

## Till Entzian

## Wertpapier-Spezialfonds: Anhaltendes Aufwärtsszenario trotz vieler Unsicherheiten

Das sechste Mal in Folge erreichten die Wertpapier-Spezialfonds einen neuen Höchststand und wuchsen 2017 auf 1,48 Billionen Euro an. Die Marke von 1,5 Billionen Euro hatten die Spezialfonds bereits im April 2016 überschritten, aber nur wenn man die Immobilien-Spezialfonds nicht herausrechnet.

### Positive Zeichen – auch für das laufende Jahr

Bis Mai 2018 haben die Wertpapier-Spezialfonds diese Marke noch nicht erreicht, jedoch ist von Monat zu Monat mit dem

durchbrechen dieser „Schallgrenze“ zu rechnen (Abbildung 1).

Die Nettomittelzuflüsse der Spezialfonds betragen 2017 insgesamt 53 Milliarden Euro. Das ist deutlich weniger als die 88 Milliarden Euro, die die Branche im Vorjahr einsammeln konnte, und es ist nur die Hälfte der Rekordermittelzuflüsse von 107 Milliarden Euro im Jahr 2015. Dennoch sollte kein Grund zur Unzufriedenheit bestehen, zumal sich auch die Publikumsfonds über solide Mittelzuflüsse in Höhe von 25 Milliarden Euro freuen durften. Das von ihnen verwaltete Vermögen betrug damit 410 Milliarden

Euro, das sind 44 Milliarden Euro oder 12 Prozent mehr als Ende 2016.

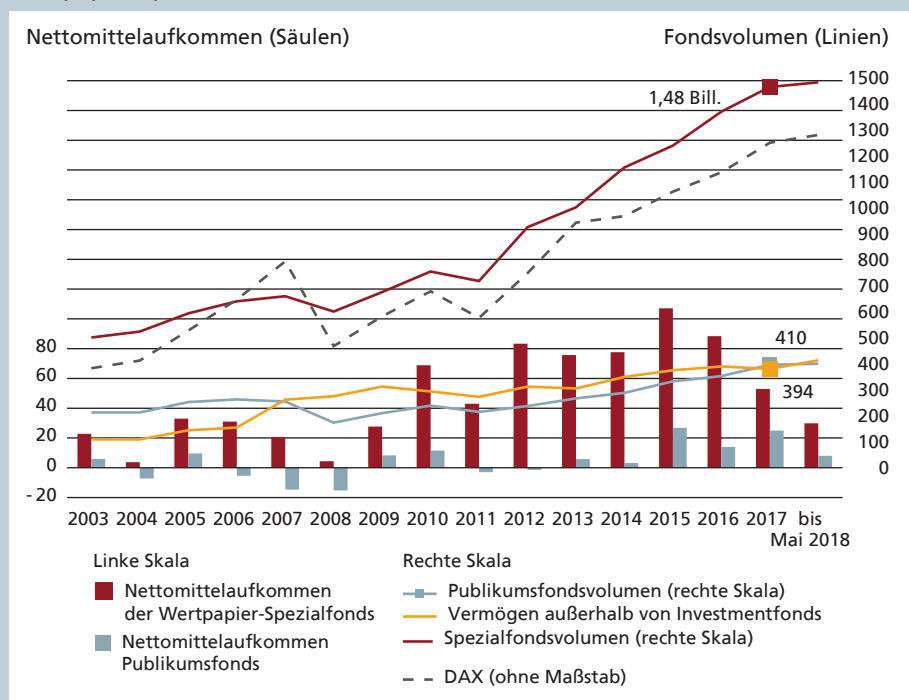
Auch für das laufende Jahr sind die Zeichen positiv. In den ersten 5 Monaten haben die Spezialfonds mit den 30 Milliarden Euro bereits deutlich mehr als halb so viel neuer Anlegergelder eingesammelt wie im gesamten Vorjahr.

Als größte Anlegergruppe, weist die Bundesbank die Altersvorsorgeeinrichtungen aus. Mithilfe der Marktentwicklung sowie einer Nettomittelzuführung von 25 Milliarden Euro konnten diese den Wert ihrer Spezialfondsanteile im Jahr 2017 von 337 auf 374 Milliarden Euro steigern. Dies bedeutet, dass ein Zuwachs in Höhe von 12 Milliarden Euro oder 3,5 Prozent auf marktbedingte Wertsteigerungen zurückzuführen ist. Hinzu kommen die ausgeschütteten Erträge, die 2017 für Spezialfonds zusammen 52 Milliarden Euro oder zirka 3,5 Prozent des Nettovolumens betragen haben. Im Ergebnis konnten sich die Altersvorsorgeeinrichtungen also über eine Rendite von zirka 7 Prozent freuen (Abbildungen 2 und 3).

### Ein ordentlicher Mittelzufluss von den Stiftungen

Die bisher stärkste Gruppe, die sonstigen Versicherungsunternehmen, legten zwar ebenfalls 25 Milliarden Euro neues Geld an, profitierten jedoch weniger von der positiven Marktentwicklung. Dadurch stieg der Wert ihrer Anteile von 344 auf lediglich 366 Milliarden Euro. Die Lebensversicherungen stellen mit 155 Milliarden Euro (Vorjahr: 145 Milliarden Euro) die drittgrößte Anlegergruppe. Ihre Netto-

Abbildung 1: Fondsvolumen und Nettomittelaufkommen von Wertpapier-Spezialfonds (ohne Immobilienfonds, in Milliarden Euro)



Quellen: BVI, Bundesbank, Deutsche Börse – © 2018 Till Entzian

mittelzuflüsse betragen 2017 sogar 13 Milliarden Euro. Die fehlenden 3 Milliarden Euro dürften durch die Ausschüttung von Investmenterträgen zu erklären sein. Nimmt man für die Lebensversicherungen Ausschüttungen in gleicher Höhe an, errechnet sich hier eine Anlagerendite von lediglich 1,5 Prozent. Dies deutet auf eine – immer noch – sehr niedrige Risikotragfähigkeit der Versicherungsunternehmen. Allerdings ist auch nicht auszuschließen, dass zum Beispiel einzelne Spezialfonds in Publikumsfonds umgewandelt worden sind, ohne die Volumina als Rückgaben von Spezialfondsanteilen zu melden.

Auch die Kreditinstitute haben ihre Anlagen in Spezialfonds erneut ausgebaut. Dass für diese Anlegergruppe verwaltete Volumen betrug 146 Milliarden Euro per Ende 2017, es ist ein Plus von 6 Milliarden gegenüber dem Vorjahreswert. Wie bei den Lebensversicherungen lag auch bei den Kreditinstituten die Nettomittelzuflüsse von 8 Milliarden Euro über dem Wertzuwachs in Höhe von 6 Milliarden Euro. Zehn Jahre nach Beginn der Finanzkrise fehlt offenbar auch den meisten Kreditinstituten eine vernünftige Risikotragfähigkeit, die auch mal eine längerfristige Anlage im Aktienmarkt erlauben würde.

### Eher mäßige Entwicklung bei inländischen ETF

Ein ordentlicher Mittelzufluss von 15 Milliarden Euro kam 2017 von der Anlegergruppe der Stiftungen und anderen privaten Organisationen ohne Erwerbszweck. Diese steigerten ihr Spezialfondsvolumen dadurch von 133 auf 151 Milliarden Euro. In den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres erwarben sie übrigens neue Anteile für weitere 6,4 Milliarden Euro.

Zwei Anlegergruppen haben im vergangenen Jahr per saldo Anteilscheine zurückgegeben. Dies sind einmal die Industrieunternehmen mit Nettomittelrückflüssen von 8 Milliarden Euro, die nunmehr mit 142 Milliarden Euro (Vorjahr: 152 Milliarden Euro) investiert sind. Auch die öffentlichen und kirchlichen Zusatzversorgungseinrichtungen gaben per saldo Anteilscheine

zurück, und zwar in Höhe von 5 Milliarden Euro. Keine nennenswerten Bewegungen sind bei den Anlegergruppen Bund, Länder, Gemeinden und ausländischer Anleger zu berichten (Abbildung 3).

Die inländischen ETF haben sich in ihrer Anzahl praktisch nicht verändert und in ihrem Volumen marktbedingt von 49,6 auf 51,6 Milliarden Euro leicht erhöht. Dabei ist der Wert der Renten-ETF leicht auf knapp 5 Milliarden Euro zurückgegangen. Insgesamt entspricht diese eher mäßige Entwicklung nicht dem internationalen Trend (Abbildung 4).

Das weltweit in ETFs investierte Volumen dürfte sich 2017 von 3,5 auf 4,4 Billionen US-Dollar erhöht haben (E&Y). Nach Veröffentlichungen soll sich weltweit der Anteil von ETF an den Portfolios der institutionellen Anleger von 9,3 Prozent Ende 2016 (Blackrock) auf 19 Prozent Ende 2017 (Umfrage durch Jane Street) erhöht haben.

Auf den ersten Blick präsentiert sich mit dem ETF ein Substitut für die Spezialfondsanlage. Immerhin bietet der ETF mit der aktuellen Anteilscheinbewertung, den tatsächlich vorhandenen im Eigentum der Anleger stehenden Vermögensgegenständen und der täglichen Rücknahmemöglichkeit die gleichen wichtigen Vorteile eines Spezialfonds und darüber hinaus niedrigere Kosten.

### Regulierungsdruck: Kostendruck und Chance zugleich

Und tatsächlich berichten Publikumsgeellschaften von erheblichen Mittelrückflüssen aus den von ihnen aktiv verwalteten Wertpapierfonds. So hat die börsengehandelte DWS im ersten Halbjahr 2018 einen Rückgang um 13 Milliarden Euro erfahren müssen. Für diese Entwicklung wird die Umschichtung von Privatanlegern in passive Produkte wie ETF und der Einsatz neuer Techniken wie Robo-Advice gemacht. Da diese Wettbewerber die Anleger mit zum Teil deutlich niedrigeren Kosten belasten, erhöht sich für die Fondsgesellschaften der ohnehin schon belastende Kostendruck nochmals erheblich.



Foto: T. Entzian

Till Entzian

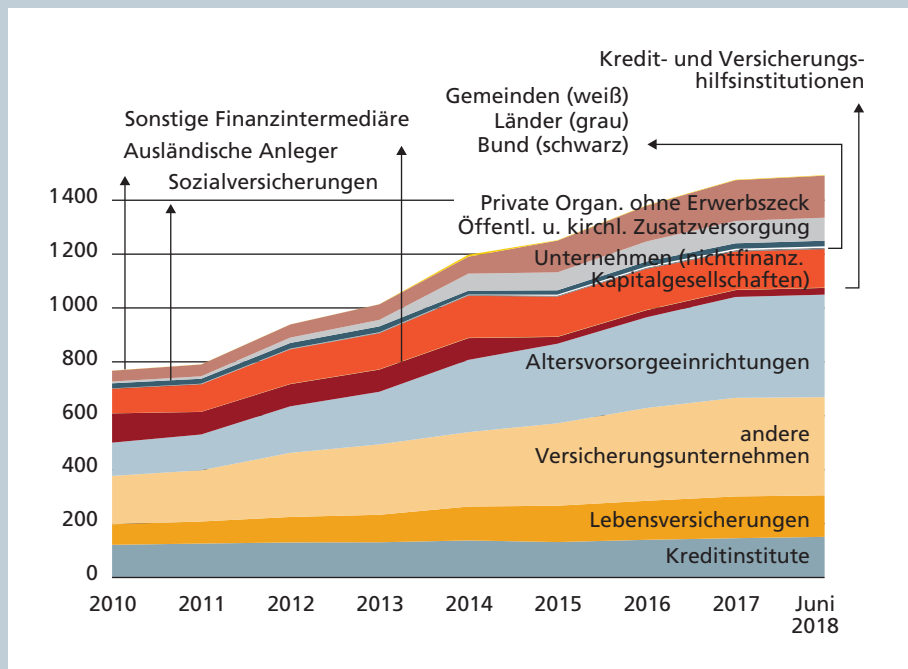


Rechtsanwalt und Notar, Frankfurt am Main

Wenn das wirtschaftliche und nicht zuletzt das politische Umfeld von Unsicherheiten geprägt sind, wird es für die Spezialfondsbranche zwar schwerer, ihren kontinuierlichen Wachstumspfad zu halten. Aber trotz aller aktuellen Widrigkeiten für die globale wie für die einheimische Wirtschaft sieht der Autor kein Szenario, das den anhaltenden Erfolg der Wertpapier-Spezialfonds zu stoppen in der Lage wäre. Für das Berichtsjahr 2017 sowie die ersten Monate des laufenden Jahres registriert er Mittelzuflüsse, die nicht an die Rekordjahre heranreichen mögen, aber durchaus noch Potenzial aufweisen, beispielsweise im Segment der Versicherungen. (Red.)

Wenigstens eine kleine Entlastung könnte der Gesetz- und Verordnungsgeber gewähren, indem er bei der Regulierungsgeschwindigkeit einen Gang herunterschalten würde. Das ist auf Dauer jedoch nicht ernsthaft zu erwarten. Allein die Abkürzungen der laufenden oder sich in Vorbereitung befindlichen Regulierungsvorhaben füllen in den Präsentationen der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften eine ganze Seite. Andererseits liegt genau hier eine Chance für die Spezialfondsgesellschaften. Denn nur wer sich täglich mit den einzelnen Anlegern und seinen speziellen Anforderungen beschäftigt, entwickelt die notwendige Expertise. Anbieter von ETF oder automatisierten Vermögensverwaltungslösungen können und wollen genau diesen Aufwand nicht erbringen. Dass der hiervon

Abbildung 2: Spezialfondsvolumen (ohne Immobilienfonds) nach Anlegergruppen (in Milliarden Euro)



Quelle: Bundesbank – © 2018 Till Entzian

ausgehende Margendruck von den Spezialfonds völlig ferngehalten werden kann, ist zwar auch keine realistische Erwartung, aber eine faire Vergütung wird die Branche auch künftig beanspruchen können.

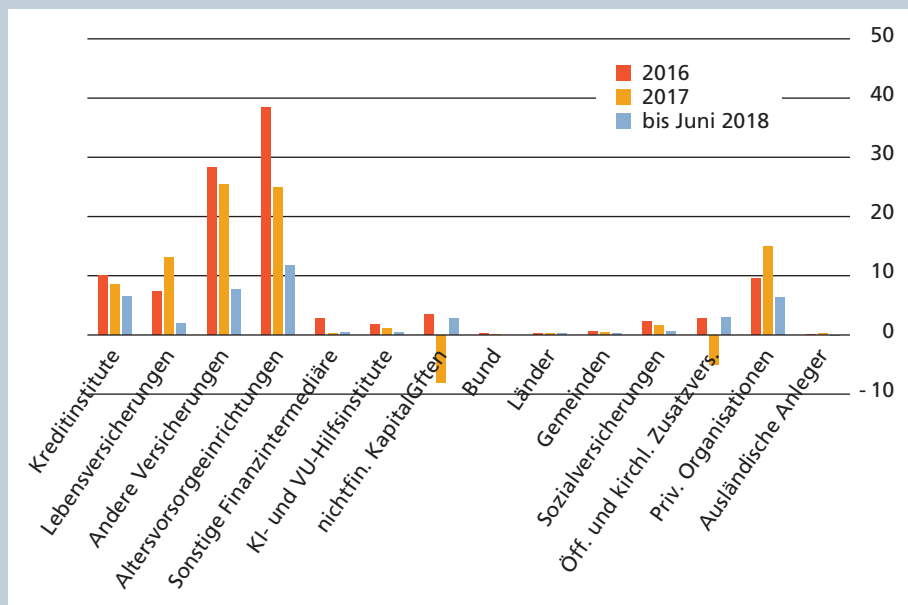
Schließlich erfüllen die Spezialfonds für die institutionellen Anleger noch weitere Aufgaben, insbesondere eine auf den individuellen Anleger und seine allgemeinen aufsichtsrechtlichen und seine besonderen zum Beispiel betriebswirtschaftlichen

Anforderungen abgestimmte Anlagepolitik, einschließlich des portfolioübergreifenden Reportings. Darüber hinaus ist in der Praxis die durch Beschäftigung mit den Bedürfnissen von anderen Anlegern erworbene Expertise der KVGs ein weiterer nicht zu unterschätzender Vorteil. Und soweit es sinnvoll ist, werden selbstverständlich auch passende ETF-Zielfonds erworben und auf diese Weise die Gesamtkosten im Anlegerinteresse reduziert.

### Steuerliche Ungleichbehandlung zementiert

Der Gesetzgeber hat es mal wieder für eine gute Idee gehalten, die Besteuerung der Investmenterträge völlig neu zu formulieren. Aus den vorher 27 Paragraphen sind – zunächst einmal – 57 geworden. Weitere Paragraphen werden unweigerlich folgen, ebenso ausführliche Auslegungsschreiben. Die auch beabsichtigte Vereinfachung des Steuerrechts wird also nicht eintreten. Zementiert ist die unterschiedliche Behandlung von Publikums- und Spezialfonds. Ferner können Spezialfonds durch Ziehen einer sogenannten „Transparenzoption“ Steuerguthaben und Steuerpflicht vom Fonds auf den Anleger übertragen.

Abbildung 3: Nettomittelaufkommen Spezialfonds (ohne Immobilienfonds) nach Anlegergruppen (in Milliarden Euro)



Quelle: Bundesbank – © 2018 Till Entzian

Weiterhin müssen sich alle Beteiligten mit der „Statusbescheinigung“, der „Teilfreistellungsquote“ und den „Teilfreistellungs Voraussetzungen“, steuerbefreite Anleger darüber hinaus mit dem „Investmentteil-Bestandsnachweis“, der „45-Tage“-Regel und dem Nachweis der Einhaltung der letztgenannten beschäftigen. Durch die „Teilfreistellung“ soll der Doppelbesteuerungseffekt „kompensiert“ werden. Solche Kompensationen wären überflüssig, wenn man ein vernünftiges Grundkonzept gewählt hätte, bei dem Doppelbesteuerungseffekte von vornherein ausgeschlossen wären.

Im Übrigen sind Anleger und Anbieter – wie bei jeder belastenden gesetzlichen Regelung – auch hier gezwungen, sich sehr genau mit den neuen Vorschriften auseinanderzusetzen und sämtliche Optimierungsmöglichkeiten auszuschöpfen, seien sie auch noch so gering.



Geschlossene Fonds unterscheiden sich von den offenen Spezialfonds, indem eine Rücknahme zum Nettoinventarwert nicht vorgesehen ist.

**Blick auf geschlossene Fonds**

Der offene Fonds muss daher den marktgerechten Nettoinventarwert beziehungsweise Anteilpreis für jeden Börsentag, an welchem Anteile ausgegeben oder zurückgenommen werden, aktuell ermitteln. Wäre der Anteilpreis nicht marktgerecht, würde die Transaktion zu einem Vorteil bei der einen und einem Nachteil bei der anderen Anlegergruppe führen. Bei geschlossenen Fonds hingegen besteht diese Notwendigkeit nicht, da keine Transaktionen zum ermittelten Nettoinventarwert stattfinden. Die Anleger erhalten ihren Anteil erst zurück, wenn der Fonds am Laufzeitende liquidiert wird.

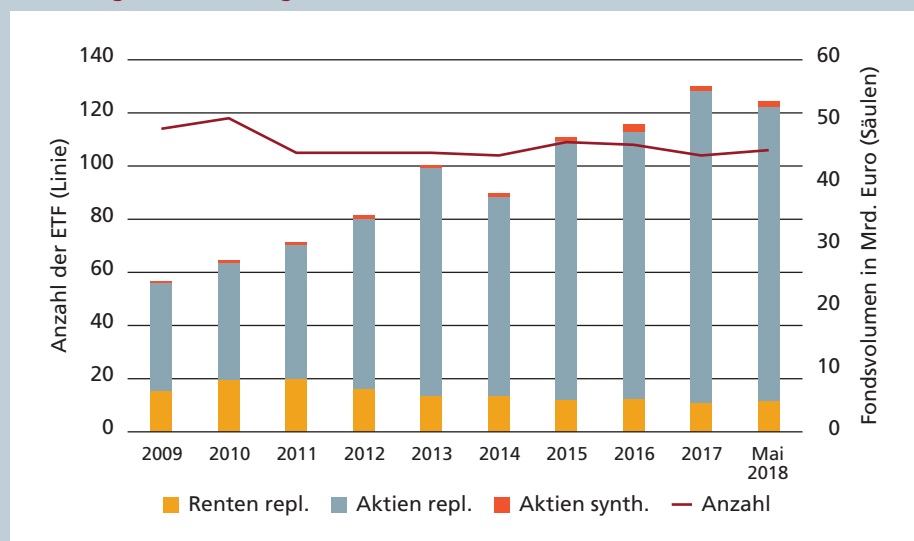
Während also die Anleger der Wertpapier-spezialfonds täglich ihre Anteile zurückgeben könnten und, sofern die Märkte stabil bleiben, den angegebenen Nettoinventarwert zurückerhalten würden, zeigt die Abbildung 5 ein anderes Bild. Danach werden die vorhandenen Vermögenswerte aller von der Bundesbankstatistik erfassten geschlossenen Fonds derzeit mit einem Betrag von 77,3 Milliarden Euro bewertet.

Sicherlich leben einige der betroffenen Anleger in der Hoffnung auf vorhandene stille Reserven, die bei der finalen Liquidation gehoben werden. Die Hoffnung ist jedoch des Kaufmanns Tod, sodass besser die gesicherten Zahlen zu betrachten sind. Danach müssen die geschlossenen Fonds zunächst die Fremdfinanzierungen von 28 Milliarden Euro ablösen, sodass den Anlegern 49 Milliarden Euro verbleiben werden.

**Energieanlagen unterrepräsentiert**

Im Vergleich zum ursprünglich eingesetzten Eigenkapital von 108,6 Milliarden Euro ist diese Erwartung enttäuschend. Trotzdem haben sich die Mittelzuflüsse

**Abbildung 4: Entwicklung der inländischen ETF (Anzahl und Volumen)**



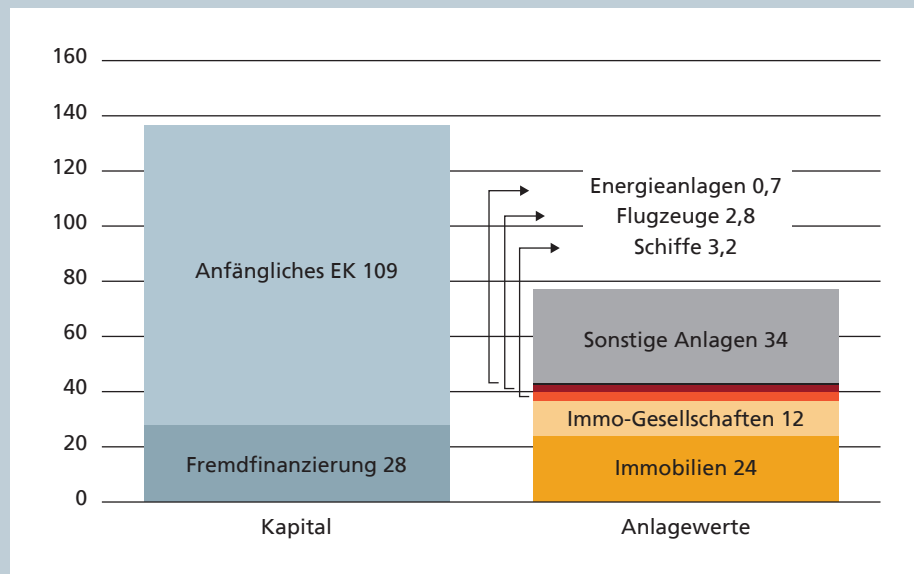
Quelle: Bundesbank – © 2018 Till Entzian

von 2,9 Milliarden Euro 2016 auf 3,7 Milliarden Euro im Jahr 2017 erhöht, und allein im ersten Halbjahr 2018 sind den geschlossenen Fonds weitere 1,7 Milliarden Euro zugeflossen.

Im Vergleich zu den offenen Fonds, die zum Beispiel 2017 insgesamt 78 Milliarden Euro eingesammelt haben, ist das zwar relativ wenig, aber vor allem aus Anlegersicht wäre auch dieses Geld bei den offenen Fonds besser aufgehoben.

Der größte Block der Vermögensgegenstände der geschlossenen Fonds entfällt mit 36 Milliarden Euro auf Immobilien, davon 2/3 direkt und 1/3 über Zwischengesellschaften. Schiffsbeteiligungen kommen auf 3,2 Milliarden Euro und Flugzeuge auf 2,8 Milliarden Euro. Überraschenderweise beträgt der Wert der Energieanlagen einschließlich Windkraft und Solaranlagen lediglich 0,7 Milliarden Euro beziehungsweise 1 Prozent aller Vermögenswerte.

**Abbildung 5: Anlagen und Vermögen geschlossener Fonds (in Milliarden Euro per Mai 2018)**



Quelle: Bundesbank – © 2018 Till Entzian

In der Rangliste der Wettbewerber haben sich dieses Jahr einige Veränderungen ergeben (siehe dazu Abbildung 6). Das betrifft selbstverständlich nicht die Allianz Asset Management Gruppe, die nach der BVI-Statistik mit einem betreuten Vermögen von 609 Milliarden Euro noch unangefochtener auf dem ersten Platz steht als Bayern München in der Bundesliga.

Das betreute Vermögen umfasst sowohl den klassischen Spezialfonds mit Portfoliomanagement und Administration „aus einer Hand“ (223 Milliarden Euro, 9 Milliarden weniger als im Vorjahr), das reine Portfoliomanagement von Vermögen außerhalb eigener Spezialfonds (170 Milliarden Euro, 3 Milliarden mehr als im Vorjahr) und schließlich das rein administrierte Vermögen, dessen Portfoliomanagement von anderen Asset Managern verantwortet wird (219 Milliarden Euro, 8 Milliarden mehr als im Vorjahr). Berücksichtigt werden sowohl Spezialfonds als auch

Depots/Vermögen, die nicht als Spezialfonds organisiert sind.

Den zweiten Platz hat die Universal-Investment zur Gruppe mit den nunmehr 269 Milliarden Euro von der HSBC Trinkhaus und Burkhardt Gruppe (250 Milliarden Euro) erkämpft. Die Universal Investment setzt nahezu ausschließlich auf das Angebot reiner Administration, das einen Umfang von 237 Milliarden Euro hat (Vorjahr: 194 Milliarden Euro).

### Bewegung im Sparkassenlager

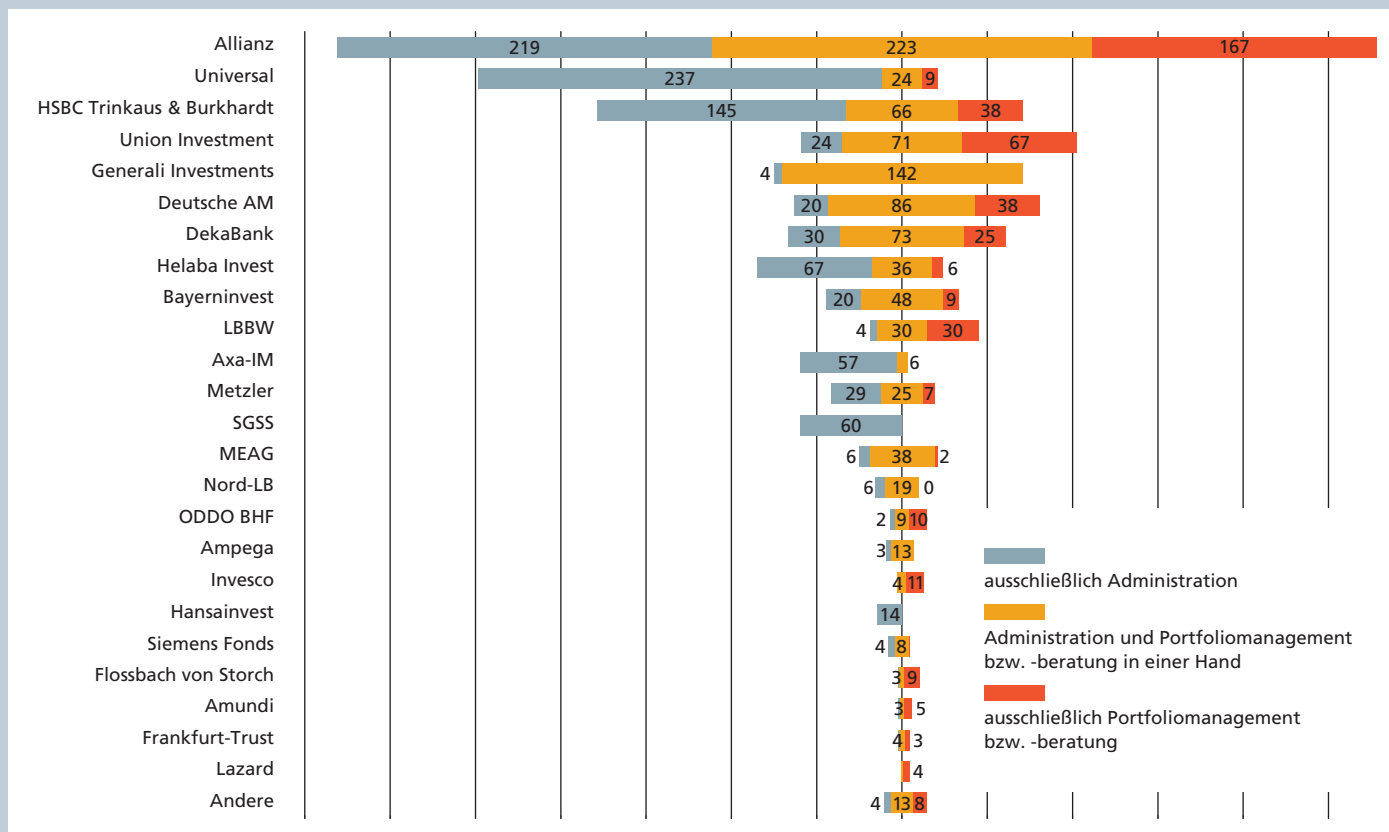
Den vierten Platz hat die Deutsche Asset Management an die Union Investment abgegeben. Beide Gesellschaften legen ihren Schwerpunkt auf das klassische Spezialfondsgeschäft „aus einer Hand“ und lassen nur etwa 10 Prozent des betreuten Volumens von externen Portfoliomanagern verwalten beziehungsweise beraten.

Umgekehrt verwalten beziehungsweise beraten beide Häuser jedoch extern administriert Portfolios in erheblichem Umfang, die Union Investment mit 67 von insgesamt 162 Milliarden Euro sogar noch stärker als die auf den sechsten Platz zurückgefallene Deutsche Asset Management mit 38 von insgesamt 144 Milliarden Euro.

Die Generali Investments ist weiterhin die einzige Spezialfondsgesellschaft, die sich nahezu ausschließlich am klassischen Modell orientiert. Die von ihr verwalteten und administrierten Spezialfonds haben ein Volumen von 142 Milliarden Euro; lediglich 4 Milliarden Euro werden von externen Portfoliomanagern verantwortet.

Die Helaba Invest ist einen Platz hinter die Deka zurückgefallen. Die Société Générale Securities Services GmbH in München blickt ebenfalls auf ein nicht zufriedenstellendes Jahr 2017 zurück. Insbesondere hat sich das Neugeschäft nicht

Abbildung 6: Anbieter von institutionellen Administrations- und Portfoliomanagement-Dienstleistungen (Summe aus Wertpapier-Spezialfonds und Vermögen außerhalb von Investmentfonds, Bestand in Milliarden Euro)



Stichtag: 31. Dezember 2017, berücksichtigt sind Anbieter mit einer Summe einfacher und kombinierter Dienstleistungen von mehr als 4 Milliarden Euro  
Quelle: BVI – © 2018 Till Entzian

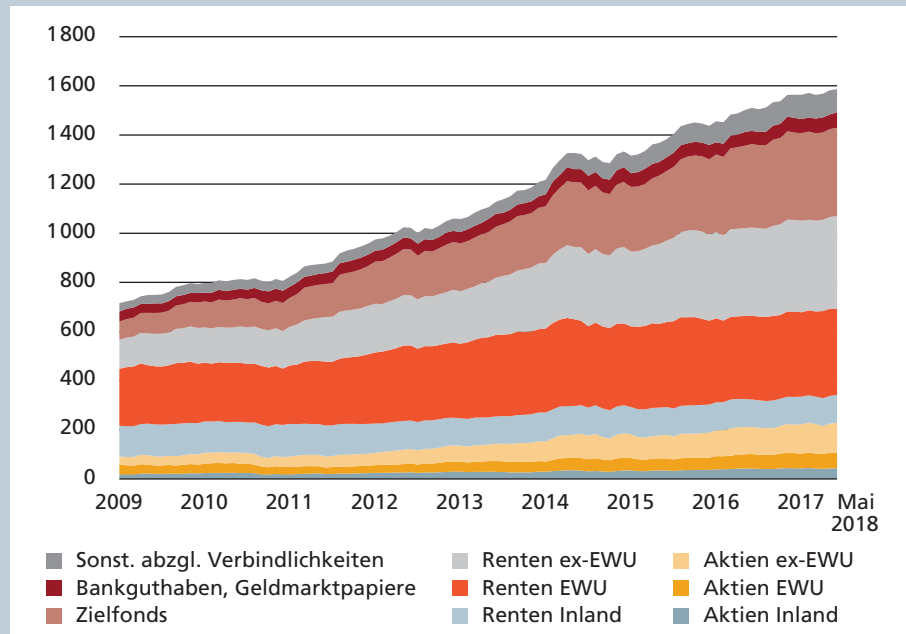


wie erwartet entwickelt, und das administrierte Fondsvolumen stagnierte bei 60 Milliarden Euro. Den dreizehnten Platz in der Rangliste konnte die SGSS dennoch behaupten.

Den höchsten Rückgang musste Metzler Invest hinnehmen. Zwar sind die Assets under Management in der Gruppe 2017 von 74 auf 76 Milliarden Euro angestiegen. Das dem BVI gemeldete Volumen in Wertpapier-Spezialfonds sank jedoch von 83 auf 61 Milliarden Euro. In der Rangliste rückte die Gesellschaft dadurch um drei Plätze auf 12 nach unten.

Verbessern konnte sich dagegen die LBBW, die um zwei Positionen auf den zehnten Platz vorrückte und jetzt insgesamt 63 Milliarden Euro betreut, davon jeweils 30 Milliarden Euro im klassischen Spezialfondsgeschäft sowie im reinen Portfoliomanagement.

Abbildung 7: Zusammensetzung des Fondsvermögens der Spezialfonds (in Milliarden Euro)



Quelle: Bundesbank – © 2018 Till Entzian/Kandlbinder

### Vorboten der lang erwarteten Konsolidierungswelle?

Nach Hypo-Invest, Activest und Pioneer hat die von der Bayerischen Hypo gegründete Gesellschaft erneut eine neue Firma erhalten und heißt jetzt Amundi Deutschland GmbH; der Sitz bleibt in München. Der französische Vermögensverwalter, der die Pioneer von der italienischen Unicredit vor einem guten Jahr erworben hat, nimmt für sich in Anspruch, durch die Übernahme zum größten Vermögensverwalter in Europa geworden zu sein und weltweit einen der ersten 10 Plätze zu besetzen. Unter den Anbietern von Wertpapier-Spezialfonds bleibt die Gesellschaft unverändert auf Platz 22 mit insgesamt 8,6 Milliarden Euro unter Betreuung, davon 2,9 Milliarden Euro im klassischen Spezialfondsgeschäft und 4,6 Milliarden Euro im reinen Portfoliomanagement.

Hier stellt sich die spannende Frage, ob der Erwerb von Pioneer durch Amundi tatsächlich der Vorbote einer auf die Branche zurollenden Konsolidierungswelle ist. Schon immer ist den Wertpapier-Investmentfonds von jederzeit verfügbaren Kritikern entgegengehalten worden, dass

die von diesen erbrachte Leistung an sich überflüssig sei, weil man als Anleger ein risikogestreutes Wertpapierportfolio genauso gut auch unmittelbar erwerben könne, etwa mithilfe von Discount-Brokern, und die Performance von Publikumsfonds zu übertreffen, sei ja auch keine Kunst.

Eine Reihe von Fintech-Unternehmen versprechen nun, den Anlegern für diesen Zweck tatsächlich brauchbare Werkzeuge an die Hand zu geben. Sofern Investmentanleger auf breiter Front diesen Versprechungen Glauben schenken, kann es bei den Publikumsfonds tatsächlich zu erheblichen Mittelrückflüssen kommen, ferner zu einem weiteren Margendruck, dem natürlich mit einer Konsolidierung innerhalb der Branche begegnet werden kann. Es hat ja auch in der Investmentbranche schon mehrmals solche Bewegungen gegeben, jedoch ist die Zahl der Spezial- wie der Publikumsgesellschaften heute größer als je zuvor.

### Langsame, aber beständige Änderung der Vermögensanlage

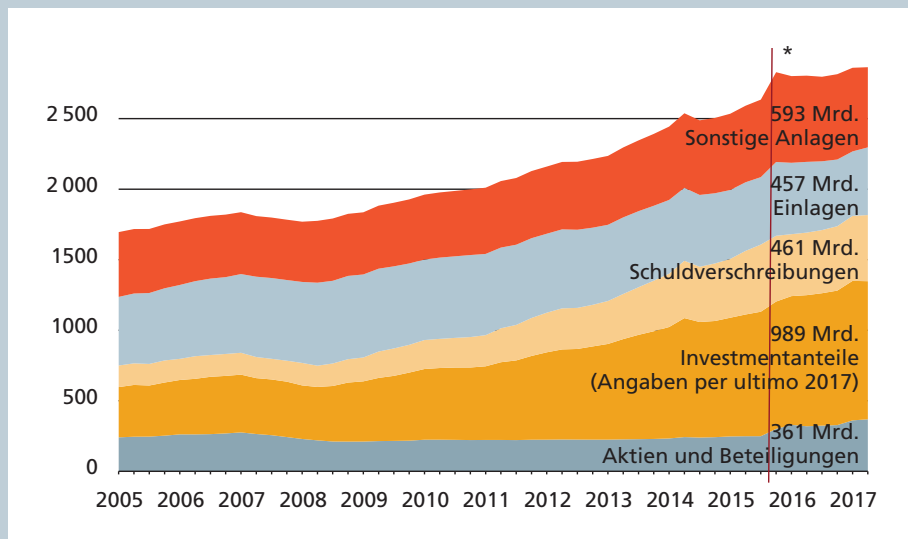
Die Ausrichtung der Vermögensanlage ändert sich langsam, aber beständig. Be-

reits zum dritten Mal in Folge haben die Spezialfonds den Bestand an inländischen Aktien aufgestockt (Abbildung 7). Mit einem Wert von 43 Milliarden Euro entspricht er jetzt 2,8 Prozent des gesamten Volumens (Vorjahr: 2,7 Prozent). Auch der Bestand an ausländischen Aktien wurde aufgebaut. Unternehmen mit Sitz in Mitgliedsstaaten der Europäischen Währungsunion sind jetzt in Höhe von 3,9 Prozent (3,7 Prozent) und Unternehmen mit Sitz im Nicht-Euro-Raum Mitte 7,6 Prozent (7,2 Prozent) vertreten.

Insgesamt stiegen die Aktienanlagen also um 0,7 Prozentpunkte an. Demgegenüber wurden die festverzinslichen Anlagen um insgesamt 2,5 Prozentpunkte reduziert, und zwar im Inland von 7,9 Prozent auf 7,2 Prozent, im Euroraum von 23,4 Prozent auf 21,9 Prozent und im Rest der Welt von 24,1 Prozent auf 23,8 Prozent.

Die besonders starke Reduzierung der Euro-Renten hängt natürlich auch mit dem Ankaufprogramm der EZB zusammen, durch welches die Risiken notleidender Staatsanleihen problemlos auf den Steuerzahler übertragen werden können.

Abbildung 8: Aktiva der Versicherungen und Pensionseinrichtungen (in Milliarden Euro)



Quelle: Bundesbank – © 2018 Till Entzian

\* neuer statistischer Ausweis ab Q3 2016

Fortgesetzt hat sich der Aufbau des Bestandes an Zielfonds-Anteilen. Hier hatten die Spezialfonds Ende 2017 einen Gesamtbetrag von 356 Milliarden Euro oder 22,8 Prozent ihres gesamten Vermögens investiert. Abgesehen von Spezialitäten und Anteilen an offenen Immobilienfonds wird es sich bei den Zielfonds im Wesentlichen um ETF handeln, die eine kostengünstige und einfache Möglichkeit bieten, die Asset Location schnell zu ändern.

#### Aktien-Exposure: jeweils hälftig in Direktanlagen und Zielfonds

Um welche Zielmärkte es sich bei den genutzten ETF handelt, ist der Bundesbankstatistik nicht zu entnehmen. Geht man jedoch davon aus, dass die Spezialfonds

in den vorhandenen ETF gleichmäßig investiert sind, so entfallen 78 Prozent dieser Anlageform auf den Aktienmarkt und 17 Prozent auf den Rentenmarkt. Relativ unbedeutende Anteile von jeweils 2 Prozent entfallen auf Rohstoffe und alternative Investments. Dies bedeutet, dass die Spezialfonds nur die Hälfte ihres Aktien-Exposure über Direktanlagen und die andere Hälfte über Zielfonds darstellen.

Zur Einschätzung der künftigen Absatzchancen von Spezialfonds bei zwei der wichtigsten Anlegergruppen, den Versicherungen und Pensionseinrichtungen, empfiehlt sich ein Blick auf die Entwicklung deren Aktiva (Abbildung 8). Die Bundesbank hat bis Mitte/Ende 2016 die Zahlen beider Anlegergruppen gemeinsam veröffentlicht, und so wurden sie bisher an dieser Stelle dargestellt. Die

neue – getrennte – statistische Veröffentlichung konnte jedoch zusammengeführt werden, um die längerfristige Entwicklung ohne Bruch darzustellen.

#### Verlangsamtes Wachstum der Vermögensanlagen

Eine wichtige Erkenntnis ist, dass sich das Wachstum der Vermögensanlagen insgesamt verlangsamt hat. Die Gesamtsumme beläuft sich auf 2,9 Billionen Euro beziehungsweise 2,2 Prozent mehr als Ende 2016. Das ist die niedrigste Wachstumsrate der letzten zwölf Jahre, wobei der Durchschnitt bei 4,0 Prozent gelegen hat. Dies passt zum Bericht des GdV über erneut rückläufiges Neugeschäfts bei Lebensversicherungen 2017 und dem andauernden Niedrigzinsumfeld. Hier stellen sich den Versicherungen besondere Herausforderungen, denen sie zumindest teilweise mit der Umschichtung von der Direktanlage in die Investmentanlage zu begegnen suchen. Mit 989 Milliarden Euro oder 34,5 Prozent befindet sich inzwischen mehr als ein Drittel der Vermögenswerte in Investmentanteilen, hauptsächlich Spezialfondsanteilen.

Für die Spezialfonds-Gesellschaften sind die Zeiten günstig. Das Produkt hat sich etabliert und bietet genügend Vorteile gegenüber anderen Vehikeln und der Direktanlage, sodass es für einen wirtschaftlich denkenden institutionellen Anleger unverzichtbar ist. Wenn auch die Versicherungen über derzeit rückläufiges Neugeschäft berichten, sorgt doch bereits der aktuelle Beitragsstrom für eine Wachstumsgarantie. Zusätzliches Potenzial ist in Höhe der noch bestehenden Direktanlagen der institutionellen Anleger ausreichend vorhanden.

Zwar scheint es momentan überdurchschnittlich viele Unsicherheiten politischer und wirtschaftlicher Art zu geben, die jede für sich zu einem heftigen Rückschlag der Weltwirtschaft und erheblichem Schaden für die deutsche Wirtschaft führen könnten. Es ist jedoch kein Szenario in Sicht, das den anhaltenden Erfolg der Wertpapier-Spezialfonds zu stoppen in der Lage wäre.

### Bleiben Sie immer auf dem neuesten Stand!

Ihre Kreditwesen-Redaktion informiert nun auch täglich in der Rubrik „Tagesmeldungen“. Folgen Sie uns auf



oder besuchen Sie uns unter

[www.kreditwesen.de/tagesmeldungen](http://www.kreditwesen.de/tagesmeldungen)