nur nach wirtschaftlicher Nutzungsdauer, i.d.R. linear und länger als nach HGB
Umlaufvermögen		
Wertpapiere (soweit nicht bis Fälligkeit gehalten)	Zu Anschaffungskosten oder niedrigerem beizulegenden Wert	„Fair Value“, auch wenn dieser über den Anschaffungskosten liegt

Bezogen auf die Vermögensanlagen ergeben sich für den „IFRS-Bilanzierer“ insbesondere zwei Konsequenzen: die „Fair Value“-Bewertung und die Konsolidierungspflicht für Sondervermögen.

„Fair Value“ – ein neuer Bilanzierungsbegriff macht die Runde

Der dominierende Rechnungslegungsgrundsatz nach IFRS ist die „Fair Value“-Bewertung, d. h. die bilanzielle Abbildung aller Vermögensgegenstände zu aktuellen Marktpreisen, sofern dies möglich ist. Die Bildung von stillen Reserven in einem Sondervermögen wird damit unterbunden; alle Kursveränderungen müssen künftig in der Bilanz ausgewiesen werden. Dieses Grundprinzip gilt unabhängig von der Wahl der Anlageform, betrifft also sowohl Spezialfonds wie auch Publikumsfonds. Die Bildung stiller Reserven ist für einen IFRS-Bilanzierer ein Thema der Vergangenheit.

Gegenüber den bisherigen Regelungen bedeutet der „Fair Value“-Ansatz eine tiefgreifende Änderung. Er bezieht sich nicht nur auf Wertpapiere, sondern auf jegliche Vermögensgegenstände. Auch Kredite sind von der neuen Regelung nicht ausgenommen, was die Tragweite dieser Bewertungsvorschrift verdeutlicht.

Konsolidierungspflicht für Sondervermögen

Nicht nur die Bewertung nach dem „Fair Value“-Prinzip, sondern auch die Konsolidierungspflicht für Sondervermögen bereitet vielen institutionellen Anlegern Kopfschmerzen. Bisher wurden nach HGB die Anteile eines Sondervermögens grundsätzlich als Wertpapier bilanziert. Nach IFRS ist dies nicht mehr zulässig. Vielmehr müssen alle Positionen innerhalb des Sondervermögens beim Anleger bilanziert werden (Durchschauprinzip), sofern eine „wirtschaftliche Kontrolle“ vorliegt. Ausgenommen von einer Konsolidierungspflicht sind Sondervermögen, die zur Abdeckung von Arbeitnehmeransprüchen aufgelegt wurden (Pensionsfonds, CTAs).

Die „wirtschaftliche Kontrolle“ wird unterstellt, wenn mindestens eines der folgenden Kriterien vorliegt:

- ◆ Festlegung der Investmentstrategie durch den Anleger,
- ◆ Mehrheit der Chancen,
- ◆ Mehrheit der Risiken,
- ◆ Auflegung auf Veranlassung des Anlegers zur Unterstützung von dessen Geschäftserfordernissen.

Die genannten Kriterien werden beim typischen „Ein-Anleger-Spezialfonds“ auf jeden Fall erfüllt. Bei einem „Pool-Spezialfonds“ (mehr als ein Anleger) ist gegebenenfalls eine anteilige Konsolidierung erforderlich. Diese wird ausgelöst, wenn zwar eine wirtschaftliche Kontrolle nicht gegeben ist, der Anleger aber direkt oder indirekt Einfluss auf die Investmentstrategie des Sondervermögens nehmen kann. Bereits die Mitbestimmung im Anlageausschuss oder die Einflussnahme auf Zeitpunkt und Höhe der Ausschüttung reichen als Kriterium für eine Teilkonsolidierung aus. Erst wenn der Anleger nachweist, dass die genannten Kriterien für eine Voll- oder Teilkonsolidierung nicht erfüllt werden, darf er die Anteile des Sondervermögens gemäß IAS 39 als Wertpapier (ohne Durchschauprinzip) bilanzieren.

Eine Bilanzierung als Finanzinstrument bzw. Wertpapier wird in der Regel nur für Publikumsfonds im breiten Streubesitz sowie eventuell für Pool-Spezialfonds möglich sein. Die Investition in einen Publikumsfonds befreit nicht automatisch von einer (Teil-)Konsolidierungspflicht!

„Will der Investor eine Vollkonsolidierung vermeiden und statt dessen eine Bilanzierung der Fondsanteile als Finanzinstrument nach IFRS 39 erreichen, sind unter anderem ein Anteilsbesitz von unter 50 Prozent am Fondsvermögen und eine gänzlich fehlende Einflussnahme auf die Anlagepolitik eines Fonds unabdingbare notwendige Voraussetzung“⁸

Der institutionelle Anleger steckt mit der Konsolidierungspflicht in einer mehrfachen Zwickmühle:

- ◆ Einer der wichtigsten Gründe, dass das Management für verschiedene Assetklassen outgesourct wurde, bestand darin, dass beim Anleger keine ausreichenden Ressourcen vorhanden sind, um diese Assetklasse effizient managen zu können;
- ◆ Eine Konsolidierungspflicht kann zwar umgangen werden, aber ist der völlige Verzicht auf

wirtschaftliche Kontrolle bzw. auf die direkte oder indirekte Einflussnahme auf die Investmentstrategie das wert?

- ◆ Für die Anforderungen eines IFRS-Reportings gibt es weder auf Anlegerseite noch auf Fondsideustrieseite Standards oder Musterreportings, aber ein „Learning-by-doing“ ist auch nicht jedermanns Sache;
- ◆ Die derzeitige Situation an den Kapitalmärkten macht es beinahe zwingend erforderlich, breit zu diversifizieren und in alternative Anlagekategorien zu investieren, die einen erheblichen Mehraufwand im Controlling erfordern.

Es ist der feste Wille des deutschen Gesetzgebers, internationale Bilanzierungsstandards mittelfristig in nationales Recht zu integrieren. Bereits mit dem für den Sommer 2005 angekündigten Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz⁹ soll der Spezialfonds grundsätzlich als Beteiligung klassifiziert werden, womit eine Konsolidierungspflicht für Spezialfonds auch im HGB-Abschluss verankert würde. „Beteiligungen, und als solche ist der Spezialfonds zu sehen, sind bei maßgeblicher Einflussnahme zu aktuellen Marktwerten der Einzelinvestments in die Bilanz zu überführen“.¹⁰ In der Konsequenz begründet die Anlage in einem Spezialfonds damit sogar die Pflicht zum Konzernabschluss, was über die IFRS-Regelungen hinausgeht (die aber den Spezialfonds als deutschen Sonderweg nicht kennen bzw. berücksichtigen). – Zwar existiert das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz noch nicht einmal als Entwurf, doch ist die Tendenz zu einem Ende des bilanziellen Sonderwegs des deutschen Spezialfonds eindeutig. Ob es in dem Gesetzesvorhaben Ausnahmetatbestände geben wird, bleibt abzuwarten. Kein institutioneller Anleger kann sicher sein, ob er nicht doch in wenigen Jahren seine Anlagen in Spezialfonds bilanziell zu konsolidieren hat.

4. Auswirkungen der Konsolidierungspflicht auf die (deutsche) Fondslandschaft

Im Zusammenhang mit der potenziellen Konsolidierungspflicht wird immer wieder kolportiert, dass der „klassische“ deutsche Spezialfonds über kurz oder lang zum Sterben verurteilt ist, da Publikumsfonds (unter der Voraussetzung des Fehlens der wirtschaftlichen Kontrolle) bilanziell begünstigt

werden. Die Meinungen über diese Einschätzung gehen weit auseinander. Bei deren Beurteilung sollte man beachten, welches Haus diese Auffassung vertritt. Viele ausländische Anbieter, die auf dem deutschen Markt Fuß fassen wollen, ohne eine eigene Kapitalanlagegesellschaft zu gründen, sind froh über ein drohendes Ende des deutschen Sonderwegs „Spezialfonds“. Für einen solchen Anbieter ist es weitaus effizienter, mit standardisierten Publikumsfonds Deutschland als zusätzliche Vertriebsplattform zu sehen, als individualisierte Spezialfondskonzepte zu kreieren. Die erfolgreichsten Protagonisten aus dem Spezialfondslager halten dagegen, dass die Verlustmöglichkeit der individuellen Einflussnahme auf ein Sondervermögen für die meisten institutionellen Anleger ein zu hoher Preis ist, um dafür einen Verzicht auf die Konsolidierungspflicht zu erhalten. Zu diesem Schluss kommt beispielsweise auch eine Studie der FAROS Consulting.¹¹ Zumindes zum aktuellen Zeitpunkt sei das „Aus“ für Spezialfonds noch kein Thema. Statt dessen konzentriert man sich darauf, den Erfordernissen einer Konsolidierung Rechnung zu tragen und auf der Anbieterseite ein entsprechendes Reporting sowie auf der Nachfragerseite ein entsprechendes Controlling aufzubauen. Zu einem ähnlichen Fazit kommt ein anderer Consultant, nämlich die Alpha Portfolio Advisors GmbH, in einem Beitrag für das „Handelsblatt“:¹²

Weitere Highlights:

Die Einführung von IFRS reduziert zwar für viele institutionelle Anleger die bisher geltenden Vorteile von Spezialfonds. Keiner der derzeitigen Anbieter beabsichtigt deshalb jedoch kurzfristig, sich aus dem Spezialfondssektor zurückzuziehen. Gleichwohl zeichnet sich als Trend ab, dass der Ausbau des Marktes für Institutional Shares forciert, manche Service-Dienstleistung outgesourct und die Spezialisierung einiger Anbieter in der Dienstleistungskette des Asset Managements weiter vertieft wird.

„Allerdings bleibt der Einsatz (von Publikumsfonds) oft ein Kompromiss: Nicht immer ist der standardisierte Publikumsfonds ohne die Möglichkeit einer Einflussnahme auf Ausschüttungen oder Anlagepolitik für das jeweilige Anlageziel geeignet. Die Frage „Publikumsfonds oder Spezialfonds“ lässt sich also keinesfalls pauschal beantworten und wird deshalb zunehmend von Institutionellen Anlegern gestellt.“

Nicht nur IFRS, sondern auch das „Low Return Environment“, also das Umfeld niedriger erwarteter Erträge in allen wesentlichen Assetklassen, sorgt dafür, dass institutionelle Anleger bereit sind, in Publikumsfonds zu investieren. Im Rahmen der bereits erwähnten Core-Satellite-Strategie können die „Satelliten“ mittels der Anlage in Publikumsfonds abgebildet werden. Beimischungen von alternativen Anlagen oder „exotischen“ Assetklassen zu den traditionellen Assetklassen werden somit auch für kleine Losgrößen effizient umgesetzt. Die Bereitschaft institutioneller Anleger, in Publikumsfonds zu investieren, nimmt für diese Satelliten-Anlagen zu; IFRS zielt jedoch auch auf den „Core“, die Kern-Anlagen, die den Löwenanteil der Vermögensanlagen ausmachen. Hier stellt sich die Frage „Publikumsfonds oder Spezialfonds?“ aufs Neue.

Eine eindeutige Antwort auf diese Frage kann es allerdings nicht geben. Zu vielfältig sind die individuellen Anforderungen und Faktoren, die bei einer solchen Fragestellung berücksichtigt werden müssen:

- ◆ **Assetklassen mit zusätzlich erhöhtem Reportingaufwand machen meist nur einen geringen Teil der Asset Allocation aus.** Durch die damit beinahe zwangsweise verringerten Losgrößen kommt hier der Spezialfonds als Investmentvehikel nur selten in Frage. Zwar wird der Anteil der „Satelliten“-Anlagen in der Asset Allocation eines institutionellen Anlegers zunehmen, doch ist eine wirkliche Substituierung von Spezialfonds-Anlagen durch Publikumsfonds nicht zu erwarten.
 - ◆ **Das Konzept des Master-Fonds verliert an Attraktivität.** Der „Master-Fonds“, also die Zusammenfassung aller Asset Manager als Advisor von Segmenten innerhalb eines einzigen Investmentvehikels, wurde lange Zeit als Nonplusultra der Fondsadministration gesehen. Dieses Konstrukt ermöglicht den Ausgleich von Gewinnen und Verlusten zwischen den einzelnen Segmenten auf Fondsebene. Durch das Durchschauprinzip wird diese Möglichkeit aufgehoben. Paradox: die Fusion existierender Fonds auf einen Master-Fonds wurde durch das Investmentgesetz gerade erst offiziell zugelassen, die letzten Zweifelsfragen hinsichtlich der steuerneutralen Übertragung zu den „alten“ Buchwerten sind derzeit noch in Arbeit.
- Hoffentlich sind die diesbezüglichen Arbeiten abgeschlossen, bevor IFRS für alle institutionellen Anleger Quasi-Standard wird ...
- ◆ **Der (spätestens) durch die Master-KAG begonnene Aufbruch der Wertschöpfungskette im Asset Management wird zum Teil reversiert.** Multi-Manager-Fonds werden vielfach als eine Art „Allheilmittel“ propagiert, wenn es um die Folgen von IFRS geht. Allerdings wird unter diesem Begriff eine Vielzahl verschiedener Konzepte zusammengefasst. „Welches Multi-Manager-Produkt ist also einem institutionellen Anleger zu empfehlen? Ein klar ausgerichtetes One-Asset-, Multi-Manager-, Multi-Style-Konzept, verpackt in die Hülle eines Publikums-Segmentfonds, sollte die Ansprüche institutioneller Investoren am besten erfüllen.“¹⁴ Dies mag aus dem Blickwinkel der Reporting-Anforderungen durchaus stimmen. Dem gegenüber steht die Befürchtung, dass diese Konzepte zu teuer sind, da die Vorteile des Aufbrechens der Wertschöpfungskette – Beschäftigung von Spezialisten für die einzelne Funktion, keine Quersubventionierung, Skaleneffekte¹⁵ – wieder aufgehoben werden: „Ein Multi-Manager-Produkt im engeren Sinne bietet also typischerweise dem Anleger die Möglichkeit, die komplette Wertschöpfungskette des Anlageprozesses an einen einzigen Anbieter zu delegieren.“¹⁶
 - ◆ **Grenzen zwischen Consultants und Asset Managern verschwimmen.** Um eine gewisse Unabhängigkeit zumindest bei der Managerauswahl zu erhalten und den Verdacht auf Kaskadeneffekte (multiple Gebührengenerierung, wenn im Dachfonds von KAG X überwiegend Einzelfonds von derselben KAG enthalten sind) entgegenzuwirken, werden bei Multi-Manager-Fonds gerne Consultants mit einbezogen, die die Auswahl der Einzelfonds abdecken. Allerdings sind solche Geschäftsmodelle nicht unumstritten, da die Unabhängigkeit des Consultants in seiner Auswahl nicht immer gewährleistet sein muss. „Die Lieferung aller Dienstleistungen aus einer Hand ist problematisch. Dann erhält der Kunde keine unabhängige Beratungsleistung mehr. Eine Verteilung der Aufgaben an unabhängige Spezialisten liefert in der Regel bessere Ergebnisse.“¹⁷ Diese potenzielle Gefahr wird im anglo-amerikanischen Raum bereits seit Jahren heftig diskutiert, ohne zu einer wirklichen Lösung zu kommen.¹⁸

5. Fazit und Ausblick

Die in dieser Publikation getroffenen Aussagen verdeutlichen, dass die Frage „Publikumsfonds oder Spezialfonds?“ in dieser Form für einen institutionellen Anleger zu simpel ist. Beiden Investmentvehikeln stehen Vor- und Nachteile gegenüber. Durch den Vormarsch der internationalen Bilanzierungsrichtlinien verlieren beide Anlageformen ihren Vorteil, stille Reserven bilden zu können; der Spezialfonds wird zusätzlich dadurch „bestraft“, dass in absehbarer Zeit die Konsolidierungspflicht wohl allgemeiner Standard wird. Diesem Nachteil des Spezialfonds stehen nach wie vor die Vorteile der Individualisierungsmöglichkeiten sowie der Kosteneffizienz gegenüber. Die Transparenzanforderungen an Publikumsfonds sind bereits gestiegen und werden noch weiter steigen, um den Bedürfnissen institutioneller Anleger genügen zu können. Der fehlende Einfluss des Anlegers auf die Anlagestrategie ist der wohl gravierendste Nachteil, den ein IFRS-Bilanzierer in Kauf nehmen muss, will er das Durchschauprinzip vermeiden.

Gerade dieser letztgenannte Nachteil hat bisher dazu geführt, dass die „Institutional Shares“, also die für institutionelle Anleger konzipierte Anteilscheinklasse von Publikumsfonds, bisher keine wirkliche Relevanz am deutschen Markt erfahren haben, was auch verschiedene Studien belegen. Hier stehen wir aber erst am Anfang einer Entwicklung, die diesem Investmentvehikel in die Hände spielen sollte. So lange ein Großteil der kleinen und mittleren institutionellen Anleger (noch) nicht zur Konsolidierung von Spezialfonds verpflichtet ist, wird eine wirkliche Trendwende vom Spezialfonds zu Publikumsfonds/Institutional Shares nicht erfolgen.

Der Trend zu Multi-Manager-Produkten (insbesondere Dachfonds) irritiert in dem diskutierten Zusammenhang etwas. Dem Vorteil der breiten Managerstreuung bei überschaubarem Controlling-Aufwand steht gegenüber, dass die in den letzten Jahren teilweise mühsam erarbeiteten Vorteile und Fortschritte des Aufbrechens der Wertschöpfungskette im Asset Management wieder aufgegeben werden. Es ist zu befürchten, dass die in einem solchen Konzept inhärente Intransparenz von Seiten der Anbieter zur Margenverbesserung genutzt wird. Zumindest scheint diese Variante profitabler zu sein, als mit umfangreichen Investitionen die

vorhandenen Produkte mittels verbessertem Reporting „Institutional-tauglich“ zu machen.

Auf Sicht der nächsten fünf Jahre wird das Interesse an „Institutional Shares“ sicherlich zunehmen. In einem Niedrigzinsumfeld ist der Druck, nicht-traditionelle Assetklassen in das eigene Portfolio aufzunehmen, immens gewachsen. Hier bieten Publikumsfonds gerade für kleine Losgrößen interessante Alternativen. Da mehr Transparenz eine ganz allgemeine Forderung an Asset Manager ist und unabhängig vom Investmentvehikel erhoben wird, werden sich auch hier mittelfristig neue Standards etablieren und mehr Informationen kommuniziert werden.

Gewinner in dieser Entwicklung werden zunächst einmal die Gesellschaften mit einem starken Standbein im Vertrieb sein, da diese am ehesten in der Lage sind, bei Publikumsfonds ein solches Volumen zu erzielen, das institutionelle Anleger ohne Furcht vor unfreiwilliger „wirtschaftlicher Kontrolle“ investieren können. Auch ausländische Anbieter, denen das Vehikel „Spezialfonds“ in Verbindung mit den besonderen Anforderungen und Wünschen des typischen mittelständischen deutschen institutionellen Anlegers eher suspekt waren, können mit ihrer breiten Palette an Publikumsfonds mit erhöhtem Zuspruch rechnen. Dies wird sich in den nächsten Jahren aber nicht in einem plötzlichen Ende des Spezialfonds auswirken; vielmehr sollte man von einer Verlagerung der Nettomittelzuflüsse in Richtung „Institutional Shares“/Publikumsfonds/Multi-Manager-Mandaten ausgehen.

Innerhalb dieses Trends bleibt den Anbietern aber noch viel Arbeit, ihr Angebot besser auf die Belange von institutionellen Anlegern abzustimmen. In den Bereichen Transparenz und Reporting steigt der Bedarf an mehr Informationen weiter an, und das unabhängig von einer eventuellen Pflicht zur Bilanzierung nach IFRS oder von der Wahl des Investmentvehikels. Die Unterschiede in Reportingmöglichkeiten, Gebührengestaltung und Informationspolitik zwischen Spezialfonds und „Institutional Shares“ werden geringer werden. Insofern kann die Antwort auf die Frage „Publikumsfonds oder Spezialfonds?“ nur lauten: „Konvergenz statt Konfrontation“. Statt „entweder – oder“ eher ein „sowohl – als auch“.

Abbildung 5: Konvergenz von Spezial- und Publikumsfonds



6. Zusammenfassung

Das deutsche Erfolgsmodell „Spezialfonds“ steht nach einer sehr erfolgreichen, jahrzehntelangen Karriere an einem Scheideweg. Die zukünftigen Bilanzierungsvorschriften nach IFRS und gegebenenfalls nach dem projektierten Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz berauben den Spezialfonds um zwei wesentliche Vorteile: durch die „Fair Value“-Bewertung wird die Bildung bilanzieller stiller Reserven unterbunden, die Konsolidierungspflicht zieht einen erheblichen Controlling-Mehraufwand nach sich.

Während der „Fair Value“-Nachteil unabhängig von der Art des Investmentvehikels besteht, trifft die Konsolidierungspflicht in der Regel nur den Spezialfonds-Anleger. Im Vorgriff auf die teilweise bereits bestehenden, vielfach aber erst zukünftig relevanten Bilanzvorschriften wird derzeit gerne vom unmittelbar bevorstehenden „Tod des Spezialfonds“ gesprochen und vor allem geschrieben. Diese Auffassung ist aus unserer Sicht übertrieben. Der Spezialfonds hat wegen seiner weiterhin bestehenden Vorteile – individuelle Anpassungen bezüglich Anlagestrategie, Reporting, Ertragsverwendung;

vergleichsweise kostengünstige Umsetzung der Anlageziele – auch weiterhin seine Existenzberechtigung. Dies gilt insbesondere bei den zentralen Kern-Anlagen vieler institutioneller Anleger wie Staatsanleihen, Pfandbriefen oder Blue Chip-Aktien, bei denen der Auf- bzw. Ausbau des eigenen Controllings im Normalfall kein unüberwindbares Hindernis darstellen sollte. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass das Gros der Neuanlagen eher in „Randbereichen“ des Anlagespektrums stattfindet, da die tradierten Assetklassen nicht mehr genügend Rendite abwerfen. Diese „Satelliten“ können gut über Publikumsfonds abgebildet werden, so dass hier mit einer verstärkten Nachfrage institutioneller Anleger zu rechnen ist. Für die „Kern-Anlagen“ wird der Spezialfonds auch weiterhin ein wichtiges Anlageinstrument darstellen, wenn auch die exorbitanten Wachstumsraten der Vergangenheit vorüber sein dürften. Ein drastischer Rückgang des in Spezialfonds investierten Anlagevolumens ist nach unserer Auffassung unwahrscheinlich.

Die „Institutional Shares“, also die für institutionelle Anleger konzipierte Anteilscheinklasse von Publikumsfonds, stecken derzeit noch in den Kinderschuhen. Mit verbesserter Transparenz,

ausführlicheren Reportingmöglichkeiten und einer auf institutionelle Anleger ausgerichteten Gebüh-
rengestaltung sollte dieses Investmentvehikel die
Basis und das Ziel einer Konvergenz von Publi-
kums- und Spezialfonds darstellen. Allerdings
stehen wir hier erst am Anfang einer Entwicklung,
deren Ende noch nicht abzusehen ist.

In den nächsten Jahren wird sich zeigen müssen,
inwieweit die aktuellen Entwicklungen und Pro-
dukte auf dem deutschen Fondsmarkt durch die
tatsächliche Nachfrage der Anleger oder das neu
entwickelte Angebot der Fondsgesellschaften be-
stimmt werden. Der Trend zur Master-KAG mit
ausgelagerten Funktionen hat die Wertschöpfungs-
kette im Fondsgeschäft aufgebrochen. Die momen-
tane Entwicklung zu Publikumsfonds für Institutio-
nelle sowie zu Multi-Manager-Mandaten könnten
diesen Trend stoppen bzw. teilweise umkehren, was
sich in einer erhöhten Gesamtkostenbelastung für
den Anleger bemerkbar machen würde. Insofern
muss die Frage erlaubt sein, ob die derzeitigen An-
strengungen, institutionelle Anleger für die neu
konzipierten Produkte zu gewinnen, nicht vorrangig
eine Maßnahme zur Margenverbesserung der
Fondsanbieter darstellen.

Der aktuelle, eher anbietergetriebene „Hype“ um
Alternativen zum (margenschwächeren) Spezial-
fondsgeschäft erscheint überzogen. Der Spezial-
fonds hat sicherlich nach wie vor Zukunft, da er für
die „Core“-Anlagen ein kostengünstiges, ausgereif-
tes und transparentes Investmentvehikel darstellt.
Keine Zukunft sollten dagegen Konzepte haben,
deren Nutzen vor allem beim Anbieter von Fonds-
anlagen und nicht beim Anleger selber liegt.

Verfasser: **Christoph Kadner**
Tel.: 069 / 50606 - 143
Björn Bahlmann
Tel.: 069 / 50606 - 142

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

¹ Die seit 1973 entwickelten, unverbindlichen Vorschrif-
ten nach den International Accounting Standards (IAS)
gehen sukzessive in verbindliche Vorschriften über. Zur
Abgrenzung wurden die IAS in IFRS (International
Financial Reporting Standards) umbenannt. Durch diesen
Übergang gibt es in der Literatur keine wirklich einheitli-
che Schreibweise; manche Autoren verwenden das Kürzel
„IFRS“, wenn es um die Gesamtheit der Vorschriften
geht, und benutzen „IAS“, wenn einzelne Regelungen
betroffen sind. Andere Autoren machen es gerade umge-
kehrt. Auch wenn in dieser Publikation beide Abkürzun-
gen separat oder auch gemeinsam auftauchen: gemeint
sind immer die zum Teil bereits heute, zum Teil erst
zukünftig geltenden verbindlichen Regelungen (IFRS),
die aus den IAS hervorgegangen sind. Weitere Informa-
tionen zu IAS/IFRS: www.ifrs-portal.com; www.iasb.org.

² Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank,
April 2005, S. 60.

³ Vgl. dazu: W. Krämer, „Spezialfonds in Deutschland –
Ist der Markt verteilt?“, Standpunkt September 2002,
Lazard Asset Management GmbH.

⁴ Vgl. Investmentgesetz, Kapitel 1, Allgemeine Bestim-
mungen, § 2 Abs. 3.

⁵ Vgl. dazu: W. Krämer, „Portfolio-Insurance Konzepte“,
Investmentperspektive III/2000, Lazard Asset Manage-
ment, und W. Krämer, „Absolute Return-Strategien im
Rahmen der Vermögensverwaltung“, Standpunkt
Mai 2004, Lazard Asset Management GmbH.

⁶ Zu der Diskussion, ob es nun „ante portas“ oder „ad
portas“ heißt, verweisen wir auf
http://de.wikipedia.org/wiki/Hannibal_ante_portas.

⁷ In manchen Sparkassenverbänden wird derzeit (Mai
2005) diskutiert, ob eine Kapitalmarktorientierung bereits
durch die Anlage in Spezialfonds gegeben ist. Eine solche
Ansicht geht zwar über die Regularien der IFRS-Vor-
schriften hinaus, könnte aber dazu beitragen, IFRS als
Bilanzierungsstandard auf der Basis einer Selbstverpflich-
tung, also ohne vorherige gesetzliche Verpflichtung, bei
den Sparkassen einzuführen.

⁸ R.Lindauer, WTS Steuerberatung, zitiert in: „BVI:
„IFRS kommt und der Spezialfonds bleibt“; [www.bfinan-
ce.de](http://www.bfinan-
ce.de), 25. Januar 2005.

⁹ Auf einer Tagung zum Thema „Corporate Governance“
am 30. April 2005 bezeichnete Justizministerin Brigitte
Zypries in einem Vortrag den aktuellen Stand des Bilanz-
rechtsmodernisierungsgesetzes als „in Arbeit“ ... wobei
als ursprünglicher Veröffentlichungszeitpunkt eines
ersten Entwurfes des BilModG ursprünglich Sommer
2004 angedacht war, so war es zumindest in der Begrün-
dung des Bilanzrechtsreformgesetzes nachzulesen.

¹⁰ M. Reichl, „Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz: Ende
der Spezialfonds?“, in: [dpn-online](http://www.dpn-onli-
ne.com/news), [http://www.dpn-onli-
ne.com/news](http://www.dpn-onli-
ne.com/news).

¹¹ Umfrage zu Publikumsfonds für Institutionelle An-
leger, Februar 2005, Faros Consulting.

¹² J. M. Kleeberg, „Institutionelle kaufen Publikumsfonds“, in: Handelsblatt, 4./5. Mai 2005, S. B 10.

¹³ Zu „Master-Fonds“ und „Master-KAG“ siehe auch: C. Kadner, „Master-KAG“, Hintergrund April 2003, Lazard Asset Management.

¹⁴ M. Dedio, „Multi-Manager-Fonds: Ein sinnvolles Konzept?“, in: dpn, März 2005, S.41.

¹⁵ siehe dazu auch: C. Kadner, a.a.O..

¹⁶ M. Dedio, a.a.O..

¹⁷ M. Theisinger, „Berater und Verwalter konkurrieren“, in: Handelsblatt, 21. Oktober 2004, S. B 2.

¹⁸ Die Diskussion kommt auch nach Deutschland: vgl. M. Rodewald, „Menetekel mit drei Buchstaben“, in: portfolio institutionell, April 2005, S. 3.

Weitere Lazard Publikationen

Investment Perspektive III/2004

- Unterhaltungsindustrie
- Öl und Konjunktur

Hintergrund August 2004

„Global Thematic Investment“

Hintergrund September 2004

„Kapitalanlage und Benchmark“

Standpunkt Oktober 2004

„Europäisches Rentenmanagement und Absolute Return“

Investment Perspektive IV/2004

- Demografie
- Rabattschlacht in Deutschland

Standpunkt Dezember 2004

„Gebühren im Asset Management – Spiegeln Spiegeln an der Wand“

Investment Perspektive I/2005

- USA 2005 – Creativity Crisis
- Displays – Größer, flacher, besser

Hintergrund Februar 2005

„Value at Risk und Stresstests in Banken und Versicherungen“

Investment Perspektive II/2005

„Offshoring als Variante des Outsourcings“

Standpunkt April 2005

„Private Equity als Alternative Assetklasse“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/lam/de/wissenswertes.shtml>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29