

## Aktuelle Entwicklungen am Markt für Investmentfonds: Nachfrage, Struktur- veränderungen und Anlageverhalten

*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. Insgesamt legten institutionelle Anleger seit 2007 bis einschließlich September 2012 rund 237 Mrd € zusätzliches Kapital in Spezialfonds an, 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.*

*Neben diesen aktuellen Entwicklungen, die stark durch die Finanz- und Staatsschuldenkrise geprägt sind, unterliegt die Fondsbranche in Deutschland aber auch nachhaltigen Strukturveränderungen. So ist unter anderem eine „Segmentierung“ bei den Spezialfonds, ein Trend zu passiven Anlagestrategien und eine verstärkte private Altersvorsorge über Fonds festzustellen. Der Bericht geht auch auf diese längerfristigen Tendenzen ein. Außerdem wird gezeigt, dass die Liquiditätssteuerung von Fonds unter bestimmten Umständen von der Anlegerstruktur abhängt. So nutzen Fonds, deren Anteile vorwiegend von Privatanlegern gehalten werden, Zuflüsse in deutlich stärkerer Intensität als die übrigen Fonds für den Aufbau von Liquiditätspolstern. Sie wirken damit möglichen Mittelabflüssen in Phasen erhöhter Anspannung entgegen.*

## Marktüberblick und längerfristige Entwicklungen

*Bedeutung der Investmentfonds gestiegen*

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 September 2012 ein Vermögen von 1,3 Billionen €. Dies war etwas mehr als doppelt so viel wie zu Beginn der Währungsunion Anfang 1999.<sup>2)</sup>

*Spezialfonds stärker gewachsen als Publikumsfonds*

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 (+ 140%); mit zuletzt 937 Mrd € betrug es knapp drei Viertel des insgesamt von Investmentfonds verwalteten Vermögens.<sup>3)</sup> Verglichen mit den Spezialfonds verzeichneten die Publikumsfonds seit Januar 1999 mit gut 50% ein merklich schwächeres Vermögenswachstum; zuletzt verwalteten sie Anlagen im Umfang von 330 Mrd €.

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 Publi-

kumsfonds 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 sogar 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 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 im Jahr 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 CDAX – zwischen dem Beginn der EWU und Ende September 2012 ein Kursplus von lediglich 4% verzeichnet.

*Bewertungseffekte in Zeiten starker Kursschwankungen von großer Bedeutung*

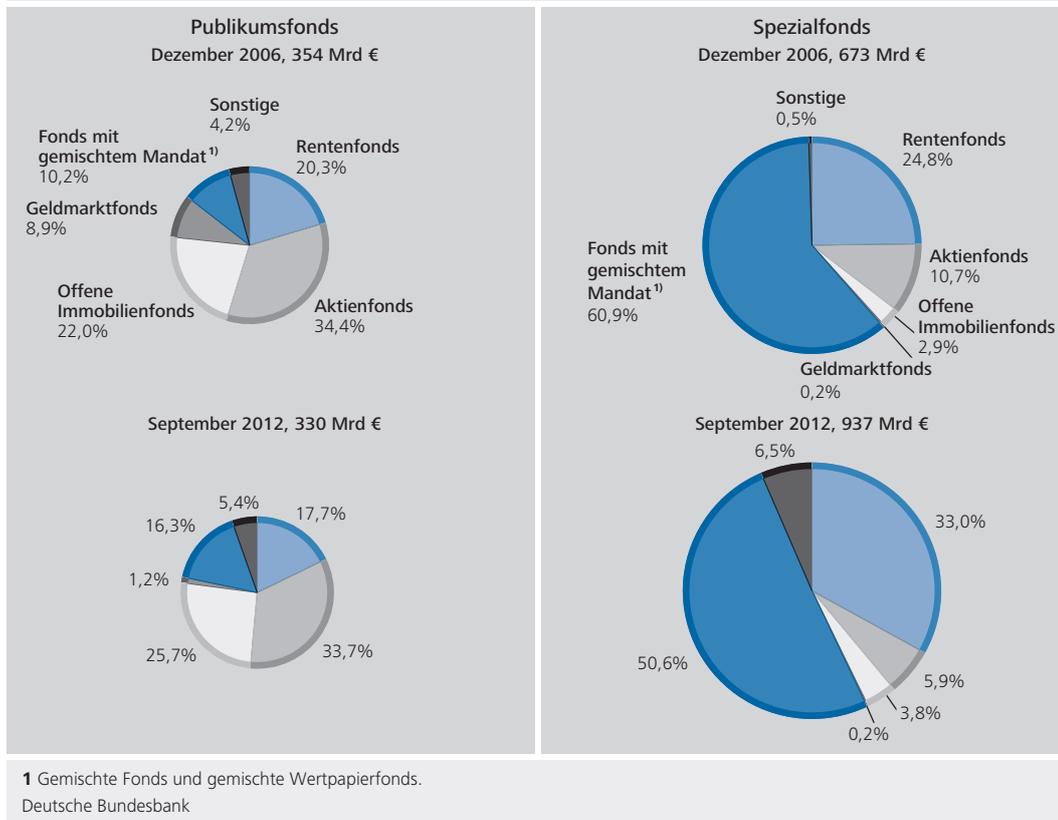
<sup>1</sup> Im Falle von Investmentaktiengesellschaften.

<sup>2</sup> In diesem Bericht werden überwiegend Investmentfonds mit Sitz in Deutschland betrachtet. Zu den im Inland vertriebenen ausländischen Fonds siehe S. 18.

<sup>3</sup> Sofern nicht anders angegeben ist der September 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.

## Fondsvermögen



Eine wichtige allgemeine Folge der Finanzkrise war, dass die Marktteilnehmer vor allem risikante, 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 Wertpapier, 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, so dass sie zuletzt deutlich weniger Mittel verwalteten als vor der Finanzkrise.<sup>5)</sup>

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.

<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.

*Anzahl der Fonds in der Finanzkrise per saldo kaum verändert*

Trotz der Finanz- und Staatsschuldenkrise ist die Anzahl der inländischen Publikumsfonds seit Ende 2006 von 1 517 auf 2 178 im September 2012 gestiegen, was vor allem auf neue Gemischte Fonds zurückzuführen ist. Wie in zahlreichen Fondsschließungen, Verschmelzungen und Übertragungen zum Ausdruck kommt, hat sich die Fondsbranche zugleich aber auch konsolidiert.<sup>6)</sup> Zu den Fondsaufösungen, von denen Aktienfonds besonders betroffen waren, haben hohe Netto-Mittelabflüsse aus den Publikumsfonds während der Finanzkrise und die allgemein angespannte Marktliquidität sicherlich beigetragen. Im Unterschied zu den Publikumsfonds ist die Anzahl der Spezialfonds seit der Finanzkrise gesunken, und zwar auf 3 829 im September 2012. Diese Entwicklung ist gleichwohl nicht notwendigerweise mit den Finanzmarkturbulenzen zu erklären, sondern dürfte auch den Trend reflektieren, ehemals selbständige Fonds in Segmente von sogenannten Mastfonds umzuwandeln (siehe S. 20).

## Nachfrage nach Investmentfonds

### Mittelaufkommen der Publikumsfonds

*Mittelaufkommen in den letzten Jahren schwach ...*

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 147 Mrd € zu. Dieses aggregierte Mittelaufkommen kam den Fonds bereits in den Jahren zwischen Anfang 1999 und Anfang 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 Substitutions-

effekte hin zu im Ausland aufgelegten Fonds (siehe S. 18) 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 starken Rückzug wie die vorangegangene Finanzkrise, sie übte aber gleichwohl einen dämpfenden Effekt auf das Mittelaufkommen aus.

*... und im Gleichlauf zur Geldvermögensbildung privater Haushalte*

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 Fi-

*Mittelabflüsse aus Aktien-, Renten- und Geldmarktfonds*

<sup>6)</sup> Zwischen 2007 und Ende 2010 verdoppelte sich der Anteil der Aufösungen pro Jahr an der Gesamtzahl aller Publikumsfonds von 5% auf 10%. Besonders stark stieg dabei die Auflösungsquote innerhalb der Aktienfonds. Insgesamt wurden in dieser Zeitspanne rd. 600 Publikumsfonds aufgelöst, darunter rd. 200 Aktienfonds.

nanzkrise, aber auch in der darauf folgenden Staatsschuldenkrise Netto-Mittelabflüsse.

*Fonds mit gemischtem Mandat relativ robust*

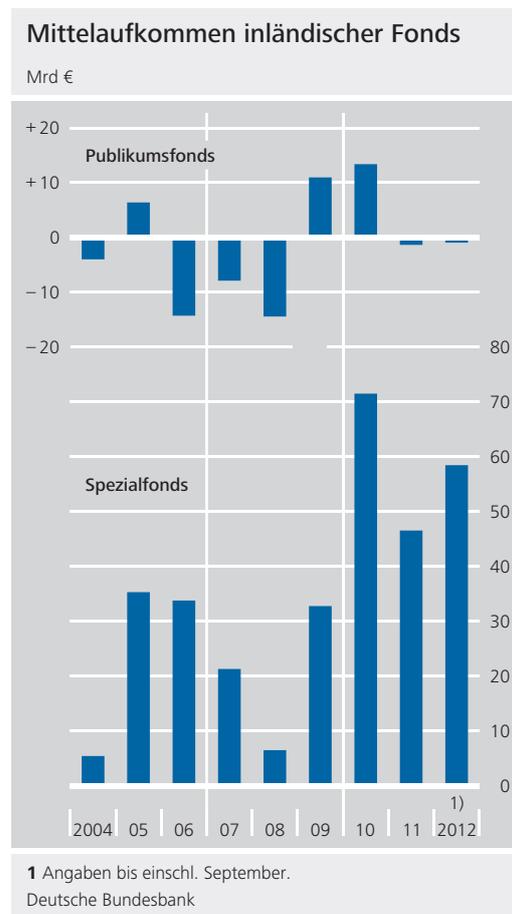
Im Unterschied zu den genannten Fondsarten zeigten sich Gemischte Fonds, die ihren Anlage-schwerpunkt zwischen dem Aktien- und Rentenmarkt flexibel verlagern können, relativ robust gegenüber beiden Krisen. Zwar hat die Volatilität ihres Mittelaufkommens seit den Finanzmarkturbulenzen ebenfalls zugenommen, dabei haben sie aber meist ein positives Mittelaufkommen erzielt.

*Offene Immobilienfonds*

Offene Immobilienfonds verzeichneten in den Jahren 2005 und 2006 vor dem Hintergrund nachgebender Erträge von Gewerbeimmobilien dagegen ebenfalls hohe Netto-Mittelabflüsse. Aufgrund von Liquiditätsengpässen musste die Rücknahme von Anteilscheinen einiger Fonds sogar eingefroren werden, was wiederum weitere Anleger zu einem Abzug ihrer Mittel aus noch nicht geschlossenen Fonds veranlasst haben könnte.<sup>7)</sup> 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.

*Bestimmungsfaktoren der Mittelflüsse von Investmentfonds*

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>8)</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 Hin-



weise darauf, dass die Zusammensetzung des Investorenkreises nicht nur das Verhalten der Anleger bestimmt, sondern auch auf das Fondsmanagement durchwirken kann (vgl. die Erläuterungen auf S. 23 f.).

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 Dividen-

<sup>7</sup> Vgl.: F. Fecht und M. Wedow, The dark and the bright side of liquidity risks: evidence from open-end real estate funds in Germany, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 10/2009. Fecht und Wedow weisen auf die Bedeutung der Bargeldbestände für die Entscheidung der Anleger hin, Mittel aus Offenen Immobilienfonds abzuziehen.

<sup>8</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.

den Barwertmodells 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.

## Mittelaufkommen der Spezialfonds

*Mittelaufkommen der Spezialfonds relativ stabil*

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 515 Mrd € 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 Publikumsfonds – robusteren Mittelaufkommen der Spezialfonds, zu deren wichtigsten Investoren Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen zählen, dürfte ihr starkes Engagement in relativ sicheren Rentenspapieren beigetragen haben. Ein Hinweis hierauf ist, dass während der Finanzkrise und insbesondere der Staatsschuldenkrise vor allem die Mittelzuflüsse in die Rentenfonds das Mittelaufkommen von Spezialfonds gestützt haben. Zusammen mit einem ebenfalls positiven Mittelaufkommen der Offenen Immobilienfonds wurden so Netto-Mittelabflüsse überkompensiert, die Gemischte Wertpapierfonds und Aktienfonds während der Finanzkrise hinnehmen mussten.

ausländischer Fonds vertrieben, die überwiegend in Luxemburg begeben werden. Diese grenzüberschreitenden Anlagen werden in der Zahlungsbilanz als Kapitalexport erfasst. Ausländische Fonds erzielten in Deutschland seit Anfang 1999 ein Mittelaufkommen von insgesamt 251 Mrd €, 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>9)</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>10)</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. 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 Investment-

*Mittelaufkommen ausländischer Fonds zwischen 2004 und 2008 hoch*

## Wichtige strukturelle Entwicklungen

### In Deutschland vertriebene ausländische Fonds

*Ausländische Fonds sind überwiegend Publikumsfonds*

Zusätzlich zu den Anteilscheinen von im Inland ansässigen Investmentfonds werden in Deutschland in beträchtlichem Umfang Anteile

<sup>9</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>10</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.

modernisierungsgesetzes im Jahr 2004 könnte Substitutionseffekte begünstigt haben. Außerdem ist denkbar, dass die Liquiditätskrise der Offenen Immobilien-Publikumsfonds in den Jahren 2005 und 2006 sowie die Finanzkrise gebietsfremde Investmentfonds weniger unter Druck gesetzt haben als inländische Gesellschaften. Hierzu könnte beigetragen haben, dass ausländische Standorte wie Luxemburg vor allem bei Wertpapier-Publikumsfonds eine wichtige Rolle spielen, im Falle Offener Immobilienfonds aber weniger relevant sind.<sup>11)</sup> Schließlich muss berücksichtigt werden, dass an deutschen Börsen gehandelte Fonds (Exchange Traded Funds: ETFs) – deren Anzahl auch seit der Finanzkrise stetig zugenommen hat – überwiegend im Ausland aufgelegt werden (siehe S. 22). 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.

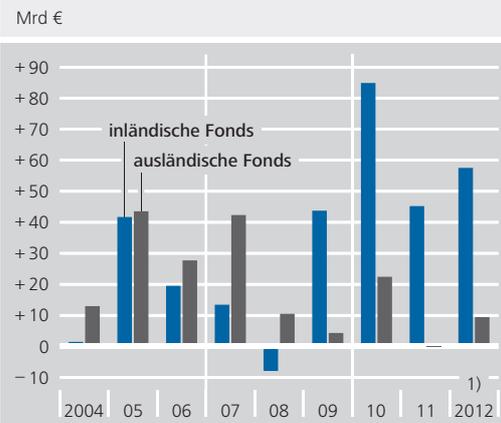
## Entwicklung des Investorenkreises

*Inländische Nichtbanken wichtigste Anlegergruppe*

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 817 Mrd €, wobei sie überwiegend in inländische Investmentzertifikate (580 Mrd €) investierten. Inländische Kreditinstitute legten mit 49 Mrd € in einem deutlich geringeren Umfang neue Mittel an und konzentrierten sich dabei ebenfalls auf heimische Fonds (35 Mrd €). Ausländische Anleger stockten ihre Bestände an inländischen Investmentzertifikaten um 47 Mrd € auf.

Das Engagement der einzelnen Anlegergruppen unterlag im Beobachtungszeitraum allerdings starken Schwankungen. Die Krise am

### Mittelaufkommen in- und ausländischer Investmentfonds<sup>\*)</sup> in Deutschland



\* Publikums- und Spezialfonds. 1 Angaben bis einschl. September.  
 Deutsche Bundesbank

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 – 33 Mrd €) 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 + 232 Mrd € bzw. + 18 Mrd €). 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.

*Rückläufiges Engagement der Kreditinstitute seit der Finanzkrise*

*Aufgestockte Anlagebestände der Nichtbanken*

Ein wichtiger Grund für das robuste Engagement der Nichtbanken in Spezialfonds seit dem

11 Vgl.: T. Richter (2011), (Wozu) Braucht die deutsche Fondsbranche die Standorte Luxemburg und Irland (noch)?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 13, S. 650 f.

*Anlagen der  
Versicherungen, ...*

Jahr 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 333 Mrd € etwas mehr als ein Drittel des von Spezialfonds verwalteten Vermögens. Ihr Engagement seit 2009 – sie erwarben neue Spezialfonds-Anteile für 91 Mrd € beziehungsweise über 40% der netto emittierten Anteilscheine – trug wesentlich zur Stabilisierung des Marktes für Spezialfonds bei.

*... der Altersvorsorgeeinrichtungen ...*

Vor dem Hintergrund der demographischen 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 fast 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 3% auf 18% (Ende September 2012) an. Hierzu dürften auch Ausgründungen aus Versicherungen beigetragen haben. Marktberichten zufolge haben sich viele institutionelle Anleger von Altersvorsorgevermögen von Versicherungen abgewandt und selbständige Altersvorsorgeeinrichtungen errichtet.<sup>12)</sup>

*... und der  
sonstigen  
Unternehmen*

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 Finanz-

intermediäre“ 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 208 Mrd € beziehungsweise gut ein Fünftel des von inländischen Spezialfonds insgesamt verwalteten Vermögens. Sie lagen damit deutlich vor den Kreditinstituten (134 Mrd €).

## Trend zur „Segmentierung“ bei den Spezialfonds<sup>13)</sup>

Die Attraktivität von Spezialfonds für institutionelle Anleger wurde auch dadurch gestützt, dass diese sich an veränderte Anlegerpräferenzen angepasst und einem gestiegenen Kosten- und Effizienzdruck Rechnung getragen haben. Begünstigt durch Anpassungen des Rechtsrahmens (Inkrafttreten des Investmentgesetzes im Jahr 2004), hat sich bei den Spezialfonds ein Trend zur Segmentierung fortgesetzt, der in den letzten Jahren die Struktur des Spezialfondsmarkts grundlegend beeinflusst hat.<sup>14)</sup> Dies steht im Zusammenhang mit einer stärkeren Spezialisierung unter den Kapitalanlagegesellschaften, die sich zunehmend auf einzelne Teile der Wertschöpfungskette – wie zum Beispiel das Portfoliomanagement oder die technische und aufsichtsrechtliche Verwaltung – konzentriert haben. In diesem Umfeld hat die Bedeutung von sogenannten Master-Kapitalanlagegesellschaften zugenommen, die zentrale Administrationsaufgaben übernehmen. Das Portfolio eines entsprechenden Spezialfonds (Master-Fonds) ist in mehrere Segmente

*Stärkere  
Spezialisierung  
unter  
Investment-  
gesellschaften*

<sup>12</sup> Vgl.: BVI (2012), Spezialfonds: Ein deutsches Erfolgsmodell, Pressemitteilung vom 22. Mai 2012.

<sup>13</sup> Der in der Literatur zu Spezialfonds verwendete Begriff Segmentierung sollte nicht als Aufteilung des Gesamtmarkts in verschiedene Teilbereiche verstanden werden, sondern beschreibt das Modell eines sog. Master-Fonds, der in mehrere Segmente aufgeteilt ist (siehe nachfolgende Erläuterungen).

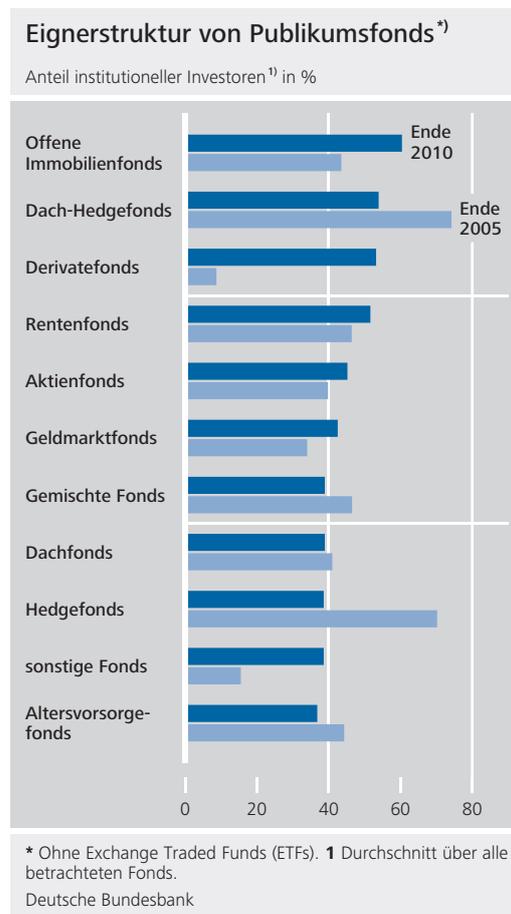
<sup>14</sup> Vgl.: T. Neißer (2011), Der deutsche institutionelle Fondsmarkt im Wandel, in: Handbuch Investmentfonds für institutionelle Anleger; und T. Entzian (2011), BVI-Studie Wertpapier-Spezialfonds: Anlage mit kalkulierbarem Risiko, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 16, S. 799 ff.

aufgeteilt, die je nach Anlageklasse von unterschiedlichen Portfoliomanagern verwaltet werden können; zugleich bietet die Master-Kapitalanlagegesellschaft den institutionellen Anlegern trotz der aufgeteilten Verantwortung im Portfoliomanagement ein einheitliches Berichtswesen (Reporting) über ihre Bestände. Im Zuge dieser Entwicklung dürften ehemals selbständige, von unterschiedlichen Kapitalanlagegesellschaften verwaltete Spezialfonds teilweise in Segmente eines Master-Fonds überführt worden sein. Daten des BVI bestätigen den Trend zur Segmentierung. Sie zeigen zum einen, dass der Anteil der Wertpapier-Spezialfondsvermögen von „traditionellen“ Kapitalanlagegesellschaften, die das Portfoliomanagement und die Administration der Fonds auf sich vereinen, in den letzten Jahren abgenommen hat. Zum anderen weisen sie auch auf eine rückläufige Anzahl an Spezialfonds bei zugleich steigender Anzahl von Portfoliosegmenten hin.

## Interesse institutioneller Anleger an Publikumsfonds

*Gestiegene Bedeutung institutioneller Anleger in den Publikumsfonds*

Der Anteil institutioneller Anleger an Publikumsfonds ist in einigen Fondskategorien gewachsen. Eigene Berechnungen auf Basis der Statistik über Investmentfonds und der Statistik über Wertpapierinvestments (Depotstatistik) untermauern, dass dies nicht nur auf ETFs zutrifft: Innerhalb der Publikumsfonds haben institutionelle Anleger zwischen 2005 und 2010 als Halter von Anteilen an Aktien-, Renten-, Geldmarkt- und Offenen Immobilienfonds an Bedeutung gewonnen. Demgegenüber hat das Gewicht von Privatanlegern in den Fonds mit gemischtem Mandat sowie in Altersvorsorgefonds zugenommen. Dass Publikumsfonds ihrerseits an institutionellen Anteilseignern interessiert sind, zeigen die häufig individuelle Gestaltung der Konditionen und das Angebot spezieller Anteilscheinklassen für institutionelle Investoren, deren Gebühren unter denen für Privatanleger liegen.



Aufseiten der institutionellen Anleger begründeten die im Jahr 2005 für kapitalmarktorientierte Unternehmen eingeführten IFRS-Rechnungslegungsstandards ein verstärktes Interesse an Publikumsfonds. Diese Standards verlangen unter bestimmten Voraussetzungen eine aufwendigere Bilanzierung von Spezialfonds.<sup>15)</sup> Dagegen kann dieser Aufwand im Falle einer Anlage in Publikumsfonds, auf die der Anleger keinen maßgeblichen Einfluss hat, vermieden werden. Weitere Gründe für Investitionen in Publikumsfonds – die seit der Finanzkrise an Relevanz gewonnen haben könnten – liegen aus Sicht institutioneller Anleger in der hohen Transparenz infolge der täglichen Ermittlung des Fondskurses und in einem niedrigeren

*Anlagemotive für institutionelle Anleger*

<sup>15</sup> Während Anteile eines Sondervermögens nach HGB als Wertpapier bilanziert wurden, müssen gemäß IFRS alle im Fonds enthaltenen Titel ausgewiesen werden, wenn der Anleger über eine wirtschaftliche Kontrolle über den Fonds verfügt; vgl.: B. Wagner (2005), Die Master-KAG im Spannungsfeld steigender Anforderungen und wachsenden Wettbewerbs, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 16, S. 844.

Mindestanlagevolumen, das beispielsweise für ein Engagement in Nischenmärkten vorteilhaft sein kann. Außerdem besteht in Bezug auf die Dauer des Investments eine vergleichsweise hohe Flexibilität. Diese äußert sich darin, dass es im Falle einer schwachen Wertentwicklung des Fonds leichter und kostengünstiger ist, sich von Anteilen an Publikumsfonds zu trennen, als das Management eines Spezialfonds auszutauschen. Daher spielen institutionelle Investoren in allen Arten von Fonds eine wichtige Rolle als Anleger (vgl. Schaubild auf S. 21). Zudem zeigt eine panelökonometrische Analyse für Aktienfonds, deren Vermögen in den Krisenjahren besonders hohen Schwankungen unterlag, dass die Halterstruktur Implikationen für die Liquiditätssteuerung der Fonds haben kann (vgl. die Erläuterungen auf S. 23 f.).

## Trend zu passiver Anlagestrategie über ETFs

### *Kostenvorteile von ETFs*

Unter den Publikumsfonds haben in den letzten Jahren – wie erwähnt – börsengehandelte Fonds (ETFs) deutlich Marktanteile gewonnen, wobei die Finanzkrise diesen Trend verstärkt haben dürfte. Dies gilt Marktberichten zufolge zum einen für im Ausland aufgelegte ETFs, auf die der Großteil der an deutschen Börsen gehandelten ETFs entfällt. Zum anderen spiegelt sich dies aber auch sowohl in dem kräftigen Wachstum des Fondsvermögens inländischer ETFs als auch in ihrem gestiegenen Marktanteil an inländischen Publikumsfonds.<sup>16)</sup> ETFs bilden häufig Börsenindizes ab, sodass in diesen Fällen kein aktives Fondsmanagement erforderlich ist. Daher liegen ihre Gebühren in der Regel unter denen aktiv gemanagter Publikumsfonds. Dieser Kostenvorteil ist zwar bei ETFs, deren Benchmark physisch repliziert wird, tendenziell schwächer als bei „synthetischen“ ETFs, die für die Nachbildung der Benchmark Swap-Kontrakte einsetzen.<sup>17)</sup> Trotzdem bedient sich der weit überwiegende Teil der inländischen ETFs der physischen Benchmark-Replikation, bei der die dem Index zugrunde liegenden Wertpapiere erworben werden und – im Unterschied zu syn-

thetischen ETFs – Kontrahentenrisiken aus Swap-Geschäften keine Rolle spielen.

Die wachsende Bedeutung von ETFs innerhalb der Publikumsfonds weist darauf hin, dass die Kosteneffizienz der Fonds in den letzten Jahren verstärkt in den Fokus der Marktteilnehmer geraten ist. Darüber hinaus hat die Finanzkrise insbesondere die Risiken von komplexen und in Krisenzeiten gegebenenfalls illiquiden Anlageprodukten deutlich gemacht. Vor diesem Hintergrund könnten passiv gemanagte ETFs in der Gunst der Anleger gestiegen sein, da sie häufig relativ einfach und transparent konstruiert sind und aufgrund ihrer Börsennotierung im Normalfall auch als vergleichsweise liquide gelten. Diese Vorteile dürften auch für das beträchtliche Engagement institutioneller Investoren in ETFs ausschlaggebend sein. Sowohl Marktumfragen unter institutionellen Anlegern als auch Daten der Bundesbank zu den in Deutschland aufgelegten ETFs legen nahe, dass sich zahlreiche institutionelle Investoren in ETFs engagieren.<sup>18)</sup> Dies hat dazu geführt, dass inländische ETFs – und zwar insbesondere Renten- und Aktien-ETFs – überwiegend von institutionellen Anlegern gehalten werden.

Das besonders dynamische Wachstum des ETF-Markts hat zugleich etwaige Stabilitätsrisiken stärker ins Blickfeld der Aufsichtsinstanzen gerückt. Beispielsweise besteht in Krisenzeiten die Gefahr, dass die Liquidität von ETFs mit einem Anlageschwerpunkt auf wenig liquide Aktiva wie risikoreiche Unternehmensanleihen oder Titel aus Schwellenländern rasch versiegen

---

<sup>16</sup> Die gesonderte Erfassung von ETFs in der Bundesbankstatistik über Investmentfonds reicht bis Ende 2009 zurück. Seit diesem Zeitpunkt wuchs ihr Fondsvermögen um 36%, und ihr Marktanteil an allen inländischen Publikumsfonds stieg um 2,3 Prozentpunkte auf 10,1% an.

<sup>17</sup> Während der ETF-Manager bei der physischen Replikation am Kassamarkt in die im Index enthaltenen Wertpapiere investiert, kann sein Wertpapierportfolio bei der synthetischen Variante vom Index erheblich abweichen. Bei der synthetischen Nachbildung trifft er aber zugleich mit Swap-Kontrahenten die Vereinbarung, die Wertentwicklung dieses Portfolios gegen die Performance des Referenzindex zu tauschen.

<sup>18</sup> Vgl.: Kommalpha (2009), ETF Studie, Marktstruktur und Einsatz in institutionellen Portfolios.

## Die Rolle institutioneller und privater Anteilseigner für die Liquiditätssteuerung von Investmentfonds

Die Unterschiede zwischen institutionellen Investoren mit einem in der Regel umfangreichen Engagement und privaten Anlegern mit in der Regel kleinen Anlagevolumina wurden in der jüngeren Literatur als ein wichtiger Einflussfaktor von Abflüssen aus Investmentfonds untersucht.<sup>1)</sup> So gelangen Chen, Goldstein und Jiang (2010)<sup>2)</sup> in einer Studie über US-Publikumsfonds zu dem Ergebnis, dass Privatanleger beschleunigt Fonds verlassen, die in illiquiden Märkten investiert sind und unter einer schlechten Ertragsverfassung leiden, während dies bei institutionell dominierten Fonds nicht der Fall ist. Dies lässt sich auf negative externe Effekte zurückführen, die darin bestehen, dass Kleinanleger mit ihrem Rückzug aus Fonds mit illiquiden Aktiva die verbliebenen Investoren schädigen, ohne selbst betroffen zu sein. Grund ist, dass Mittelabflüsse, sofern sie die liquiden Mittel des Fonds übersteigen, Kosten für den Fonds verursachen – beispielsweise durch erzwungene Verkäufe von Aktiva in Märkten mit geringer Markttiefe oder hohen Geld-Brief-Spannen. Erwartet ein Anleger, dass die anderen Investoren auch Mittel abziehen, so lohnt es sich, schneller zu sein. Panikverkäufe von Anteilen geringer Liquidität werden dabei umso kostspieliger, je umfangreicher die Mittelabflüsse sind. So dürften Großanleger, die einen substantiellen Fondsanteil besitzen, einen schnellen Verkauf scheuen, weil die Kosten der Illiquidität des Fonds auf sie selbst zurückfallen würden. Aus diesem Grund vermuten die Autoren, dass die Illiquidität eines Fonds institutionelle Anleger kaum abschreckt, während sich die Fondsliquidität mit steigendem Engagement von Privatanlegern auf die Mittelabflüsse auswirkt.

Die Zusammensetzung der Anteilseigner beeinflusst jedoch nicht nur das Investoren-

verhalten, sondern kann auch auf das Verhalten der Fondsmanager durchwirken. Je nach Marktumfeld dürften diese willens sein, Maßnahmen zu ergreifen, um die Gefahr eines Runs auf das Fondsvermögen abzuwenden. Zwar ist Illiquidität Chen et al. (2010) zufolge kein Grund zur Beunruhigung, solange institutionelle Anleger dominieren. Jedoch dürften Manager von Fonds, die illiquide und in Händen von Privatanlegern sind, ein höheres Interesse am Aufbau von Barmitteln – vor allem Bankguthaben – besitzen als Fonds mit Ausrichtung auf institutionelle Eigner. Mit einem Liquiditätspolster federn die Fondsmanager nicht nur Abflüsse ab und mindern den Verkaufsdruck am Markt, sondern sichern in Krisenphasen ihren Eignern zudem Liquidität zu. Empirische Evidenz für Krisenphasen zeigt, dass eine ausreichende Barmittelquote gerade dann, wenn sonstige Vermögenswerte illiquide sind, Mittelabflüsse dämpfen und Panikverkäufe verhindern kann.<sup>3)</sup> Damit reduziert die Cash-Position eines Fonds das Risiko sich selbst erfüllender Erwartungen einer Auflösung.

Jenseits der Fondsliquidität, die Anleger besonders in Krisenphasen im Auge behalten, liefert die Literatur einen alternativen Grund für die Abhängigkeit der Cash-Haltung von der Investorenbasis: Weil privat dominierte Fonds einem geringeren Performance-Druck

---

<sup>1</sup> Diese Überlegungen beruhen auf Theorien über die Entstehung von Bank Runs, Währungsattacken sowie von Vermögenspreisblasen und deren Platzen.

<sup>2</sup> Vgl.: Q. Chen, I. Goldstein und W. Jiang (2010), Pay-off complementarities and financial fragility: Evidence from mutual fund outflows, *Journal of Financial Economics*, 97, S. 239–262.

<sup>3</sup> Vgl.: F. Fecht und M. Wedow, The dark and the bright side of liquidity risks: evidence from open-end real estate funds in Germany, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 10/2009.

ausgesetzt sein könnten als institutionell dominierte und damit strenger kontrollierte Fonds, bevorzugen letztere eine knappe Cash-Haltung, was sich letztlich in der Fondsrendite widerspiegelt. Unter Berücksichtigung der Fondsrendite als Kontrollgröße untersuchen Dötz und Weth (2013) das Bestreben deutscher Aktienfonds, durch den Aufbau von Barmitteln sich selbst erfüllenden Mechanismen entgegenzutreten.<sup>4)</sup> In einer panelökonometrischen Analyse für den Zeitraum 2005 bis 2010 zeigt sich, dass die Reaktion der Barmittelquote auf Zuflüsse im Hinblick auf die Eignerstruktur und die Liquidität des Aktienportfolios signifikant unterschiedlich ist. So nutzen Fonds, deren Anteile vorwiegend von Privatanlegern gehalten werden, Zuflüsse in deutlich stärkerer Intensität als die übrigen Fonds für den Aufbau von Liquiditätspolstern. Eine Klassifizierung der Fonds nach ihrer Portfolioliquidität bestätigt, dass dieser Effekt

für wenig liquide Fonds nachweisbar ist, während Fonds mit hochliquiden Portfolios kein Interesse am Aufbau von Barmitteln besitzen. Unter den wenig liquiden Fonds verwenden Manager, die überwiegend Mittel privater Anleger verwalten, den Schätzungen zufolge einen besonders hohen Anteil ihrer Zuflüsse für eine Aufstockung der Barmittelbestände.<sup>5)</sup> Dieses Ergebnis hat auch bei Einbeziehung der traditionellen Erklärungsfaktoren des Cash Management Bestand.

---

4 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.

5 So zeigen Dötz und Weth (2013) in Panelschätzungen, dass die Barmittel schwach liquider Aktienpublikumsfonds, in denen Privatanleger dominieren, signifikant stärker auf Netto- bzw. Bruttozuflüsse reagieren als diejenigen der übrigen schwach liquiden Fonds. Demgegenüber beachten Fonds mit hochliquiden Aktienportfolios ihre Investorenbasis beim Aufbau von Barmitteln nicht.

könnte.<sup>19)</sup> Im Falle synthetischer ETFs ist zudem das Kontrahentenrisiko aus Swap-Vereinbarungen zu beachten. Vor diesem Hintergrund erscheint es besonders wichtig, dass die ETFs für eine ausreichende Transparenz sowohl gegenüber den Investoren als auch gegenüber den Aufsichtsbehörden sorgen.

## Altersvorsorge wichtige Triebfeder

*Altersvorsorge  
für institutionelle  
und private An-  
leger relevant*

Der angesichts der demographischen Entwicklung angestrebte Ausbau der kapitalgedeckten 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 Rentenver-

sicherungen 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 ungeforderte Fondssparpläne.<sup>20)</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

---

19 Im Finanzstabilitätsbericht der Deutschen Bundesbank (2011) wird auf die Finanzstabilitätsaspekte von ETFs detailliert eingegangen.

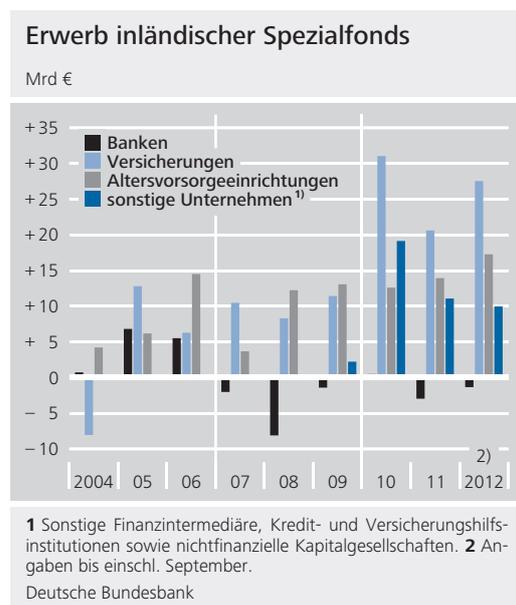
20 Die Rürup-Rente ist eine Form der steuerlich geförderter privaten Altersvorsorge, die sich vor allem an Selbstständige und Freiberufler richtet, die nicht gesetzlich rentenversichert sind. Die Riester-Rente wird sowohl durch direkte Zuschüsse als auch durch Steuervorteile staatlich gefördert.

haben,<sup>21)</sup> wie der weitgehende Abbau der steuerlichen Privilegien von nach 2004 abgeschlossenen Kapitallebensversicherungsverträgen. 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 Banksparpläne 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.

## Portfoliostruktur von Investmentfonds

*Aktienquote der Publikumsfonds gestiegen, aber bei Spezialfonds gesunken*

Unter den deutschen Publikums- und Spezialfonds vereinen Wertpapierfonds (Aktien- und Rentenfonds sowie Gemischte Wertpapierfonds) gut 60% beziehungsweise knapp 70% des jeweils insgesamt verwalteten 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% erhöht haben, reduzierten die Spezialfonds ihr Engagement in Aktien von 20% im Frühjahr 2003 auf zuletzt 10%. Die Anleihenquote der Spezialfonds liegt derzeit mit gut 70% 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 mithin das größte Gewicht einneh-



men, dominieren Rentenfonds und Gemischte Wertpapierfonds innerhalb der Spezialfonds.

Mit Blick auf die internationale Ausrichtung der deutschen Investmentfonds ist es in den letzten Jahren vor allem bei Spezialfonds zu größeren Verschiebungen hin zu ausländischen Rententiteln gekommen. Diese machten zuletzt knapp 80% der gesamten Anleihebestände aus. Gleichzeitig hielten die Spezialfonds ihren ohnehin recht hohen Auslandsanteil von ebenfalls knapp 80% bei Dividendenpapieren seit 1999 aufrecht. In den Jahren vor der Währungsunion hatten sie den Anteil ausländischer Aktien an ihrem gesamten Aktienbestand von ehemals weniger als 30% 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%. Im Unterschied zu den Spezialfonds sank er anschließend aber wieder leicht auf zuletzt weniger als 60%.

*Größeres Gewicht ausländischer Wertpapiere*

<sup>21</sup> Vgl.: Dialogforum Finanzstandort Deutschland (2012), Bericht Nr. 8.

*Bedeutung  
ausländischer  
Anleihe-  
emittenten*

Im Anleiheportfolio der Publikums- und Spezialfonds entfielen zum Ende des dritten Quartals (2012) 54 Mrd € beziehungsweise 465 Mrd € auf ausländische Emittenten. Das entspricht 64% beziehungsweise 79% der gesamten Anleihebestände der Publikums- und Spezialfonds. 7% beziehungsweise 11% der von ihnen gehaltenen Auslandsanleihen waren in US-Dollar denominiert; der Rest fast ausschließlich in Euro. Unter den in Euro denominierten Titeln ausländischer Emittenten im Bestand der Publikumsfonds entfielen 28% auf Anleihen von Peripherieländern, 48% auf Titel der übrigen EWU-Staaten und knapp ein Viertel auf Emittenten außerhalb der EWU. Ähnlich waren die Spezialfonds aufgestellt. Gleichwohl war das Gewicht der Peripherieländer mit 22% etwas geringer und das der übrigen EWU-Länder mit 52% etwas höher. Innerhalb des Euro-Gebiets 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.

## Neuaufrichtung der Anleiheportfolios in der Krise

*Umschichtungen  
in den Anleihe-  
portfolios  
zulasten der  
Peripherieländer*

Seit Beginn der Staatsschuldenkrise im Herbst 2009 ist es in den in Euro denominierten Anleiheportfolios der deutschen Investmentfonds zu größeren Umschichtungen gekommen.<sup>22)</sup> Publikumsfonds und Spezialfonds ist gemein, dass sie sich 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%.<sup>23)</sup> Noch stärker verringerten die Spezialfonds ihre Bestände an entsprechenden Staatspapieren (-40%). Im Gegenzug erhöhten Publikums- und Spezialfonds ihr Engagement in den übrigen Regionen. Während sich Publikumsfonds vermehrt in heimischen Schuld-

titeln der öffentlichen Hand engagierten, schichteten die Spezialfonds vor allem in öffentliche Anleihen anderer Länder des Euro-Währungsgebiets um (+34%), darunter überwiegend in französische Schuldtitel. Spezialfonds stießen dabei auch deutsche Staatsanleihen ab, deren Renditen durch zeitweilig massive „Safe haven“-Flüsse gedrückt wurden.

Daneben waren auch Bankschuldverschreibungen in größerem Umfang Gegenstand von Umschichtungen. So verringerten Publikums- und Spezialfonds nicht nur ihre Bestände an Bankanleihen der Peripherieländer (-0,7 Mrd € bzw. -8 Mrd €), sondern auch ihre Bestände entsprechender deutscher Titel (-3 Mrd € bzw. -9 Mrd €).<sup>24)</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 nichtfinanzieller 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 nichtfinanzielle Emittenten mit einem um 5 Prozentpunkte höheren Anteil am gesamten Anleiheportfolio.

*Umschichtungen  
bei Bankschuld-  
verschreibungen  
und Unter-  
nehmens-  
anleihen*

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 Mrd US-\$ auf fast 75 Mrd US-\$ angewachsen. Die Publikumsfonds erhöhten zu-

*US-Dollar-  
Portfolio  
angewachsen*

<sup>22</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 Pressenotiz vorgestellt wird.

<sup>23</sup> Einschl. des griechischen Schuldenschnitts im März 2012.

<sup>24</sup> Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass der Umlauf inländischer Bankschuldverschreibungen zuletzt gesunken ist.

### Bewegungen in den auf Euro, US-Dollar und Yen lautenden Anleiheportfolios inländischer Investmentfonds

Fondsart	Sitz des Emittenten	Sektor des Emittenten				Alle Emittentengruppen (inkl. Versicherer, übrige Welt) 2)	Portfoliovolumen (Nominalwerte), September 2012, Mrd €	
		Staatsanleihen und andere Schuldtitel der öffentlichen Hand	Bankschuldverschreibungen	Schuldverschreibungen sonstiger Finanzinstitute	Schuldverschreibungen nicht-finanzieller Unternehmen			
		Bestandsänderung in %, Dezember 2009 bis September 2012 (Nominalwerte)						
Auf Euro lautende Schuldverschreibungen	Publikumsfonds	Deutschland	12	-23	0	53	-3	.
		periphere EWU-Staaten <sup>1)</sup>	-19	-20	-39	48	-22	.
		übrige EWU-Länder außerhalb der EWU	1	39	-7	68	16	.
		alle Regionen	5	-27	-10	19	-9	.
		alle Regionen	1	-14	-17	47	-4	.
Spezialfonds	Spezialfonds	Deutschland	-3	-16	-5	69	-5	.
		periphere EWU-Staaten <sup>1)</sup>	-40	-29	2	53	-24	.
		übrige EWU-Länder außerhalb der EWU	34	58	18	117	46	.
		alle Regionen	67	15	37	52	39	.
		alle Regionen	-1	5	18	81	14	.
		Portfolioanteile in %, September 2012						
Auf Euro lautende Schuldverschreibungen	Publikumsfonds	Deutschland	22	15	0	2	40	.
		periphere EWU-Staaten <sup>1)</sup>	9	4	3	1	17	.
		übrige EWU-Länder außerhalb der EWU	8	9	7	4	28	.
		alle Regionen	1	6	4	3	15	.
		alle Regionen	40	33	15	10	100	69,3
Spezialfonds	Spezialfonds	Deutschland	12	9	0	2	23	.
		periphere EWU-Staaten <sup>1)</sup>	6	4	5	1	16	.
		übrige EWU-Länder außerhalb der EWU	14	11	8	7	39	.
		alle Regionen	1	8	6	4	22	.
		alle Regionen	32	32	19	14	100	486,1
		Bestandsänderung in %, Dezember 2009 bis September 2012						
Auf US-Dollar lautende Schuldverschreibungen	Publikumsfonds	alle Regionen	38	9	10	-6	17	.
	Spezialfonds	alle Regionen	104	43	40	34	53	.
		Portfolioanteile in %, September 2012						
Auf US-Dollar lautende Schuldverschreibungen	Publikumsfonds	alle Regionen	46	13	21	18	100	4,3
	Spezialfonds	alle Regionen	30	11	28	29	100	57,6
		Bestandsänderung in %, Dezember 2009 bis September 2012						
Auf Yen lautende Schuldverschreibungen	Publikumsfonds	alle Regionen	32	-85	-72	-93	-75	.
	Spezialfonds	alle Regionen	152	87	43	-21	52	.
		Portfolioanteile in %, September 2012						
Auf Yen lautende Schuldverschreibungen	Publikumsfonds	alle Regionen	48	26	19	5	100	2,2
	Spezialfonds	alle Regionen	19	59	7	13	100	2,7

1 Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien. 2 Einschl. internationaler Organisationen.  
 Deutsche Bundesbank

gleich ihr Engagement in Dollaranleihen um weniger als 1 Mrd US- $\text{\$}$ .

## Fazit

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 wie insbesondere ETFs 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.