

Till Entzian

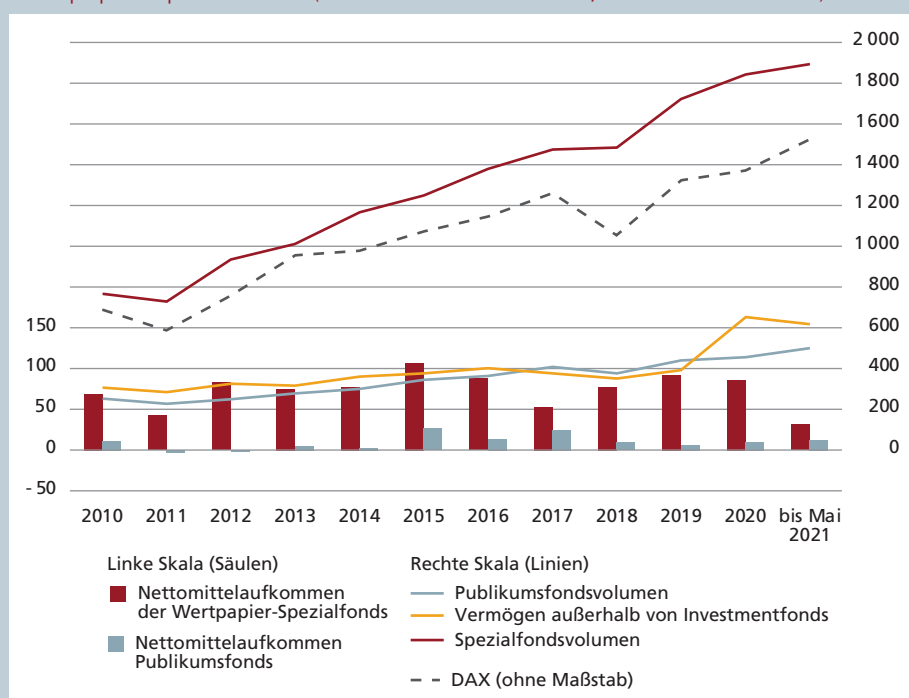
Wertpapier-Spezialfonds 2020: Gewöhnliches Wachstum in ungewöhnlicher Zeit

Das Jahr 2020 verlief für die Wertpapier-Spezialfonds frei von Überraschungen und mit einer normalen, durchschnittlichen Steigerung des Fondsvolumens um 7 Prozent. Dabei lagen die Nettomittelzuflüsse mit 86 Milliarden Euro auf dem Niveau der beiden Vorjahre. Hier waren es 78 Milliarden Euro 2018 beziehungsweise 93 Milliarden Euro im Jahr 2019. Dass die Steigerungsrate von 2019 mit damals 16 Prozent nicht erreicht wurde, lag am geringeren Beitrag der Wertentwicklung: Anstelle von 144 Milliarden Euro im Jahr 2019 konnten 2020 nur 36 Milliarden Euro Erträge und Kursgewinne per Saldo erzielt werden.

Ein überraschend starker Anstieg ist dagegen beim Volumen der außerhalb von Investmentfonds verwalteten Vermögen zu beobachten. Dieses erhöhte sich um zwei Drittel von 392 Milliarden Euro auf 652 Milliarden Euro. Selbst der absolute Zuwachs ist im Vergleich zu der Entwicklung bei den Wertpapier-Spezialfonds mehr als doppelt so hoch. Die im vergangenen Jahr von den Spezialfondsgesellschaften in der freien Vermögensverwaltung neu hinzugewonnenen Mandate sind für diese also sehr interessant, auch wenn sie teilweise aus der eigenen Konzern- beziehungsweise Gruppenstruktur stammen.

Allein der Marktführer Allianz Global Investors betreut mit 237 Milliarden Euro im Portfoliomanagement (in- und außerhalb von Spezialfonds) jetzt gut 56 Milliarden Euro mehr als noch ein Jahr zuvor. Eine ähnlich hohe Steigerung weist die Gesellschaft auf der Seite der reinen Administration aus, nämlich eine Steigerung um 46 auf 304 Milliarden Euro. Relativ stabil blieb das Volumen, bei welchem sowohl Administration als auch Portfoliomanagement verantwortlich werden, das sich jetzt auf 225 Milliarden Euro beläuft, nach 223 Milliarden Euro ein Jahr zuvor.

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



Quellen: BVI, Bundesbank, Deutsche Börse – © 2021 Till Entzian

Vermögensverwaltung gewinnt enorm an Bedeutung

Leider ist aus den Zahlen nicht ersichtlich, inwieweit Administration und Portfoliomanagement von unterschiedlichen, jeweils auf die entsprechende Dienstleistung spezialisierten Gesellschaften, aber dennoch beides innerhalb der gleichen Unternehmensgruppe verantwortet wird. Daher werden – nicht nur bei der Allianz-Gruppe – die identischen Bestände teilweise doppelt ausgewiesen, nämlich bei reiner Administration und beim reinen Portfoliomanagement, während ein Ausweis in der Mitte, also beim klassischen Spezialfonds-Angebot, wohl aussagekräftiger wäre.

Eine ähnlich hohe Steigerung bei der wie die Allianz konnte die unverändert an Platz zwei stehende Universal Investment erzielen, die in der freien Vermögensverwaltung 51 Milliarden Euro hinzugewinnen konnte und jetzt 66 Milliarden Euro betreut.



Erstmals weist die Generali Investments Bestände in der freien Vermögensverwaltung aus, und zwar 23 Milliarden Euro. Die Bayerninvest hat ihr Volumen in diesem Geschäftsbereich auf 17 Milliarden Euro mehr als verdoppelt.

Ganz neu in der Liste der Anbieter von institutionellen Administrations- und Portfoliomanagement-Dienstleistungen erscheint die Signal Iduna Asset Management GmbH (SIAM) mit Sitz in Hamburg, nachdem sie jetzt dem BVI beigetreten ist. Die SIAM legt keine eigenen Sondervermögen auf, sondern überlässt die Administration der Hansainvest. Das Volumen der entsprechenden Spezialfonds beträgt 13 Milliarden Euro, und außerhalb von Spezialfonds verwaltet sie 27 Milliarden Euro.

Größter Gewinner in der Rangliste ist die MEAG Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft, die um 9 Plätze auf den dritten Rang vorsprang. Nach erfolgter Übernahme eines neuen Großmandats verwaltet die MEAG jetzt Spezialfonds im Wert von 297 Milliarden Euro (2019: 42 Milliarden Euro) und liegt damit im klassischen Spezialfondsgeschäft sogar noch vor der Allianz. Die Gesellschaft bietet auch Infrastrukturfonds an, legt diese jedoch in Luxemburg auf.

In der Rangliste um jeweils einen Platz aufrücken konnten die AXA mit insgesamt 76 Milliarden Euro auf Platz 13 und Flossbach von Storch auf Platz 20. Die Hansainvest musste dagegen drei Plätze abgeben und steht jetzt auf Rang 23.

Publikumsfondsvermögen über der Marke von 500 Milliarden Euro

Die Wertpapier-Publikumsfonds konnten mit 10 Milliarden Euro Mittelaufkommen immerhin mehr neues Geld als in den beiden Vorjahren einsammeln, als 9 beziehungsweise 6 Milliarden Euro erreicht wurden. Unterstützt durch die positiven Märkte ergab sich 2020 eine Steigerung des verwalteten Volumens um 15 Milliarden Euro auf 457 Milliarden Euro. Im laufenden Jahr setzt sich diese Entwicklung fort, und durch weitere Mittelzuflüsse

von 12 Milliarden Euro und weiterhin steigende Märkte überstieg das Nettofondsvermögen die halbe Billion und beträgt jetzt 502 Milliarden Euro.

So schön diese Nachricht klingt, muss immer wieder daran erinnert werden, dass diese Zahl um mindestens 650 Milliarden Euro höher liegen würde, wenn nicht der deutsche Gesetzgeber, das BMF und die BaFin über Jahrzehnte hinweg so unwillig, unbeherzt und provinziell agiert hätten und der Investmentfondsbranche teilweise sogar feindsinnig gegenübergestanden hätten. Bei dem genannten Wert handelt es sich nur um die 14,4 Prozent des in Luxemburg verwalteten Vermögens, das deutschen Anbietern zugerechnet wird, also ohne die zum Beispiel nach Irland oder in die Schweiz abgewanderten Fondsvolumina.

Dabei liegt das ganze Geheimnis des Luxemburger Erfolgs einfach nur im Verzicht auf Goldplating (Verschärfung der EU-Regeln bei Umsetzung in nationales Recht aus politischen Gründen oder vermeintlicher Notwendigkeit) und im wahrhaften Bemühen um einen sachgerechten und die Branche möglichst unterstützenden Ansatz in der Finanzaufsicht.

Mit den Hedgefonds und den deutschen REITs hatte der Gesetzgeber der Branche zwei Produkte zur Verfügung gestellt, die im Ausland sehr erfolgreich sind. Bei der Ausgestaltung wollte man jedoch nicht die dort nutzbaren Freiheiten gewähren, sodass der erhoffte Erfolg in vorhersagbarer Weise ausblieb. Durch das Fondsstandortgesetz werden weitere Fondstypen definiert, unter anderem ein Fonds zur Förderung nachhaltiger Entwicklung in Entwicklungsländern. Auch dieser Fondstyp wird nur sehr geringe Volumina erreichen. Denn wer spenden möchte, kann dies mithilfe von mehreren Millionen Hilfsorganisationen machen. Und wer renditeorientiert investieren muss, wird Entwicklungshilfeprojekte nur beziehungsweise ohnehin in sein Portfolio aufnehmen, wenn diese das gewünschte Risiko-Rendite-Profil aufweisen. Da hierzulande eine renditeorientierte Entwicklungshilfe aber verpönt ist und eine KVG auch noch zusätzliche Or-



Till Entzian



Rechtsanwalt und Notar, Frankfurt am Main

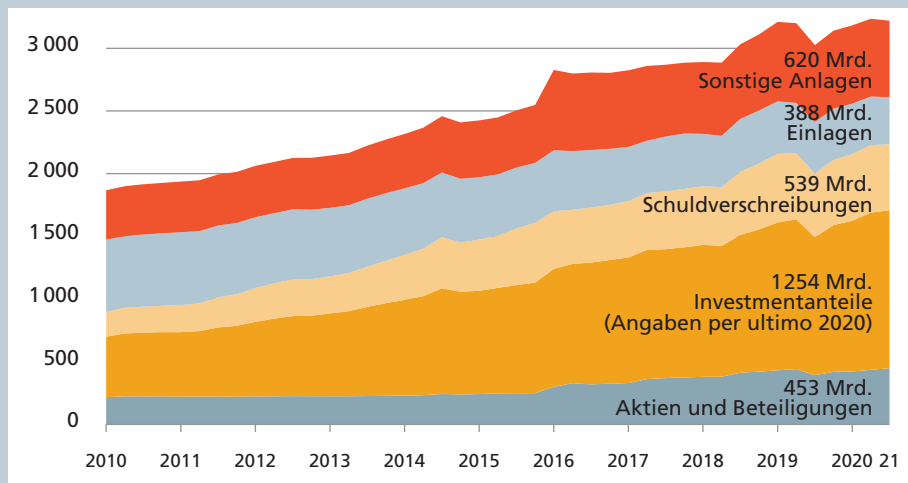
2020 war definitiv ein außergewöhnliches Jahr. Für die Menschen, für die Unternehmen, aber auch für die Kapitalmärkte. Auf den guten Jahresstart folgten massive Wertkorrekturen zu Beginn der Corona-Pandemie, bevor der Rest des Jahres dann im Zeichen der Wertaufholung stand. Ungeachtet dessen geht der Trend weiter von Direktanlagen institutioneller Investoren hin zu Wertpapier-Spezialfonds. Diesen flossen im vergangenen Jahr rund 86 Milliarden Euro zu, wobei sich vor allem Versicherungen und Pensionskassen unter den Anlegergruppen hervortaten. Einen überraschend starken Anstieg verzeichneten die außerhalb von Investmentfonds verwalteten Vermögen, deren Volumen sich um zwei Drittel von 392 auf 652 Milliarden Euro erhöht hat. Das Fazit des Autors: Die Spezialfonds blicken auf ein zwar ungewöhnliches, aber letztlich zufriedenstellendes Jahr 2020 zurück, eine Entwicklung, die sich auch 2021 fortsetzen wird. (Red.)

ganisationsanforderungen erfüllen müssen, bevor sie den neuen Fondstyp anbietet, stehen die Chancen auf die praktische Umsetzung dieser Idee extrem schlecht; jedenfalls solange es keine Steuervorteile gibt.

Fondsstandortgesetz schafft neue Möglichkeiten, aber auch Aufgaben

Bessere Aussichten bestehen für die Nutzung der neuen Möglichkeit für Immobilienfonds-KVGs, Infrastruktur-Sondervermögen aufzulegen. Da die laufenden

Abbildung 2: Aktiva der Versicherungen und Pensionseinrichtungen (in Milliarden Euro)

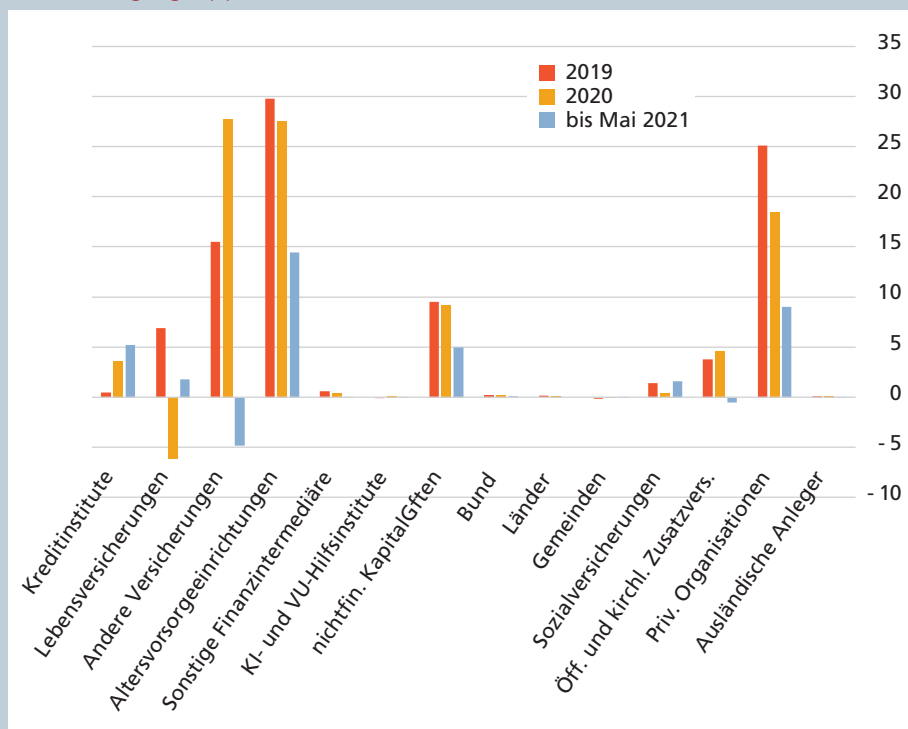


Neuer statistischer Ausweis ab Q3 2016, ab Q1 2020 Umstellung von Buch- auf Zeitwerte
Quelle: Bundesbank – © 2021 Till Entzian

Erträge bei privat finanzierten Infrastrukturprojekten häufig vom Steuerzahler geleistet oder wenigstens garantiert werden, kann der Investor hier mit einer festen Rendite rechnen. Vorteil für die Politik ist, dass die Projekte zwar fremdfinanziert werden, die Fremdfinanzie-

rung aber nicht als Staatsverschuldung ausgewiesen werden müssen. Vorteil für Nutzer und Steuerzahler ist eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass Baukosten und Dauer der Fertigstellung nicht so ausufern, wie dies bei staatlichen Projekten fast schon die Regel ist.

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



Quelle: Bundesbank – © 2021 Till Entzian

Für Wertpapier-Spezialfonds dürfte die im Fondsstandortgesetz verankerte Erlaubnis zum Erwerb von Kryptowerten (bis 20 Prozent des NAV – Net Asset Value) die größte Rolle spielen, da sich der eine oder andere institutionelle Anleger mit einer solchen modern anmutenden Investition würdigen wollen. Die Risikomanager in den Gesellschaften beziehungsweise den Depotstellen werden sich mit dem Thema umfassend beschäftigen müssen, da die Bestände bei Einlagen und Wertpapieren auf völlig unbekannte Arten und Weisen verloren gehen können. So besteht zum Beispiel ein Totalverlustrisiko durch Hackerangriffe auf die Handelsplattform, durch physische Zerstörung eines Speichermediums oder durch fantastisch kreative Betrugsformen.

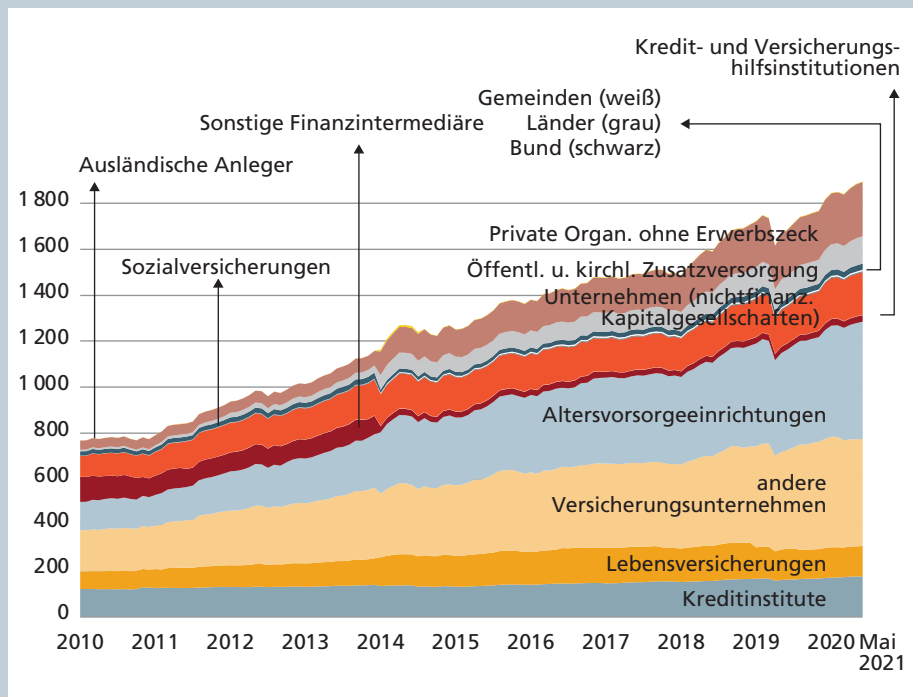
Kryptoanlagen als Chance

Und auch wenn sich die Portfoliomanager an die „politischen Märkte“ inzwischen gewöhnt haben, haben Kursausfälle aufgrund einzelner Tweets von Elon Musk sicher noch einmal eine andere Qualität. Der große eherne Grundsatz der Investmentfonds, die Risikomischung, bedeutet ja nicht, dass möglichst viele Risikoarten im Fonds vorhanden sein müssen.

Eine für Spezialfonds-Gesellschaften wirklich wichtige Neuregelung betrifft das sogenannte Pre-Marketing. Bisher mussten sich die institutionellen Anleger vor den zahllosen Akquisitionsbemühungen durch Assetmanager, Portfoliomanager, Vermögensverwalter und Produktanbieter selbst schützen. Jetzt muss der Anbieter bei der BaFin eine Vertriebsanzeige einreichen, wenn keiner der definierten Ausnahmetatbestände vorliegt. Immerhin gibt es durch die Neuregelung eine Rechtssicherheit für die unabhängigen Vermittler, die sich an den Ausnahmen orientieren können.

Neu ist auch die Verankerung der ESG-Informationspflichten im KAGB. Geprägt von der Vorstellung, europäische Anleger könnten über ihre Portfoliozusammensetzung einen Beitrag zum Kampf gegen den Klimawandel leisten, wird eine Vielzahl von Informations- und Dokumenta-

Abbildung 4: Volumen der Wertpapier-Spezialfonds (ohne Immobilienfonds) nach Anlegergruppen (in Milliarden Euro)



Quelle: Bundesbank – © 2021 Till Entzian

tionspflichten eingeführt. So müssen Anleger beim Beratungsgespräch angeben, ob sie nachhaltig investieren wollen, und im Falle der erwarteten Antwort kommen dann nur solche Anlagen infrage, die gemäß der Taxonomie-, der Transparenz- und weiteren Verordnungen dokumentieren können, nur in Unternehmen zu investieren, die sich an die Nachhaltigkeits-Taxonomie halten.

Die Nachteile, die den Anlegern und den europäischen Volkswirtschaften durch einen bewussten Renditeverzicht entstehen werden, bleiben beim Konzept der EU-Kommission unberücksichtigt. Und genauso, wie die Unternehmen jetzt de facto gezwungen werden, sich zertifizieren zu lassen, können sie nach der jetzt geschaffenen Methodik künftig zum Beispiel gezwungen werden, bestimmte rein politische Ziele beziehungsweise deren Vertreter zu unterstützen. Vielleicht ließe sich eine solche Entwicklung noch abwenden, wenn der Berater die Frage an den Anleger anders formulieren würde, nämlich ob er bereit wäre, auf Rendite zu verzichten, um eine von der EU definierte Nachhaltigkeit zu fördern.

In der konkreten Umsetzung bedeuten die neuen Regeln natürlich nur, dass die Spezialfondsgesellschaften die entsprechenden Prozesse einschließlich Dokumentationspflichten stoisch einzurichten und abzuarbeiten haben, so wie bei allen vorigen Gesetzen und EU-Verordnungen. Und wie zuvor stellen die neuen Rege-

„Die im Fondsstandortgesetz verankerte Erlaubnis zum Erwerb von Kryptowerten wird eine große Rolle spielen.“

lungen keine Gefahr für den Spezialfonds dar, sondern lassen diesen dem Anleger wegen des Outsourcing-Effekts eher noch attraktiver erscheinen.

Versicherungen und Pensionsfonds investieren kräftig

Bei der Zusammensetzung der Anleger fällt zunächst ein starker Rückgang bei allen Anlegergruppen zu Beginn des Jahres 2020 auf, nur bei den Kreditinstituten blieb diese Rückgang sehr moderat. Die-

ser Einbruch ist mit der Marktentwicklung zu Beginn der Corona-Krise im Februar 2020 zu erklären, als der Dax von 13700 auf 9000 Punkte fiel und sich das Gesamtvolumen der Wertpapier-Spezialfonds von 1,74 auf 1,62 Billionen Euro reduzierte.

Inzwischen haben alle Anlegergruppen diese Verluste wieder aufgeholt. Nur die Lebensversicherungen liegen mit Anteilen im Wert von 130 Milliarden Euro noch unter ihrem früheren Niveau von knapp 160 Milliarden Euro. Dies liegt jedoch nicht an den Wertpapiermärkten, sondern an Nettomittelrückflüssen. So wurden allein im Dezember 2019 Anteile im Wert von über 20 Milliarden Euro und im Lauf des Jahres 2020 weitere 6 Milliarden Euro aus dieser Anlegergruppe zurückgegeben.

Die anderen Anlegergruppen erwarben 2020 per Saldo zusätzliche Spezialfondsanteile, wobei die sonstigen Versicherungen und die Altersvorsorgeeinrichtungen mit Nettomittelzuflüssen in Höhe von jeweils 28 Milliarden Euro besonders hervorzuheben sind. Auch das Gesamtvolumen ist Ende 2020 bei beiden Anlegergruppen mit jeweils gut 480 Milliarden Euro identisch. In den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres entwickelt sich dieses etwas auseinander, da die Altersvorsorgeeinrichtungen durch Nachkäufe von 14 Milliarden Euro auf 510 Milliarden Euro erhöht haben, während die

sonstigen Versicherungen durch Nettomittelrückflüsse von 5 Milliarden Euro auf 466 Milliarden Euro zurückgefallen sind.

Übrigens verändert sich das verwaltete Nettonetfondsvolumen nicht nur durch Nettomittelzuflüsse und -rückflüsse sowie die Wertentwicklung, sondern auch durch Ertragsausschüttungen, die nicht mit der Rückgabe von Anteilscheinen verbunden sind und deshalb auch nicht als Mittelrückfluss in die Statistik eingehen.



Auch Abbildung 2 zu den Aktiva der Versicherungen und Pensionseinrichtungen zeigt deutlich den Corona-Knick im ersten Quartal 2020. Insgesamt verloren diese Anlegergruppen trotz der weiterlaufenden Beitragszuflüsse 175 Milliarden Euro beziehungsweise 5,5 Prozent des vorher vorhandenen Gesamtvermögens. Dieser Verlust verteilte sich jedoch in unterschiedlicher Weise auf die einzelnen Assetklassen. So verloren die direkt gehaltenen Aktien und sonstigen Beteiligungen rund 11 Prozent, während die Investmentanteile um knapp 8 Prozent zurückgingen. Schuldverschreibungen und sonstige Aktiva verloren jeweils gut 3 Prozent, während die Einlagen um 2 Prozent erhöht wurden. Die Verluste waren insgesamt vorübergehend, das Gesamtvermögen der Versicherungen und

Pensionseinrichtungen betrug Ende 2020 mit 3236 Milliarden Euro ein gutes Prozent mehr als Ende 2019.

nur noch auf 435 Milliarden Euro. Dass der Abbau solcher Direktanlagen keine langfristige Strategie ist, wird allerdings

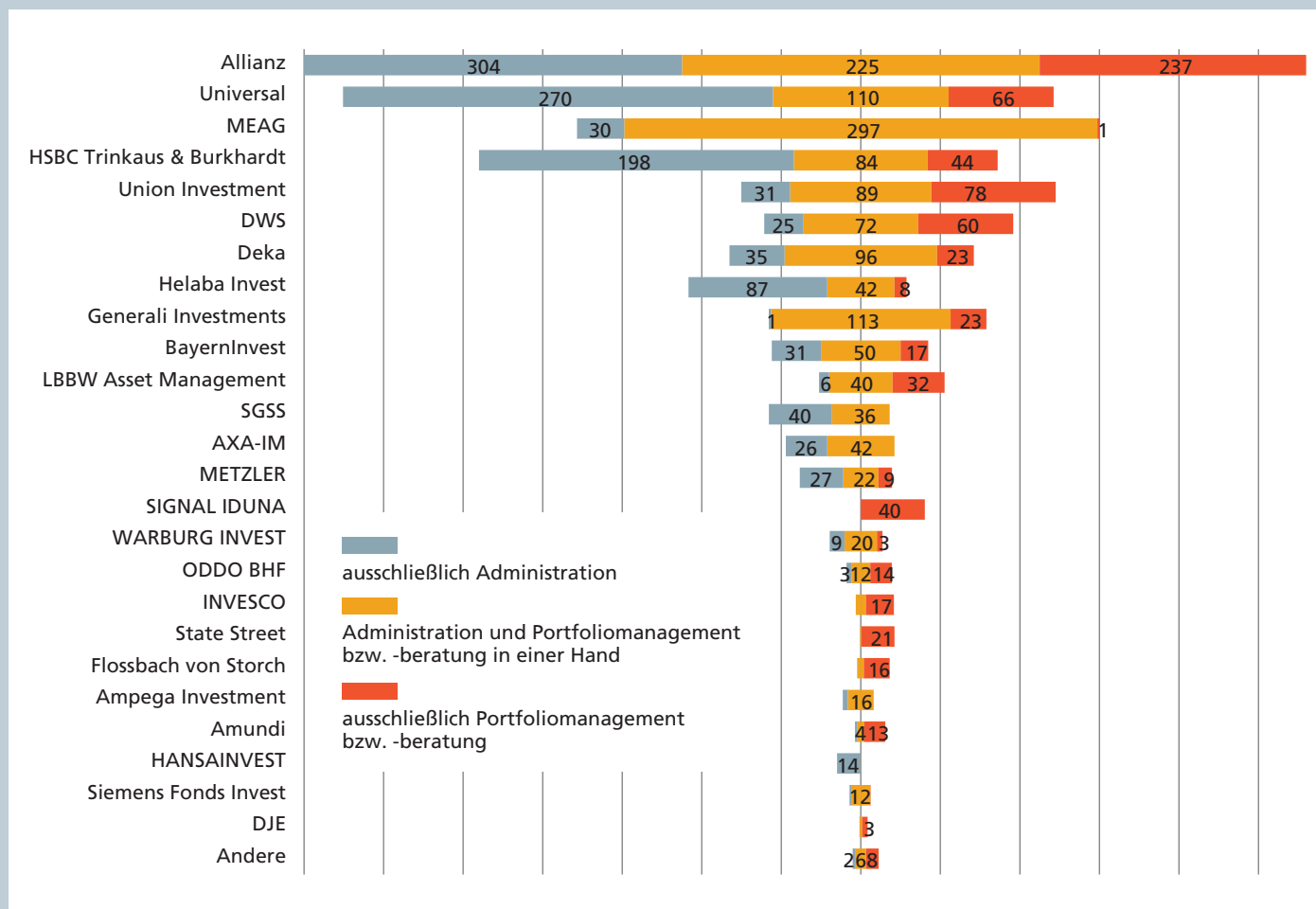
„Die Verluste aus dem Corona-Knick im ersten Quartal waren nur vorübergehend.“

Die Anlage in Investmentanteile entwickelte sich dabei mit knapp 5 Prozent überdurchschnittlich und beläuft sich jetzt auf 1253 Milliarden Euro. Der Bestand an Schuldverschreibungen wuchs um 2,5 Prozent auf 539 Milliarden Euro. Die Direktanlagen in Aktien und Beteiligungen wurden von den Unternehmen dagegen noch etwas zurückgefahren und belaufen sich zum Jahresende 2020

an der anschließenden Steigerung auf 448 Milliarden im ersten Quartal 2021 deutlich.

Ein deutlicher und nachhaltiger Trend ist demgegenüber der Abbau der Einlagen, was wegen der hierfür fälligen Negativzinsen keine Überraschung darstellt. Abgesehen von kleineren und vorübergehenden Steigerungen, wie zum Beispiel

Abbildung 5: Anbieter von Wertpapier-Spezialfonds (Summe aus Wertpapier-Spezialfonds und Vermögen außerhalb von Immobilienfonds; Bestand in Milliarden Euro)



Stichtag: 31. Dezember 2020, berücksichtigt sind Anbieter mit einer Summe einfacher und kombinierter Dienstleistungen von mehr als 5 Milliarden Euro
Quelle: BVI – © 2021 Till Entzian

im ersten Quartal 2020, wird diese risikolose Anlageform kontinuierlich zurückgefahren. Bewegten sich die Einlagen zwischen 2010 und 2015 noch im Bereich zwischen 520 und 580 Milliarden Euro, liegt der Wert im ersten Quartal 2021 nur noch bei 375 Milliarden Euro.

Neue Bundesbank-Datenbasis ohne Auswirkungen

Der Vollständigkeit halber sei noch darauf hingewiesen, dass die Bundesbank zum Jahreswechsel 2019/2020 die Datenbasis umgestellt hat und die Wertangaben nicht mehr auf Buch-, sondern auf Marktwerten beruhen. Aufgrund des Niederstwertprinzips sind die Auswirkungen dieser Umstellung jedoch nicht entscheidend. Zwar besteht die Möglichkeit, bei einer voraussichtlich vorübergehenden Wertminderung auf eine Teilwertabschreibung zu verzichten, was einige Unternehmen zur Stabilisierung der Ertragslage durchaus einmal ausnutzen. Andererseits ist die Freiheit bei der Einschätzung, ob eine Wertminderung vorübergehend oder dauerhaft sein wird,

nicht sehr groß, und sie wird auch durch tendenziell zur Vorsicht neigenden Wirtschafts- und Verbandsprüfer begrenzt.

bestands von Ende des Jahres 2019. Die geringsten Auswirkungen hatte die beginnende Krise auf den Bestand inlän-

„Die Branche wird auch 2021 einen neuen Höchstwert des verwalteten Spezialfondsvolumens liefern.“

Dass der Rückgang im Wesentlichen durch die Märkte und nicht durch die Bewertungsmethode bestimmt war, zeigt sich auch in Abbildung 6 (Zusammensetzung des Fondsvermögens). Denn Investmentfonds verwenden ausschließlich aktuelle Marktwerte und hier zeigt sich zwischen Ende 2019 und März 2020 sogar ein Verlust von 6,9 Prozent.

Hervorzuheben ist, dass die Fondsmanager – ähnlich wie die Versicherungen – die Einlagen trotz Negativzinsen um 32 Milliarden Euro aufstockten, was etwa 1,7 Prozent des Gesamtportfolios entspricht. Der Wert der Aktienanlagen reduzierte sich durch Kursrückgänge und Umschichtungen um 60 Milliarden Euro beziehungsweise 22 Prozent des Aktien-

discher Renten, der sich nur um 1,5 Prozent auf 130 Milliarden Euro reduzierte. Die ausländischen Schuldverschreibungen gingen um 6,3 Prozent auf 780 Milliarden Euro zurück, die Anlagen in Zielfonds sogar um 10,4 Prozent auf 394 Milliarden Euro.

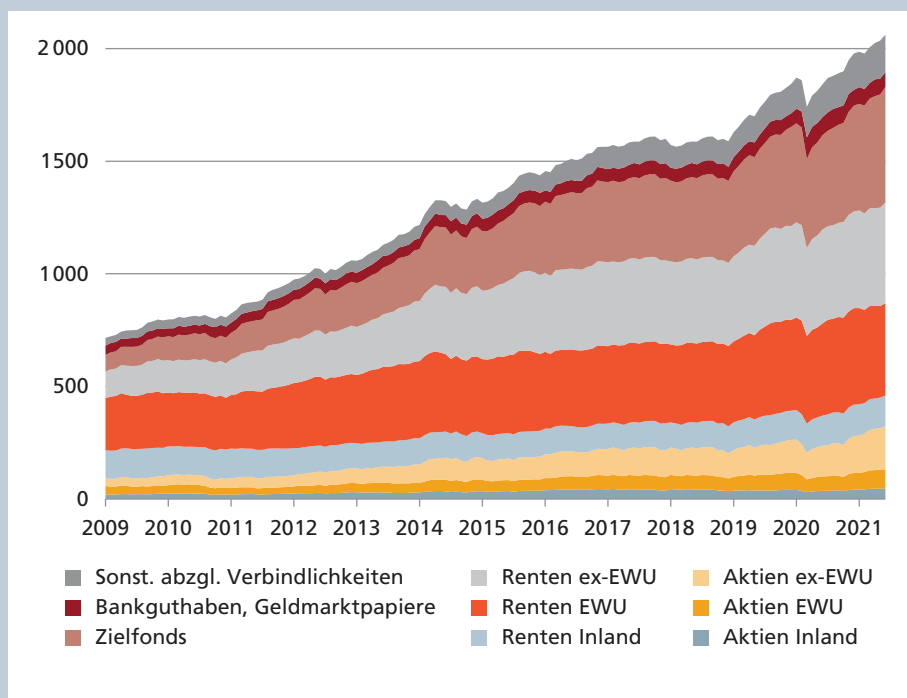
Mehr ausländische Aktien in den Portfolios

Bekanntermaßen haben sich die Wertpapiermärkte von den Verlusten recht schnell wieder erholt und Ende Juni 2021 liegen die Bestände fast aller Assetklassen deutlich über den Werten von Ende 2019. Besonders stark haben sich im genannten Zeitraum die Aktienanlagen außerhalb der EWU mit einem Zuwachs um 44 Milliarden Euro und die Zielfonds mit einem Plus von 73 Milliarden Euro erhöht. Auch die Schuldverschreibungen von Emittenten außerhalb der EWU haben um 25 Milliarden Euro deutlich zugelegt. Einzige Ausnahme sind die Renten aus anderen Euroländern, deren Bestand mit 410 Milliarden Euro ganz leicht unter dem Wert von Ende 2019 liegt (minus 1,4 Prozent).

Bei der Asset-Allocation setzt sich ein Trend zu mehr ausländischen Aktien (inzwischen 13,4 Prozent gegenüber 2,2 Prozent inländischen Aktien) und noch mehr Zielfonds (inzwischen 24,9 Prozent) fort.

Zusammenfassend kann die Branche auf ein zwar ungewöhnliches, aber letztlich durchaus zufriedenstellendes Jahr 2020 zurückblicken. Und auch das Jahr 2021 wird ähnlich verlaufen und genau wie 2020 und die Vorjahre am Ende einen neuen Höchstwert des verwalteten Spezialfondsvolumens liefern.

Abbildung 6: Zusammensetzung des Fondsvermögens der Spezialfonds (in Milliarden Euro)



Quelle: Bundesbank – © 2021 Till Entzian/Kandlbinder