

# SPEZIALFONDSMARKT QUARTERLY

Ausgabe 12

September 2023

Kommalpha AG

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

„Hin und her macht Taschen leer“ lautet eine bekannte Börsenweisheit, die sich primär auf hektisches Trading und hohe Transaktionskosten bezieht. In Bezug auf die Spezialfonds-Cashflows des 2. Quartals 2023 ist sie hoffentlich nicht anwendbar, denn dann würden die Taschen von institutionellen Investoren leer sein. Denn: Das Nettomittelaufkommen im 2. Quartal war außerordentlich niedrig bei gleichzeitig vergleichbar hohem Niveau der Zuführung von frischer Liquidität. Es ist eine starke Dynamik im Geschäft mit Spezialfondsanteilen zu beobachten.

Zudem weist die größte Investorengruppe ein historisch schlechtes Nettoneugeschäft auf. Was ist da los? Wie gewohnt schauen wir in dieser Ausgabe in und hinter die Kulissen des Spezialfondsgeschäftes.

Im Rahmen des Thesenpanels nehmen Experten aus dem Kreise unserer Sponsoren dazu Stellung, ob eine dämpfende Wirkung für das Neugeschäft von Spezialfonds vor dem Hintergrund gestiegener Renditen und erhöhter Attraktivität von Direktinvestments in Bonds zu erwarten ist.

Wir bedanken uns bei BNP Paribas, DZ BANK, DekaBank und HSBC Deutschland, die Spezialfondsmarkt Quarterly unterstützen und ermöglichen.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre.



Herzlichst Ihr  
*Clemens Schuerhoff*  
Vorstand Kommalpha AG

## Sponsoren

### These & Statements

Seite 2

## Inhalt

### Statistiken & Auswertungen

(Stichtag: 30. Juni 2023)

ab Seite 5

### Nettomittelaufkommen & Mittelzuflüsse von Spezialfonds

ab Seite 5

### Liquiditätsanalyse nach Anteilhabern

ab Seite 20

Erläuterungen..... Seite 27

Impressum..... Seite 29

Sponsoren..... Seite 30

These:

**„Angesichts der gestiegenen Renditen werden direkt gehaltene Bondspositionen für institutionelle Investoren wieder attraktiver, was dämpfende Wirkung auf das zukünftige Neugeschäft von Spezialfonds hat.“**

„In der Tat werden direkt gehaltene Bondspositionen für einige institutionelle Investoren wieder attraktiver. Wir stellen auch fest, dass die Unsicherheit nicht zuletzt durch die Geschwindigkeit der Zinsanstiege weiter zunimmt und in diesen Zeiten Diversifikation eine immer prominentere Rolle in der Portfolioallokation übernimmt. Für einen Großteil der institutionellen Investoren bleiben die Anlageziele unverändert und der eingeschlagene langfristig geprägte Weg zu diesen Zielen ebenfalls. Wir sehen beispielsweise, dass der oft ohnehin geplante Ausbau nicht traditioneller Anlagen von der Zinswende nur leicht beeinflusst wird und insbesondere Spezialfonds in dieser Assetklasse immer öfter genutzt werden. Gleichzeitig stellen wir fest, dass nach einer Phase der zurückhaltenden Beobachtung nun auch Allokationen in Assetklassen und Regionen zurückkehren, die weiterhin für das Management eines risikoadjustierten Gesamtportfolios unverzichtbar bleiben.“

**Alexander Tigges**  
Securities Services, BNP Paribas

„Die Auswirkungen der Zinserhöhungen und die damit verbundene Steigerung der Attraktivität von direkten Bonds Investments sind unstrittig. Als Verwahrstelle der DekaBank sind wir davon unmittelbar betroffen, da wir davon ausgehen, dass sich die Zuflüsse in den Spezialfonds kurz- bis mittelfristig moderat entwickeln werden, aufgrund dessen, dass der Zinserhöhungszyklus der Notenbanken noch nicht ganz abgeschlossen scheint. Wir sehen auf der anderen Seite ein Wachstum von direkten Bonds-Investments und haben mit Deka Easy Access ein Werkzeug zur Steuerung von Direktanlagen und von dem wir auch als Custodian profitieren. Darüber hinaus sehen wir Steigerung der Volumina von Alternative Assets, die die Entwicklung bei Spezialfonds zum Teil ausgleichen. Wir gehen davon aus, dass Alternatives ein wichtiger und steigender Bestandteil in der strategischen Asset Allocation bleiben.“

**Jörg Debé**  
DekaBank

„Die rasant gestiegenen Renditen machen grundsätzlich die Investierung in Rentenpapiere wieder attraktiv, auch vor dem Hintergrund der mittlerweile geringen Renditeunterschiede zu Anlagen in Immobilien und Private Equity.

Allerdings ist die Bewirtschaftung der Direktanlage heute wesentlich komplexer als vielleicht noch vor 15 Jahren. Reine Buy-and-hold-Strategien und die Fokussierung auf deutsche Emittenten sind nicht mehr ausreichend. Die Mischung, Diversifikation nach Emittenten, Ratings, Ländern und Laufzeiten verbunden mit der fortlaufenden Prüfung der Bestände sind entscheidend für den Erfolg des Portfolios.

Hinzu kommt die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten bei der Investitionsentscheidung.

Von daher stellt sich bei vielen Investoren sicherlich die Frage nach „made or buy“ und damit parallel nach Nutzung des passenden Vehikels, also Direktanlage oder Spezialfonds.“

**Stefan Adam**  
DZ BANK

„Grundsätzlich ist es korrekt, dass die Renditen gestiegen sind. So erreichten beispielsweise im Juli 2023 Bundesanleihen Werte, die wir zuletzt 2008 gesehen haben.

Durch diese Renditen, die inzwischen oft oberhalb des Rechnungszinses liegen, sehen wir in der Tat einen Zuwachs an direkt gehaltenen Bondpositionen. Treiber hier ist die Möglichkeit zur Bilanzierung nach dem gemilderten Niederstwertprinzip (HGB) im Anlagevermögen. Aus unserer Perspektive kann diese Form aber auch über Buy-and-hold-Spezialfondsmandate dargestellt werden, weshalb das zukünftige Neugeschäft von Spezialfonds nicht zwingend gedämpft sein muss. Vorteile wie ein höheres Schutzniveau von Spezialfonds als auch den höheren Komfort dieses Modells wissen viele Anleger auch weiterhin sehr zu schätzen.“

**Ralf Jonass**  
HSBC Deutschland

### Es antworteten auf unsere Thesen:



#### Alexander Tigges

Head of Senior Relationship Management  
Securities Services, BNP Paribas

E-Mail: [alexander.tigges@bnpparibas.com](mailto:alexander.tigges@bnpparibas.com)  
Telefon: +49 69 1520 5424



#### Jörg Debe

Leitung Kundenbetreuung /  
Vertrieb Investment Services  
DekaBank, Deutsche Girozentrale

E-Mail: [joerg.debe@deka.de](mailto:joerg.debe@deka.de)  
Telefon: +49 69 7147 6929



#### Stefan Adam

Senior Experte Vertrieb Verwahrstelle  
DZ BANK

E-Mail: [stefan.adam@dzbank.d](mailto:stefan.adam@dzbank.d)  
Telefon: +49 211 778 1206



#### Ralf Jonass

Head of Business Development & Client  
Management, Platform Solutions Custody  
HSBC Deutschland

E-Mail: [ralf.jonass@hsbc.de](mailto:ralf.jonass@hsbc.de)  
Telefon: +49 211 910 1860

# FONDS HAFFEN

Unsere Initiativen als Verwahrstelle:  
**hervorragende Bonität und Full-Service aus  
einer Hand.**

DZ BANK und DZ PRIVATBANK unterstützen Sie mit langjähriger Erfahrung und hoher Qualität im Verwahrstellengeschäft. Wir handeln verlässlich und denken vorausschauend. Profitieren Sie von einem deutschsprachigen Full-Service mit zentralen Ansprechpartnern und Dienstleistungen, die wir an Ihre Bedürfnisse anpassen können. Erfahren Sie mehr unter [www.fondshafen.de](http://www.fondshafen.de)

 DZ PRIVATBANK

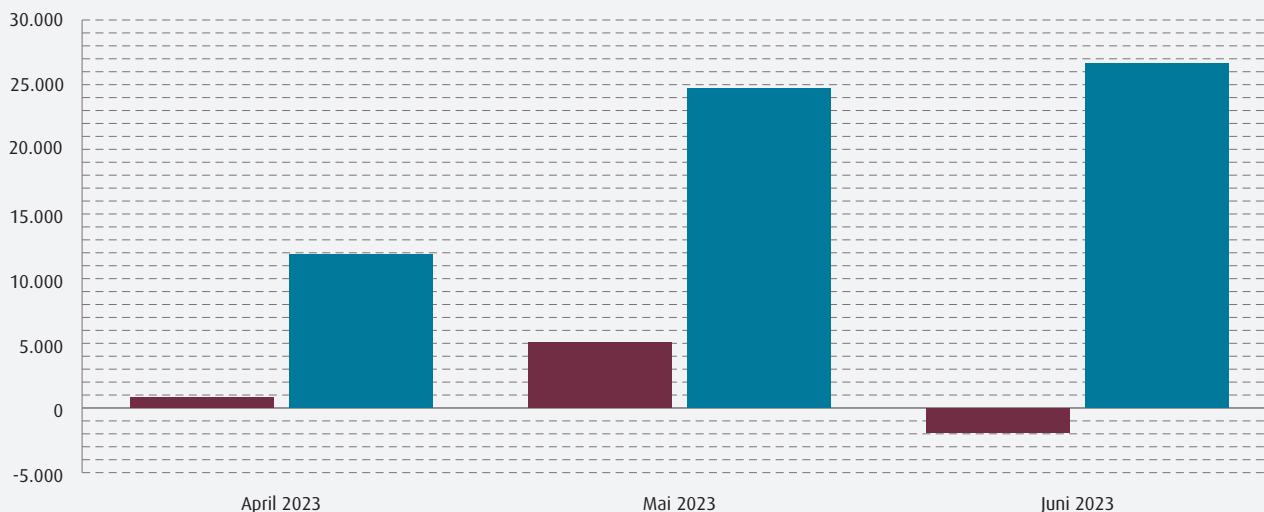
 **DZ BANK**  
Die Initiativbank

## Statistiken & Auswertungen

### Nettomittelaufkommen & Mittelzuflüsse von Spezialfonds

Das zweite Quartal 2023 war insbesondere hinsichtlich des Nettomittelaufkommens in Spezialfonds schwach. Institutionelle Investoren dotierten insgesamt knapp 4 Milliarden Euro netto in Spezialfonds im zweiten Quartal. Dabei sticht insbesondere das negative Nettomittelaufkommen im Juni 2023 in Höhe von 1,9 Milliarden Euro hervor. Das ist insofern extrem bemerkenswert, da es in den letzten zehn Jahren lediglich vier Monate gab, in denen das Nettomittelaufkommen in Spezialfonds negativ war. Der Juni 2023 reiht sich als Nummer fünf in diese negative Historie ein. Der Mai 2023 war mit einem Nettomittelaufkommen von 5 Milliarden Euro noch ordentlich, der April mit etwas über 800 Millionen Euro schwach. Die Dotierung frischer Liquidität in Spezialfondsmandate hingegen befand sich in den Monaten des zweiten Quartals 2023 auf recht hohem Niveau. Insgesamt wurden 63,2 Milliarden Euro frische Mittel zugeführt. Der Juni liegt dabei mit 26,6 Milliarden Euro vorn, was vor dem Hintergrund des negativen Mittelaufkommens einen Liquiditätsentzug von rund 28,5 Milliarden Euro im Juni bedeutet. Es war viel Bewegung im Anteilscheingeschäft und es wurden viele Spezialfondsanteile gedreht. Diese Dynamik beobachten wir im Spezialfondsgeschäft schon eine geraume Zeit. Mit Blick auf das schwache Nettomittelaufkommen und die Tatsache, dass viel frische Liquidität zugeführt wird, aber nur eine geringe Quote netto in den Mandaten landet, stellt sich natürlich die Frage, was da los ist. Wir sehen diesen Effekt hauptsächlich in Reallokationen innerhalb und außerhalb des Spezialfondsmantels begründet. Die Anlage in Bonds ist aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus wieder attraktiver und billiger. Das gilt für Spezialfondsallokationen und Direktanlagen.

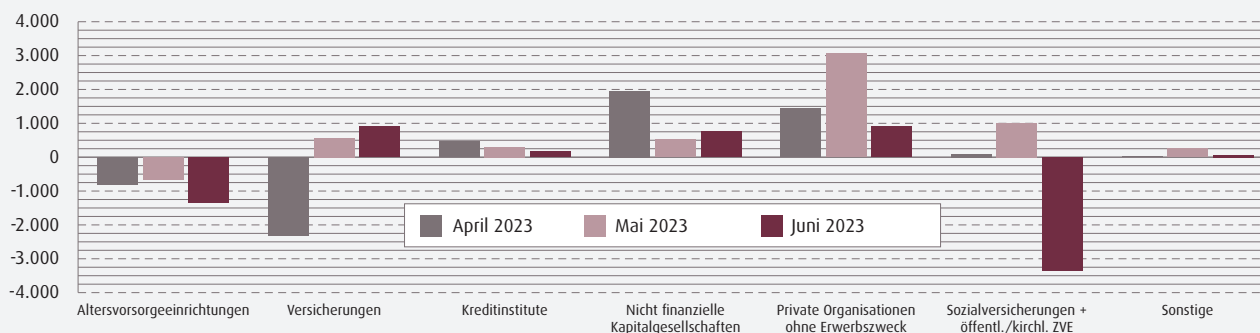
### Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Spezialfonds im 2. Quartal 2023



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Für das schwache Nettoneugeschäft von Spezialfonds im zweiten Quartal sind im Wesentlichen drei Investorensegmente verantwortlich: Altersvorsorgeeinrichtungen, Sozialversicherungen & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen und Versicherungen! Das negative Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Spezialfonds beträgt im zweiten Quartal 2023 in Summe 2,8 Milliarden Euro. Das gab es in den letzten zehn Jahren noch nie, dass das Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Spezialfonds drei Monate hintereinander negativ war. Genau genommen sind es sogar vier Monate, denn im März 2023 war das Nettomittelaufkommen auch negativ, wie aufmerksame Quarterly-Leser wissen. Schlägt eine historische Stunde im Sinne der Trendumkehr des Spezialfondsgeschäfts von Altersvorsorgeeinrichtungen? Schließlich handelt es sich dabei um die Investorengruppe mit der größten Wachstumsdynamik im Spezialfondsgeschäft in den letzten zwei Dekaden. Es ist sicher verfrüht für eine solche These, aber die Fakten sind schon sehr bemerkenswert. Die Quartalsbilanz des Nettomittelaufkommens von Sozialversicherungen & öffentlichen/kirchlichen Zusatzversorgungseinrichtungen in Spezialfonds wurde im Juni 2023 mächtig verhaselt. Dort wurden sage und schreibe 3,4 Milliarden Euro netto abgezogen. Die Volatilität der Nettomittelaufkommen von Versicherungen in Spezialfonds beobachten wir schon eine längere Zeit und diese kommt auch in dem Berichtsquartal zum Tragen. Im April 2023 zogen Versicherungen 2,3 Milliarden Euro netto aus ihren Spezialfondsmandaten ab. Die beiden Folgemonate konnten das Quartalsergebnis nicht retten, was für Versicherungen ein negatives Nettomittelaufkommen in Höhe von knapp 850 Millionen Euro im zweiten Quartal bedeutet. Private Organisationen ohne Erwerbszweck und Corporates waren im zweiten Quartal 2023 die Zugpferde des Nettoneugeschäfts von Spezialfonds. Erstere dotierten in Summe 5,4 Milliarden netto in ihre Mandate, Corporates kommen auf 3,2 Milliarden Euro Nettomittelaufkommen im Berichtsquartal.

### Monatliches Nettomittelaufkommen von Spezialfonds nach Anteilhabern im 2. Quartal 2023



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

# WIR BESCHLEUNIGEN WANDEL UND VERNETZEN SIE MIT UNSEREN EXPERTEN – WELTWEIT.



**Securities Services** unterstützt Sie bei Ihren globalen Ambitionen und nachhaltigen Anlagestrategien.

Unsere Experten in aller Welt bieten Ihnen Netzwerke, lokale Expertise sowie Technologien, damit Sie mit der sich rasant verändernden Welt noch besser Schritt halten können.

**Gemeinsam eine bessere Zukunft gestalten.**

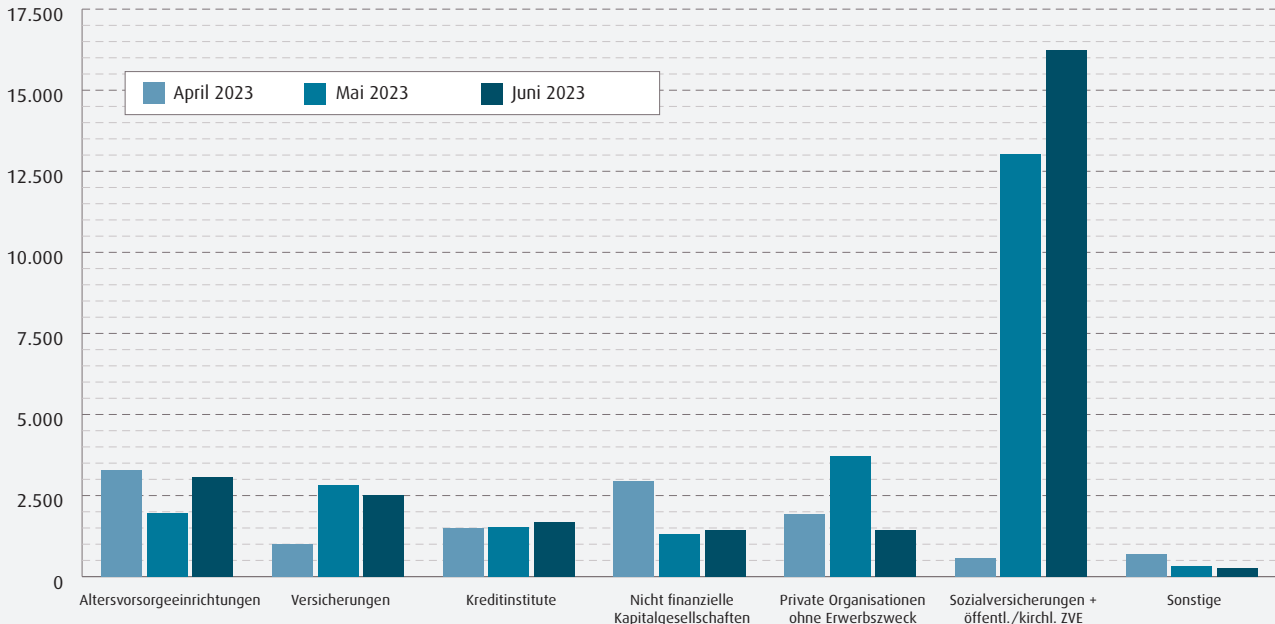
**#PositiveBanking**



**BNP PARIBAS**

Die Bank  
für eine Welt  
im Wandel

Monatliche Mittelzuflüsse von Spezialfonds nach Anteilhabern im 2. Quartal 2023



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Die Zuflüsse von frischer Liquidität befinden sich bei allen wesentlichen Anteilseignergruppen im Spezialfondsgeschäft auf recht vergleichbarem Niveau – bis auf Sozialversicherungen & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen. Sie führten Spezialfonds insbesondere im Mai und Juni extrem viel frische Liquidität zu, was in Summe zu Mittelzuflüssen in Höhe von 29,3 Milliarden Euro im zweiten Quartal führt. Mit Blick auf das negative Nettomittelaufkommen von Sozialversicherungen & öffentlichen/kirchlichen Zusatzversorgungseinrichtungen im gleichen Zeitraum bedeutet das einen dramatischen Entzug von Liquidität aus Spezialfondsmandaten im zweiten Quartal in Höhe von über 32 Milliarden Euro. Diese Anteilsscheindynamik ist extrem bemerkenswert und schwierig zu erklären. Es wird sich um eine Mischung von mandatspezifischen Effekten, Reallokationen und enormer Liquiditätspräferenz seitens Sozialversicherungen & öffentlichen/kirchlichen Zusatzversorgungseinrichtungen handeln. Zumal es sich bei diesem Investorensegment hinsichtlich der Anzahl von Investoren um eine vergleichbar kleine Gruppe handelt. Hinsichtlich des Entzuges von Liquidität befinden sich im zweiten Quartal 2023 Altersvorsorgeeinrichtungen auf dem zweiten Platz mit 11,1 Milliarden Euro. Sie führten ihren Spezialfonds im Berichtsquartal 8,3 Milliarden Euro frisches Geld zu. Das skizzierte negative Nettomittelaufkommen in Höhe von 2,8 Milliarden Euro zeigt das rege Geschäft mit Spezialfondsanteilen bei Altersvorsorgeeinrichtungen auf.

Am mandatstreuesten waren im zweiten Quartal private Organisationen ohne Erwerbszweck. Von der von ihnen zugeführten frischen Liquidität in Höhe von 7 Milliarden Euro landeten rund 77 % netto in den Spezialfondsmandaten. Corporates folgen mit einer Quote von 57 % und frisch zugeführter Liquidität von 5,7 Milliarden Euro im zweiten Quartal 2023.



Wie kann  
Ihr Business  
nachhaltiger  
werden



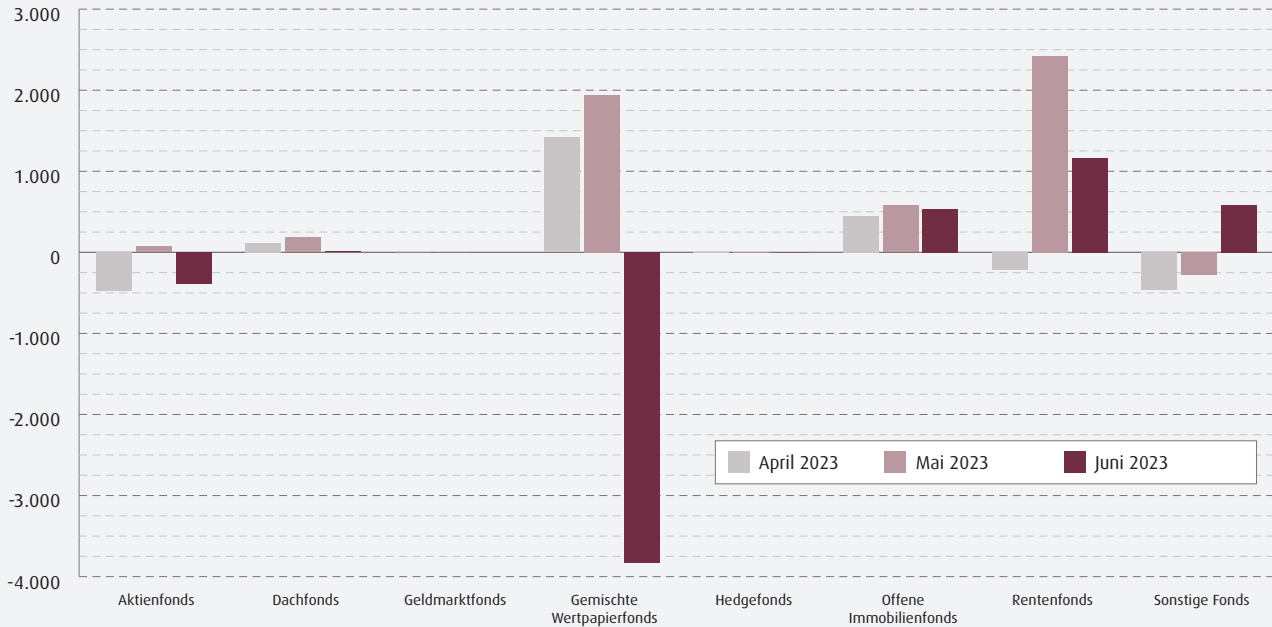
und dabei  
wirtschaftlich auf  
Kurs bleiben?



HSBC

Opening up a world of opportunity

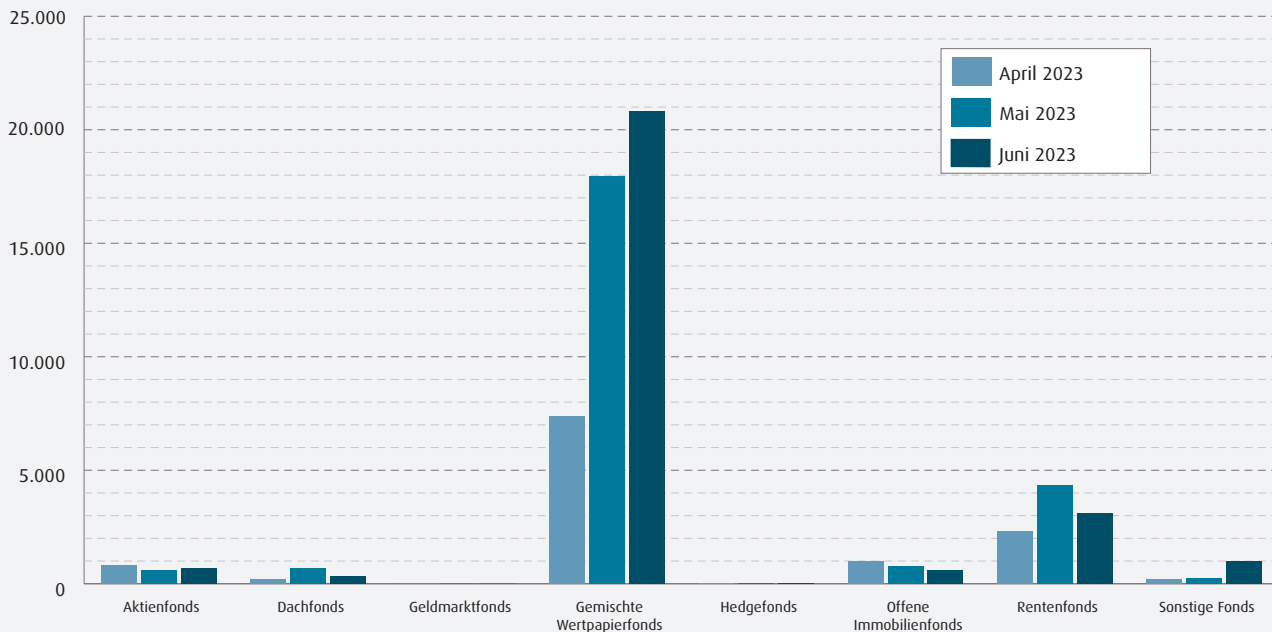
Monatliches Nettomittelaufkommen von Spezialfonds nach Fondskategorien im 2. Quartal 2023



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Auf Ebene der Spezialfondskategorien räumen Rentenspezialfonds beim Nettomittelaufkommen ab, trotz Nettomittelabflüssen im April 2023. Sie kommen dank starker Nettoflows in den beiden Folgemonaten auf 3,4 Milliarden Euro im zweiten Quartal. Das ist stark und der prägende Effekt des Nettomittelaufkommens im Berichtsquartal. Sehr konstant und robust sind die Cashflows, die institutionelle Investoren netto in Immobilienspezialfonds im Berichtsquartal dotierten. Sie sammelten in Summe knapp 1,6 Milliarden Euro im zweiten Quartal netto ein, was sich betraglich fast gleich auf die betrachteten Monate verteilt. Das ist beachtlich angesichts der Situation im Immobilienmarkt und der Flaute im Bereich der Transaktionen und beim Bau. Gemischte Wertpapierspezialfonds als größte Fondskategorie verzeichneten beim Nettomittelaufkommen ein wechselhaftes zweites Quartal. Nach ordentlichem Nettoneugeschäft im April und Mai sorgten 3,8 Milliarden Euro negatives Nettomittelaufkommen im Juni dafür, dass unterm Strich lediglich magere 480 Millionen Euro positives Nettomittelaufkommen in den Berichtsmonaten überblieb. Dachspezialfonds liegen beim Nettomittelaufkommen leicht im Plus. Die rote Laterne haben Aktienspezialfonds mit in Summe knapp 790 Millionen Euro negativem Nettomittelaufkommen im zweiten Quartal.

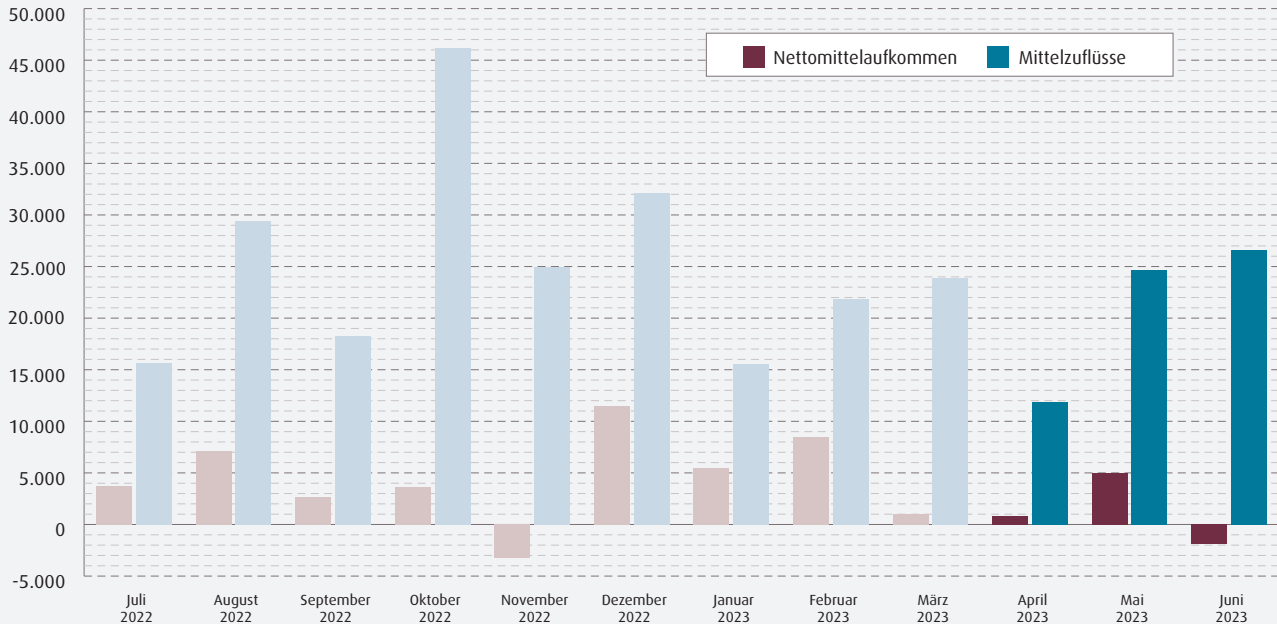
Monatliche Mittelzuflüsse von Spezialfonds nach Fondskategorien im 2. Quartal 2023



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Bei der Zuführung von frischem Geld liegen gemischte Wertpapierspezialfonds im zweiten Quartal mit Abstand weit vorn. Institutionelle Investoren pumpen enorme 46,2 Milliarden Euro an frischen Mitteln in ihre Spezialfondsmandate, wovon allerdings kein Euro netto in den Mandaten verblieb, wie der Blick auf das Nettomittelaufkommen zeigt. Im Gegenteil, der Liquiditätsentzug im zweiten Quartal summiert sich sogar auf 46,6 Milliarden Euro. Viel hin und her bei gemischten Wertpapierspezialfonds macht hoffentlich nicht die Taschen leer. Rentenspezialfonds sammelten in Summe 9,8 Milliarden an frischen Geldern ein, wovon im zweiten Quartal rund ein Drittel netto in den Spezialfondsmandaten verblieb. Das führt zu einem Liquiditätsentzug von 6,4 Milliarden Euro. Stabiler und wenig überraschend stellt es sich bei Immobilienspezialfonds dar. Von dem frischen Geld in Höhe von 2,4 Milliarden Euro landeten 66 % netto in den Mandaten, was einen Liquiditätsentzug im zweiten Quartal von knapp 800 Millionen Euro bedeutet. Aktienspezialfonds konnten im Berichtsquartal immerhin 2 Milliarden Euro an frischen Mitteln anziehen. Allerdings macht der Blick auf das negative Nettomittelaufkommen deutlich, dass insgesamt knapp 2,9 Milliarden Euro an Liquidität seitens institutioneller Investoren entzogen wurden. Bei den verbleibenden Spezialfondskategorien lassen sich keine wesentlichen Auffälligkeiten in Bezug auf Mittelzuflüsse und Liquiditätseffekte feststellen.

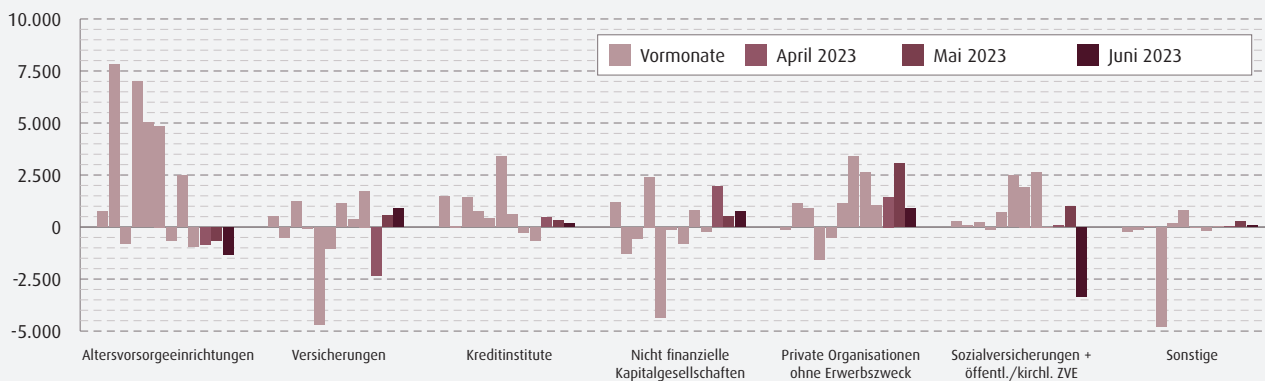
## Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Spezialfonds in den vergangenen 12 Monaten



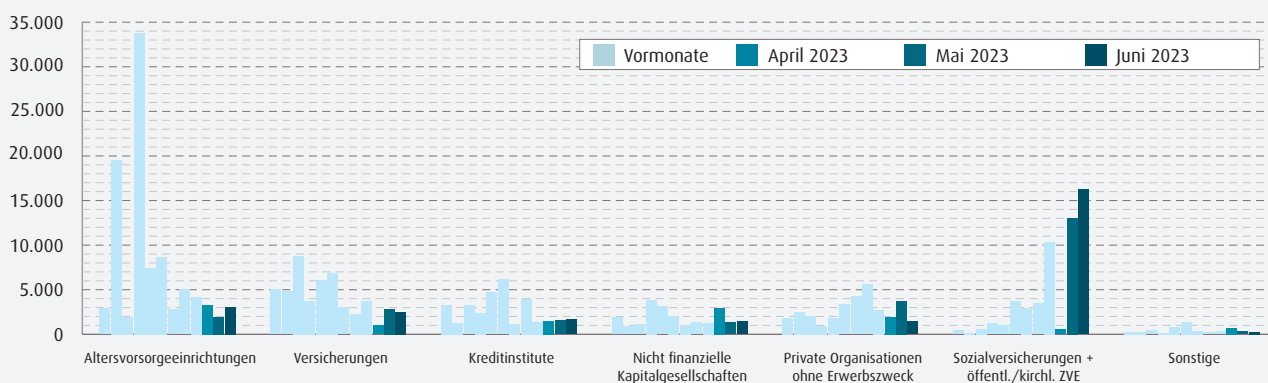
Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Unsere rollierenden 12-Monats-Darstellungen stellen das jeweilige Berichtsquartal den drei vorangegangenen Quartalen gegenüber und sorgen für Einordnung. Der Blick auf die Darstellung von Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüssen macht deutlich, dass das zweite Quartal 2023 in Bezug auf die Zuführung von frischer Liquidität gar nicht schlecht war. Der Median beträgt 21,1 Milliarden Euro und das reiht sich langfristig gut in die Durchschnitte der vorangegangenen Quartale ein, abgesehen von dem typisch hohen Niveau eines Jahresendgeschäftes. Es wird allerdings auch deutlich, dass das Nettomittelaufkommen des zweiten Quartals im 12-Monats-Vergleich sehr schwach war. Sind dies Anzeichen einer abschwächenden Dynamik des Nettoneugeschäfts in Spezialfonds? Wir haben es seit der Zinswende im Frühjahr letzten Jahres einige Male betont und es wird auch im Markt diskutiert, dass das gestiegene Zinsniveau und entsprechend attraktivere Bondsrenditen zulasten des Spezialfondsgeschäftes und zugunsten der Direktanlage wirken. Noch gibt es nur Indizien dafür, dafür ist noch zu wenig Zeit vergangen. Aber wir werden in einigen Quartalen Gewissheit haben. In diesem Zusammenhang weisen wir auf das Expertenpanel in dieser Ausgabe hin, was genau diesen Aspekt behandelt.

Monatliches Nettomittelaufkommen von Spezialfonds nach Anteilhabern in den vergangenen 12 Monaten



Monatliche Mittelzuflüsse von Spezialfonds nach Anteilhabern in den vergangenen 12 Monaten



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Die Betrachtung des Nettomittelaufkommens im Rahmen des 12-Monats-Zeitraums auf Ebene der Investorenssegmente bestärkt die eingangs getroffenen Schlussfolgerungen. Fast dramatische Verhältnisse in Bezug auf das Nettomittelaufkommen bei Altersvorsorgeeinrichtungen seit vier Monaten sowie sehr wechselhafte Nettoflows von Versicherungen in Spezialfonds. Ähnliches gilt für Corporates, allerdings auf vermindertem Niveau. Das starke zweite Quartal sticht heraus. Private Organisationen ohne Erwerbszweck belegen im zweiten Quartal ihren guten Trend von hohen Nettomittelaufkommen der vorangegangenen Monate. Stiftungen sind auch in der längerfristigen Rückschau längst zur dritten treibenden Kraft des Spezialfondsgeschäftes in Deutschland geworden, neben Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungen. Bei Kreditinstituten ist das Nettoneugeschäft in Spezialfonds im Berichtsquartal im Vergleich zur vorangegangenen Historie etwas eingeschlafen, aber immerhin noch positiv. Bei Sozialversicherungen & öffentlichen/kirchlichen Zusatzversorgungseinrichtungen wird das schlechte Berichtsquartal bezüglich des Nettomittelaufkommens im Zeitvergleich noch mal ganz deutlich, insbesondere der „schwarze Juni 2023“.

Die Einordnung der Zuflüsse von frischem Geld im Betrachtungsquartal in den 12-Monats-Zeitraum zeigt die bereits skizzierte Auffälligkeit bei Sozialversicherungen & öffentlichen/kirchlichen Zusatzversorgungseinrichtungen auf. Bei allen übrigen Investorenssegmenten sind die Mittelzuflüsse im zweiten Quartal 2023 unter dem Niveau der vorangegangenen Quartale, insbesondere bei Altersvorsorgeeinrichtungen.

# Alles, worauf Sie keinen Bock haben. Aus einer Hand.

Wir räumen auf, rechnen ab und reporten:  
Deka Investment Servicing.

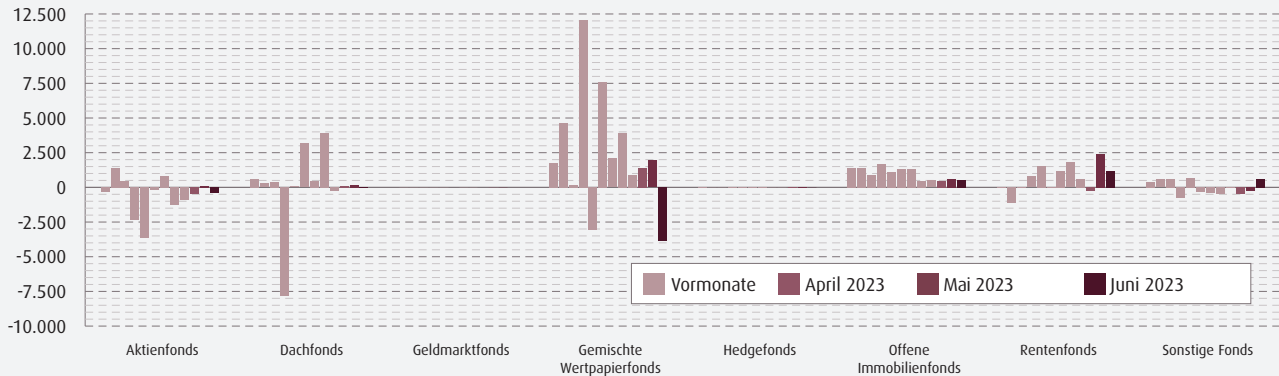
Sie kümmern sich um das optimale Portfoliomanagement – warum sollten Sie sich mit Verwahrstellen, Kapitalmaßnahmen und regulatorischen Anforderungen herumschlagen? Wir regeln das für Sie! Deka Investment Servicing.

Überlegen. Investieren.



**„Deka**  
Institutionell

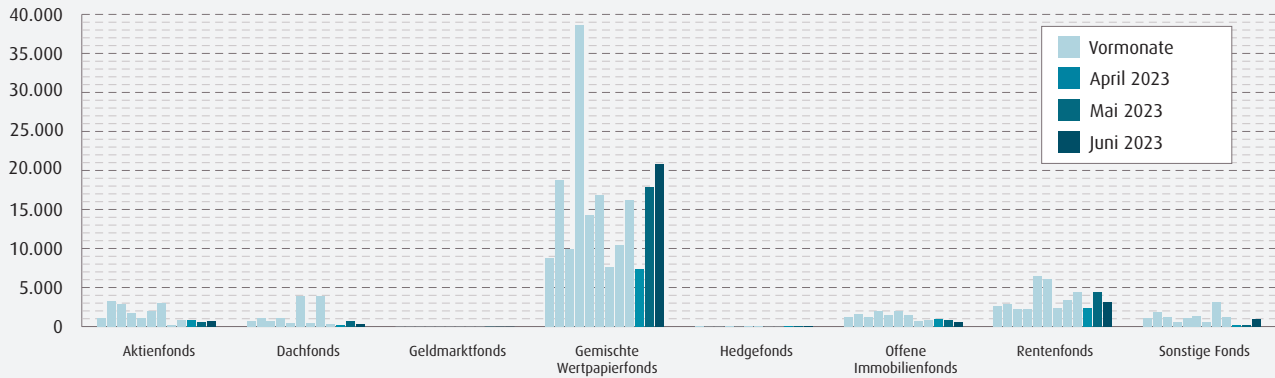
## Monatliches Nettomittelaufkommen von Spezialfonds nach Fondskategorien in den vergangenen 12 Monaten



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Auf Ebene der Spezialfondskategorien werden bei der 12-Monats-Betrachtung einige bemerkenswerte Sachverhalte deutlich. Immobilienspezialfonds sind die einzige Fondskategorie, die im betrachteten Zeitraum kein negatives Nettomittelaufkommen aufweist. Interessant ist allerdings der Niveausprung nach unten ab Februar 2023, wo sich das monatliche Nettomittelaufkommen in Immobilienspezialfonds um die 500-Millionen-Euro-Marke eingependelt hat. Institutionelle Investoren agieren aufgrund der Situation im Immobilienmarkt verhaltener in Bezug auf Nettodotierungen. Völlig eingebrochen im Sinne von deutlichen negativen Nettomittelaufkommen ist das Immobilienspezialfondsgeschäft erfreulicherweise nicht. Es wird weiterhin deutlich, dass das Berichtsquartal für Rentenspezialfonds in Bezug auf das Nettomittelaufkommen erfreulich war, was man für Aktienspezialfonds nicht behaupten kann. Das Nettoneugeschäft von Dachspezialfonds ist im zweiten Quartal eingeschlafen bzw. wenig dynamisch. Bei gemischten Wertpapierspezialfonds als größte Fondskategorie bestätigt das Berichtsquartal das teilweise erratische Niveau im 12-Monats-Zeitraum. Im Juni 2023 wurde der Negativrekord im Betrachtungszeitraum aufgestellt.

Monatliche Mittelzuflüsse von Spezialfonds nach Fondskategorien in den vergangenen 12 Monaten



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Das hohe Niveau der zugeführten frischen Mittel in gemischte Wertpapierspezialfonds im zweiten Quartal wird bei der 12-Monats-Betrachtung sehr deutlich und bestätigt die bereits getroffene Schlussfolgerung der extrem hohen Dynamik des Anteilsscheingeschäfts in dieser Fondskategorie. In den letzten 12 Monaten ist der gigantische Betrag von 188 Milliarden Euro an frischer Liquidität in gemischte Wertpapierspezialfonds geflossen, wovon lediglich 30 Milliarden Euro netto in den Mandaten verblieben sind. Das ist ein sehr reger Anteilscheinhandel, um es ganz vorsichtig auszudrücken. Bei Aktien- und Dachspezialfonds ist das Niveau der Mittelzuflüsse des zweiten Quartals im Zeitvergleich deutlich geringer. Das gilt in nicht ganz so deutlicher Form auch für Immobilienspezialfonds, bei denen die Mittelzuflüsse analog zum Nettomittelaufkommen im Februar 2023 einen Niveausprung nach unten aufweisen. Bei Rentenspezialfonds bewegen sich die Dotierungen frischer Mittel des Berichtsquartals auf dem guten Niveau der Vorquartale. An dieser Stelle der Hinweis, dass Geldmarktspezialfonds trotz der Zinswende weiterhin nicht wieder an den Start gebracht wurden und überhaupt keine Bestände oder Cashflows zu sehen sind. Bei Hedgespezialfonds ist es kaum anders, aber es sind immerhin Dotierungen im einstelligen Millionenbereich in einigen Monaten festzustellen, was aber aufgrund der Größenordnungen keine Rolle im deutschen Spezialfondsgeschäft spielt.



## Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Spezialfonds bis Ende 2. Quartal



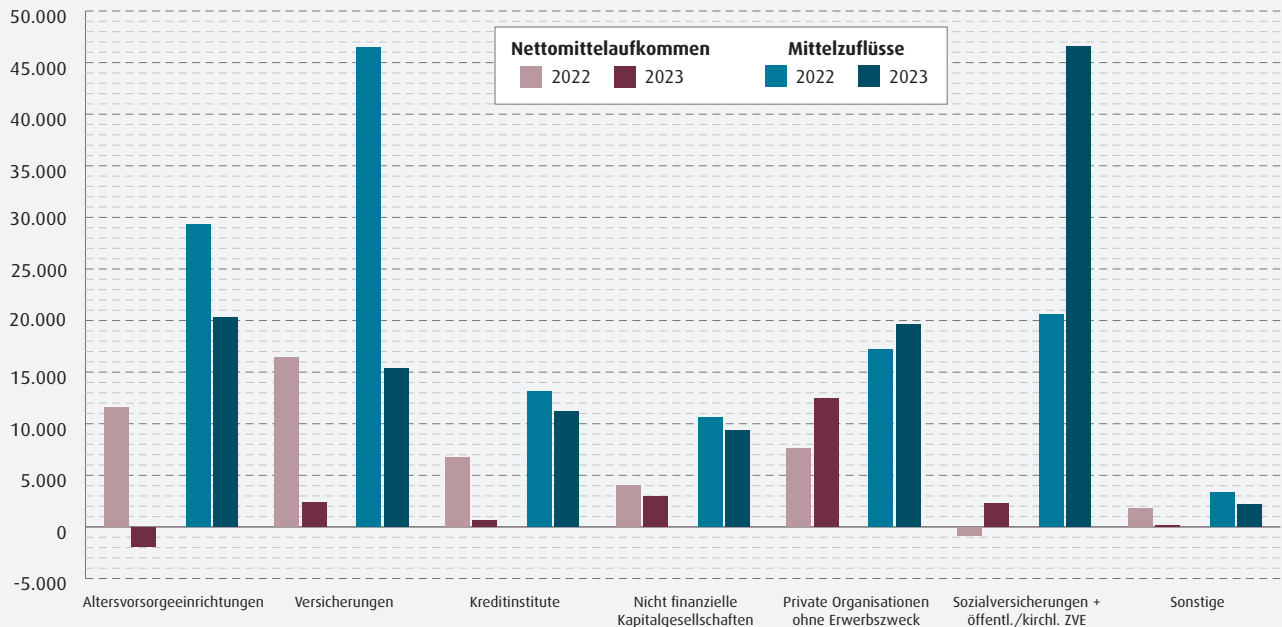
Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Nach der detaillierten Betrachtung der Monate des zweiten Quartals kommen wir nun zu den kumulierten Werten per Ende Juni 2023. Das aufgelaufene Nettomittelaufkommen beträgt 18,9 Milliarden Euro, was ein außerordentlich schwacher Wert ist. Der Vergleichswert des Vorjahres lag bei 47,5 Milliarden Euro, was eine Differenz von 28,6 Milliarden Euro bedeutet. Das ist enorm und wirft eine Reihe von Thesen und Fragen auf. Insbesondere mit Blick auf die Tatsache, dass die Zuflüsse von frischer Liquidität per Ende des zweiten Quartals 2023 im Vergleich nicht so schwach sind. Sie betragen 124,5 Milliarden Euro und verfehlen den entsprechenden Vorjahreswert in Höhe von 141 Milliarden Euro lediglich um 16,5 Milliarden Euro. Gerät das Nettoneugeschäft von Spezialfonds nachhaltig ins Stottern oder handelt es sich um einen temporären Effekt? Festzuhalten ist, dass die Umschlagshäufigkeit von Spezialfondsanteilen im Vergleich zum Vorjahr massiv zugenommen hat. Institutionelle Investoren schichten innerhalb ihrer Spezialfondsmandate um. Gleichzeitig entziehen sie dem Spezialfondsmarkt Liquidität in Höhe von 105,6 Milliarden Euro (Mittelzuflüsse abzüglich Nettomittelaufkommen), die Verwendung als Direktanlagen, Investments außerhalb des Spezialfondsmantels, Auszahlungen oder sonstige betriebliche Erfordernisse findet.

Bei linearer Fortschreibung wird das Nettomittelaufkommen Ende des Jahres nur bei knapp 38 Milliarden Euro liegen, was ein historisch schwaches Ergebnis sein würde. Wir haben unser hausinternes Orakel befragt, was auf erfahrungsgemäß starke vierte Quartale der Nettocashflows in Spezialfonds hinwies und als Nettomittelaufkommen per Ende 2023 den Wert von 55 Milliarden Euro orakelte. Wir schließen uns diesem Wert an dieser Stelle an und werden dies in rund 6 Monaten überprüfen.

Die Analyse der aufgelaufenen Werte per Ende Juni 2023 samt Abgleich mit dem Vorjahr zeigt auf, welche Investorengruppe für die Misere im Nettoneugeschäft in Spezialfonds verantwortlich ist. Und es ist überraschend, dass es mit Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen die beiden größten Investorengruppen des deutschen Spezialfondsmarktes sind. Bei beiden ist das Nettomittelaufkommen eingebrochen. Versicherungen kommen per Ende Juni 2023 auf 2,4 Milliarden Euro und Altersvorsorgeeinrichtungen weisen sogar ein negatives Nettomittelaufkommen von 1,9 Milliarden Euro auf. Letztere verfehlen ihren Vergleichswert des Vorjahres um 13,5 Milliarden Euro und Versicherungen sogar um 14 Milliarden Euro. Das ist fast schon erschreckend, dass die dekadenslangen Zugpferde des deutschen Spezialfondsgeschäftes so schwächeln. In anderem Kontext haben wir unsere Hausmeinung derart geäußert, dass wir eine Abschwächung der Wachstumsdynamik des Spezialfondsgeschäftes von Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungen

Nettomittelaufkommen & Mittelzuflüsse von Spezialfonds nach Anteilhabern bis Ende 2. Quartal



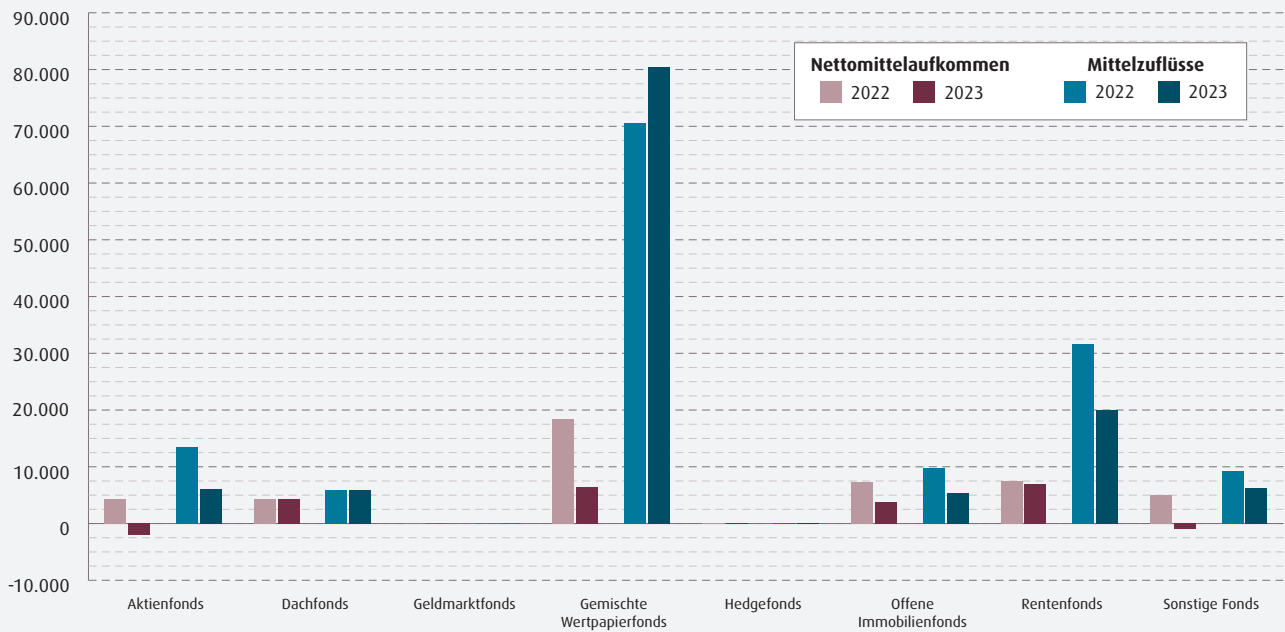
Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

erst ab 2030 prognostizieren. Gründe sind die Einschätzung primär in der demografischen Entwicklung und das Kippen des Verhältnisses von Beitragszahlern und Leistungsempfängern. Haben wir uns etwa deutlich verschätzt und diese Phase beginnt bereits? Nein, wir bleiben bei dieser Einschätzung und werten die gegenwärtige Situation des Spezialfondsgeschäftes von Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungen als „marktbedingten“ Effekt, der sich in einigen Monaten wieder verändern wird.

Kreditinstitute liegen beim Nettomittelaufkommen ebenfalls 6,2 Milliarden Euro unter ihrem Vergleichswert und kommen per Ende Juni 2023 auf 6,8 Milliarden Nettocashflows in Spezialfonds. Corporates befinden sich mit 3 Milliarden etwa eine Milliarde unter ihrem Vorjahreswert. Die einzigen Investorenkategorien, die über ihren Vergleichswerten des Vorjahres liegen, sind private Organisationen ohne Erwerbszweck und Sozialversicherungen & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen. Stiftungen, Vereine, Gewerkschaften etc. kommen auf 12,4 Milliarden Euro Nettomittelaufkommen per Ende des zweiten Quartals und Sozialversicherungen & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen auf 2,3 Milliarden Euro.

Bei den Zuflüssen von frischer Liquidität verhält es sich grob wie bei den Nettomittelzuflüssen. Nur Organisationen ohne Erwerbszweck und Sozialversicherungen & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen liegen zur Jahreshälfte über ihren Vergleichswerten des Vorjahres. Bei Letzteren haben sich die Mittelzuflüsse sogar mehr als verdoppelt auf 46,6 Milliarden Euro per Ende Juni 2023. Alle übrigen Investorengruppen liegen hinsichtlich der Dotierung von frischer Liquidität unter den Halbjahreswerten des Vorjahres. Ganz auffällig ist dies bei Versicherungen, die per Ende Juni 2023 lediglich 15,3 Milliarden Euro frisches Geld in Spezialfondsmandate dotiert haben. In 2022 waren es zur Jahresmitte noch 46,5 Milliarden Euro. Spannend, ob dies an der allgemeinen Situation der Versicherungsbranche liegt (die mit Abstand größte Sparte im Spezialfondsgeschäft sind Lebensversicherungen) oder frisches Geld gar nicht erst in den Spezialfondsmarkt fließt und woanders Verwendung findet. Wir werden es beobachten.

Nettomittelaufkommen & Mittelzuflüsse von Spezialfonds nach Fondskategorien bis Ende 2. Quartal



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Alle Spezialfondskategorien liegen im Nettomittelaufkommen per Jahresmitte unter ihren entsprechenden Vorjahreswerten. Bis auf Dachspezialfonds, die 90 Millionen Euro darüber liegen und somit fast eine Punktlandung des Vorjahresergebnisses aufweisen. Am deutlichsten verfehlen gemischte Wertpapierspezialfonds ihr Nettoneugeschäft des Vorjahres. Sie kommen per Ende Juni 2023 auf überschaubare 6,4 Milliarden Euro und liegen 12 Milliarden Euro unter ihrem Nettomittelaufkommen per Ende 2022. Institutionelle Investoren zogen aus Aktienspezialfonds netto 2 Milliarden Euro per Ende Juni 2023 ab, was 6,4 Milliarden Euro unter dem entsprechenden Vorjahreswert liegt. Da wurde einiges an Performancepotenzial liegen gelassen. Immobilienspezialfonds kommen auf 3,9 Milliarden Euro Nettomittelaufkommen zum Stichtag 30. Juni 2023 und verfehlen ihr entsprechendes Vorjahresergebnis um 3,5 Milliarden Euro. Das Nettoneugeschäft hat sich somit fast halbiert, was angesichts der angespannten Situation am Immobilien- und Zinsmarkt immer noch ein respektables Ergebnis ist. Rentenspezialfonds weisen per Ende Juni 2023 ein Nettomittelaufkommen von 7 Milliarden Euro im laufenden Jahr auf, was mit rund 460 Millionen Euro nur geringfügig unter dem entsprechenden Vorjahresergebnis liegt. Sie liegen damit in einem guten Zielkorridor und werden ein gutes Jahresergebnis haben, dank zurückgekehrter Renditen im Bondsbereich.

In Bezug auf die Zuflüsse von frischer Liquidität lassen sich beim Vergleich mit den jeweiligen Vorjahreswerten keine besonderen Strukturmerkmale oder -brüche feststellen. Sehr auffällig ist allerdings der enorme Wert an frischem Geld in Höhe von 80,5 Milliarden Euro, welche zur Jahresmitte in gemischte Wertpapierfonds geflossen sind. Im Zusammenhang mit dem vergleichbar geringen Nettomittelaufkommen von 6,4 Milliarden Euro scheint es in der Fondskategorie der gemischten Wertpapierspezialfonds zu rumoren. Es wurde extrem viel frisches Geld in gemischte Wertpapierspezialfonds dotiert, wovon im ersten Halbjahr 2023 lediglich 8 % netto in den Mandaten gelandet sind. Es ist sehr bemerkenswert, wie viele Anteile von gemischten Wertpapierspezialfonds seitens institutioneller Investoren gedreht wurden. Es wurden neue gekauft und alte an die KVG zurückgegeben, unter Auskehrung von Liquidität in Höhe von 74,1 Milliarden Euro im ersten Halbjahr 2023. Hoffen wir für die gesamte Spezialfondsbranche, dass sich dieser Trend nicht langfristig fortschreibt.

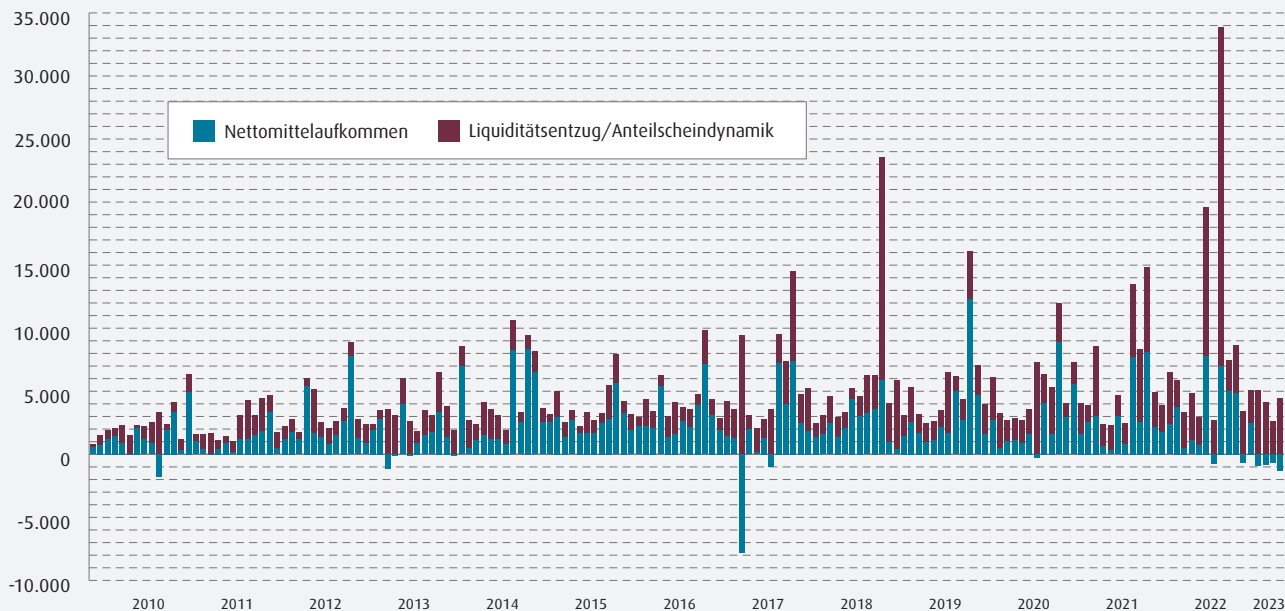
### Liquiditätsanalyse nach Anteilhabern

Nach der detaillierten Analyse der Cashflows des Berichtsquartals widmen wir uns in jeder Ausgabe von Spezialfondsmarkt Quarterly ausgewählten und wechselnden Themen. In dieser Ausgabe führen wir eine langfristige Liquiditätsanalyse auf Ebene der Investorensegmente durch. Dies erfolgt auf Basis der monatlichen Daten des Nettomittelaufkommens und der Mittelzuflüsse von frischer Liquidität in Spezialfonds seit Anfang 2010. Hinsichtlich der gewählten Darstellungsform kommt der Gedanke zum Tragen, der in dieser Ausgabe bei der Analyse des Berichtsquartals bereits eingesetzt wurde. Nachfolgend trotzdem noch mal die Erläuterung: Ein Netto-Liquiditätseffekt, also ob Liquidität in einer Periode entzogen wird, stellt sich als Unterschied zwischen Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen dar. Diesen Aspekt haben wir auch in der vorangegangenen Quartalsanalyse an einigen Stellen herausgearbeitet. Landen in einer Periode alle Mittelzuflüsse als Nettomittelaufkommen in den Spezialfondsvehikeln, wird keine Liquidität entzogen und der Saldo beider Größen ist null. Dies ist fast nie der Fall. In der Regel übersteigen die Mittelzuflüsse die Nettomittelaufkommen teilweise erheblich, was faktisch einen Liquiditätsentzug in einer Periode bedeutet. Es werden mehr frische Mittel dotiert, als netto im Spezialfonds landen. Der Liquiditätsentzug entspricht dabei dem Saldo zwischen Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen. Mittelzuflüsse von frischem Geld können per Definition niemals negativ sein, Nettomittelaufkommen aber schon.

In den folgenden Balkendiagrammen sind das Nettomittelaufkommen sowie der Liquiditätsentzug pro Monat als gestapelte Balken abgetragen. Der Liquiditätsentzug kann auch als Anteilscheindynamik verstanden werden, da dies letztlich Rückgaben von Spezialfondsanteilen an die Kapitalverwaltungsgesellschaften seitens der Investoren sind, für die sie Liquidität bekommen. Diese Größe ist der jeweilige Saldo von Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen. Die Mittelzuflüsse sind somit die Summe und werden durch die Gesamtlänge der einzelnen Balken dargestellt.

Uns geht es bei dieser Analyse nicht um Details oder Betrachtungen einzelner Monate, sondern um ein Gesamtbild pro Investorensegment in Bezug auf das Niveau der Anteilscheindynamik bzw. des Liquiditätsentzugs in bestimmten Phasen seit 2010. Zusätzlich ergibt sich natürlich ein gutes Bild über die Höhe und Struktur des Nettomittelaufkommens in dem langen Betrachtungszeitraum. Die Reihenfolge der dargestellten Investorensegmente ist absteigend gemäß Spezialfondsvolumen. Auf die Darstellung von sonstigen Investoren als kleinstes Segment verzichten wir aus Relevanzgründen.

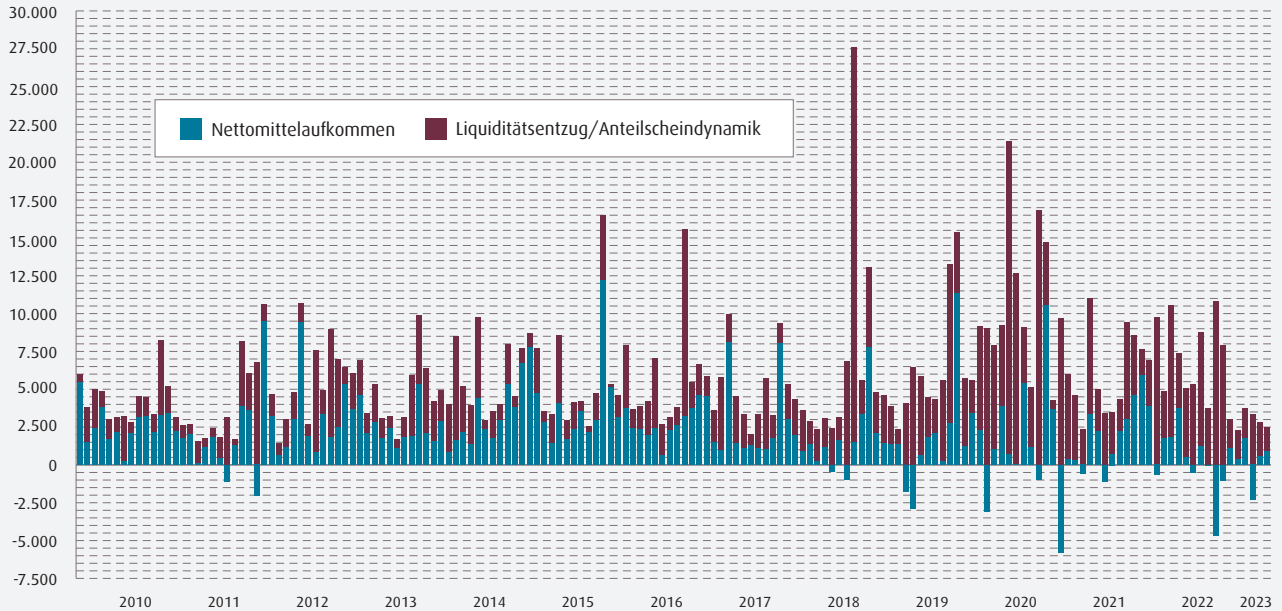
Liquiditätsanalyse Altersvorsorgeeinrichtungen seit Januar 2010



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

**Altersvorsorgeeinrichtungen** sind mit 546,1 Milliarden Euro die größte Investorengruppe im deutschen Spezialfondsgeschäft. Für sie werden 818 Spezialfonds in Deutschland administriert. Sie weisen die größte Dynamik im Wachstum im Sinne von Cashflows in Spezialfonds und Zunahme des Fondsvermögens in den letzten 13 Jahren auf. Der Median der Nettomittelzuflüsse seit Januar 2010 beträgt 2,6 Milliarden Euro pro Monat und das entsprechende Pendant der Mittelzuflüsse 4,7 Milliarden Euro pro Monat. Das führt zu einem durchschnittlichen Liquiditätsentzug in Höhe von 2,4 Milliarden Euro pro Monat in dem betrachteten Zeitraum seit Januar 2010. Der höchste Liquiditätsentzug war im Oktober 2010 mit 26,8 Milliarden Euro zu verzeichnen. Hinsichtlich der Entwicklung der monatlichen Werte des Liquiditätsentzuges lässt sich approximativ feststellen, dass seit Mitte 2017 die Tendenz einer Zunahme zu beobachten ist. Bis dahin war die Differenz von Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen geringer und es landete mehr frisches Geld netto in den Spezialfondsmandaten. Ganz rechts in dem Balkendiagramm wird das extrem schwache Nettoneugeschäft von Altersvorsorgeeinrichtungen noch sehr deutlich. Aus der Gesamtschau der dargestellten Cashflows in dem langen Beobachtungszeitraum lässt sich die These ableiten, dass die Liquiditätspräferenz für Cash-Verwendung außerhalb des Spezialfondsmantels in den letzten Jahren für Altersvorsorgeeinrichtungen deutlich zugenommen hat. Es hat ebenfalls den Anschein, dass die Konstanz und das hohe Wachstum des Nettoneugeschäftes im Spezialfondsbereich in den letzten Jahren abgenommen haben. Das wird sehr augenscheinlich, wenn man beispielsweise den Zeitraum ab Mitte 2014 bis Mitte 2017 mit den vergangenen drei Jahren vergleicht. Natürlich ist dies kein belastbares Verfahren zur Einschätzung der Lage und finanziellen Ausstattung von Altersvorsorgeeinrichtungen, sondern lediglich eine Beobachtung. Trotzdem scheinen die „ganz fetten Jahre“ des Spezialfondsgeschäftes von Altersvorsorgeeinrichtungen vorbei zu sein. Hoffentlich irren wir uns – wir werden es genau beobachten.

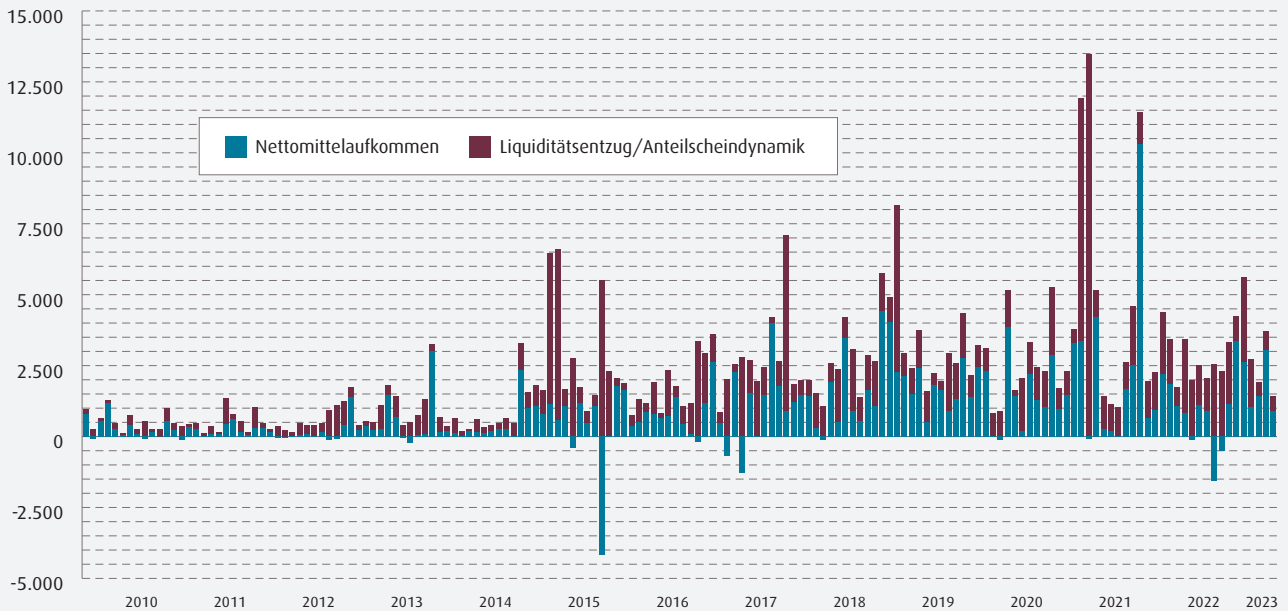
Liquiditätsanalyse Versicherungen seit Januar 2010



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

**Versicherungen** weisen per Ende Juni 2023 ein Spezialfondsvermögen in Höhe von 539,8 Milliarden Euro in 786 Spezialfonds auf, was Platz 2 im Ranking nach Fondsvermögen bedeutet. Das durchschnittliche monatliche Nettomittelaufkommen beträgt 2,3 Milliarden Euro seit Anfang 2010. Der entsprechende Median der Zuflüsse von frischer Liquidität beträgt 5,7 Milliarden Euro, was zu einem durchschnittlichen monatlichen Entzug von Liquidität von 3,4 Milliarden Euro führt. Aus dem Balkendiagramm wird klar ersichtlich, dass der Liquiditätsentzug von Versicherungen aus dem Spezialfondsgeschäft seit 2018 deutlich zugenommen hat (bis auf wenige einzelmonatsbezogene Ausnahmen). Im gleichen Zeitraum sind auch immer mal wieder und zum Teil deutlich negative Mittelaufkommen auf Monatsbasis zu beobachten, bei gleichzeitig sehr wechselhafter Entwicklung des monatlichen Nettomittelaufkommens. Im Vergleich zu dem Balkendiagramm der Altersvorsorgeeinrichtungen lassen sich deutliche strukturelle Unterschiede der Cashflows und insbesondere in Bezug auf den Verlauf des jeweiligen Liquiditätsentzuges feststellen. Die Versicherungsbranche befindet sich bezüglich der Cashflows des Spezialfondsgeschäftes möglicherweise schon in der Phase, in die Altersvorsorgeeinrichtungen gegenwärtig eintreten. Eine Phase, die von volatilen Nettomittelaufkommen, hohen Zuflüssen von frischem Geld bei gleichzeitigem Entzug von Liquidität durch Rückgabe von bestehenden Spezialfondsanteilen gekennzeichnet ist. Das ist eine gewagte These, deren Belastbarkeit wir in den nächsten Ausgaben überprüfen werden.

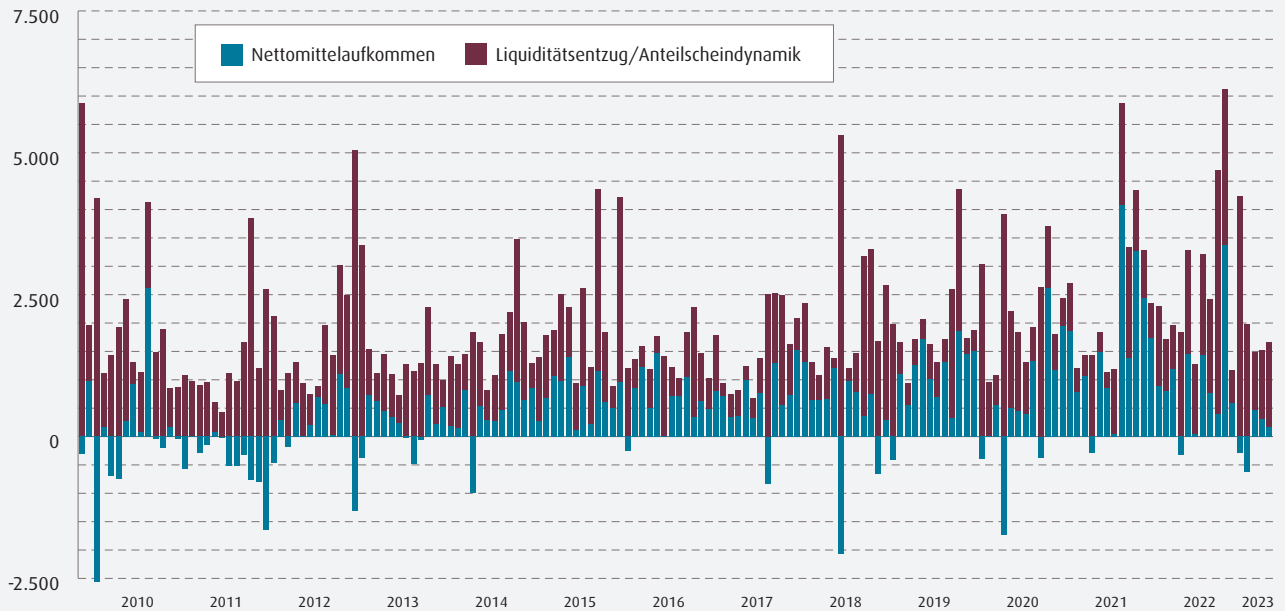
Liquiditätsanalyse Private Organisationen ohne Erwerbszweck seit Januar 2010



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

**Private Organisationen ohne Erwerbszweck** sind mit 254 Milliarden Euro Kapitalanlagen in Spezialfonds die Nummer drei in Deutschland. Sie haben per Ende Juni 738 Spezialfonds am Start. Das Geschäft zog erst ab 2015 richtig an, sodass der Median des monatlichen Nettomittelaufkommens seit Januar 2010 von 951 Millionen Euro bedingt aussagekräftig ist. Die durchschnittliche Zuführung von frischer Liquidität pro Monat des Betrachtungszeitraums beziffert sich auf 2,1 Milliarden Euro, sodass der entsprechende Median des monatlichen Entzuges von Liquidität 1,1 Milliarden Euro beträgt. Private Organisationen ohne Erwerbszweck weisen seit rund 6 Jahren ein kontinuierliches Wachstum im Spezialfondsgeschäft auf und haben Kreditinstitute Anfang 2019 hinsichtlich der Kapitalanlagen in Spezialfonds überholt und auf Platz vier verdrängt. Bis auf einige Einzelmonate sind sie im Vergleich zu Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungen deutlich mandatsreuer, was sich in der geringeren Relation zwischen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüssen ausdrückt. Das wird durch Vergleich der entsprechenden Balkencharts sofort ersichtlich.

Liquiditätsanalyse Kreditinstitute seit Januar 2010

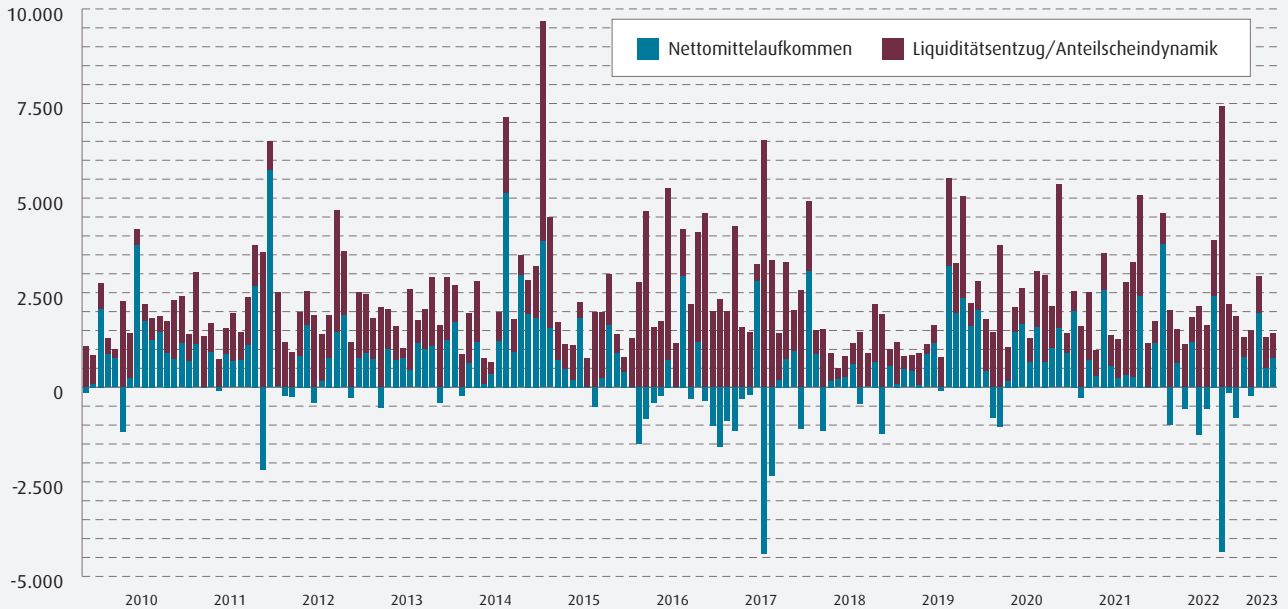


Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

**Kreditinstitute** haben 215 Milliarden Euro ihres Depot-A in 1.093 Spezialfonds angelegt, was ihnen Platz vier im Ranking nach Volumen zuweist. Das durchschnittliche monatliche Nettomittelaufkommen in Spezialfonds seit Anfang 2010 beläuft sich auf 512 Millionen Euro. Das Pendant der Mittelzuflüsse von frischem Geld in Spezialfonds beträgt 1,8 Milliarden Euro. Daraus ergibt sich ein durchschnittlicher monatlicher Entzug von Liquidität in Höhe von 1,3 Milliarden Euro. Das Balkendiagramm zeigt eindrucksvoll, wie sich das Spezialfondsgeschäft von Kreditinstituten seit rund sieben Jahren wieder erholt hat, nach einer vorherigen Phase mit vielen negativen und vergleichbar geringen Nettomittelaufkommen. Die Dynamik des Anteilscheingeschäftes hat dabei ebenfalls zugenommen, was sich in teilweise erheblichen Entzügen von Liquidität in bestimmten Monaten ausdrückt. Die „Rechtsschiefe“ der Balken des Nettomittelaufkommens ist sehr bemerkenswert und belegt, dass Kreditinstitute sich Bedeutung im deutschen Spezialfondsgeschäft zurückgekämpft haben.



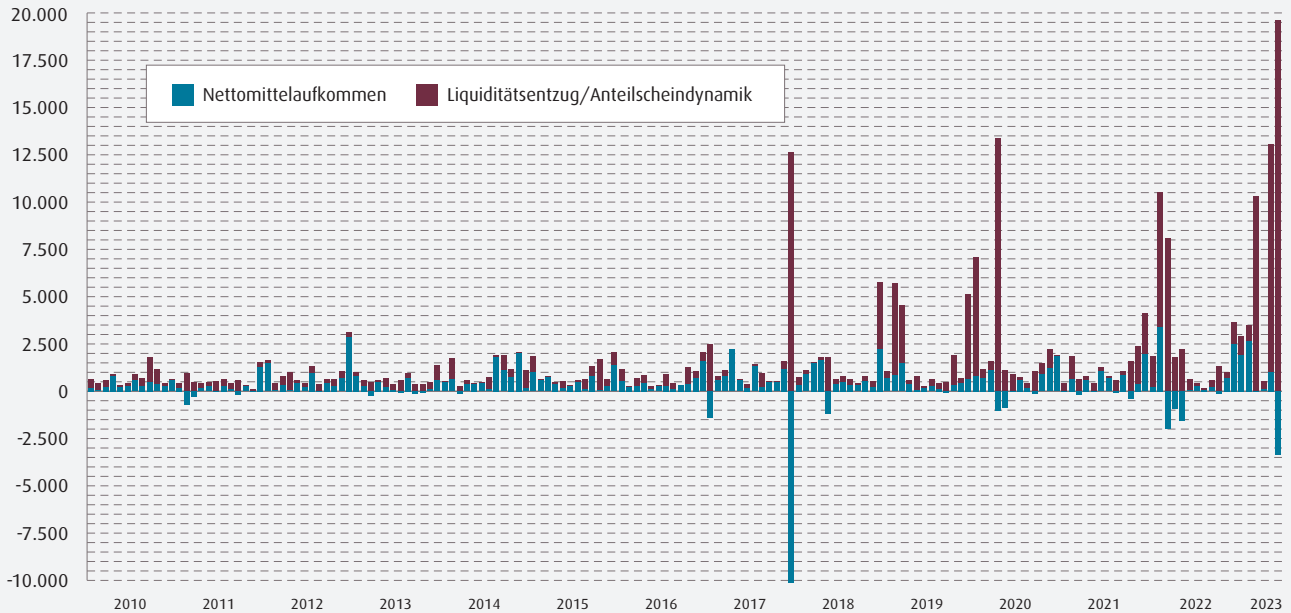
Liquiditätsanalyse Nicht finanzielle Kapitalgesellschaften seit Januar 2010



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

**Nicht finanzielle Kapitalgesellschaften** bzw. Corporates liegen mit einem Spezialfondsvermögen von 191,3 Milliarden Euro per Ende Juni 2023 auf dem vierten Platz der Bedeutungsskala. Die Anzahl der für sie administrierten Spezialfonds ist mit 463 vergleichsweise gering. Das durchschnittliche Nettomittelaufkommen pro Monat innerhalb des betrachteten Zeitraums beträgt 627 Millionen Euro und der Median der monatlichen Zuflüsse von frischer Liquidität beläuft sich auf 2,1 Milliarden Euro. Daraus leitet sich ein Betrag in Höhe von 1,5 Milliarden Euro als durchschnittlicher Liquiditätsentzug pro Monat ab. Diese Werte liegen bemerkenswerterweise über denen von Kreditinstituten. Corporates hatten eben keine Schwächephase Anfang der 2010er-Jahre wie Kreditinstitute. Das Profil der dargestellten Cashflows im Betrachtungszeitraum weist keine wesentlichen Strukturen oder langfristige Trends auf. Es lässt sich eine Schwächephase in den Jahren 2015 bis Herbst 2019 feststellen, nach der sich das Nettomittelaufkommen wieder deutlich erholt hat. Auffällig sind mit September 2017 und November 2022 zwei Einzelmonate, in denen das Nettomittelaufkommen stark negativ war, bei gleichzeitig sehr hohen Mittelzuflüssen. Dabei handelt es sich vermutlich um mandatspezifische Ausreißer. In der jüngeren Vergangenheit waren die Cashflows und insbesondere das Nettomittelaufkommen relativ wechselhaft.

Liquiditätsanalyse Sozialversicherungen & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen seit Januar 2010



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

**Sozialversicherungen & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen** schließen mit 153,3 Milliarden Euro in 275 Spezialfonds die angestellten Betrachtungen ab. Das durchschnittliche monatliche Nettomittelaufkommen in Spezialfonds seit Januar 2010 liegt bei 373 Millionen Euro, der entsprechende Wert der Mittelzuflüsse bei 1,5 Milliarden Euro. Der Median des monatlichen Liquiditätsentzuges beträgt somit rund 1,1 Milliarden Euro. Das Spezialfondsgeschäft und die entsprechenden Cashflows zogen allerdings erst Ende 2017 richtig an, mit einer besonderen Dynamik in der jüngsten Vergangenheit. Die teilweise sehr hohen Ausschläge begründen sich im Wesentlichen durch die Tatsache, dass es sich hier hinsichtlich der Investorenanzahl auch um die kleinste Investorengruppe handelt, allerdings mit teilweise sehr großen Adressen wie beispielsweise der Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder (VBL). Mandatsspezifische Aktivitäten sind daher bei der Analyse von Transaktionsdaten deutlich sichtbarer. Umso bemerkenswerter sind die teilweise exorbitanten Beträge des Entzuges von Liquidität aus dem Spezialfondsmarkt wie beispielsweise im in dieser Ausgabe eingangs analysierten Juni 2023, aber auch im April 2020 oder Dezember 2017. Insofern werden wir in Bezug auf die Cashflow- und Anteilscheindynamik auf diese Investorengruppe zukünftig ein besonderes Augenmerk richten. Aber keine Sorge, das gilt natürlich auch für alle Investorenssegmente des deutschen Spezialfondsgeschäftes.

## Erläuterungen

Die Auswertungen basieren auf Daten aus der Statistik der Deutschen Bundesbank. Die dortige Statistik über Investmentvermögen umfasst die von Kapitalverwaltungsgesellschaften und extern verwalteten Investmentgesellschaften gebildeten Investmentvermögen nach § 1 des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB). Gegenstand der Erhebung sind die von Kapitalverwaltungsgesellschaften und extern verwalteten Investmentgesellschaften gebildeten Investmentvermögen nach § 1 des KAGB. Die Meldeverpflichtung umfasst neben inländischen Investmentvermögen auch EU-Investmentvermögen nach § 1 Absatz 8 KAGB, die nicht dem Recht eines anderen Mitgliedsstaates der Europäischen Währungsunion (EWU) unterliegen, sowie ausländische Alternative Investmentfonds (AIF) nach § 1 Absatz 9 KAGB. Gegenstand der Erhebung sind zudem inländische Investmentvermögen, die von ausländischen Gesellschaften im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs verwaltet werden. Aufgrund dieses Meldekrans unterscheiden sich die Daten der Deutschen Bundesbank von Daten des Deutschen Fondsverbands BVI. Der BVI bezieht beispielsweise Bestands- und Transaktionsdaten von luxemburger Fondsstrukturen, die mit dem deutschen Spezialfonds vergleichbar sind und von dortigen ManCo's deutscher Kapitalverwaltungsgesellschaften administriert werden, in seine Berichterstattung und Statistiken ein.

Die Abgrenzung der Fondskategorien erfolgt in Anlehnung an die Definition der Vermögensgegenstände im KAGB und an die Richtlinie zur Festlegung von Fondskategorien für inländische Publikumsinvestmentvermögen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Die Unterscheidung der ausgewiesenen Anteilseignergruppen erfolgt gemäß Kundensystematik der Deutschen Bundesbank. Bei mehreren Anteilhabern ist die Gruppe mit dem größten Anteilbesitz maßgeblich. Für die Unterscheidung zwischen In- und Ausländern ist der Sitz der Anteilhaber entscheidend.

Folgende Definitionen kommen dabei zum Tragen:

### **Altersvorsorgeeinrichtungen**

Hierzu gehören zum Beispiel berufsständische Versorgungswerke, Pensionskassen, Pensionsfonds, Unterstützungskassen sowie ausgelagerte Pensionsverpflichtungen (betriebsinterne Pensionsfonds, Contractual Trust Arrangements (CTAs)) institutioneller Anleger.

### **Versicherungen**

Hierzu gehören alle privaten und öffentlich-rechtlichen Versicherungsunternehmen.

### **Kreditinstitute**

Zu den inländischen Kreditinstituten zählen diejenigen Unternehmen, die Bankgeschäfte nach den Begriffsbestimmungen des § 1 Absatz 1 des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) betreiben. Hierzu gehören auch die Bausparkassen, die Kreditanstalt für Wiederaufbau, Bürgschaftsbanken sowie Zweigstellen ausländischer Banken.

### **Nicht finanzielle Kapitalgesellschaften („Corporates“)**

Die Haupttätigkeiten nicht finanzieller Kapitalgesellschaften umfassen die Produktion von Waren sowie nicht finanzielle Dienstleistungen. Hierzu gehören auch Industriestiftungen sowie Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände.

### **Private Organisationen ohne Erwerbszweck**

Private Organisationen ohne Erwerbszweck sind Organisationen mit eigener Rechtspersönlichkeit, deren Hauptmittel aus freiwilligen Geld- oder Sachbeiträgen stammen. Hierzu zählen zum Beispiel Stiftungen, Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, wissenschaftliche Gesellschaften und Vereine.

### **Inländische Sozialversicherungen/öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen**

Hierzu zählen zum Beispiel die Deutsche Rentenversicherung, die Bundesagentur für Arbeit und die gesetzlichen Kranken-, Pflege- und Unfallkassen. Weiterhin gehören dazu zum Beispiel die Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder, die Zusatzversorgungskasse und das Zusatzversorgungswerk für Arbeitnehmer in der Land- und Forstwirtschaft.

Unter „**Sonstige**“ haben wir aufgrund der vergleichbar geringen Bedeutung zusammengefasst:

### **Sonstige Finanzintermediäre**

Die Hauptfunktion der sonstigen Finanzierungsinstitutionen besteht darin, finanzielle Mittlertätigkeiten auszuüben. Hierzu gehören zum Beispiel Factoringgesellschaften.

### **Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen**

Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen erleichtern die finanzielle Mittlertätigkeit, übernehmen selbst aber keine Risiken durch den Erwerb finanzieller Aktiva oder das Eingehen von Verbindlichkeiten. Hierzu gehören zum Beispiel Versicherungsmakler, Finanzmakler, Wertpapiermakler, Anlageberater und Vermittler derivativer Finanzinstrumente.

### **Bund, Länder und Gemeinden sowie ausländische institutionelle Investoren**

## Impressum

Kommalpha – Führende Strategieberatung für den professionellen Kapitalmarkt

Die Kommalpha-Gruppe ist ein ganzheitliches Beratungshaus für den institutionellen Kapitalmarkt in Europa. Wir beraten Anbieter wie Asset Manager, Kapitalverwaltungsgesellschaften, Verwahrstellen, Vermögensverwalter sowie Investoren (z. B. Versicherungen, Pensionsvermögen), Dienstleister und IT-Lösungsanbieter.

Gemeinsam mit unseren Kunden entwickeln und implementieren wir Strategien zur Optimierung von Vertrieb, Marketing, Kommunikation, Produkten, Prozessen und Sourcingstrukturen.



**Wussten Sie, dass wir seit Inkrafttreten von MIFID II im Jahr 2018 einen Datenmapping- und Datenintegrations-Service für regulatorisches Reporting im Einsatz haben?**

Seitdem haben wir viele Millionen von Datensätzen für die Erstellung von European MIFID Template (EMT) und das European PRIIPS Template (EPT) verarbeitet. Zudem konvertieren wir auf Basis dieser Templates Daten in das deutsche WM Daten- und das Schweizer Openfonds-Format. Wir verbinden fachliche und regulatorische Kompetenz mit daten- und programmierungsspezifischen IT-Skills.

## Ansprechpartner



### **Clemens Schuerhoff**

Vorstand  
Kommalpha AG

**Telefon:** +49 511 300 34 68-6

**E-Mail:** [schuerhoff@kommalpha.com](mailto:schuerhoff@kommalpha.com)



FÜR DEN INHALT VERANTWORTLICH:

### **Kommalpha AG**

Am Ortfelde 38 c, 30916 Isernhagen

Telefon: +49 511 3003468-0

E-Mail: [info@kommalpha.com](mailto:info@kommalpha.com)

## Sponsoren



**BNP PARIBAS**

Securities Services, BNP Paribas, gehört zu den führenden Global Custodians und erbringt Asset-Servicing-Dienstleistungen für Investmentfonds, Wertpapiere und alternative Anlagen im gesamten Investmentprozess. Wir begleiten Sie in dem stetigen Wandel einer sich schnell verändernden Welt: als zuverlässiger, erfahrener und starker Partner. Deutschland vertraut uns als marktführender Verwahrstelle.



Die Verwahrstelle der DekaBank ist seit 1962 mit mehr als 60 Jahren Erfahrung und ca. 482 Mrd. EUR AUC (inklusive Direktbestände) eine der bedeutenden Anbieter in Deutschland. Die Verwahrstellenfunktion ist Kerngeschäftsfeld der DekaBank. Investoren profitieren vom Lagerstellennetzwerk mit Zugang zu über 70 internationalen Märkten. Die Bank bietet ihren Kunden darüber hinaus interessante Zusatzdienstleistungen wie z.B. ETD Clearing, eine Zielfondsplattform, das Info-Tool Deka Easy Access sowie ein KVG-unabhängiges ESG Reporting.



Die DZ BANK ist Spitzeninstitut und Zentralbank für alle rund 850 deutschen Genossenschaftsbanken und hat die Holdingfunktion für die DZ BANK Gruppe. Als Geschäftsbank betreut sie Firmenkunden und Institutionelle aus dem In- und Ausland. Das Asset Servicing und die Verwahrstellenfunktion für Publikums- und Spezialfonds gehören zum Kerngeschäftsfeld der DZ BANK.



Einer der Schwerpunkte unseres Produkt- und Serviceangebotes liegt auf dem Verwahrstellengeschäft sowie der Wertpapierverwahrung und -verwaltung als Global Custodian in Deutschland und durch unser weltweites Sub-Custodian-Netzwerk. Als Sub-Custodian in Deutschland bieten wir Services an, die den globalen Standards anspruchsvoller Investoren entsprechen. Unsere besondere Expertise in den schnellwachsenden Volkswirtschaften dieser Welt (insbesondere Asien), der Abwicklung von alternativen Assets / Private Assets und ESG unterstützen unsere Investoren bei ihrer optimalen Kapitalanlage.



**Kommelalpha AG**

Am Ortfelde 38 c  
30916 Isernhagen

Telefon: +49 511 3003468-0  
E-Mail: [info@kommalpha.com](mailto:info@kommalpha.com)  
Internet: [www.kommalpha.com](http://www.kommalpha.com)