

## Markt für Investmentfonds: Nachfrage, Strukturveränderungen und Anlageverhalten anhand aktueller Zahlen

Die Finanz- und Staatsschuldenkrise hat nachhaltige Spuren im deutschen Fondsgeschäft hinterlassen. Insbesondere Privatanleger haben sich in ihren Vermögensdispositionen anderen Produkten zugewandt. Zwar hielten sich auch institutionelle Investoren im Krisenjahr 2008 mit zusätzlichen Fondsanlagen stärker zurück als in den Jahren davor; anschließend investierten sie aber wieder recht kräftig in Fondsprodukte, wozu die Versicherungen den größten Beitrag leisteten.

Im Gegensatz dazu reduzierten die Kreditinstitute ihre Bestände an Investmentfondsanteilen seit der Finanzkrise dauerhaft. Der in den letzten Jahren verschärften Staatsschuldenkrise begegneten die deutschen Fonds mit einer Neuausrichtung ihrer Anleiheportfolios: Während sie sich von Bankschuldverschreibungen und Staatsanleihen der EWU-Peripherieländer trennten, verstärkten sie ihr Engagement in anderen Regionen beziehungsweise in Emissionen nichtfinanzieller Unternehmen.

### Marktüberblick und längerfristige Entwicklungen

Neben anderen großen Vermögensverwaltern haben die von Investmentgesellschaften aufgelegten Fonds in der weltweiten Kapitalallokation einen bedeutenden Stellenwert erlangt. Im Unterschied zu stärker fremdfinanzierten Akteuren finanzieren sich Investmentfonds überwiegend über die Ausgabe von Anteilscheinen beziehungsweise Aktien<sup>1)</sup>; sie stellen als Sondervermögen unmittelbares Eigentum der Anleger dar. Mit ihren Anlageschwerpunkten Aktien, Schuldverschreibungen und Immobilien verwalteten Investmentfonds mit Sitz in Deutschland Ende Dezember 2012 ein Vermögen von 1,3 Billionen Euro. Dies war etwas mehr als doppelt so viel wie zu Beginn der Währungsunion Anfang 1999.<sup>2)</sup>

Diese Zunahme geht vor allem auf Spezialfonds zurück. Diese Fonds sind im Gegensatz zu den Publikumsfonds institutionellen Anlegern, also beispielsweise Versicherungen, Kreditinstituten, Pensionskassen, kirchlichen Verbänden oder Stiftungen, vorbehalten und auf deren spezifische Anlagepräferenzen zugeschnitten; sie binden die Anleger individuell in die Portfolioverwaltung ein. Ihr Vermögen wuchs seit Beginn der Währungsunion kräftig (plus 150 Prozent); mit zuletzt 975 Milliarden Euro betrug es knapp drei Viertel des insgesamt von Investmentfonds verwalteten Vermögens.<sup>3)</sup> Verglichen mit den Spezialfonds ver-

zeichneten die Publikumsfonds seit Januar 1999 mit 55 Prozent ein merklich schwächeres Vermögenswachstum; zuletzt verwalteten sie Anlagen im Umfang von 335 Milliarden Euro.

### Gravierende Bewertungseffekte

Das unterschiedliche Vermögenswachstum weist vor allem auf eine Institutionalisierung der Mittelanlage hin. Spezialfonds kam dabei zugute, dass seitens der institutionellen Investoren auch in den Krisenjahren ein stetiger Netto-Mittelzufluss erfolgte. Außerdem kommen in der Vermögensentwicklung unterschiedliche Anlageschwerpunkte zum Ausdruck, die auf die jeweiligen Anlagepräferenzen der Investoren zurückzuführen sind. Während viele Publikumsfonds stark in Aktien engagiert sind, spielen bei den Spezialfonds, deren Anteile vor allem von Versicherungen gehalten werden, Anlagen in Schuldverschreibungen eine größere Rolle. So wurde das von Publikumsfonds verwaltete Vermögen zuletzt hauptsächlich von Aktienfonds gehalten, gefolgt von Offenen Immobilienfonds, Rentenfonds und Gemischten Fonds.<sup>4)</sup> Unter den Spezialfonds entfällt hingegen der größte Teil des verwalteten Vermögens auf Gemischte Fonds. An zweiter Stelle folgen Rentenfonds, deren Anteil sich in der Finanzkrise noch ausgeweitet hat. Der ohnehin eher niedrige Anteil von Aktienfonds entwickelte sich hierzu gegenläufig und ging merklich zurück.

Abgesehen vom Mittelaufkommen wurde das Vermögenswachstum der Publikums- und Spezialfonds seit Beginn der Währungsunion auch immer wieder von starken Kursschwankungen an den Finanzmärkten beeinflusst, die sich in gravierenden Bewertungseffekten niederschlugen. Die Wertentwicklung von Aktienfonds wurde beispielsweise durch sinkende Aktienkurse

*Dr. Niko Dötz und Mark Weth, Referenten, Zentralbereich Volkswirtschaft, Kapitalmarktanalyse, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main*

*Eine Stagnation des Mittelaufkommens bei den Publikumsfonds und wesentliche Neuausrichtungen der Portfoliostrukturen der Spezialfonds haben die Autoren als wichtige Entwicklungen der hiesigen Fondsbranche seit Ausbruch der Finanzkrise registriert. Beiden Anlegergruppen bescheinigen sie zudem ein vergleichsweise starkes Sicherheitsstreben, das bis heute viele Privatanleger dazu treibt, sich entweder ganz von der Fondsanlage abzuwenden oder ihre Gelder nur indirekt über institutionelle Investoren wie Versicherungen in der Fondsbranche anzulegen. Bei den Spezialfonds beobachten sie eine stabilisierende Wirkung durch Umschichtungen des Portfolios weg von Staatsanleihen und Bankschuldverschreibungen der europäischen Peripherieländer hin zu Rententiteln anderer Regionen beziehungsweise nichtfinanzieller Unternehmen. Ihre Analyse aktualisiert den im Januar 2013 im Monatsbericht der Deutschen Bank erschienenen Sonderaufsatz auf Basis der neuen Zahlen per Ende 2012. (Red.)*

nach dem Platzen der New-Economy-Blase zu Beginn des Jahrtausends und nach dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 belastet. Offene Immobilienfonds verzeichneten vor allem 2005 niedrige Erträge. Dem standen aber steigende Notierungen am Aktienmarkt nach 2003 und seit dem Frühjahr 2009 entgegen. Im Ergebnis glichen sich die Kursbewegungen zum Teil aus. So haben beispielsweise deutsche Aktien – gemessen am marktbreiten Aktienindex CDAX – zwischen dem Beginn der EWU und Ende Dezember 2012 ein Kursplus von lediglich elf Prozent verzeichnet.

### Fokus auf komplexe und wenig liquide Produkte

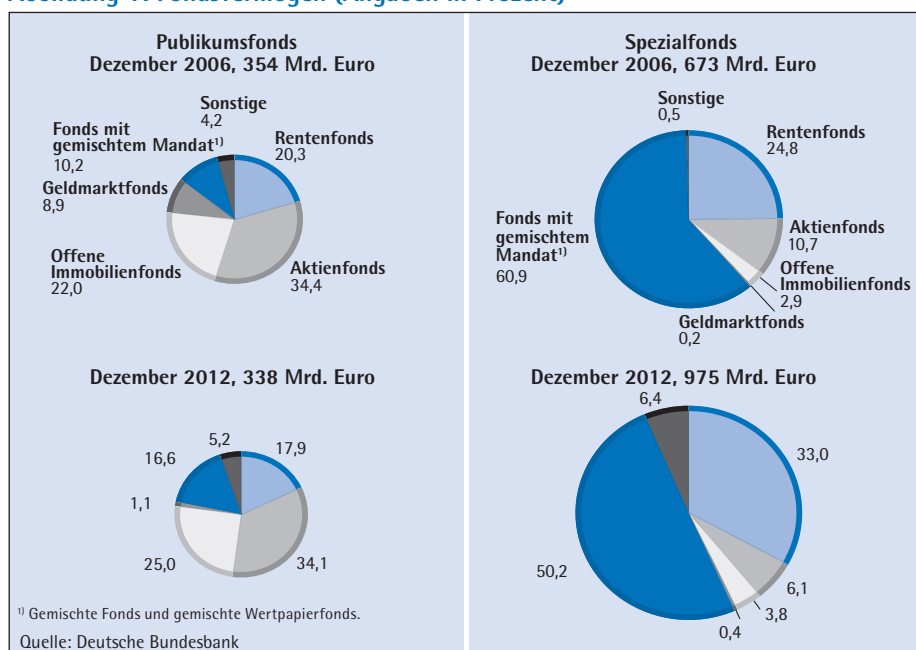
Eine wichtige allgemeine Folge der Finanzkrise war, dass die Marktteilnehmer vor allem riskante, komplexe und wenig liquide Anlageprodukte kritischer bewerteten. Investmentfonds, die in solchen Anlagen engagiert waren, gerieten demzufolge stärker unter Druck als Fonds mit einem Investitionsschwerpunkt auf sicheren und liquiden Anlagen. Beispielsweise mussten Fonds mit einem Fokus auf verbrieftes Wertpapiere, die sich nach dem Ausbruch der Finanzkrise oftmals als illiquide erwiesen, beträchtliche Werteinbußen hinnehmen und zum Teil sogar die Rücknahme von Anteilscheinen aussetzen.

Dies gilt auch für Geldmarktfonds, die nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers zudem darunter litten, dass die Anleger staatlich garantierte Bankeinlagen bevorzugten. Als im Verlauf der Finanzkrise dann auch noch pessimistische Konjunkturaussichten und niedrige sichere Geldmarktzinsen das Umfeld prägten, sank ihre Attraktivität weiter, sodass sie zuletzt deutlich weniger Mittel verwalteten als vor der Finanzkrise<sup>5)</sup> (Abbildung 1).

### Mittelaufkommen der Publikumsfonds

Durch die Staatsschuldenkrise seit Herbst 2009 sind die hiesigen Investmentfonds gemessen am Fondsvermögen weniger stark unter Druck geraten als durch die Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren davor. Das Mittelaufkommen, also die Differenz zwischen dem Mittelzufluss aus dem Verkauf und der Rücknahme von Anteilscheinen, blieb positiv, und die Kursentwicklung an den Aktien- und Rentenmärkten war per saldo überwiegend günstig.

Abbildung 1: Fondsvermögen (Angaben in Prozent)



Das Mittelaufkommen inländischer Publikumsfonds hat sich nach einem zu Beginn der Währungsunion noch regen Engagement der Anleger deutlich abgeschwächt und unterliegt seit Mitte des vorangegangenen Jahrzehnts auch höheren Schwankungen. Im gesamten Beobachtungszeitraum (seit 1999) flossen den Publikumsfonds neue Mittel in Höhe von 150 Milliarden Euro zu. Dieses aggregierte Mittelaufkommen kam den Fonds bereits in den Jahren zwischen Anfang 1999 und Mitte 2003 zugute. Dass sie anschließend im Aggregat betrachtet kein weiteres Mittelaufkommen mehr erzielen konnten, ist vor allem auf hohe Netto-Mittelabflüsse zwischen 2006 und 2008 zurückzuführen, zu denen die angespannte Lage vieler Offener Immobilienfonds (im Jahr 2006) sowie die Finanzkrise, möglicherweise aber auch Substitutionseffekte hin zu im Ausland aufgelegten Fonds wesentlich beigetragen haben.

Der Rückzug aus Publikumsfonds in den Jahren 2006 bis 2008 ging dabei mit einer vergleichsweise schwachen Geldvermögensbildung der inländischen privaten Haushalte – einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck – einher. Nachdem sich die Nachfrage nach Publikumsfonds in den Jahren 2009 und 2010 vorübergehend erholt hatte, führte die sich in der Folge verschärfende Staatsschuldenkrise zwar zu keinem ähnlich star-

ken Rückzug wie die vorangegangene Finanzkrise, sie übte aber gleichwohl einen dämpfenden Effekt auf das Mittelaufkommen aus.

Die Entwicklung des aggregierten Mittelaufkommens spiegelt sich deutlich in den Aktienfonds, die unter den Publikumsfonds traditionell die bedeutendste Rolle spielen. Aktienfonds mussten seit 2003 trotz steigender Aktienkurse per saldo Netto-Mittelabflüsse hinnehmen. Während die Finanzkrise anfangs vor allem illiquide Finanzprodukte wie zum Beispiel Verbriefungen unter Druck gesetzt hatte, erfasste sie in ihrem weiteren Verlauf auch die Aktienmärkte. Zusammen mit einer gestiegenen Risikoaversion der Marktteilnehmer nahmen die Netto-Mittelabflüsse aus Aktienfonds hierdurch weiter zu; zugleich erhöhte sich auch die Schwankungsbreite des monatlichen Mittelaufkommens beträchtlich.

Bei steigenden Aktiennotierungen ist seit 2009 zwar überwiegend wieder ein positives Mittelaufkommen zu beobachten. Zugleich sind die Mittelzuflüsse aber weiterhin deutlich volatil als vor der Finanzkrise. Auch Renten- und Geldmarktfonds, deren Sondervermögen auf dem Höhepunkt der Finanzmarkturbulenzen im Unterschied zu den Bankeinlagen nicht öffentlich garantiert wurde, verzeichneten insbesondere in der Finanzkrise, aber auch

in der darauf folgenden Staatsschuldenkrise Netto-Mittelabflüsse.

### Gemischte Fonds relativ robust

Im Unterschied zu den genannten Fondsarten zeigten sich Gemischte Fonds, die ihren Anlageschwerpunkt zwischen dem Aktien- und Rentenmarkt flexibel verlagern können, relativ robust gegenüber beiden Krisen. Offene Immobilienfonds verzeichneten bereits in den Jahren 2005 und 2006 vor dem Hintergrund nachgebender Erträge von Gewerbeimmobilien hohe Netto-Mittelabflüsse. Die Finanzkrise führte lediglich bei einigen Fonds erneut zu Liquiditätsschwierigkeiten beziehungsweise einer ausgesetzten Rücknahme ihrer Anteilscheine. Im Aggregat betrachtet verzeichneten Offene Immobilienfonds seit 2007 aber jedes Jahr Netto-Mittelzuflüsse.

Empirische Untersuchungen kommen überwiegend zu dem Ergebnis, dass in normalen Marktphasen die Rendite eines Fonds der dominierende Bestimmungsfaktor für das Investorenverhalten und damit auch für die Mittelbereitstellung an die Investmentfonds ist. Mit dem Eintreten krisenhafter Entwicklungen achten die Anleger aber verstärkt auf die Liquiditätslage eines Fonds, die zur Dämpfung von Mittelabflüssen beitragen kann. Chen, Goldstein und Jiang (2010)<sup>6)</sup> betonen in diesem Zusammenhang die Unterscheidung zwischen liquiden und illiquiden Vermögensanlagen. Ihnen zufolge sind illiquide investierte US-Fonds bei schlechter Ertragslage eher von

Abflüssen betroffen als liquide investierte Fonds, und zwar dann, wenn sie von vielen kleinen Privatanlegern gehalten werden. Zudem bestehen Hinweise darauf, dass die Zusammensetzung des Investorenkreises nicht nur das Verhalten der Anleger bestimmt, sondern auch auf das Fondsmangement durchwirken kann.<sup>7)</sup>

Der Verlauf der Mittelflüsse bei Publikumsfonds in den Krisenjahren steht überdies im Einklang mit der Risikowahrnehmung am Aktienmarkt. So hat sich das Mittelaufkommen in der Grundtendenz invers zu der impliziten Risikoprämie entwickelt, die sich aus den Gewinnerwartungen europäischer Unternehmen und dem Kursniveau des Euro Stoxx im Rahmen eines Dividendenbarwertmodells errechnen lässt. Dies ist ein Hinweis darauf, dass die Zurückhaltung gegenüber einem Engagement in Publikumsfonds nicht zuletzt durch die allgemeine Investorenstimmung an den Märkten erklärt werden kann.

Verglichen mit den Publikumsfonds ist das Mittelaufkommen der Spezialfonds deutlich höher und stabiler. Im gesamten Beobachtungszeitraum seit Anfang 1999 flossen den Spezialfonds neue Mittel in Höhe von 545 Milliarden Euro zu, wobei die Finanzkrise lediglich im Jahr 2008 zu relativ geringen Netto-Mittelzuflüssen führte. Die Staatsschuldenkrise wirkte sich hingegen nicht sichtbar auf das Mittelaufkommen aus. Im Gegenteil ist es seit dem Jahr 2010 sogar überdurchschnittlich hoch ausgefallen. Zu dem – verglichen mit Publikums-

fonds – robusteren Mittelaufkommen der Spezialfonds, zu deren wichtigsten Investoren Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen zählen, dürfte ihr starkes Engagement in relativ sicheren Rentenpapieren beigetragen haben.

### In Deutschland vertriebene ausländische Fonds

Zusätzlich zu den Anteilscheinen von im Inland ansässigen Investmentfonds werden in Deutschland in beträchtlichem Umfang Anteile ausländischer Fonds vertrieben, die überwiegend in Luxemburg begeben werden (Abbildung 2). Diese grenzüberschreitenden Anlagen werden in der Zahlungsbilanz als Kapitalexport erfasst. Ausländische Fonds erzielten in Deutschland seit Anfang 1999 ein Mittelaufkommen von insgesamt 264 Milliarden Euro, was etwas mehr als einem Viertel des gesamten Mittelaufkommens in- und ausländischer Fonds entspricht.

Zwar wird in der Zahlungsbilanz nicht zwischen Publikums- und Spezialfonds differenziert. Ein Abgleich mit Daten des Bundesverbandes Investment und Asset Management e.V. (BVI), die auch ausländische Fonds deutscher Provenienz<sup>8)</sup> umfassen, legt aber nahe, dass es sich bei den ausländischen, in Deutschland vertriebenen Fonds zum weit überwiegenden Teil um Publikumsfonds handelt.

In den letzten Jahren gab es einige Initiativen, den Standort Deutschland für Investmentfonds durch verbesserte regulatorische Rahmenbedingungen zu stärken.<sup>9)</sup> Die Auswirkungen dieser Maßnahmen lassen sich im Einzelnen aber nur schwer quantifizieren. Nachdem die Anleger in den ersten Jahren der Währungsunion noch überwiegend Anteile inländischer Fonds erworben hatten, lag der Absatz ausländischer Investmentzertifikate zwischen 2004 und 2008 aber über dem Mittelaufkommen heimischer Fonds (Abbildung 3). Dies deutet auf Substitutionseffekte hin, da inländische Publikumsfonds in dieser Zeit zum Teil hohe Netto-Mittelabflüsse zu verzeichnen hatten; hinzu kam ein vergleichsweise niedriges Mittelaufkommen inländischer Spezialfonds.

Die Beseitigung der steuerlichen Benachteiligung ausländischer Fonds durch das Inkrafttreten des Investmentmodernisierungsgesetzes im Jahr 2004 könnte Substi-

Abbildung 2: Mittelaufkommen ausländischer Fonds

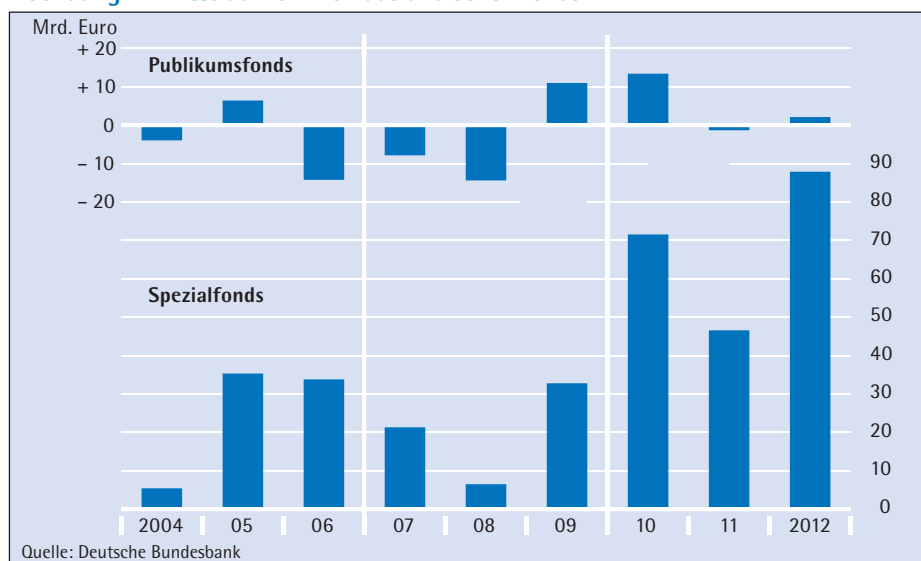
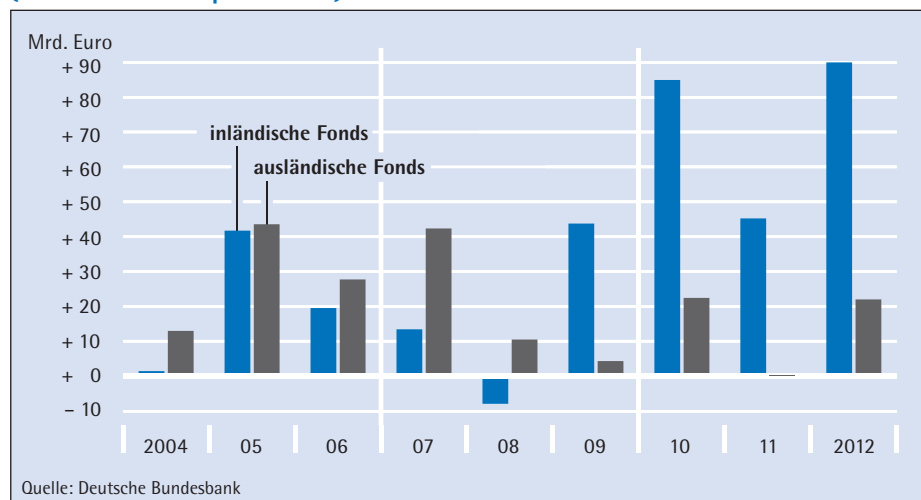


Abbildung 3: Mittelaufkommen in- und ausländischer Investmentfonds (Publikums- und Spezialfonds) in Deutschland



tutionseffekte begünstigt haben. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Risikoaversion in der Finanzkrise und der seit 2009 wieder anziehenden Netto-Mittelzuflüsse in Spezialfonds, die nur zu einem geringen Teil im Ausland aufgelegt werden, fielen die Netto-Mittelzuflüsse in ausländische Investmentfonds seitdem wieder deutlich niedriger aus als das Mittelaufkommen inländischer Fonds.

### Entwicklung des Investorenkreises

Inländische Nichtbanken sind die mit Abstand wichtigste Anlegergruppe am Markt für Investmentfonds. Seit Januar 1999 erwarben sie Anteile an in- und ausländischen Investmentfonds für insgesamt 861 Milliarden Euro, wobei sie überwiegend in inländische Investmentzertifikate (611 Milliarden Euro) investierten. Inländische Kreditinstitute legten mit 50 Milliarden Euro in einem deutlich geringeren Umfang neue Mittel an und konzentrierten sich dabei ebenfalls auf heimische Fonds (36 Milliarden Euro). Ausländische Anleger stockten ihre Bestände an inländischen Investmentzertifikaten um 48 Milliarden Euro auf.

Das Engagement der einzelnen Anlegergruppen unterlag im Beobachtungszeitraum allerdings starken Schwankungen. Die Krise am Markt für Offene Immobilienfonds und die erste Phase der Finanzkrise schlugen sich in einem niedrigen Anteilserwerb der Nichtbanken nieder, während sich die Kreditinstitute und die ausländischen Anleger in der Finanzkrise per saldo sogar von Anteilscheinen trennten. Im

weiteren Verlauf der Finanzkrise entwickelte sich das Anlageverhalten der Nichtbanken und der Kreditinstitute unterschiedlich. Die Kreditinstitute, die sich zu einer nachhaltigen Konsolidierung ihrer Bilanzen veranlasst sahen, reduzierten ihre Portfolios an inländischen Investmentanteilen seit Juli 2007 kontinuierlich (insgesamt minus 32 Milliarden Euro) und trennten sich dabei sowohl von Publikums- als auch Spezialfonds.

Nichtbanken wie auch – in geringerem Umfang – gebietsfremde Anleger stockten hingegen ihre Anlagebestände seit 2009 wieder deutlich auf (insgesamt plus 316 Milliarden Euro beziehungsweise plus 18 Milliarden Euro). Die von Nichtbanken neu erworbenen Anteile sind dabei ganz überwiegend den Spezialfonds zuzurechnen, was darauf hinweist, dass es sich hierbei hauptsächlich um institutionelle Anleger handelt.

### Wichtiger Beitrag der Altersvorsorgeeinrichtungen

Ein wichtiger Grund für das robuste Engagement der Nichtbanken in Spezialfonds seit 2009 liegt in dem starken Anteilserwerb der Versicherungen. Unter den institutionellen Anlegern, die in Spezialfonds investieren, bilden die Versicherungen traditionell die wichtigste Gruppe; zuletzt hielten sie mit 347 Milliarden Euro etwas mehr als ein Drittel des von Spezialfonds verwalteten Vermögens. Ihr Engagement seit 2009 – sie erwarben neue Spezialfonds-Anteile für 98 Milliarden Euro beziehungs-

weise über 40 Prozent der netto emittierten Anteilscheine – trug wesentlich zur Stabilisierung des Marktes für Spezialfonds bei.

Vor dem Hintergrund der demografischen Entwicklung und der Notwendigkeit einer stärkeren privaten Absicherung leisteten neben den Versicherungen auch die Altersvorsorgeeinrichtungen einen wichtigen Beitrag zum positiven Mittelaufkommen seit Beginn der Finanzkrise. Diese Anlegergruppe war in der Statistik über Investmentfonds der Deutschen Bundesbank bis 2003 den Versicherungen zugeordnet. Zu ihnen zählen zum Beispiel Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung wie Pensionskassen und Pensionsfonds sowie berufsständische Versorgungsträger.

Die Altersvorsorgeeinrichtungen haben ihr Engagement in Spezialfonds in den letzten Jahren merklich ausgeweitet; insgesamt geht seit ihrer gesonderten Erfassung etwa ein Drittel des Mittelaufkommens von Spezialfonds auf sie zurück. Ihre hohen Mittelzuflüsse spiegeln sich auch in ihrem gewachsenen Anteil am gesamten, von inländischen Spezialfonds verwalteten Vermögen; dieser stieg seit Ende 2004 von drei Prozent auf 19 Prozent (Ende Dezember 2012) an. Hierzu dürften auch Ausgründungen aus Versicherungen beigetragen haben. Marktberichten zufolge haben sich viele institutionelle Anleger von Altersvorsorgevermögen von Versicherungen abgewandt und selbstständige Altersvorsorgeeinrichtungen errichtet.<sup>10)</sup>

### Altersvorsorge als Triebfeder

Eine dritte wichtige Anlegergruppe in Spezialfonds sind sonstige Unternehmen, die in der Statistik der Bundesbank seit September 2009 als eigene Investorengruppe erfasst werden. Hierzu zählen insbesondere sonstige Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, deren Anlagemotive aber nicht im Einzelnen bekannt sind. Auf sonstige Unternehmen, die ihr Engagement in den letzten Jahren deutlich erhöht haben, entfielen zuletzt Fondsanteile in Höhe von 211 Milliarden Euro beziehungsweise gut ein Fünftel des von inländischen Spezialfonds insgesamt verwalteten Vermögens (Abbildung 4). Sie lagen damit deutlich vor den Kreditinstituten (135 Milliarden Euro).

Der angesichts der demografischen Entwicklung angestrebte Ausbau der kapital-



gedeckten Altersvorsorge stellt sowohl für institutionelle als auch private Anleger ein wichtiges Motiv für ein Engagement in Investmentfondsanteilen dar. Die Relevanz dieses Motivs ist im Fall der Altersvorsorgeeinrichtungen besonders deutlich, die wie oben beschrieben ihr Engagement in Spezialfonds erheblich ausgeweitet haben. Darüber hinaus dürfte auch ein beträchtlicher Teil der Anlagen von Lebens- und Rentenversicherungen in Spezialfonds dem Zweck der Altersvorsorge dienen.

Auch Privatanleger haben im Rahmen der privaten Altersvorsorge dem Markt für Investmentfonds unmittelbar Impulse gegeben. Sie engagieren sich hierfür über die Riester- und Rürup-Rente sowie über un-geförderte Fondssparpläne.<sup>11)</sup> Die Riester-Rente, die im Jahr 2001 als Ergänzung zum rückläufigen Leistungsniveau der gesetzlichen Rentenversicherung konzipiert wurde, hat laut Marktbeobachtern nach schwierigem Start an Akzeptanz gewonnen, wozu eine Vereinfachung des Förderverfahrens und die Flexibilisierung der Auszahlungsbedingungen ebenso beigetragen haben<sup>12)</sup> wie der weitgehende Abbau der steuerlichen Privilegien von nach 2004 abgeschlossenen Kapitallebensversicherungsverträgen.

### Portfoliostruktur von Investmentfonds

Bei der Riester-Rente werden Investmentfonds sowohl indirekt über eine fondsgebundene Rentenversicherung als auch direkt über Fondssparpläne eingesetzt. Die schwächere Entwicklung der Neuzugänge von Riester-Fondsverträgen zeigt aber auch, dass das Interesse der privaten Anleger seit der Finanzkrise merklich gesunken ist. So ist die Zahl der Neuzugänge an Riester-Fondsverträgen von über 690 000 im Jahr 2007 auf weniger als 139 000 im Jahr 2011 noch stärker gesunken als die Zahl der Rentenversicherungen und Banksparrpläne mit Riester-Förderung. Zu der Zurückhaltung privater Anleger dürften insbesondere das Niedrigzinsumfeld, aber auch eine erhöhte Risikoaversion und ein geschärftes Bewusstsein für die Abschluss- und Verwaltungskosten von Finanzprodukten beigetragen haben.

Unter den deutschen Publikums- und Spezialfonds vereinten Wertpapierfonds (Aktien- und Rentenfonds sowie Gemischte Wertpapierfonds) im Dezember 2012 knapp 62 Prozent beziehungsweise knapp 70 Prozent des jeweils insgesamt verwalte-

ten Vermögens auf sich. Innerhalb dieser Fondskategorie hat sich die Aktienquote am Fondsvermögen unterschiedlich entwickelt: Während Publikumsfonds ihren Aktienanteil seit dem Jahr 2002 im Ergebnis leicht auf 56 Prozent erhöht haben, reduzierten die Spezialfonds ihr Engagement in Aktien von 20 Prozent im Frühjahr 2003 auf 11 Prozent Ende 2012. Die Anleihequote der Spezialfonds liegt derzeit mit gut 70 Prozent auf einem recht hohen Niveau, während Publikumsfonds lediglich ein Drittel ihrer Aktiva in Schuldverschreibungen angelegt haben. Die unterschiedlichen Anlageschwerpunkte von Publikums- und Spezialfonds spiegeln die Bedeutung der einzelnen Fondsarten wider: Während Aktienfonds bei den Publikumsfonds mit hin das größte Gewicht einnehmen, dominieren Rentenfonds und Gemischte Wertpapierfonds innerhalb der Spezialfonds.

Mit Blick auf die internationale Ausrichtung der deutschen Wertpapierfonds ist es in den letzten Jahren vor allem bei Spezialfonds zu größeren Verschiebungen hin zu ausländischen Rententiteln gekommen. Diese machten zum Jahresende 2012 gut vier Fünftel der gesamten Anleihebestände aus. Gleichzeitig hielten die Spezialfonds bei Dividendenpapieren ihren ohnehin recht hohen Auslandsanteil von mehr als drei Vierteln seit 1999 aufrecht. In den Jahren vor der Währungsunion hatten sie den Anteil ausländischer Aktien an ihrem gesamten Aktienbestand von ehemals weniger als 30 Prozent massiv ausgebaut. Eine solch hohe Konzentration auf das Inland war zunächst auch bei den Publikumsfonds zu beobachten, deren Aktienbestände sich vor 1999 nahezu im Einklang

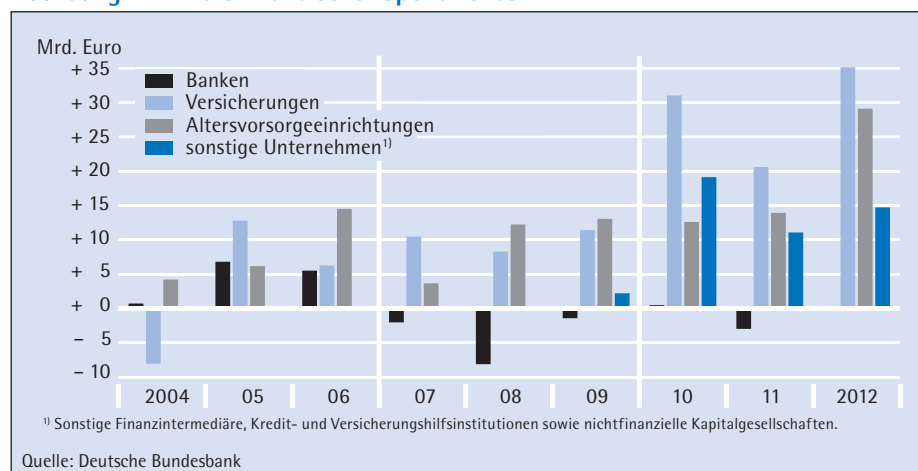
mit den Spezialfonds internationalisierten. Im Ergebnis stieg der auf ausländische Aktien entfallende Anteil bei den Publikumsfonds bis zum Jahr 2000 auf rund 70 Prozent. Im Unterschied zu den Spezialfonds sank er anschließend aber wieder leicht auf zuletzt weniger als 60 Prozent.

Im Anleiheportfolio der Publikums- und Spezialfonds entfielen Ende 2012 auf ausländische Emittenten 57 Milliarden Euro beziehungsweise 487 Milliarden Euro. Das entspricht 66 Prozent beziehungsweise 80 Prozent der gesamten Anleihebestände der Publikums- und Spezialfonds. Unter den Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten im Bestand der Publikumsfonds (alle Währungen) entfielen 25 Prozent auf Anleihen von Peripherieländern, 39 Prozent auf Titel der übrigen EWU-Staaten und ein Drittel auf Emittenten außerhalb der EWU. Innerhalb der Spezialfonds war das Gewicht der Peripherieländer mit 17 Prozent geringer und das der übrigen EWU-Länder mit 43 Prozent etwas höher. Im EWU-Ausland waren sowohl Spezialfonds als auch Publikumsfonds am stärksten in französischen Titeln investiert, gefolgt von den niederländischen. Unter den Emittenten der Peripherieländer dominierten Italien, Spanien und Irland.

### Neuausrichtung der Anleiheportfolios in der Krise

Seit Beginn der Staatsschuldenkrise im Herbst 2009 ist es in den in Euro denominierten Anleiheportfolios der deutschen Investmentfonds zu größeren Umschichtungen gekommen.<sup>13)</sup> Publikumsfonds und Spezialfonds ist gemein, dass sie sich

Abbildung 4: Erwerb inländischer Spezialfonds



zwischen Dezember 2009 und September 2012 im Ergebnis aus Staatsanleihen, aber auch aus Bankschuldverschreibungen der Peripherieländer zurückzogen, die im Zuge der Staatsschuldenkrise zunehmend ins Blickfeld der Finanzmärkte gerieten. So reduzierten die Publikumsfonds ihren Nominalbestand öffentlicher Schuldtitel der Peripherieländer um 19 Prozent.<sup>14)</sup> Noch stärker verringerten die Spezialfonds ihre Bestände an entsprechenden Staatstiteln (minus 40 Prozent). Im Gegenzug erhöhten Publikums- und Spezialfonds ihr Engagement in den übrigen Regionen. Während sich Publikumsfonds vermehrt in heimischen Schuldtiteln der öffentlichen Hand engagierten, schichteten die Spezialfonds vor allem in öffentliche Anleihen anderer Länder des Euro-Währungsgebiets um (plus 34 Prozent), darunter überwiegend in französische Schuldtitel. Spezialfonds stießen dabei auch deutsche Staatsanleihen ab, deren Renditen durch zeitweilig massi-ve „Safe haven“-Flüsse gedrückt wurden.

### Über die EWU-Peripherie hinaus

Daneben waren auch Bankschuldverschreibungen in größerem Umfang Gegenstand von Umschichtungen. So verringerten Publikums- und Spezialfonds nicht nur ihre Bestände an Bankanleihen der Peripherieländer (minus 0,7 Milliarden Euro beziehungsweise minus acht Milliarden Euro), sondern auch ihre Bestände entsprechender deutscher Titel (minus drei Milliarden Euro beziehungsweise minus neun Milliarden Euro).<sup>15)</sup> Dagegen weiteten die Spezialfonds ihr Engagement in Schuldtiteln von Emittenten mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets aus (insbesondere im Vereinigten Königreich). Dies betraf sowohl Bankschuldverschreibungen als auch Anleihen sonstiger finanzieller und nicht-finanzieller Unternehmen. Mehr noch als die übrigen Spezialfonds engagierten sich Spezialfonds im Besitz von Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherern außerhalb der EWU-Peripherie. Den größten Bedeutungsgewinn verbuchten hierbei nicht-finanzielle Emittenten mit einem um fünf Prozentpunkte höheren Anteil am gesamten Anleiheportfolio.

Mit dem Rückzug aus EWU-Krisenstaaten haben sich vor allem die Spezialfonds verstärkt Fremdwährungsanleihen zugewendet. So ist das US-Dollar-Portfolio der Spezialfonds in der Summe über alle Emittentengruppen von knapp 49 Milliarden

US-Dollar auf fast 75 Milliarden US-Dollar angewachsen. Die Publikumsfonds erhöhten zugleich ihr Engagement in Dollaranleihen um weniger als einer Milliarde US-Dollar.

### Stagnation bei Publikumsfonds – Neuausrichtung bei Spezialfonds

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Finanzmarkturbulenzen der letzten Jahre den Markt für Investmentfonds nachhaltig beeinflusst haben. Aufseiten der Anleger kam es insbesondere zu einer kritischeren Bewertung riskanter, komplexer und wenig liquider Anlageprodukte. Viele Privatanleger wandten sich entweder ganz von Investmentfonds ab oder legten ihre Gelder indirekt in Investmentfonds an, indem sie andere institutionelle Anleger wie zum Beispiel Versicherungen zwischenschalteten. Einzelnen Fondsarten kamen die veränderten Anlegerpräferenzen zwar zugute, im Aggregat betrachtet verzeichneten die Publikumsfonds seit dem Jahr 2007 aber kaum ein zusätzliches Mittelaufkommen, zumal die sich zuspitzende Staatsschuldenkrise ebenfalls dämpfend auf das Interesse der privaten Sparer an Fondsprodukten wirkte.

Unter den institutionellen Anlegern veranlasste die Finanzkrise vor allem die Kreditinstitute, ihr Engagement in Investmentanteilen dauerhaft zu reduzieren. Trotzdem gerieten die Spezialfonds durch die Finanzkrise weniger unter Druck als die Publikumsfonds. Hierzu lieferten Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen einen wichtigen Beitrag. Auch der Strukturwandel zugunsten von sogenannten Master-Fonds dürfte die Attraktivität der Spezialfonds gestützt haben. Obwohl ein Großteil des von Spezialfonds verwalteten Vermögens auf ausländische Rententitel entfällt, hatte die Staatsschuldenkrise im Ergebnis keine sichtbaren negativen Auswirkungen auf ihr Mittelaufkommen. Stabilisierend wirkte dabei die Neuausrichtung der Portfolios. So haben sich die Spezialfonds in den letzten Jahren von Staatsanleihen und Bankschuldverschreibungen der Peripherieländer getrennt und stattdessen verstärkt in Rententitel anderer Regionen beziehungsweise nichtfinanzieller Unternehmen investiert.

### Fußnoten

<sup>1)</sup> Im Falle von Investmentaktiengesellschaften.

<sup>2)</sup> In diesem Bericht werden überwiegend Investmentfonds mit Sitz in Deutschland betrachtet.

<sup>3)</sup> Sofern nicht anders angegeben ist der Dezember 2012 der letzte Berichtsmonat.

<sup>4)</sup> Gemischte Fonds umfassen dabei die Kategorie Gemischte Wertpapierfonds und die weiter gefasste Kategorie Gemischte Fonds gemäß Ausweis in der Statistik über Investmentfonds, vgl.: Deutsche Bundesbank, Statistisches Beiheft 2 (Kapitalmarktstatistik), Abschnitt VI. Inländische Investmentfonds.

<sup>5)</sup> Zahlreiche Reklassifizierungen zwischen Geldmarkt- und Rentenfonds infolge der ab Juli 2011 geänderten gesetzlichen Definition von Geldmarktfonds haben zu einem statistischen Bruch der Angaben zu dem in Geldmarktfonds verwalteten Fondsvermögen geführt. Ungeachtet dessen zeigen empirische Untersuchungen deutscher Geldmarktfonds, dass die Mittelabflüsse im Zusammenhang mit dem Anlageverhalten der Fonds stehen. So gelangen Jank und Wedow (Sturm und Drang in Money Market Funds: When Money Market Funds Cease to Be Narrow, Center for Financial Research Working Paper No 10–16, 2010) zu dem Ergebnis, dass sich Geldmarktfonds im Wettbewerb um Rendite und damit um die Gunst der Investoren in wenig liquiden Vermögenswerten engagiert haben. Je stärker diese Neigung ausgeprägt war, desto höhere Mittelabflüsse mussten aber gerade diese Fonds in den Krisenmonaten Ende 2008 hinnehmen.

<sup>6)</sup> Vgl.: Q. Chen, I. Goldstein und W. Jiang (2010), Payoff complementarities and financial fragility: Evidence from mutual fund outflows, *Journal of Financial Economics*, 97, S. 239–262.

<sup>7)</sup> Vgl. N. Dötz und M. Weth (2013), Cash holdings of German open-end equity funds: Does ownership matter?, erscheint demnächst als Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank.

<sup>8)</sup> In der BVI-Statistik werden ausländische Fonds deutscher Provenienz als ausländische Fonds von Investmentgesellschaften definiert, deren Gesellschafter vollständig oder überwiegend in Deutschland ansässig sind.

<sup>9)</sup> Hierzu haben die vier Finanzmarktförderungsgesetze zwischen 1990 und 2002, das Investmentmodernisierungsgesetz (2004) und das Investmentänderungsgesetz (2007) beigetragen. Beispielsweise zielte das Investmentänderungsgesetz darauf ab, die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Fondsbranche unter anderem über einen Bürokratieabbau, vereinfachte Genehmigungsverfahren der BaFin, die Förderung von Produktinnovationen und einen verbesserten Anlegerschutz zu steigern.

<sup>10)</sup> Vgl. BVI (2012), Spezialfonds: Ein deutsches Erfolgsmodell, Pressemitteilung vom 22. Mai 2012.

<sup>11)</sup> Die Rürup-Rente ist eine Form der steuerlich geförderten privaten Altersvorsorge, die sich vor allem an Selbstständige und Freiberufler richtet, die nicht gesetzlich rentenversichert sind. Die Riester-Rente wird sowohl durch direkte Zuschüsse als auch durch Steuervorteile staatlich gefördert.

<sup>12)</sup> Vgl.: Dialogforum Finanzstandort Deutschland (2012), Bericht Nr. 8.

<sup>13)</sup> Die hier vorgestellte Untersuchung basiert auf den Veränderungen der Nominalwerte der Anleiheportfolios von Investmentfonds. Entsprechend bleiben Kursschwankungen, die in der Staatsschuldenkrise gerade bei Anleihen besonders ausgeprägt waren, unberücksichtigt. Grundlage der Analyse ist eine neue Statistik über inländische Investmentfonds, die Ende Januar 2013 in einer Pressemitteilung vorgestellt wurde.

<sup>14)</sup> Einschließlich des griechischen Schuldenschnitts im März 2012.

<sup>15)</sup> Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass der Umlauf inländischer Bankschuldverschreibungen zuletzt gesunken ist.