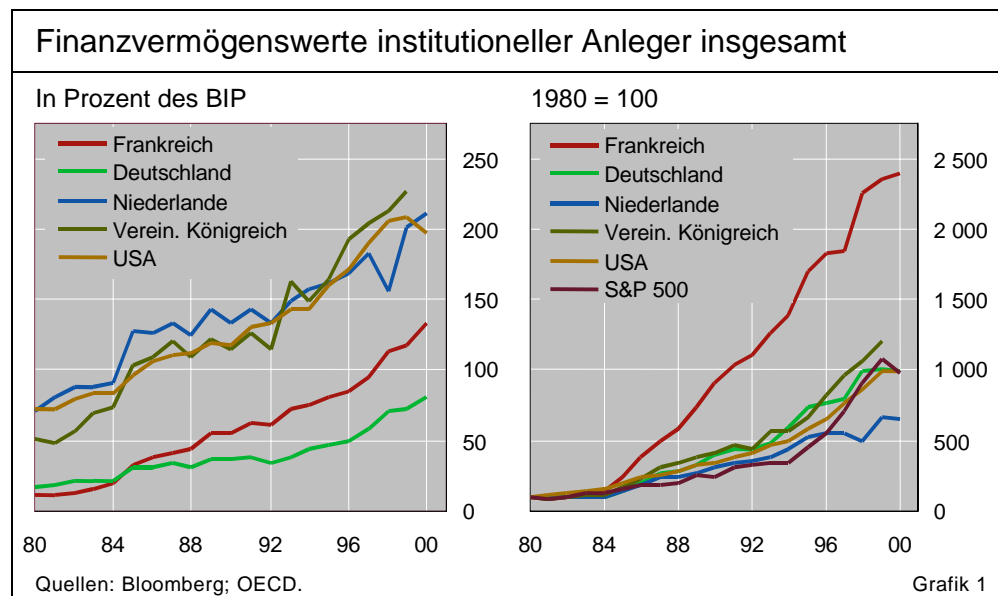


## Institutionelles Portfoliomanagement: Branchentrends, Anreizstrukturen und die Folgen für die Markteffizienz<sup>1</sup>

Anleger haben in den letzten Jahren die Verwaltung ihrer Anlageportfolios zunehmend an institutionelle Portfoliomanager delegiert. Der Umfang dieser Entwicklung wird durch das Wachstum des Portfoliomanagementvolumens für die einzelnen Gruppen institutioneller Anleger in verschiedenen Ländern veranschaulicht (Grafik 1). Zudem ist zu erwarten, dass die demografische Entwicklung das Wachstum der Branche weit in die Zukunft hinein sichern wird.

Das institutionelle Portfoliomanagement zeichnet sich vor allem durch eine Reihe von Delegationsprozessen aus, die die Aktivitäten der verschiedenen Akteure in dem „Dreieck“ aus Anlagekapital, seinen Eigentümern und den Fondsmanagern miteinander verknüpfen. Fester Bestandteil des Geschäfts sind daher Vertragsstrukturen, mit denen die Anreizsysteme der Eigentümer

Institutionelles  
Portfolio-  
management an  
Umfang und  
Bedeutung  
gewachsen ...



<sup>1</sup> Dieser Artikel enthält die wichtigsten Ergebnisse eines vom Ausschuss für das weltweite Finanzsystem veröffentlichten Berichts; für Fehler und Auslassungen ist der Verfasser verantwortlich. Die in diesem Artikel geäußerten Auffassungen geben nicht unbedingt den Standpunkt der BIZ wieder.

mit denjenigen der mit der Verwaltung ihres Kapitals betrauten Personen abgestimmt werden sollen – und die sich daher im Zuge der Weiterentwicklung der Branche zwangsläufig mit ihr verändern werden.

Portfolioallokationsentscheidungen sind vom Entscheidungskontext, und damit von den vorhandenen Anreizstrukturen, nicht zu trennen. Aktuelle Entwicklungen in der Branche können daher, soweit sie sich auf die Anreize für die Portfoliomanager auswirken, auch Entscheidungsfindung und Anlageverhalten der Anleger verändern.<sup>2</sup> Dies wiederum kann für die weltweiten Finanzmärkte von Belang sein – ein Aspekt, der vor dem Hintergrund der massiven Wertsteigerung und des anschliessenden Wertverfalls internationaler Aktienindizes in letzter Zeit besondere Aufmerksamkeit auf sich gezogen hat.

Vor diesem Hintergrund einer zunehmenden Bedeutung des professionellen Portfoliomanagements für die Finanzmärkte hat der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS), der im Auftrag der Zentralbankgouverneure der G10-Länder die globalen Finanzmärkte überwacht, eine Arbeitsgruppe gebildet, in der diese Fragen untersucht werden sollen. Das vorliegende Feature enthält eine Übersicht über die Arbeit der Gruppe und stellt einige ihrer wichtigsten Ergebnisse vor, die vor kurzem in einem Bericht veröffentlicht wurden.<sup>3</sup>

... und Trends in der Branche möglicherweise von Belang für Finanzmärkte

## Entwicklung der Branchenstruktur

Institutionelle Portfoliomanager sind überwiegend *kollektive Anlagevehikel*, *Pensionsfonds* und *Versicherungsgesellschaften*, die im Namen ihrer Kunden – Privatanleger wie auch Unternehmen – Anlageportfolios zusammenstellen und verwalten. Diese Verwaltung kann entweder intern erfolgen oder externen Portfoliomanagern übertragen werden. Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften nehmen daher regelmässig die Dienste externer Portfoliomanager zur Verwaltung der ihnen anvertrauten Mittel in Anspruch oder erbringen ihrerseits Portfoliomanagementleistungen für Dritte.

Mit der weltweiten Zunahme des institutionellen Portfoliomanagements, gefördert durch demografische Veränderungen, die Liberalisierung der Finanzmärkte und den technologischen Fortschritt, ging eine grundlegende Neuorganisation der Branche einher. Insbesondere hat sich die Bedeutung der einzelnen Branchenbereiche verschoben (Grafik 2). Auch haben sich die herkömmlichen Grenzen innerhalb der Branche zunehmend verwischt. So haben beispielsweise Versicherungsgesellschaften ihre eigenen Investmentfonds aufgelegt und sind in der Altersvorsorge tätig geworden, während Banken Portfoliomanagement- und Versicherungsgesellschaften übernehmen und damit eine Brücke zwischen unterschiedlichen Bereichen schlagen.

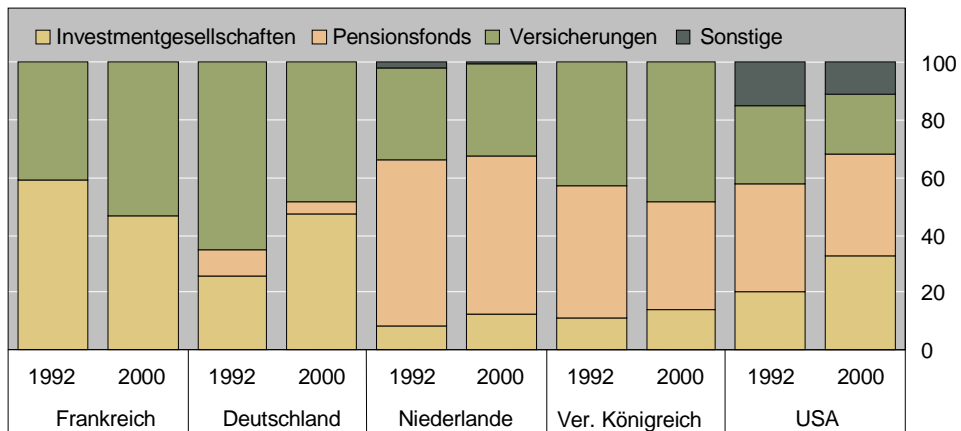
---

<sup>2</sup> S. BIZ (1998).

<sup>3</sup> Den Vorsitz der Working Group on Incentive Structures in Institutional Asset Management hatte Michel Cardona (Banque de France). Ihr Bericht (CGFS 2003) ist unter [www.bis.org](http://www.bis.org) in Englisch verfügbar.

## Relative Bedeutung der Branchensegmente

In Prozent des Finanzvermögens insgesamt



Anmerkung: „Sonstige“ schliesst Stiftungen und Stiftungsfonds ein.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 2

Im Einzelnen hat sich diese Entwicklung von Land zu Land unterschiedlich vollzogen, dennoch sind drei übergreifende Branchentrends im gesamten institutionellen Anlagegeschäft erkennbar: die zunehmende Bedeutung indexgebundener Portfolios, die steigende Zahl spezifischer nicht traditioneller Anlagekategorien und die Konsolidierung und Spezialisierung in der Branche.

### Indexierung

Indexierung immer wichtiger ...

Als vielleicht wichtigster Trend lässt sich die zunehmende Beliebtheit passiv verwalteter, d.h. Indizes nachbildender Portfolios identifizieren. Indexgebundene Fonds gibt es seit 1971, als der erste derartige Fonds in Nachbildung des Index S&P 500 von der Wells Fargo Bank aufgelegt wurde; seine Erstmittelausstattung betrug \$ 6 Mio. aus der Pensionskasse der Samsonite Co. Seither haben indexgebundene Portfolios kontinuierlich an Bedeutung gewonnen; von 1998-2001 stieg die Summe des passiv verwalteten Portfoliovolumens weltweit um rund 70%. Allerdings bestehen nach wie vor grosse regionale Unterschiede. Indexgebundene Investmentfonds machen heute in den USA etwa 30% und im Vereinigten Königreich 20% aller Aktien- und Anleiheanteile der Portfolios aus. Im Gegensatz dazu werden in ganz Europa nur rund 5% des Gesamtvermögens und etwa 10% des Aktienvermögens passiv verwaltet (Tabelle 1).

Gefördert wurde der Trend zur Indexierung durch die Entwicklung von an der Marktkapitalisierung orientierten Benchmark-Indizes sowie durch die empirische Erkenntnis, dass aktiv verwaltete Fonds zumindest an den grossen Märkten mit der höchsten Informationseffizienz durchschnittlich keine kosten-deckenden Renditen erwirtschaften.<sup>4</sup> Indizes nachbildende Fonds galten daher

<sup>4</sup> S. Sharpe (1966) und Jensen (1968). Zwar können einzelne Portfoliomanager durchaus Überrenditen erzielen, diese erweisen sich jedoch bei korrekter empirischer Überprüfung typischerweise nicht als persistent (Carhart 1997).

Portfolioallokation institutioneller Anleger in 2001		
Prozent		
Vermögenskategorie	Portfolioallokation Europa	Portfolioallokation USA
Publikumsaktien	44	54
darunter: aktiv	90	64
darunter: passiv	10	36
Festverzinslich	43	32
darunter: aktiv	98	87
darunter: passiv	2	13
Geldmärkte	8	9
Immobilien	4	2
Sonstige (einschl. Hedge-Fonds)	1	3

Quellen: UBS Warburg/Oliver, Wyman & Company (2002); *Pensions and Investments* (2002).  
Tabelle 1

angesichts ihrer niedrigen Gebühren als Möglichkeit für die Anleger, zu relativ niedrigen Kosten durch Investition in den „Gesamtmarkt“ einen hohen Diversifizierungsgrad zu erreichen. Bis vor kurzem wurde die Attraktivität solcher passiver Fonds zusätzlich durch steigende Aktienmärkte erhöht, da passiv verwaltete Portfolios eine kostengünstige Gelegenheit boten, in einem Umfeld schnell steigender Marktbewertungen Aktienengagements einzugehen.

Bei den passiven Fonds traten in der letzten Zeit so genannte „enhanced“ passive Strategien in den Vordergrund. Diese Strategien entstanden aus der Überlegung, dass eine Sicherstellung von Tracking Errors<sup>5</sup> nahe null erhebliche Transaktionskosten mit sich bringt, und gestatten eine gewisse Flexibilität bei der Abbildung eines bestimmten Index. Dadurch wiederum können die erforderlichen Umstellungen bei einer Neugewichtung der Indizes reibungsloser durchgeführt werden. Unter anderem lässt sich das Interesse an verbesserten passiven Strategien auch durch die bisherige Praxis erklären, Benchmark-Indizes an der Marktkapitalisierung insgesamt und nicht am Streubesitz („free float“) zu orientieren.<sup>6</sup> Das bedeutete, dass Aktien von Gesellschaften mit hoher Marktkapitalisierung, jedoch geringem Streubesitz, wie etwa ausgegliederte Unternehmen, meist sehr volatil waren und es zu Marktknappheit kommen konnte, wenn sich die Indexgewichtungen nach der Marktkapitalisierung insgesamt richteten.

Allerdings ist die Indexierung an den Anleihenmärkten nach wie vor viel weniger verbreitet als an den Aktienmärkten. Dafür gibt es zwei Gründe. Erstens ist das idiosynkratische Risiko zwar für einzelne Aktien von grosser Bedeutung, doch trifft dies für einzelne Anleihen viel weniger zu, da sich Zins-

... jedoch an den Märkten unterschiedlich verbreitet

<sup>5</sup> *Tracking Error* ist definiert als die Standardabweichung der Renditeüberschüsse eines Portfolios über einen Beobachtungszeitraum und misst somit die Abweichung einer Portfoliorendite vom Ergebnis des gewählten Benchmark-Index. Die Festlegung von Höchstgrenzen für Tracking Errors sind inzwischen ein Standardmerkmal von Anlagemandaten, auch wenn das Basisportfolio aktiv verwaltet wird.

<sup>6</sup> Der *Streubesitz* misst den Marktwert des Umlaufs eines Wertpapiers, der von institutionellen und privaten Anlegern ohne Beschränkungen gehandelt werden kann.

sätze durch eine hohe Korrelation auszeichnen. Die Indexierung von Anleiheportfolios dürfte daher weniger attraktiv sein, da der Diversifizierungsvorteil geringer ist. Zweitens ist die Nachbildung von Anleiheindizes, vor allem für Unternehmensanleihen, erheblich komplizierter. So sind etwa bei wichtigen Kuponterminen, fällig werdenden Emissionen sowie Auktionen Anpassungen erforderlich. Darüber hinaus ist ein Anleiheindex nur schwer präzise nach seinem Marktwert zu gewichten, da der Umlauf für die einzelnen Indexwerte aufgrund von Kuponabtrennung (bei Staatsanleihen), vorzeitiger Tilgung (bei Hypothekenspapieren) und anderer Optionsmerkmale (bei Unternehmensanleihen) unter Umständen nicht genau festzustellen ist.

Der Trend zur Indexierung betrifft zunehmend nicht nur Finanzmittel, die für Grosskunden, beispielsweise für einen Pensionsplan, verwaltet werden, sondern auch den Privatkundenbereich des professionellen Portfoliomanagements. Indexgebundene Investmentfonds gibt es zwar schon seit geraumer Zeit, doch die so genannten börsengehandelten Fonds (exchange-traded funds, ETF) sind eine relativ neue Erscheinung. ETF sind passiv verwaltete Aktienkörbe oder manchmal auch Anleihekörbe, die einen bestimmten Index abbilden und an Wertpapierbörsen im Intraday-Handel, d.h. wie normale Aktien, gehandelt werden. Der erste derartige Fonds wurde 1993 aufgelegt, sein Benchmark-Index war der S&P 500. Ende 2002 belief sich das ETF-Nettovermögen, gemessen an den 50 grössten Fonds, auf \$ 159 Mrd. oder rund 6% der Gesamtsumme aller indexgebundenen Anlagen, wobei etwa \$ 70 Mrd. allein von den 10 grössten Fonds verwaltet wurden (Tabelle 2). Ein Vorteil dieser Fonds besteht darin, dass sie auf Kredit gekauft und leer verkauft werden können, sodass die Anleger ihre Engagements an den Aktienmärkten gegebenenfalls schnell anpassen können. Weitere Vorteile dieser Geschäfte sind für Privatanleger z.B. die – trotz der anfallenden Provisionen – niedrigen

Die 10 grössten börsengehandelten Fonds in 2002		
Mrd. US-Dollar		
Fonds	Referenzindex	Nettovermögen
SPDR Trust Series 1	S&P 500	30,45
Nasdaq 100 Trust Series 1	Nasdaq 100	18,85
Midcap SPDR Trust Series 1	S&P Midcap 400	6,19
Diamonds Trust Series 1	Dow Jones Industrial Average	3,84
iShares S&P 500	S&P 500	3,54
iShares Russell 2000	Russell 2000	2,64
Vanguard Total Stock VPR	Wilshire 5000	1,17
iShares S&P Smallcap 600	S&P Smallcap 600	1,09
iShares Russell 1000 Value	Russell 1000 Value	0,87
iShares Russell 2000 Value	Russell 2000 Value	0,83
Gesamt: 10 wichtigste Vermögenswerte		69,47
<i>Nachrichtlich: 50 wichtigste Vermögenswerte</i>		<i>158,90</i>
Quelle: <i>Pensions and Investments</i> (2002), Stand 30. August 2002.		Tabelle 2

jährlichen Kosten sowie etwaige Steuervorteile. Da ETF keine Anteile gegen Barzahlung zurücknehmen müssen, brauchen sie keine liquiden Mittel für die erwarteten Rücknahmen vorzuhalten oder zu Rücknahmezwecken Wertpapiere zu verkaufen (wodurch sie möglicherweise Kapitalgewinne realisieren würden).

### *Anlagekategorien*

Die zweite wichtige Entwicklung war der deutliche Anstieg der Anzahl spezieller, nicht traditioneller Anlagekategorien für die Endanleger. Das heisst, die Gesamtzunahme der professionell verwalteten Anlagen, sowohl in absoluten Zahlen als auch in Prozent des BIP, ging Hand in Hand mit einem wachsenden Interesse an Investitionen in alternativen Märkten und Anlageinstrumenten. Darunter fielen z.B. Private-Equity- und Risikokapitalfonds, und auch die bei unregulierten Portfoliomanagern platzierten Mittel verzeichneten ein zunehmendes Wachstum. Dadurch stieg das Anlagevolumen in Hedge-Fonds<sup>7</sup> von 1994-2002, Berichten zufolge, weltweit von \$ 120 Mrd. auf rund \$ 600 Mrd.

Hedge-Fonds-Strategien und andere alternative Anlagen versprachen Diversifizierungsvorteile aufgrund der angenommenen niedrigen oder sogar negativen Korrelationen mit traditionelleren Anlagekategorien. Unter diesem Gesichtspunkt lassen sich Anlagen in Hedge-Fonds als natürliche Reaktion auf den anhaltenden Trend zur Indexierung sowie sich dabei möglicherweise ergebende Arbitragemöglichkeiten verstehen. Allerdings machen alternative Anlagen wie Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds trotz ihres Wachstums in letzter Zeit insgesamt nur einen geringen Teil der institutionell verwalteten Portfolios aus (Tabelle 1).

### *Konsolidierung und Spezialisierung*

Die dritte allgemeine Entwicklung ist die Konsolidierung und Spezialisierung in der Branche. Konsolidierungstendenzen sind überwiegend durch die zunehmende Indexierung motiviert sowie dadurch, dass die Wertentwicklung indexgebundener Fonds aufgrund von deren Grössenvorteilen meist höher ist als bei ihren aktiv verwalteten Pendanten, vor allem in Zeiten steigender Märkte. Dadurch reduzierte sich das Volumen verwalteter Portfolios bei den eher traditionellen aktiven Fonds, wodurch die Gebührenerträge unter Druck gerieten und sich die Konzentration sowohl innerhalb als auch zwischen den verschiedenen Vermögensverwaltern beschleunigte. Grössenvorteile ergeben sich – abgesehen von dem üblichen Fixkosteneffekt – insbesondere durch niedrigere Transaktionskosten: Der Bedarf an Handelstransaktionen ist insgesamt geringer, denn Verkauf und Kauf von Anlagen für verschiedene Kunden desselben Vermögensverwalters können ausserhalb des Marktes abgeglichen werden. Ausserdem wird beim passiven Portfoliomanagement unnötige Handelsaktivität vermieden, die ausschliesslich dem Zweck der Provisionserzielung dient. So wird das passive Portfoliomanagement heute von einer relativ kleinen Zahl von Portfoliomanagern dominiert, und ein wesent-

Speziellere Anlagekategorien und -stile ...

... sowie Indexierung fördern Konsolidierung und Spezialisierung

---

<sup>7</sup> S. Tsatsaronis (2000).

Die 10 wichtigsten Portfoliomanager für indizierte Vermögenswerte 2001				
Portfoliomanager	Vermögenswerte insgesamt (Mrd. US-\$)	Aktien (Anteil in %)	Festverzinslich (Anteil in %)	„Enhanced indexed“ (Anteil in %)
Barclays Global	768,0	77,2	22,8	13,0
State Street Global	641,2	69,4	30,6	3,0
Vanguard Group	234,6	87,1	12,9	0,0
Deutsche AM	145,0	88,3	11,7	4,0
TIAA-CREF	85,6	100,0	0,0	90,0
Mellon Capital	79,7	82,5	17,5	5,0
Fidelity Investments	69,4	90,3	9,7	39,0
Northern Trust	62,6	73,0	27,0	0,4
JPMorgan	52,4	100,0	0,0	100,0
Dimensional Fund	32,8	98,8	1,2	96,0
Gesamt: 10 wichtigste Vermögenswerte	2 171,3			
<i>Nachrichtlich: 60 wichtigste Vermögenswerte</i>	<i>2 600,0</i>			

Quelle: *Pensions and Investments* (2002), Stand 31. Dezember 2001. Tabelle 3

licher Teil des Weltmarktes entfällt auf nur drei grosse Anbieter (Tabelle 3). Trotz der rascheren Konsolidierung hat sich auch die Spezialisierung unter den aktiven Portfoliomanagern verstärkt, denn es sind weitere, analyseaufwändige Anlagekategorien entstanden, die nicht zum Kerngeschäft gehören, und so ist die Anzahl hoch spezialisierter, nicht in herkömmlichen Bereichen tätiger Portfoliomanagementgesellschaften gestiegen.

## Entwicklungen bei den Anreizstrukturen

Anreizstrukturen für Portfoliomanager haben sich verändert ...

Mit den vorstehend erläuterten allgemeinen Strukturentwicklungen haben sich auch die Anlageanreize für institutionelle Portfoliomanager gewandelt. Diese Veränderungen sind potenziell von besonderer Bedeutung, denn sie betreffen den Kern des professionellen Portfoliomanagements, nämlich die Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle von Finanzvermögen. Diese Trennung und das damit verbundene Bestehen von Auftraggeber/Beauftragten-Verhältnissen haben zu bestimmten vertraglichen Vereinbarungen Anlass gegeben, mit denen der Portfoliomanager zu einem umsichtigen Verhalten motiviert werden soll.

In der Praxis beruhen solche Anreizstrukturen meist auf einfachen, leicht überprüfbareren Regeln mit drei zentralen Elementen:

- einer *Gewinnbeteiligungsregel/Gebührenstruktur*, die zur Abstimmung der Anreize auf die Renditen dient (z.B. Fondsmanagementgebühren, die sich nach dem Portfoliovolumen richten, mit oder ohne wertentwicklungsbasierte Prämie);
- einer *relativen Wertentwicklungskomponente*, berechnet im Verhältnis zu einem Benchmark-Index, der als Grundlage für die Überwachung der

Wertentwicklung, den Vergleich der Renditen und die Prüfung auf gemeinsame Unwägbarkeiten (d.h. Ereignisse, die sich auf den gesamten Markt auswirken) dient; und

- *Risikokontrollen*, wie etwa einem maximal zulässigen Tracking Error, Berichtspflichten und Beschränkungen der verfügbaren Anlageentscheidungen und -strategien.

Bei den Anreizstrukturen sind drei wesentliche Entwicklungen zu erkennen: strengere vertragliche Vereinbarungen, stärkere Betonung der Anlage- und Entscheidungsfindungsverfahren und veränderte Bedeutung der verschiedenen Vergütungsprogramme.

Durch genauer festgelegte vertragliche Vereinbarungen wird die Verantwortung für die strategische Portfolioallokation zunehmend wieder auf die Kapitaleigentümer rückübertragen. Beispiele sind etwa die Aufgliederung der Anlageportfolios in eine grössere Anzahl einzelner Spezialmandate und die vermehrte Beachtung besonderer Anlagestrategien und -stile, wie etwa wachstums- und wertorientierte Aktienanlagen.<sup>8</sup>

Diese Staffelung und Eingrenzung von Anlagemandaten zeigt sich auch an strengeren Vorschriften für die laufende taktische Portfolioverwaltung. Solche Vertragselemente sind etwa niedrigere Tracking Errors und die einheitlichere Verwendung anderer Anlagebeschränkungen, wie z.B. Diversifizierungsvorschriften und Höchstgrenzen für Anlagen in bestimmten Wertpapieren. So ist es allgemein üblich, bei Mandaten für festverzinsliche Anlagen die Investitionsentscheidungen des Portfoliomanagers auf Anleihen bestimmter Bonität zu beschränken, wodurch die Überwachungskosten gesenkt werden und zugleich eine allgemeine Höchstgrenze für das Portfoliorisiko festgelegt wird. Zugleich wird der Tracking Error heute allgemein als Mess- und Bestimmungsgrosse des Portfoliorisikos verwendet. Daher stützen sich selbst aktiv verwaltete Portfolios meist auf Limits für den Tracking Error, wobei sich die zulässigen Fehlergrenzen mit dem Risiko und dem erwarteten Ertrag des Referenzportfolios erhöhen. Vertragliche und gesetzliche Anlagebeschränkungen können in Verbindung mit solchen Limits für den Tracking Error den Spielraum des Portfoliomanagers erheblich einschränken, sodass aus einem aktiven ein quasi passives Portfoliomanagement werden kann. Mit zunehmender Bedeutung des „enhanced“ passiven Portfoliomanagements<sup>9</sup> ist daher die Trennlinie zum aktiven Portfoliomanagement etwas unschärfer geworden.

Darüber hinaus achten institutionelle Anleger bei der Auswahl und Überwachung von Portfoliomanagern in zunehmendem Masse auf die angewen-

... da Anlage-  
mandate genauer  
festgelegt ...

... und Anleger  
zunehmend auf  
einheitliche Verfah-  
ren und Stile  
konzentriert

---

<sup>8</sup> Wachstumsorientierte Strategien streben überdurchschnittliche Renditen durch Anlagen in Gesellschaften an, deren Gewinne im Verhältnis zum Markt voraussichtlich überdurchschnittlich steigen werden, d.h. Aktien mit hohem Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV). Wertorientierte Fonds konzentrieren sich auf Aktien mit unterdurchschnittlichem Kurs/Buchwert-Verhältnis oder KGV und wählen nach Möglichkeit Aktien aus, die unter ihrem intrinsischen Wert gehandelt werden.

<sup>9</sup> Marktkommentaren zufolge liegt der durchschnittliche Tracking Error für *aktiv verwaltete* festverzinsliche Portfolios um 1% und bei *aktiv verwalteten* Aktienportfolios bei 2-6%. Portfolios mit einem Tracking Error von rund 0,25% für Anleihen bzw. 2% für Aktien werden als „*enhanced*“ *passiv* angesehen, solche mit niedrigeren Tracking Errors als *passiv*.



deten Entscheidungsverfahren und die Einheitlichkeit des Anlagestils. Zumeist mit Unterstützung von spezialisierten Beratungsfirmen überwachen und messen sie die Portfoliomanager an den Benchmarks für den entsprechenden Anlagestil und nehmen detaillierte operationelle Prüfungen vor, in deren Mittelpunkt diejenigen Verfahrensaspekte der Portfoliomanager stehen, von denen angenommen wird, dass sie für eine bessere langfristige Wertentwicklung sorgen. Unter diesen Verfahren gewinnen Risikokontrollen und Risikomanagementsysteme an Bedeutung. Die historische Wertentwicklung gehört zwar zum Auswertungsverfahren, gilt jedoch nicht mehr als alleiniger Einflussfaktor bei Auswahl und Beurteilung der Portfoliomanager.

Gebühren heute weitgehend feste Prozentsätze des Portfoliovolumens

Schliesslich haben sich auch bei den Vergütungssystemen Verschiebungen ergeben. Insbesondere scheint die Branche immer häufiger Vereinbarungen zu bevorzugen, bei denen die Verwaltungsgebühren sich nicht direkt nach der Wertentwicklung richten, sondern in einem festen Prozentsatz des Portfoliovolumens bestehen. Die Höhe der Gebühren ist dabei je nach Managementstil und Anlagekategorien unterschiedlich. Auch wenn sie im Prinzip nicht auf der Wertentwicklung aufbauen, honorieren Systeme auf der Basis fester Anteile des Vermögens indirekt den vom Portfoliomanager erzielten relativen Anlageerfolg (wobei als Vergleichsmassstab die Rendite auf einen Marktindex oder auch – heute allerdings weniger häufig – die von einer Vergleichsgruppe von Portfoliomanagern erzielte Anlagerendite dient); der Zusammenhang zwischen Wertentwicklung des Portfolios und Kapitalzuflüssen dient dabei als implizite Anreizstruktur. Eine Ausnahme von dieser tendenziellen Abkehr von den ausdrücklich an der Performance orientierten Gebührenstrukturen<sup>10</sup> sind jedoch Hedge-Fonds und andere alternative Anlageinstrumente; deren Schwerpunkt liegt weiterhin nicht auf relativen, sondern auf absoluten Renditen.

## Institutionelle Anleger und die Effizienz der Finanzmärkte

Die genannten Entwicklungen im institutionellen Portfoliomanagement weisen auf mehrere mögliche Folgen für die Finanzmärkte hin. Die Konsequenzen für Markteffizienz und Volatilität werden nachstehend angesprochen. Die veränderten Anreizstrukturen im Portfoliomanagement wirken sich zudem auf die Marktliquidität und den Risikomanagementbedarf bei den privaten Haushalten ebenso wie bei den Portfoliomanagern aus. Hierauf sowie auf eine Reihe von Implikationen für die öffentlichen Entscheidungsträger wird in CGFS (2003) ausführlich eingegangen.

Aufgrund ihrer Grösse und potenziell langen Anlagehorizonte ...

Die Effizienz der Finanzmärkte hängt davon ab, dass gewisse Anleger in der Lage sind, aufgrund möglicher „Preisirrtümer“ zu handeln und diese zu korrigieren. Typischerweise werden solche Anleger überbewertete, oder als überbewertet empfundene, Wertpapiere (gegebenenfalls leer) verkaufen und

---

<sup>10</sup> Branchenvertreter verweisen meist auf mögliche negative Anreizwirkungen, die insbesondere mit den asymmetrischen wertentwicklungsorientierten Gebühren verbunden sein können, die sich aus der mit Optionen vergleichbaren Gewinnstruktur dieser Programme ergeben. Darüber hinaus haben Portfoliomanager sich offenbar selbst gegen explizit wertentwicklungsorientierte Gebühren eingesetzt, da diese eine hohe Gewinnvolatilität bewirken.

ihr Risiko mit einer entgegengesetzten Long-Position in ähnlichen Ersatztiteln absichern. Sind keine ähnlichen Ersatztitel verfügbar oder gehen die Anleger bewusst eine offene Gegenposition ein, birgt eine solche Arbitrage ein inhärentes Risiko. Preisungleichgewichte sind nicht nur schwer festzustellen, sondern können sich zunächst sogar noch verstärken. Das heisst, selbst wenn die Preise letztlich mit Sicherheit konvergieren, können solche Abschlüsse zu erheblichen zeitweiligen Verlusten führen. Dies wirft wiederum die Frage auf, ob der Anleger bereit ist, diese zeitweiligen Verluste auszuhalten, und ob für eine solche Strategie genügend Kapital zur Verfügung steht. Bei risikoreichen Arbitragegeschäften ist die Markteffizienz daher nur bei einer Präsenz von Anlegern mit genügend Kapital und hinreichend langen Anlagehorizonten gegeben, um eine bestimmte Position so lange halten zu können, bis alle verfügbaren Informationen in vollem Umfang in die Preise eingegangen sind.<sup>11</sup>

Institutionelle Anleger sind aufgrund ihrer Grösse und ihrer potenziell langfristigen Anlagehorizonte besonders geeignet, diese Funktion zu übernehmen. Ihre Präsenz begünstigt im Prinzip einen schnelleren, umfassenderen und gründlicheren Anlageprozess; dies reicht von verbesserter Informationserhebung und -analyse bis zu einheitlicherer Entscheidungsfindung. Sofern grosse institutionelle Anleger anhand der Fundamentaldaten anlegen und die Möglichkeit haben, ihre Positionen lange genug zu halten, könnte also ihre Arbitragefähigkeit die Preise von Vermögenswerten stabilisieren, da sie sicherstellen würde, dass die Kurse nicht wesentlich von den Fundamentaldaten abweichen. Gleichzeitig wäre zu erwarten, dass institutionelle Anleger strukturbedingt Liquidität am Markt schaffen, vor allem in Zeiten von Marktanspannungen.

In der Praxis ist jedoch danach zu fragen, ob gewisse Aspekte der sich wandelnden Anreizstruktur die institutionellen Portfoliomanager daran hindern könnten, ihre Grösse und ihre im Prinzip relativ langen Anlagehorizonte zur Erfüllung der verschiedenen vorstehend genannten Funktionen zu nutzen. Sollte sich beispielsweise der effektive Anlagehorizont institutioneller Anleger verkürzen, würden die Preise unter Umständen nicht schnell genug konvergieren, dass diese Anleger ihre risikoreichen Arbitrage-Positionen halten könnten. Dies würde die Korrektur von Preisungleichgewichten verhindern oder weiter hinauszögern.

Eine oft zitierte Erklärung hierfür stützt sich auf die Beobachtung, dass der Erfolg von Portfoliomanagern letztlich im Vergleich untereinander bewertet wird.<sup>12</sup> Denn die Wertentwicklung von Anlagen wird heute weitgehend im Verhältnis zu einer Benchmark gemessen. Um nicht hinter diese zurückzufallen, könnten sich die Portfoliomanager zu einem herdenartigen Verhalten veranlasst sehen. Das heisst, dass sie z.B. eine bestehende Arbitrageposition glattstellen oder keine neue eingehen, um keinen Reputationsverlust zu erleiden, weil ihr Verhalten von dem anderer Portfoliomanager abweicht. Solche Effekte können nicht nur bei Portfolios

... können institutionelle Anleger zur Korrektur von Preisungleichgewichten beitragen

In der Praxis jedoch wohl nur begrenzt möglich ...

---

<sup>11</sup> S. Shleifer und Vishny (1997).

<sup>12</sup> S. Scharfstein und Stein (1990).

auftreten, deren Ergebnisse explizit an einer Vergleichsgruppe gemessen werden, sondern auch im Zusammenhang mit der Vergütung des Portfoliomanagers. Richten sich die Gebührenstrukturen implizit nach den Renditen im Verhältnis zu einem Marktindex, werden die Fondsmanager möglicherweise eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung sowie Kapitalabflüsse zu vermeiden suchen, indem sie die Zusammensetzung ihres Portfolios möglichst nahe an der Benchmark halten. Daher könnten ihnen gerade dann am meisten die Hände gebunden sein, wenn sie die besten Chancen haben, von Gegenpositionen zu profitieren, d.h. wenn das Preisungleichgewicht, das sie korrigieren wollen, sich noch verstärkt. Zwangsläufig lässt die Furcht vor einer solchen Entwicklung die Portfoliomanager von vornherein vorsichtiger werden. Es ist daher möglich, dass arbitrageorientierte Anlageanreize unter extremen Bedingungen besonders ineffektiv sind und somit zu potenzieller Instabilität beitragen.

... wegen eingeschränkten Spielraums für Portfoliomanager

Einige der vorstehend erläuterten Trends in der Branche deuten offenbar in der Tat darauf hin, dass es für institutionelle Anleger schwieriger geworden sein könnte, risikoreiche Arbitragestrategien zu verfolgen. Beispiele sind die allgemeine Tendenz zur strikteren Formulierung von Anlagemandaten, die Messung der Wertentwicklung anhand etablierter Benchmarks und die Senkung des zulässigen Tracking Errors (s. Kasten).

Da andere Trends offenbar gegenläufig ...

Andere Entwicklungen deuten jedoch auf gegenläufige Wirkungen hin. Auf strategischer Ebene dürfte es die grössere Auswahl an Anlagekategorien und Anlagestilen den einzelnen Anlegern ermöglichen, ihre Anlagen stärker auf ihre Risikopräferenzen abzustimmen. Angesichts der Rückverlagerung der strategischen Portfolioallokation zu den Kapitaleigentümern können daher die einzelnen Anleger entsprechend ihrer persönlichen Einschätzung der zukünftigen Marktentwicklung ihre Anlagen in breiter definierten Anlagekategorien und -strategien platzieren. Darüber hinaus dürfte der steigende Anteil von Anlagen, die durch alternative Anlagevehikel verwaltet werden, die Rolle derjenigen institutionellen Portfoliomanager stärken, die weniger streng durch Benchmarks oder Limits für Tracking Errors eingeschränkt werden. Auf taktischer Ebene könnte die nachlassende Bedeutung der (explizit) an Vergleichsgruppen orientierten Benchmarks das Imagerisiko der einzelnen Portfoliomanager verringern und damit den Anreiz, „gruppenkonform“ zu handeln, reduzieren. Hinzu kommt angesichts der zunehmenden Konzentration auf die Anlageverfahren, dass die Endanleger in Zeiten unterdurchschnittlicher Wertentwicklung wohl eher bereit wären effektive Performancebewertungsperioden beizubehalten und nicht zu verkürzen. Dies wiederum könnte die Portfoliomanager veranlassen, eher langfristige Anlagen in Vermögenswerten zu tätigen und zu halten, deren Preise im Verhältnis zu ihren Fundamentaldaten unangemessen erscheinen.

## Ergebnismessung, Tracking Error und Anlegerverhalten

Die Anleger müssen den Anlageerfolg ihrer Portfoliomanager sorgfältig und nach objektiven Kriterien bewerten. Das verbreitetste Kriterium ist die Wertentwicklung im Verhältnis zu etablierten Marktindizes, wie denen aus der MSCI- und S&P-Gruppe. In den von der Arbeitsgruppe geführten Interviews äusserten die Branchenvertreter die Ansicht, die zunehmende Verwendung von zentralen Marktindizes sowie die in letzter Zeit festzustellende Tendenz, etwas engere Grenzen für Tracking Errors zu ziehen, könnte zu einer Konvergenz des Anlegerverhaltens führen. Insbesondere verwiesen die Befragten auf drei verschiedene Faktoren, die zeitweilig solche Wirkungen fördern könnten und die mit der Verwendung von Marktindizes als Benchmarks verbunden sind:

- Die grossen Indizes schliessen zumeist überbewertete Aktien oder grosse Emissionen von Schuldnern mit hohem Fremdkapitalanteil ein, denn sie werden im Allgemeinen nach der Marktkapitalisierung gewichtet; somit enthalten sie eher überbewertete als unterbewertete Wertpapiere. Die Portfoliomanager müssen daher unter Umständen diese Vermögenswerte selbst dann kaufen, wenn sie sie als überbewertet betrachten, da sie andernfalls Gefahr laufen, die vereinbarten Tracking Errors zu überschreiten.<sup>①</sup>
- Ist ein bestimmter Vermögenswert erst einmal in einen Index aufgenommen worden, ist der Spielraum für eine Untergewichtung durch den zulässigen Tracking Error begrenzt. Beide Effekte gleichzeitig erfordern ein Abwägen zwischen dem Risiko eines höheren Tracking Errors und dem Risiko, überbewertete Wertpapiere zu halten. Am grössten ist dieses Problem bei enger definierten Indizes, die von einer relativ geringen Zahl einzelner Wertpapiere dominiert werden.
- Unter der Annahme, dass ein Index nur teilweise nachgebildet wird, können sich Rückkopplungseffekte ergeben, da die Portfoliomanager gezwungen sind, ihre Bestände der wichtigsten Titel des Index zu erhöhen, wenn steigende Indexwerte mit einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung dieser Indextitel im Verhältnis zum Gesamtindex zusammenfallen.<sup>②</sup> Dieser Effekt ist bei breiten und schwer nachzubildenden Indizes, z.B. für Unternehmensanleihen, wahrscheinlich, während kleinere Indizes meist vollständig nachgebildet werden.

Da die zur Indexierung verwendeten Marktindizes sich heute weitgehend an der Marktkapitalisierung (definiert nach dem Streubesitz) orientieren, werden Portfolios, die den Basisindex vollständig nachbilden, automatisch ausgeglichen. Das heisst, der Wert des Portfolios ändert sich im Einklang mit dem Index, sodass sich Anpassungen durch den Portfoliomanager erübrigen, sofern die im Index enthaltenen Wertpapiere unverändert bleiben. Die vorgenannten Effekte sind daher viel subtiler, als es der Fall wäre, wenn die zur Indexierung verwendeten Marktindizes statische Gewichtungen hätten oder wenn die Gewichtungen sich nicht nach der Marktkapitalisierung richteten. Darüber hinaus können alle drei Effekte Gegenstand von Verhandlungen zwischen Portfoliomanager und Kunde sein, und es kann eine gewisse Anpassung vereinbart werden, indem etwa für bestimmte Vermögenswerte Limits festgelegt werden. Damit wiederum lassen sich etwaige negative Folgen begrenzen.

<sup>①</sup> Alternativ dazu können Portfoliomanager zum Verkauf von Anlagen gezwungen sein, die sie gerne halten würden. Ein solcher Fall ergibt sich beispielsweise, wenn Benchmark-Indizes – wie bei Anleihen-Benchmarks üblich – sich nach Rating-bezogenen Kriterien richten, wie etwa dem Ausschluss von Anleihen mit einem Rating unter Anlagequalität. Eine Herabstufung unter Anlagequalität hätte also zur Folge, dass die betreffende Emission – allerdings mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung – aus dem Index entfernt würde, wodurch eine Anpassung der Anlageportfolios und Zwangsverkäufe der herabgestuften Anleihe ausgelöst würden. Ähnliche Wirkungen können eintreten, wenn die Mandate der Portfoliomanager Rating-bezogene Anlagebeschränkungen enthalten. <sup>②</sup> Zu beachten ist, dass ein solcher Rückkopplungseffekt grundsätzlich auch negativ sein kann; dies hängt von der Struktur der Kovarianzen zwischen den Hauptwerten (wichtigsten Indexkomponenten) und dem Gesamtindex ab.

Die verschiedenen hier dargestellten Effekte insgesamt zu bewerten ist leider sehr anspruchsvoll, zumal sie zumindest teilweise gegenläufig wirken. Daher wird es wohl nicht überraschen, dass als Fazit keine eindeutige empirische Unterstützung für die Hypothese zu finden ist, dass die Markteffizienz (und Volatilität) insgesamt durch die derzeitigen Branchentrends über Gebühr

... Konsequenzen insgesamt ungewiss

beeinträchtigt wird oder dass institutionelle Portfoliomanager systematisch zu erheblichen Preisungleichgewichten beitragen oder versäumen, diese zu korrigieren. Es ist also ungewiss, ob bzw. in welchem Umfang Veränderungen der Anreizstruktur die Fähigkeit der institutionellen Portfoliomanager beeinträchtigt haben, Irrtümern bei der Preisbildung von Vermögenswerten entgegenzuwirken. Zwar verkürzt sich der Performancehorizont für die Portfoliomanager zeitweilig, doch lassen Gewinnchancen und relativ ungehinderter Marktzugang auf Anreize schliessen, mittelfristig zur Korrektur von allzu gross gewordenen Preisungleichgewichten beizutragen. Einige Aspekte der Branchenstruktur im institutionellen Portfoliomanagement könnten somit auf einen Spielraum für die Beeinflussung von Marktergebnissen hindeuten, sichere Evidenz für diese Wirkungen liegt allerdings nicht vor.

## Bibliografie

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS) (2003): *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, März.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1998): „Preise von Vermögenswerten und professionelles Portfoliomanagement“, *68. Jahresbericht*, Basel, S. 85-109.

Carhart, M.M. (1997): „On persistence in mutual fund performance“, *Journal of Finance*, 52, S. 57-82.

Jensen, M.C. (1968): „The performance of mutual funds in the period 1945-1964“, *Journal of Finance*, 23, S. 389-416.

*Pensions and Investments* (2002): verschiedene Ausgaben.

Scharfstein, D. und J. Stein (1990): „Herd behaviour and investment“, *American Economic Review*, 80, S. 465-79.

Sharpe, W.F. (1966): „Mutual fund performance“, *Journal of Business*, 34, S. 119-38.

Shleifer, A. und R.W. Vishny (1997): „The limits of arbitrage“, *Journal of Finance*, 52, S. 35-55.

Tsatsaronis, K. (2000): „Hedge-Fonds“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 66-77.

UBS Warburg/Oliver, Wyman & Company (2002): *Global industry research: the future of asset management in Europe*, September.