



Till Entzian

Wertpapier-Spezialfonds 2016: viertes Rekordjahr in Folge – trotz oder wegen Volatilitäten

2015 konnte die Spezialfonds-Branche zum vierten Mal in Folge ein Rekordjahr verbuchen und ein Ende dieses Höhenflugs ist nicht abzusehen. Die Mittelzuflüsse überstiegen erstmals die Marke von 100 Milliarden Euro und das verwaltete Volumen erreichte Ende 2015 den Wert von 1252 Milliarden Euro (Abbildung 1).

Erneut hohe Aufstockungsrate

Diese sehr erfreulichen Zahlen für das vergangene Jahr sind in zweierlei Hinsicht einzuordnen. Mittelzuflüsse von 107 Milliarden Euro hat es zwar nie zuvor gegeben. Bezogen auf das Anfangsvolumen von 1167 Milliarden Euro (per Ende 2014) haben die Spezialfondsanleger per Saldo 9,2 Prozent neue Mittel investiert, was ein sehr guter Wert ist, nicht jedoch ein Rekord. In den Jahren 2010 und 2012 lag die Aufstockungsrate mit 10,0 Prozent und 11,4 Prozent nämlich noch höher. Zum anderen ist das verwaltete Volumen im Lauf des Jahres 2015 nur um 84,8 Milliarden Euro gestiegen, also um über 20 Milliarden Euro hinter den Nettomittelzuflüssen zurückgeblieben. Durch die Aktienmärkte ist dieser Verlust nicht verursacht worden, da sich diese 2015 letztlich positiv entwickelt haben. Verantwortlich sind vielmehr die Rentenmärkte, die nach einer zwischenzeitlich turbulenten Kursentwicklung auf dem gleichen Niveau endeten, auf dem sie begonnen hatten; aus den zirka 930 Milliarden Euro Rentenbeständen konnte daher 2015 praktisch keine Wertentwicklung generiert werden. Berücksichtigt man dann noch die Rekordausschüttung von 35 Milliarden Euro, ist der Grund für die fehlenden 20 Milliarden Euro erklärt.

In den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres sind die Rentenmärkte wieder besser gelaufen, was sich bereits auf das Volumen der Spezialfonds ausgewirkt hat. Bei Nettomittelzuflüssen von 43 Milliarden Euro ist das verwaltete Vermögen um insgesamt 83 Milliarden Euro auf 1335 Milliarden Euro angewachsen, das heißt, dass die Zinsgewinne nicht nur die negative Entwicklung der Aktienmärkte und die Ausschüttungen von über 10 Milliarden Euro ausgeglichen, sondern darüber hinaus einen Vermögenszuwachs von 40 Milliarden Euro verursacht haben.

Die „Vermögen außerhalb von Investmentfonds“, die von den Fondsgesellschaften verwaltet werden, verzeichneten 2015 nur einen vergleichsweise moderaten Zuwachs

um 4,2 Prozent von 363 auf 378 Milliarden Euro.

Wendepunkt in der Entwicklung der Publikumsfonds?

Rekordzuflüsse konnten auch die Publikumsfonds buchen, die per Saldo 27 Milliarden Euro neues Geld erhielten. Dieser Wert ist mehr als erfreulich, denn er könnte einen Wendepunkt in der Entwicklung der Publikumsfonds darstellen, die im Durchschnitt der zehn vorangehenden Jahre sogar Nettomittelrückflüsse in Höhe von 1,2 Milliarden Euro pro Jahr hinnehmen mussten. Zum Jahresende 2015 kamen die Publikumsfonds auf ein Gesamtvolumen von 346 Milliarden Euro.

Hierbei handelt es sich lediglich um die im Inland aufgelegten Publikumsfonds; im Ausland verwalten die inländischen Publikumsfondsgesellschaften weitere 440 Milliarden Euro, die ebenfalls inländischen Anlegern zugerechnet werden. Diese Fonds werden ganz überwiegend in Luxemburg verwaltet, wo die deutschen Initiatoren nach den USA und Großbritannien die drittstärkste Gruppe darstellen. Die Fondsbranche in Luxemburg verwaltete Ende 2015 übrigens ein Gesamtvolumen von 3500 Milliarden Euro, das ist eine Steigerung um 500 Milliarden Euro gegenüber Ende 2014. Bei diesem Blick ins Nachbarland wird deutlich, dass es durchaus möglich ist, ein Umfeld aus Regelungen und Aufsicht zu schaffen, das die Geschäftsentwicklung der Gesellschaften fördert und gleichzeitig effektiven Anlegerschutz gewährleistet. Durch Gold-Plating von ohnehin schon sachfremden EU-Vorgaben

Till Entzian, Rechtsanwalt und Notar, Frankfurt am Main

Von den Volumina her zeigt hierzulande das institutionelle Geschäft weiter nach oben – auch im ersten Halbjahr 2016. Als mit weitem Abstand wichtigsten Baustein identifiziert der Autor in seinem Marktüberblick dabei Wertpapier-Spezialfonds. Ergänzend verweist er aber auch auf ETFs, die in Deutschland überwiegend als Publikumsfonds aufgelegt sind, im Vergleich zu den internationalen Märkten allerdings eine untergeordnete Rolle spielen. Mit Blick auf die Wettbewerbsverhältnisse sieht er den deutschen Markt immer noch vergleichsweise abgeschottet, lenkt den Blick aber auf den Finanzplatz Luxemburg, dem er mit seinem neusten Gesetz über „Reservierte Alternative Investment Funds“ einen Akzent im Standortwettbewerb bescheinigt. (Red.)

und andere teilweise wohl der persönlichen Selbstbestätigung dienende Aktivitäten Einzelner ist das am Finanzplatz Deutschland in den letzten Jahren leider verhindert worden. Die – natürlich nicht ganz zu Unrecht – gefeierten Rekordwerte des vergangenen Jahres sind also nicht wegen, sondern trotz der hier herrschenden Regulierung entstanden.

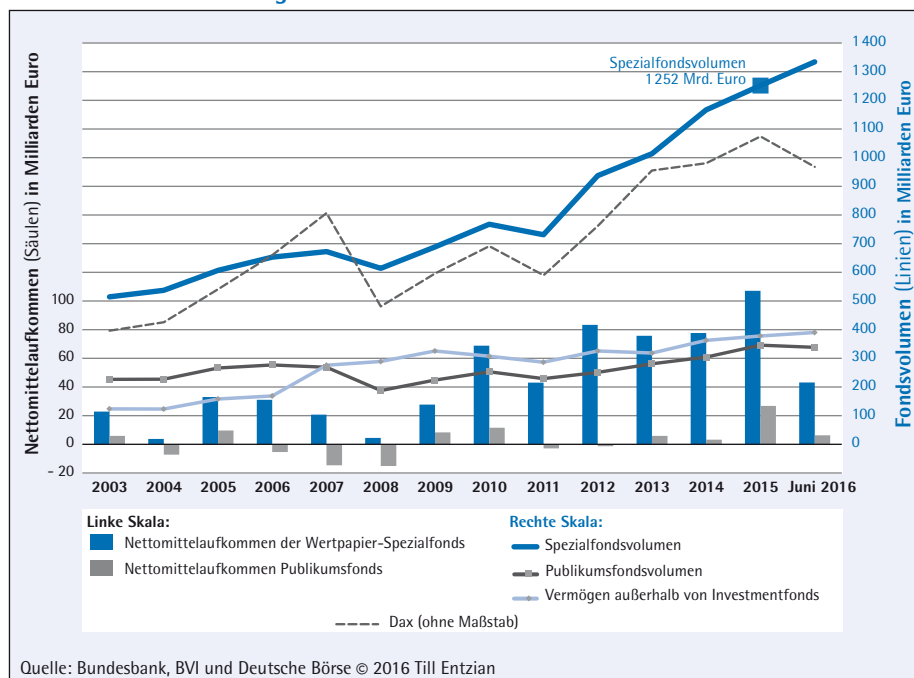
So ist die Renaissance des Publikumsfonds auch nicht auf plötzlich wiedererwachtes Interesse der Kleinanleger an inländischen Produkten, sondern vielmehr darauf zurückzuführen, dass institutionelle Anleger in bestimmten Fällen einen Publikumsfonds dem Spezialfonds vorziehen. Ein Beispiel sind die ETFs, die allesamt als Publikumsfonds aufgelegt und zu über 95 Prozent (Anbieterschätzung) von institutionellen Anlegern erworben werden.

Die Vorteile von ETFs für die einfache und kostengünstige Steuerung der Asset Allocation sind bekannt. Seit Längerem bekannt ist auch die Diskussion um die beiden Techniken zur Indexabbildung, das Replizieren durch Erwerb aller Bestandteile eines Index in der korrekten Zusammensetzung und die synthetische Abbildung durch Swappen der Performance des vorhanden Portfolios gegen die Performance des betreffenden Index. Da die replizierenden Fonds zur Erzielung von Erträgen gern ihre Wertpapierbestände verleihen und dafür andere Wertpapiere als Sicherheiten erhalten, sind in beiden Fällen die im Index enthaltenen Wertpapiere beim Fonds nicht physisch vorhanden. Die sich hieraus ergebenden Gefahren werden gern in übertriebener Form dargestellt: Es wird etwa gewarnt, als böten sowohl die vertraglichen Ansprüche gegen den Wertpapierentleiher beziehungsweise den Swap-Partner als auch die vorhandenen Wertpapiere keinerlei Sicherheit. Diesen Bedenken ist entgegenzuhalten, dass die vorhandenen Wertpapiere nach der OGAW-Richtlinie erwerbbar sein und den Grundsatz der Risikostreuung beachten müssen, dass sie also die gleiche Sicherheit bieten müssen wie jeder klassische Wertpapierfonds.

Genauere Prüfung der ETFs ratsam

Andererseits sind zuletzt doch einige Entwicklungen zu beobachten, die eine etwas genauere Prüfung der zu erwerbenden ETFs ratsam erscheinen lassen. So sehen sich die ETF-Anbieter einem erheblichen

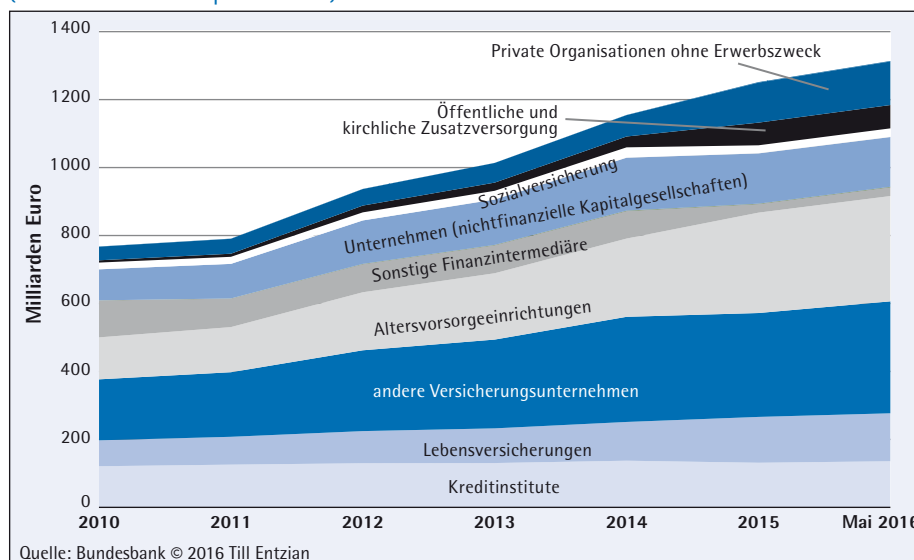
Abbildung 1: Fondsvolumen und Nettomittelaufkommen (ohne Immobilienfonds) – Gesamtmarktentwicklung



Kostenwettbewerb ausgesetzt. Die Wertentwicklung eines ETF soll möglichst genau der des Index entsprechen und nicht kostenbedingt hinter dieser zurückbleiben. Um die tatsächlichen Kosten auszugleichen, muss der Fonds in irgendeiner Form zusätzliche Erträge generieren. Hierfür werden bestimmte Instrumente eingesetzt und die gesetzlichen Grenzen und Möglichkeiten dabei auch ohne Weiteres aus-

genutzt. Im Vergleich zu klassischen Fonds, die üblicherweise nicht bis an die Grenzen gehen, sind die Risiken für die Anleger dann natürlich etwas höher, etwa wenn eine Gegenpartei ausfällt oder wenn die vorgesehenen Instrumente wegen einer Handlungsaussetzung an den Börsen nicht eingesetzt werden können. Mit diesen Themen, ebenso wie mit im Tagesverlauf sich ändernden Spreads oder dem bei ETFs auf

Abbildung 2: Spezialfondsvolumen nach Anlegergruppen (ohne Immobilien-Spezialfonds)



Begriffe der Bundesbankstatistik

Die Bundesbankstatistik verwendet Begriffe, die im „Europäischen System Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen (ESVG 95)“ definiert sind.

Sonstige Finanzintermediäre sowie Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen:

Nicht monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen), deren Hauptfunktion darin besteht, finanzielle Mitteltätigkeiten auszuüben, und die gegenüber anderen institutionellen Einheiten (jedoch ohne die Zentralbank und Kreditinstitute) zu diesem Zweck Verbindlichkeiten eingehen, die nicht die Form von Zahlungsmitteln, Einlagen und/oder Substituten für Einlagen im engeren Sinne haben (ESVG 95, 2.53 bis 2.67). Ebenfalls eingeschlossen sind Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen, zu denen alle finanziel-

len Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften gehören, die grundsätzlich in Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen engagiert sind (ESVG 95, 2.57 bis 2.59).

Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen:

Nicht monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften, die in ihrer Hauptfunktion als Folge der Zusammenfassung von Versicherungsrisiken finanzielle Mitteltätigkeiten ausüben (ESVG 95, 2.60 bis 2.67).

Nicht finanzielle Kapitalgesellschaften:

Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften, die keine finanziellen Mitteltätigkeiten ausüben und die als Marktproduzenten in der Haupttätigkeit Waren und nicht finanzielle Dienstleistungen produzieren (ESVG 95, 2.21 bis 2.31).

große Rolle spielen. Weltweit beträgt das Volumen dieser Instrumente etwa 3 000 Milliarden US-Dollar, davon etwa 450 Milliarden Euro in Europa. Blackrock als größter Anbieter verwaltet im Inland gut 40 Milliarden Euro in Form von ETFs, insgesamt mehr als 1 000 Milliarden US-Dollar (Ende 2014). Wie alle anderen Anbieter verzichtet auch Blackrock darauf, weitere ETFs nach deutschem Recht aufzulegen.

Anlegergruppen

Die Grundstruktur der Spezialfondsanleger hat sich 2015 nicht verändert. Weiterhin stellen die Versicherungen die größte Anlegergruppe, wobei die Lebensversicherungen ihre Anlagen von 126 auf 135 Milliarden Euro und die übrigen Versicherungen von 276 auf 306 Milliarden Euro erhöhen konnten. In der gleichen Größenordnung bewegten sich die Altersvorsorgeeinrichtungen mit einer Erhöhung von 268 auf 295 Milliarden Euro. Bei diesen Anlegergruppen ist auch in Zukunft mit einem verlässlichen Zuwachs zu rechnen.

illiquide Märkte logischerweise höheren Liquiditätsrisiko können institutionelle Anleger jedoch umgehen.

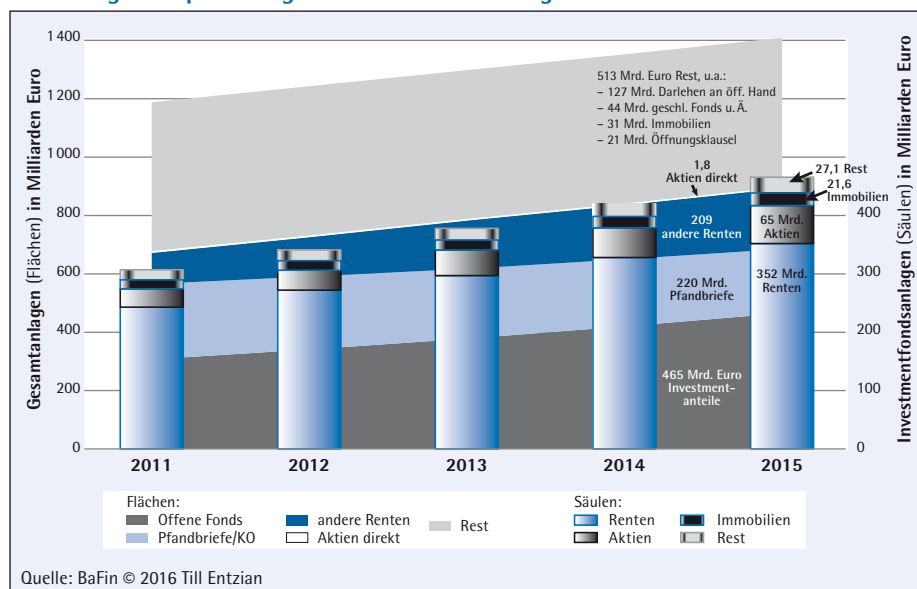
Die Entwicklung der im Inland aufgelegten ETFs ist in Abbildung 4 dargestellt. Die Anzahl ist mit 109 gegenüber 104 im Vorjahr nahezu gleich geblieben, ebenso das Fondsvolumen der Renten-ETFs mit 5,2 Milliarden Euro (Vorjahr: 5,8 Milliarden Euro). Das Vo-

lumen der Aktien-ETF hat sich immerhin um ein Drittel auf 42,2 Milliarden Euro erhöht. Erkennbar ist in der Darstellung, dass die synthetischen Aktien-ETF (synthetische Renten-ETF gibt es hier nicht) mit nur 0,6 Milliarden Euro nur eine sehr kleine Rolle spielen.

Anzumerken ist auch, dass die dargestellten ETFs im internationalen Bild auch keine sehr

Kreditinstitute besaßen Ende 2015 Wertpapier-Spezialfonds im Volumen von 131 Milliarden Euro, also in einer mit den Lebensversicherungen vergleichbaren Größenordnung. Dies entspricht allerdings einem leichten Rückgang, denn 2014 hatte dieser Wert noch um 6 Milliarden Euro höher gelegen. Die Abbildung 2 zeigt, dass das Niveau der von Kreditinstituten gehaltenen Spezialfonds seit 2010 praktisch unverändert ist, während Lebensversicherungen ihre Spezialfondsanlagen in diesem Zeitraum nahezu verdoppelt haben.

Abbildung 3: Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen



Ebenfalls einen leichten Rückgang – um acht auf 148 Milliarden Euro – hat das Spezialfondsvermögen der nicht finanziellen Kapitalgesellschaften, das sind vorwiegend Industrieunternehmen mit ihren Rücklagen für die zugesagten Betriebspensionen. Dieser Rückgang hat sich im ersten Halbjahr 2016 fortgesetzt, Ende Juni 2016 beträgt das Volumen nur noch 146 Milliarden Euro.

Fast eine Verdopplung des Spezialfondsvolumens ist bei den privaten Organisationen ohne Erwerbszweck eingetreten, die ihre Anlagen von 63 auf 118 Milliarden Euro erhöht haben. Hierzu zählen unter anderem Verbände und Vereine. Nun ist es leider nicht so, dass diese Organisationen das Volumen durch neue Anlagen in entsprechender Höhe verdoppelt haben. Der

Anstieg ist nämlich nur in Höhe von 3,3 Milliarden Euro auf Mittelzuflüsse zurückzuführen; auch durch Wertentwicklung ist eine Verdoppelung innerhalb eines Jahres nicht erklärbar. Die Lösung zeigt sich beim Blick auf die Anlegergruppe der sonstigen Finanzintermediäre, die zur gleichen Zeit mit 56 Milliarden ziemlich genau den gleichen Betrag verloren hat, den die privaten Organisationen ohne Erwerbszweck hinzugewonnen haben. Nach 81 Milliarden Euro Ende 2014 würde dieser Gruppe Ende 2015 noch ein Volumen von 25 Milliarden Euro zugerechnet. Hier sind also in der Statistik bestimmte Anleger umgruppiert worden, ohne dass sich dadurch für die Beteiligten eine Änderung ergeben würde.

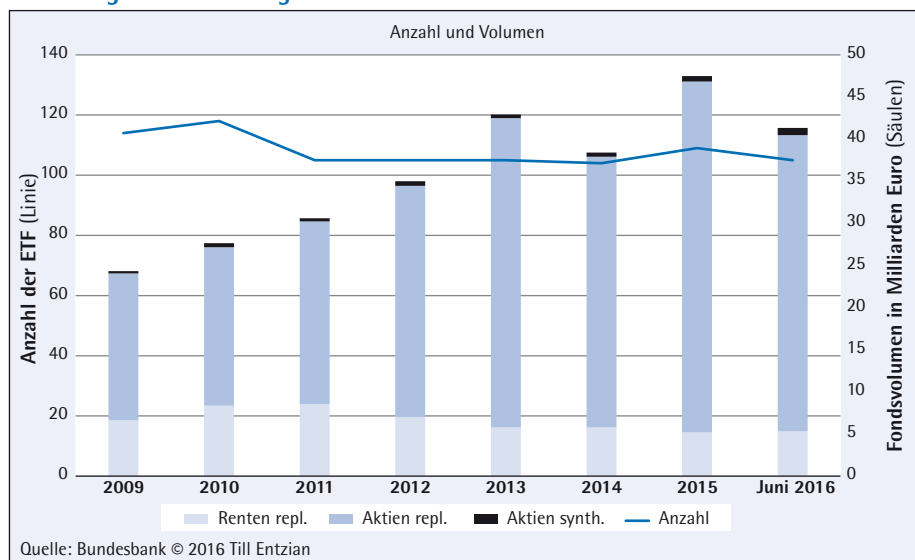
Immerhin hat sich der Zuwachs bei den Spezialfondsanlagen der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck im ersten Halbjahr 2016 fortgesetzt, wenn auch in gebremster Form. Jetzt liegt der Wert nämlich um weitere 10 Milliarden Euro höher bei 128 Milliarden Euro.

Spezialfondsvolumen der Sozialversicherungen stabil

Die öffentlichen und kirchlichen Zusatzversorgungskassen haben im Jahr 2015 ihr Spezialfondsvolumen von 63 auf 67 Milliarden Euro durch entsprechende Mittelzuflüsse erhöht. Vergleichsweise stabil ist das Volumen der von den Sozialversicherungen gehaltenen Spezialfonds, das seit 2010 im Bereich von knapp 20 Milliarden Euro liegt. 2014 war mit 14 Milliarden der niedrigste Wert innerhalb dieses Zeitraums zu verzeichnen; im Lauf des Jahres 2015 stieg das Volumen auf 16 Milliarden Euro und im ersten Halbjahr des laufenden Jahres wurden 18 Milliarden Euro erreicht. Reserven für ein wesentliches Wachstum sind bei dieser Anlegergruppe nicht zu vermuten.

Dass der Spezialfonds aus der Kapitalanlage der Versicherungsunternehmen nicht mehr fortzudenken ist, zeigt sich auch an seiner weiterhin steigenden Bedeutung im Gesamtkonzept dieser Anlegergruppe. In Abbildung 8 ist erkennbar, dass das Volumen der Investmentanlagen der Versicherungsunternehmen stärker wächst, als das Gesamtvolumen. Ende 2015 bewerteten die Versicherungsgesellschaften ihre Investmentanteile mit 579 Milliarden Euro, ein Zuwachs von 36 Milliarden Euro gegenüber dem Vorjahreswert. Dies entspricht einem Zuwachs von 6,6 Prozent,

Abbildung 4: Entwicklung der inländischen ETFs



während das Gesamtvermögen der Versicherungsunternehmen lediglich um 3,0 Prozent angestiegen ist. Dieses betrug Ende 2015 übrigens 897 Milliarden Euro und wird noch im Lauf des Jahres 2016 die Marke von 2 Billionen überschreiten. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass die Anlagen in Aktien um 6 Prozent und die Anlagen in Schuldverschreibung um 9 Prozent angestiegen sind, während der Wert der sonstigen Anlagen um 3 Prozent zurückging.

Beschränkt auf die Erstversicherungsunternehmen hält die BaFin eine genauere Aufschlüsselung bereit (Abbildung 3). Da die Rückversicherungen hier nicht berücksichtigt sind, bezieht sich die Darstellung lediglich auf Kapitalanlagen im Wert von 1,4 Billionen Euro. Zunächst zeigt sich auch hier die große Bedeutung der Investmentfonds, die mit 465 Milliarden Euro ein Drittel des Gesamtvolumens aufgenommen haben. Daneben spielen – wenig überraschend – Pfandbriefe mit 220 Milli-

Abbildung 5: Nettomittelaufkommen nach Anlegergruppen

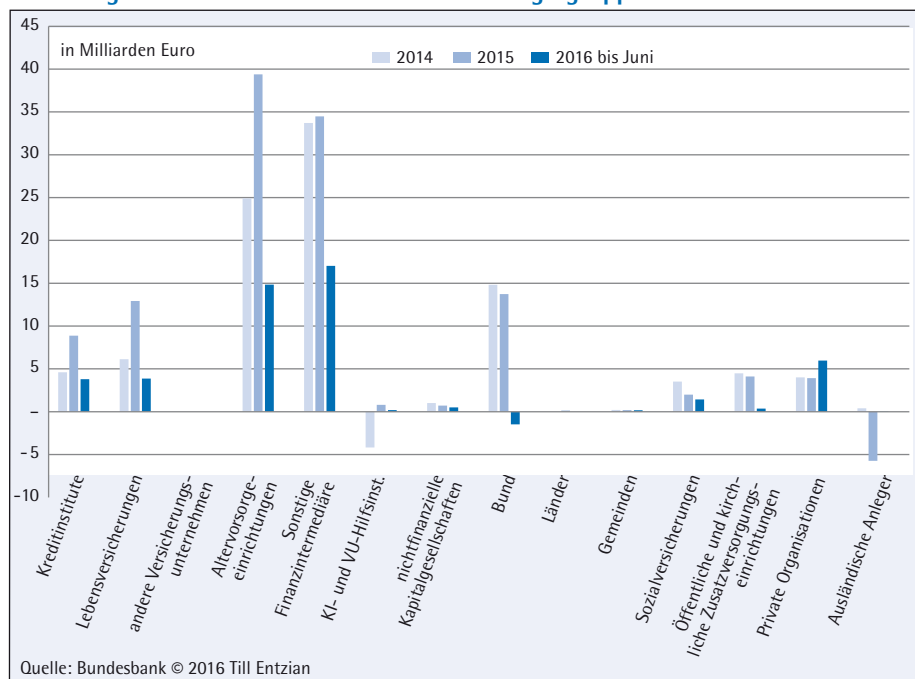
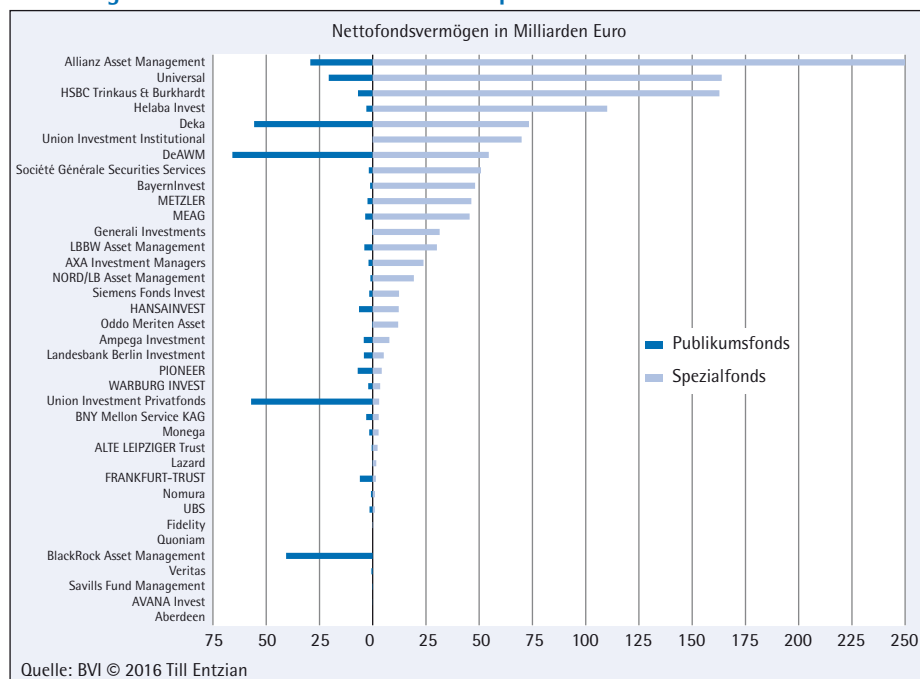


Abbildung 6: Anbieter von Publikums- und Spezialfonds



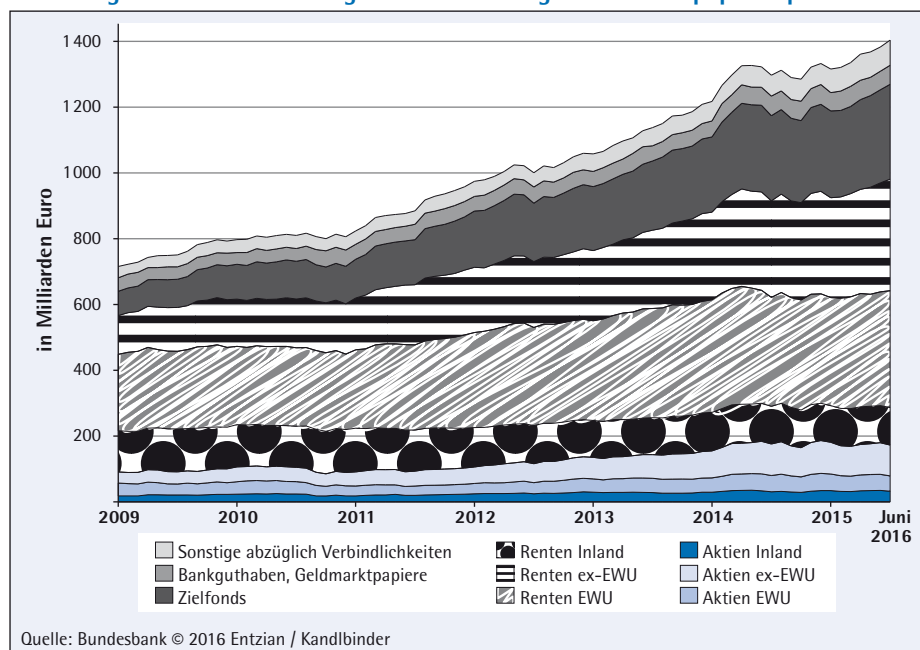
arden Euro und andere Schuldverschreibungen mit 209 Milliarden Euro eine wichtige Rolle. Der geringe Aktienanteil im Wert von lediglich 1,8 Milliarden Euro sei besonders hervorgehoben. Die erhebliche Differenz zu dem in Abbildung 8 erkennbaren Aktienanteil im Wert von 229 Milliarden Euro erklärt sich dadurch, dass die BaFin die börsennotierten Aktien getrennt

von anderen Aktien und Beteiligungen ausweist, während in der Bundesbankstatistik alle notierten und nicht notierten Beteiligungsformen zusammengerechnet sind.

Verteilung der Nettomittelzuflüsse

Die Säulen in Abbildung 3 zeigen in vergrößerter Darstellung (rechte Skala) die

Abbildung 7: Zusammensetzung des Fondsvermögens der Wertpapier-Spezialfonds

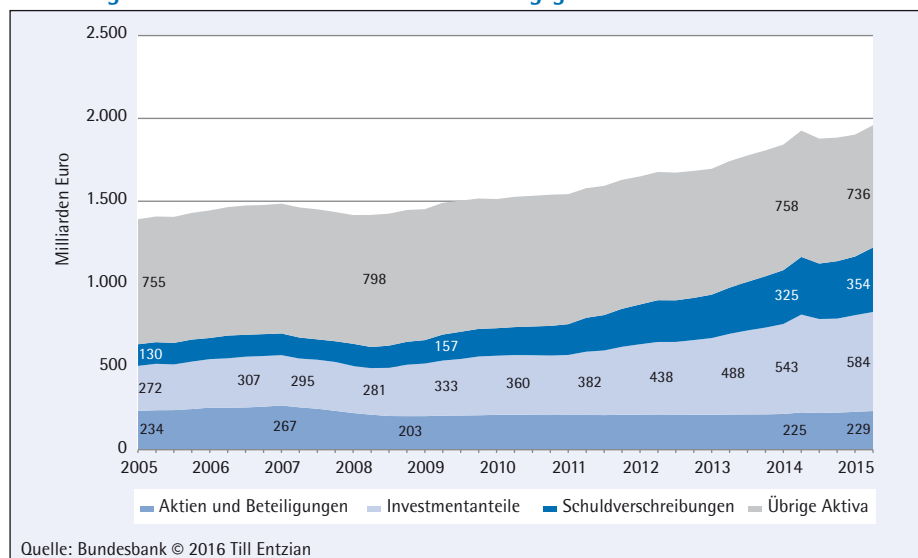


Zusammensetzung der von den Erstversicherungen gehaltenen Investmentfonds. Für Ende 2015 wurden hier 65 Milliarden Euro in Anteilen an Aktienfonds festgestellt. Im Vorjahr waren es bloß 50,9 Milliarden Euro gewesen. Die steigende Risiko-tragfähigkeit wird nicht für Direktanlagen in Aktien, sondern für eine höhere Aktienquote in den Spezialfonds genutzt. Die Vorteile der Spezialfondsanlage gegenüber der Direktanlage haben zumindest die Versicherungsunternehmen offensichtlich überzeugt. Im Bereich der Rentenpapiere spielt die direkte Anlage (Ende 2015: 429 Milliarden Euro) bislang noch eine größere Rolle als die Anlage in Rentenfonds (352 Milliarden Euro gegenüber 328 Milliarden Euro im Vorjahr).

Die Verteilung der Nettomittelzuflüsse zwischen den Anlegergruppen spiegelt deren Bedeutung für die Gesellschaften wieder und zeigt, von welcher dieser Gruppen auch künftig die wesentlichen Mittelzuflüsse zu erwarten sind. Am stabilsten erweisen sich die Altersvorsorgeeinrichtungen, die sowohl 2014 als auch 2015 rund 33 Milliarden Euro in neue Spezialfondsanteile investiert haben und dies auch 2016 mit unverminderter Kraft fortsetzen; für das erste Halbjahr 2016 ist hier mit gut 16 Milliarden die Hälfte des Vorjahreswertes ausgewiesen. Höhere Mittelzuflüsse als die Altersvorsorgeeinrichtungen haben 2015 lediglich die Versicherungen, hier insbesondere die Schadens- und Rückversicherungen beigetragen, die über 36 (21) Milliarden Euro investiert haben. Die Lebensversicherungen haben ihre Beiträge nach einem schwachen Jahr 2014 mit 6 Milliarden Euro auf eine neue Anlagesumme von 13 Milliarden Euro 2015 gut verdoppelt. Einen Betrag von gut 13 Milliarden Euro steuerten 2015 die nicht finanziellen Kapitalgesellschaften bei, fast wie 2014, als sie knapp 14 Milliarden Euro investierten. Im laufenden Jahr sind bei dieser Anlegergruppe jedoch Mittelrückflüsse in Höhe von 1,7 Milliarden Euro zu verzeichnen.

Die Sozialversicherungen haben, nach 3,6 Milliarden Euro 2014, im vergangenen Jahr 2,0 Milliarden Euro und in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres weitere 1,3 Milliarden Euro investiert. Bund, Länder und Gemeinden dagegen werden von der Statistik zwar erfasst, sind jedoch von den investierten Beträgen her kaum wahrnehmbar. Die höchsten Anlagen sind in diesem Zusammenhang bei den Ländern zu

Abbildung 8: Finanzielle Aktiva der Versicherungsgesellschaften



beobachten, die in den Jahren 2014 und 2015 sowie im ersten Halbjahr 2016 regelmäßig jeweils 200 Millionen Euro in Anteile von Wertpapier-Spezialfonds investiert haben. Immerhin jeweils gut 4 Milliarden Euro haben in den letzten beiden Kalenderjahren die öffentlichen und kirchlichen Zusatzversorgungskassen investiert, sich im laufenden Jahr dagegen noch sehr zurückgehalten (0,4 Milliarden Euro im ersten Halbjahr 2016).

Die aktuell interessanteste Anlegergruppe sind die privaten Organisationen ohne Erwerbszweck. In den Jahren 2014 und 2015 haben diese Anleger 3,8 beziehungsweise 3,3 Milliarden Euro investiert, was gut 5 Prozent des jeweiligen Vorjahresvolumens entspricht. Allein im ersten Halbjahr 2016 summierten sich die Mittelzuflüsse dieser Anlegergruppe auf 5,9 Milliarden Euro. Dies ist teilweise dadurch erklärbar, dass die bereits erwähnte Umgruppierung zu einer deutlich breiteren Anlegerbasis geführt hat. Dennoch wird das Neugeschäft in dieser Anlegergruppe im Jahr 2016 auf 10 Prozent des Vorjahresvolumens ansteigen, wenn die Mittelzuflüsse auf dem gleichen Niveau bleiben.

Anbieter/Marktteilnehmer

Größter Anbieter von Spezialfonds und anderen institutionellen Vermögensverwaltungs-Dienstleistungen ist unverändert die Allianz Asset Managementgruppe mit einem auf die eine oder andere Art verwalteten Gesamtvermögen von 583 Milliarden

Euro. Hiervon entfallen 60 Milliarden auf Spezialfonds, die von der jeweiligen Konzerngesellschaft sowohl administriert (im rechtlichen Sinn aufgelegt, verbucht und verantwortet) als auch hinsichtlich der Portfolioentscheidungen gemanagt werden. Dabei handelt es sich also um das „klassische Spezialfondsgeschäft“ aus einer Hand, wie es in den neunziger Jahren für alle Spezialfonds wegen des Verbots der Fremd- und Eigensteuerung üblich war. Weiterhin wird ein Betrag von 190 Milliarden Euro ausgewiesen, der lediglich administriert wird. Bei diesen Spezialfonds oder Segmenten werden die Portfolioentscheidungen durch einen externen Portfoliomanager getroffen.

Weiterhin agiert die Allianz als reiner Portfoliomanager bei Spezialfonds im Wert von 166 Milliarden Euro. Theoretisch sind hier Überschneidungen denkbar, wenn nämlich eine Konzerngesellschaft die Administration und eine andere Konzerngesellschaft das Portfoliomanagement übernimmt, da in diesen Fällen in der Statistik keine Aggregation der Werte auf das „klassische Spezialfondsgeschäft“ stattfindet, sondern das betreffende Fondsvolumen sowohl bei der „reinen Administration“ als auch beim „reinen Portfoliomanagement“ erscheint. Der außenstehende Betrachter mag dies nicht für sachgerecht halten, wenn die Aufgabenverteilung auf unterschiedliche Konzerngesellschaften rein organisatorische Gründe hat und gegenüber Anlegern womöglich ein einheitliches Erscheinungsbild gepflegt wird. Andererseits können

sich die Konzerngesellschaften, die nur mit einem Ausschnitt der Wertschöpfungskette beauftragt sind, durchaus soweit verselbstständig haben, dass sie zwischen konzernangehörigen und konzernfremden Dienstleistern nicht mehr unterscheiden. Wenn in einer solchen Konstellation Aufträge gewonnen werden, erscheint der gesonderte Ausweis des verantworteten Fondsvolumen durchaus gerechtfertigt.

Zum dargestellten Spezialfondsvolumen kommt bei der Allianz noch die Verwaltung fremden Vermögens im Wert von 166 Milliarden Euro hinzu, auch dies ist, mit großem Abstand, branchenweit der Höchstwert. In diese Kategorie wird die Verwaltung von Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten aufgenommen, die sich nicht in einem Investmentfonds befinden. Es kann sich also um klassische Wertpapierdepots handeln, aber auch um andere Anlagevehikel als Investmentfonds. Gebräuchlich war hierfür der Begriff „Vehikel außerhalb von Investmentfonds – ValF“, oder jetzt „Freie Mandate“.

Reihenfolge der Gesellschaften

An dieser Stelle erschien in den vergangenen Jahren eine Abbildung, aus der die Reihenfolge der Gesellschaften mit dem größten verantworteten Vermögen in Wertpapier-Spezialfonds und freien Mandaten hervorging. Auch wenn dieses Jahr eine andere Abbildung gewählt wurde, sollen die Veränderungen in der Reihenfolge kurz dargestellt werden.

Auf den ersten neun Plätzen ergaben sich danach keine Veränderungen. An zweiter Stelle steht weiterhin die HSBC mit 204 Milliarden Euro vor der Universal und der DeAWM, gefolgt von Union, Generali, Helaba, Deka und Metzler. Auf den zehnten Platz hat sich die Bayern Invest vorge-schoben, die für Ende 2015 ein Gesamtvolumen von 64 Milliarden Euro angibt. Hierdurch wurde die AXA auf den elften Platz verdrängt, hier beträgt das Volumen 59 Milliarden Euro. Nach der LBBW folgt dann auf Platz 14 die SGSS mit 51 Milliarden Euro, bei denen es sich ausschließlich um die reine Administration von Spezialfonds handelt. Im Vorjahr lag die SGSS noch auf Platz 15, auf den sie jetzt die MEAG (47 Milliarden Euro) verdrängt hat.

Die 1969 gegründete WestLB Mellon Asset Management KAG und nach Veräußerung

an die BNY unter Mellon Meriten Investment Management firmierende Gesellschaft wurde Anfang 2015 an die französische Finanzgruppe Oddo & Cie veräußert und trägt nun die Bezeichnung Oddo Meriten. Der 15. Platz in der Rangliste blieb mit einem Gesamtvolumen von 22 Milliarden unverändert, die sich auf 2 Milliarden reine Administration und der jeweils 10 Milliarden reines Portfoliomanagement beziehungsweise klassisches Geschäft aufteilen. Invesco konnte zwei Plätze gutmachen und weist jetzt 12 Milliarden Euro aus, genau wie die Hansainvest und die um zwei Plätze zurückgefallene Ampega Investment. Die Unterschiede liegen hier im Nachkommabereich.

Volumen der aufgelegten Spezialfonds

Die Abbildung 6 ist nach dem Volumen der aufgelegten Spezialfonds sortiert, unabhängig davon, ob diese nur administriert und das Portfoliomanagement von einem externen Manager erbracht wird oder ob das Portfoliomanagement ebenfalls von der Gesellschaft vorgenommen wird. Das Vermögen der freien Mandate ist nicht dargestellt, auch nicht das Spezialfondsvolumen, für das die Gesellschaft ausschließlich das Portfoliomanagement verantwortet. Dafür ist das Volumen der von den Gesellschaftern aufgelegten Publikumsfonds aufgenommen worden. Hintergrund dieser Überlegungen ist, dass ein großer Teil der inländischen Publikumsfonds an institutionelle Investoren vertrieben wird. Die 1990 eingeführte Grenze von zehn Anlegern je Spezialfonds existiert zwar nicht mehr, doch gibt es noch andere Gründe für einen institutionellen Anleger, sich für den Erwerb von Publikumsfondsanteilen zu entscheiden.

So ist beim Erwerb von Publikumsfonds eine relativ schnelle und breite Streuung in Assetklassen und Märkte, aber auch in unterschiedliche Managementstile möglich, und der Wechsel von Asset Managern kann ohne jegliche Diskussionen vorgenommen werden. Höhere Verwaltungsgebühren können bei größeren Anlagebeträgen durch entsprechende Rückvergütungsvereinbarungen vermieden oder zumindest gemildert werden. Zudem entfallen möglicherweise eigene Kosten in merklichem Umfang, da bei Publikumsfonds selbst bei amerikanischen Buchhaltungsregeln keine Durchrechnung erforderlich ist und auch im Risikomanagementsystem des Anlegers

nur die Fondsanteile, nicht aber die im Fonds konkret enthaltenen Wertpapiere und sonstigen Instrumente berücksichtigt werden müssen.

Die Zusammensetzung des Vermögens der Wertpapier-Spezialfonds (Abbildung 7) hat sich im Berichtszeitraum nicht wesentlich verändert. So lag die Aktienquote zuletzt (Ende Juni 2016) bei 12,3 Prozent, das ist gegenüber den 12,7 Prozent im Dezember 2014 ein leichter Rückgang. Dabei blieb das Verhältnis zwischen inländischen Aktien (Stand Juni 2016: 2,3 Prozent), anderen europäischen Aktien (3,3 Prozent) und außereuropäischen Aktien (6,7 Prozent) ebenfalls fast unverändert. Die Rentenquote ging im genannten Zeitraum allerdings von 59,6 Prozent auf 57,8 Prozent ein wenig zurück. Etwas stärker als die ausländischen Renten betraf dies die inländischen Papiere, die Ende 2014 noch einen Anteil von 9,3 Prozent ausgemacht hatten, während es jetzt noch 8,1 Prozent sind. Nochmals zugenommen hat die Anlage in Zielfonds von 18,8 Prozent auf jetzt 20,5 Prozent. Ob es sich bei den gewählten Zielfonds um ETFs oder aktive Fonds, um Aktien- oder rentenorientierte Zielfonds handelt, ist leider nicht bekannt.

Bei allen Vorhersagen über die Zukunft der Spezialfonds bleibt als ein entscheidender Unsicherheitsfaktor, auf welche Ideen der europäische und/oder der nationale Gesetzgeber kommt. Das Damoklesschwert einer nachteilhaften Besteuerung hat der BVI gerade zum wiederholten Male abwenden können.

Nichts hassen die meisten Menschen so sehr wie Unsicherheit. Und das wirkt sich auch auf die Kapitalmärkte aus. Dies ist auch der Grund, weshalb derzeit über die Folgen des Brexit so intensiv nachgedacht wird. Es ist auch der – womöglich einzige – Grund für die Verluste des britischen Pfunds im letzten Dezember, als das Referendum beschlossen wurde, und die im Juli, als die Entscheidung für den Brexit fiel. Solange diese Unsicherheit anhält, wird der Druck auf die Währung anhalten, und es werden Entscheidungen getroffen, die der britischen Wirtschaft tatsächlich Schaden zufügen. Das schließt aber nicht aus, dass die britische Wirtschaft am Schluss gestärkt aus der Geschichte hervorgeht.

Die Stellung Londons als vorherrschendes europäisches Finanzzentrum wird, unab-

hängig von allem anderen, durch den Brexit jedoch nicht angetastet werden. Ob sehr viele Asset Manager oder andere Unternehmen in Frankfurt und Paris eine Dependence eröffnen, erscheint dagegen ungewiss. Die für den Finanzplatz London lebenswichtige Freiheit des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs wird erhalten bleiben, das darf schon jetzt als sicher gelten. Ob der Brexit kommt oder nicht, ob das Pfund steigt oder nicht, ob alle Vorhersagen ganz, teilweise oder überhaupt nicht eintreffen, der Spezialfonds wird kaum irgendwelche Auswirkungen spüren. So erfreulich momentan seine Entwicklung und sein Erfolg sind, handelt es sich immer noch um eine nationale Besonderheit mit ausschließlich inländischen Anbietern und 99 Prozent inländischen Anlegern.

Im Wettbewerb mit Luxemburg

Größere Auswirkungen, und vor allem negative, kann der mit unverminderter Energie verfolgte Wettbewerb Luxemburgs um die endgültige Vorherrschaft im europäischen Investmentgeschäft auf den deutschen Spezialfonds haben. Euphorie bei Luxemburger Marktteilnehmern hat das neueste Luxemburger Gesetz, das Gesetz über „Reservierte Alternative Investment Funds“ ausgelöst. Dabei handelt es sich um eine Art Produktregulierung für AIF, die wegen des auf Anbieterregulierung ausgerichteten Konzepts AIFM-Richtlinie an sich nicht notwendig wäre. Vorteil dieses Produktes ist jedoch, dass anstelle der steuerlichen Transparenz der Spezialkommanditgesellschaft (SCSp) entweder wie beim Spezialfonds (SIF) die Taxe d'Abonnement von 0,01 Prozent p.a. auf das Fondsvolumen oder wie bei der Wagniskapitalgesellschaft (SICAR) die volle DBA-Berechtigung – bei Mindestbesteuerung – gewählt werden kann.

Im Interesse der meist eiligen Anbieter und Anleger ist auch der Auflegungsprozess geregelt, der ausschließlich in ihrer Hand liegt: Für die Konformität des Produktes mit den gesetzlichen Vorgaben ist allein der genehmigte AIFM verantwortlich und die nachträgliche Prüfungen sollen den Wirtschaftsprüfern übertragen werden. Für die Anlegergruppen, die selbst einer strengen Aufsicht unterliegen, wird sich der RAIF eher nicht anbieten; inwieweit dieses Produkt für andere Spezialfondsanleger eine geeignete Alternative darstellen kann, wird sich zeigen.