



*Standpunkt*

September 2002

Spezialfonds in Deutschland  
– Ist der Markt verteilt?

©2002. 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.

# Spezialfonds in Deutschland

## – Ist der Markt verteilt?

- ◆ Seit der Auflegung der ersten Spezialfonds im Jahre 1968 hat der Markt ein fulminantes Wachstum erlebt.
- ◆ Der Spezialfondsmarkt war stets Spiegelbild gesellschaftlicher und ökonomischer Veränderungen.
- ◆ Wegen der großen Fähigkeit des Spezialfondsmarktes, flexibel auf neue Kundenbedürfnisse und sich wandelnde rechtliche Rahmenbedingungen zu reagieren, konnte man noch nie sagen: “Der Markt ist verteilt”.
- ◆ Der Spezialfondsmarkt wird auch in den kommenden Jahren von großen Umwälzungen im ökonomischen, gesellschaftlichen und politischen Umfeld geprägt sein.
- ◆ Faktoren, die den Spezialfondsmarkt stark verändern werden, sind die Konsolidierung der Banken- und Versicherungslandschaft, der wachsende Einfluß von Consultants, die große Bedeutung neuer Produkte und Asset Klassen, die zunehmenden Marktanteile von Auslands-KAGs, die Änderungen wichtiger gesetzlicher Rahmenbedingungen (4. FMFG) sowie das wachsende Erfordernis der Ausrichtung des Spezialfonds auf Europa.

\* Diese Publikation basiert auf einem gleichnamigen Artikel, der in der Sonderausgabe “Spezialfonds” der “Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen” im August 2002 erschienen ist.

# Spezialfonds in Deutschland

## – Ist der Markt verteilt?

### Spezialfonds in Deutschland

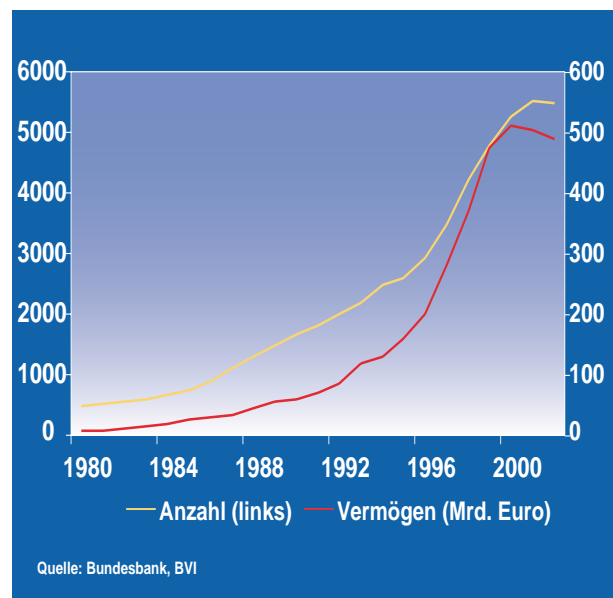
Spezialfonds sind Investmentfonds, deren Anteile ausschließlich einem begrenzten Anlegerkreis angeboten werden, wie beispielsweise Versicherungen, Sparkassen, Pensionskassen und anderen Unternehmen. Seit dem 1. März 1990 kann ein Spezialfonds für bis zu zehn Anleger, soweit es sich nicht um natürliche Personen handelt, aufgelegt werden. Für Spezialfonds gelten die gleichen Anlagevorschriften und steuerlichen Bestimmungen wie für Publikumsfonds.<sup>1</sup>

### Spezialfondsmarkt mit dynamischer Entwicklung

Seit der Auflegung der ersten 13 Spezialfonds in Deutschland im Jahre 1968 hat der Spezialfondsmarkt einen fulminanten Aufschwung genommen und vom Volumen her den Publikumsfondsmarkt deutlich überflügelt. Im Juni 2002 wurde in 5486 Spezialfonds ein Gesamtvermögen von EUR 487 Mrd. verwaltet (vgl. Abbildung 1). Offensichtlich erfüllt der Spezialfonds mit seinen Charakteristika in besonderer Weise die Forderungen, die institutionelle Kunden in Deutschland an eine moderne Vermögensverwaltung stellen.

In den 34 Jahren seiner Existenz war der Spezialfondsmarkt immer auch Spiegelbild gesellschaftlicher und ökonomischer Veränderungen. Ein Produkt, das die Bedürfnisse einer Vielzahl von Anlegergruppen (maßgeschneidert) befriedigen soll, muss im Verlauf von mehr als drei Jahrzehnten stets an die sich verändernde Situation des vorhandenen Kundenkreises, aber auch an neue Bedürfnisse und an neu entstehende Kundengruppen angepasst werden, um langfristig so erfolgreich zu sein, wie es der Spezialfonds bisher war und heute auch noch ist.

Abbildung 1:  
Spezialfonds in Deutschland



Dabei war auch der Gesetzgeber über den gesamten Zeitraum bemüht, die Gesetzgebung stets im Fluss zu halten, um der Dynamik der ökonomischen Veränderungen gerecht zu werden.

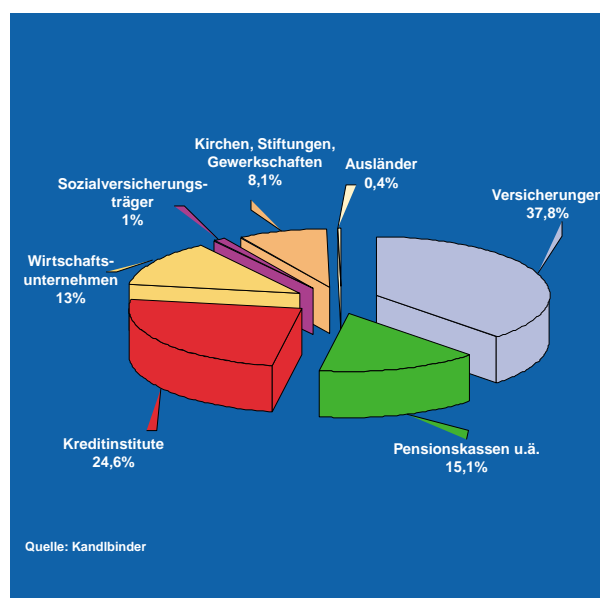
Vor diesem Hintergrund ist es nicht überraschend, dass man im Spezialfondsmarkt noch nie behaupten konnte, dass „der Markt verteilt ist“, sondern dass er über seine gesamte bisherige Lebenszeit immer von starken Verschiebungen der Marktanteile, von wechselnden besonders aktiven Akteuren und von Strukturbrüchen geprägt war.<sup>2</sup>

## Spezialfonds stets im Wandel

So wurde der Spezialfonds in seiner Pionierphase in den 70er Jahren fast ausschließlich von KAGs geprägt, die Töchter von Groß- und Regionalbanken waren. Die KAGs, die von Privatbanken gegründet wurden, machten sich als nächste Gruppe etwas zeitversetzt im Markt bemerkbar und gewannen in den 80er Jahren stark an Bedeutung. In dieser Phase sich beschleunigenden Marktwachstums bauten aber nicht nur die Privatbanken ihren Marktanteil aus, sondern auch die Versicherungswirtschaft entdeckte den Spezialfondsmarkt, auch weil beispielsweise 1980 Spezialfonds als Anlageinstrumente für öffentlich-rechtliche Träger der Sozialversicherung zugelassen wurden. Die Versicherungsbranche trug in dieser Zeit als Kapitalgeber rund 2/3 der neuen Gelder zum Mittelaufkommen der Spezialfonds bei. Versicherungen gingen in dieser Phase konsequenterweise auch dazu über, nicht nur Kapitalgeberfunktion zu haben, sondern wurden über ausgegliederte KAGs selber im Spezialfondsgeschäft als Anbieter aktiv und sicherten sich steigende Marktanteile.

Erst in den 90er Jahren traten die Töchter von Auslandsbanken sowie der Sparkassen- und Genossenschaftssektor stärker als Akteure am Spezialfondsmarkt in Erscheinung. In dieser Zeit ging der Anteil des Versicherungssektors (inklusive Versorgungswerke und Pensionskassen) am Spezialfondsvermögen kontinuierlich auf etwas mehr als 50% zurück, während die Kreditinstitute auf rund 25% kamen. Andere wichtige Akteure als Sponsoren am Spezialfondsmarkt waren in wachsendem Maße Wirtschaftsunternehmen (13%) sowie Kirchen, Stiftungen und Gewerkschaften mit 8,1% (vgl. Abbildung 2).

**Abbildung 2:**  
Der deutsche Spezialfondsmarkt, nach Vermögen der Anteilhaber



Bei den Anbietern von Spezialfonds konnte der Sparkassen/Landesbanken-Bereich seinen Marktanteil logischerweise deutlich steigern. KAGs der Banken verwalten heute mehr als 2/3 aller Gelder (Groß- und Regionalbanken 30%, Privatbanken 14%, Sparkassen, Landesbanken und Genossenschaftsbanken 25%) in Spezialfonds, während der Anteil der Versicherungsbeteiligungs-KAGs bei etwa 20% liegt und eher stagniert. Auslandsbankentöchter kommen auf etwa 7%.<sup>3</sup>

Es spricht wenig dafür, dass der Spezialfondsmarkt in den kommenden Jahren an Dynamik verliert. Natürlich hängt das Wachstum der Spezialfonds stark vom Kapitalmarktumfeld ab, und dort dürften nach dem Platzen der New Economy Blase noch einige schwierige Jahre bevorstehen. Gerade deshalb ist es aber ermutigend, dass der Spezialfondsmarkt in den extrem schwierigen Kapitalmarktjahren 2000 und 2001 ein robustes Wachstum verzeichnen konnte, auch wenn im Vergleich zu den Boomjahren 1998-1999 natürlich retardierende Zuwachsraten zu verkraften waren.

## Bestimmungsfaktoren des Wandels

Sicher scheint in jedem Fall, dass der Spezialfondsmarkt in den kommenden Jahren weiter von großen Umwälzungen im ökonomischen, gesellschaftlichen und politischen Umfeld geprägt sein wird, worauf er flexibel und dynamisch reagieren wird, wenn man die Vergangenheit als Indikator für die Zukunft nehmen darf. Eine ganze Reihe von Gründen lassen erwarten, dass die Marktanteile auch im vierten Jahrzehnt des Spezialfondsmarktes nicht zementiert sind, sondern dass im Gegenteil neue Verschiebungen bevorstehen.

Ein Faktor starker Veränderungen am Spezialfondsmarkt dürfte in den kommenden Jahren die erwartete Konsolidierung der deutschen Bankenlandschaft und der Versicherungsbranche sein, wenn generell steigende Kosten nicht mehr durch Volumenwachstum überdeckt werden können. Die sinkenden Margen im Bankengeschäft, Basel II und die Entscheidungen der EU-Kommission zu Gewährträgerhaftung und Anstaltslast lassen gerade bei Sparkassen und Landesbanken eine deutliche Konsolidierung erwarten. Auch die sonstigen Bankengruppen werden sich angesichts der Überkapazitäten im Bankenbereich einer Restrukturierungswelle kaum entziehen können. Der Versicherungssektor dürfte angesichts von Überkapazitäten und schwachen Kapitalmärkten in den letzten Jahren ebenfalls vor einem deutlichen Strukturwandel stehen. Die stillen Reserven sind in einem auch zukünftig schwierigen Umfeld auf ein Minimum gesunken, was mittelfristig Fusionen und Marktberäuberungen wohl unvermeidlich macht. Dieser erwartete Restrukturierungsprozess wird sich in Verschiebungen am Spezialfondsmarkt widerspiegeln, was sowohl die Kapitalgeber- als auch die Anbieterseite betrifft, wobei nicht ausgeschlossen werden kann, dass sich einzelne KAGs angesichts der Neubewertung des Asset Managements in schwierigem Umfeld ganz aus dem Markt verabschieden.

Von der Konsolidierung im Banken- und Versicherungsbereich könnten gerade Auslandsanbieter, die im Spezialfondsmarkt bisher eher schwach vertreten sind, überproportional profitieren. Im Publikumsfondsbereich haben Auslandsfonds bereits deutliche Marktanteile hinzugewinnen können.

Der starke Margendruck und die Notwendigkeit der Effizienzsteigerung bei der Kapitalanlage lassen erwarten, dass der Druck auf viele bisherige „Closed Shops“ immer mehr wachsen wird, ihre Kapitalanlagen breiter zu streuen und bei der Auswahl ihrer KAGs mehr Wettbewerber zuzulassen, als es in der Vergangenheit üblich war.

So wird erwartet, dass viele Kapitalgeber wie Sparkassen, Volksbanken, aber auch Versicherungen, sich stärker von ihren bisherigen Kooperationspartnern abkoppeln und für Multi-Manager-Lösungen und Core-Satellite-Ansätze offener werden. Der Trend zum umfassenden Fondsangebot der Banken (Fondssupermarkt im Publikumsfondssegment) dürfte auch unabhängigen Anbietern im Spezialfondssegment eine wichtige Tür öffnen. Vor diesem Hintergrund hat die Fondsresearch- und Consultingfirma FERI Institutional Management GmbH bzw. FERI Fund Market Information in zwei Marktstudien die Erwartung formuliert, dass die Anbieter, die im Moment über große Marktanteile verfügen, mittelfristig eher stagnieren, während viele Nischenanbieter Marktanteile gewinnen könnten. Insbesondere ausländische Anbieter dürften nach Aussage von FERI in den kommenden Jahren am stärksten vom Wachstum des Investmentfondsmarktes bei Publikumsfonds, aber auch im Spezialfondssegment profitieren.<sup>4</sup>

Zu Verschiebungen der Marktanteile dürfte ein weiterer Trend beitragen, der den Spezialfondsmarkt zu Beginn des neuen Jahrtausends kennzeichnet. Consultants und sonstige freie Finanzberater gewinnen immer größere Bedeutung am Spezialfondsmarkt. Dieser wachsende Einfluss der Consultants bewirkt, dass traditionelle Kundenbeziehungen von KAGs aufbrechen und viele Kapitalanleger für neue KAGs offener werden.

## Neue Produkte und Asset Klassen

Die Bedeutung der Consultants wird noch dadurch verstärkt, dass immer mehr neue Produkte und alternative Asset Klassen wie Mid und Small Caps, Unternehmensanleihen, High Yield, Hedge Fonds, Venture Capital oder Private Equity, aber auch neue Anlagestrategien wie passive Managementstile und ethisches Investing, messbare Anteile am Spezialfondsmarkt erringen.

Gerade bei den alternativen Asset Klassen ist der Nachholbedarf deutscher Institutionen im Vergleich zu den europäischen oder gar den US-Anlegern extrem hoch (vgl. Tabelle 1).<sup>5</sup> Alternative Assets gewinnen zudem in einer „Low Return World“ naturgemäß an Bedeutung, der Bedarf an Risikomanagementleistungen, aber auch an Beratung und „Thought Leadership“ wächst, während die Vermögensverwaltungsprodukte klassischer Art vermutlich stärker commoditisiert (d. h. zum Massenprodukt) werden.

**Tabelle 1:**

Private-Equity- und Hedge Fonds Allokation		
Private Equity	2001	2003 geplant
Nordamerika	7,5	8,1
Europa	3,6	4,3
Deutschland	0,5	1,6
Hedge-Fund	2001	2003 geplant
Nordamerika	6	6,7
Europa	1,7	3,4
Deutschland	0,8	1,5

Quelle: Kreuter

Da für die alternativen Marktsegmente noch keine traditionellen Anlagebeziehungen geknüpft sind, und ausländischen Spezialanbietern bei diesen neuen Produkten und Bedürfnissen besondere Expertise zugetraut wird, dürfte dies den Marktanteil von Auslands-KAGs tendenziell erhöhen und zu neuen Kundenbeziehungen verhelfen. Daher lohnt sich der deutsche Spezialfondsmarkt auch durchaus für Neueinsteiger.<sup>6</sup> Allerdings werden die Ausländer auf Dauer nur erfolgreich sein, sofern sie mit Performance, Kundenservice und Abwicklung (mehr als in der Vergangenheit) überzeugen können.

Marktverschiebungen werden auch daraus resultieren, dass mit der Riester-Rente die betriebliche und private Altersvorsorge in Deutschland ein Comeback erlebt, und damit zusätzliche Volumina für den Spezialfondsmarkt zur Verteilung anstehen. Im Bereich der betrieblichen Altersvorsorge dürfte mittelfristig sogar das größte Marktpotenzial stecken. Wer sich hier erfolgreich positioniert, kann im kommenden Jahrzehnt Marktanteile hinzugewinnen.

## Änderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen

Ein letztes Argument sei hier noch angeführt. Bereits in der Vergangenheit haben veränderte gesetzliche Rahmenbedingungen zu Strukturverschiebungen im Spezialfondsmarkt geführt. Aktuell gibt es von Seiten des Gesetzgebers zwei Reformansätze, die den Spezialfondsmarkt verändern könnten.

Der erste Themenkomplex ist die Diskussion um die veränderte Bilanzierung von Spezialfonds beim institutionellen Anleger im Rahmen der Anpassungen an US-GAAP bzw. IAS. Da dabei einige Grundvorteile von Spezialfonds betroffen sein werden, können für einige KAGs massivere Konsequenzen nicht ganz ausgeschlossen werden.<sup>7</sup>

Auch das gerade in Kraft getretene 4. FMFG bietet, wie bereits seine Vorgänger, einiges Veränderungspotenzial für den Spezialfondsmarkt.<sup>8</sup> Speziell die Erweiterung der zulässigen Nebentätigkeiten von KAGs, die die Anlageberatung als Nebentätigkeit generell zulässig macht, sowie die Erlaubnis des Vertriebs von Investmentanteilscheinen von anderen KAGs, könnten Marktverschiebungen auslösen. Beraterverträge und Advisories dürften bei einigen KAGs weitere Spezialisierungen und Marktexpansionspläne sowie regelmäßige Kooperationen mit anderen KAGs auf den Weg bringen. Zudem könnte dies auch im Spezialfondsbereich den Paradigmawechsel im Sinne von vertikaler Desintegration beschleunigt in Gang setzen, in dem Sinne, dass vermehrt eine Trennung von Vertrieb, Abwicklung und Produktion in spezialisierten KAGs Raum greifen könnte. In diesem Zusammenhang ist das Stichwort „Outsourcing“ ein in der Branche viel diskutierter Trend.

## Zusammenfassung und Ausblick

Insgesamt ist festzuhalten, dass der Spezialfondsmarkt es in mehr als drei Jahrzehnten geschafft hat, sich flexibel auf den Wandel in Gesellschaft, in Wirtschaft und Politik einzustellen und sich mit den Kunden zu verändern. Immer wieder kam es zu Strukturveränderungen, Marktanteilverschiebungen und neuen Herausforderungen für die KAGs. Dies dürfte sich auch angesichts des kommenden Veränderungsdrucks nicht verändern. Auch zukünftig werden viele unterschiedliche KAGs im Spezialfondsmarkt ihren Platz finden, denn jeder Anbieter muss seinen individuellen Weg zum Erfolg selbst definieren. Damit dürfte der Spezialfonds als Produkt und „Brand“ auch für den kommenden, härter werdenden Wettbewerb um die Vermögensanlagegelder in Europa (bei langsamerem Wachstum) gut aufgestellt sein. So kann der Spezialfonds für Europa ein Erfolgsmodell für die Zukunft sein.<sup>9</sup>

## Literaturverzeichnis

- <sup>1</sup> BVI, Investmentsparen in Deutschland, www.bvi.de, 2001
- <sup>2</sup> Laux, Entwicklung und Erfolg der Spezialfonds bis heute, in: Kleeberg / Schlenger, Handbuch Spezialfonds, 2000, S. 3-31.
- <sup>3</sup> Kandlbinder, Das Spezialfonds-Jahr der Versicherungs-KAGs und der Auslands-KAGs, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Spezialfonds, 2001, S. 19-27.
- <sup>4</sup> Feri FMI, Fund Market Access – Germany 2002, 2002; FERI Institutional Management GmbH, FIMSS Studie 2001, Projektstudie zum deutschen Markt für Spezialfonds, 2002.
- <sup>5</sup> Kreuter, Private-Equity- und Hedge-Fonds-Rating – neue Möglichkeiten für Spezialfonds, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Spezialfonds, August 2002, S. 826-827.
- <sup>6</sup> Braun, Lohnt sich der deutsche Spezialfondsmarkt für Neueinsteiger?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Spezialfonds, 2001, S. 100-101.
- <sup>7</sup> Dietrich / Fink, Einfluß der International Accounting Standards auf die deutsche Investmentbranche, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Spezialfonds, August 2002, S. 804-807.
- <sup>8</sup> Kadner, Das 4. Finanzförderungsgesetz, Lazard Asset Management, Standpunkt, Januar 2002.
- <sup>9</sup> Mössle, Spezialfonds: Erfolgsmodell mit Zukunft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Spezialfonds, August 2002, S. 796-797.

---

**Verfasser: Werner Krämer**  
Tel.: 069 / 50 60 6 - 141



Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://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