

FRIEDRICH-ALEXANDER-UNIVERSITÄT ERLANGEN-NÜRNBERG
LEHRSTUHL FÜR BANK- UND BÖRSENWESEN
PROFESSOR DR. WOLFGANG GERKE

JOSEPHSPLATZ 1
90403 NÜRNBERG 1
Telefon 0911/ 5302-404
Telefax 0911/ 5302-466

Strukturen und Regulierung von Investment- und Pensionsfonds in ausgewählten Ländern

Gutachten für die Enquete-Kommission Globalisierung der Weltwirtschaft“

unter besonderer Berücksichtigung potenzieller zukünftiger Entwicklungen und ethischer Fragestellungen

von Prof. Dr. Wolfgang Gerke

Inhaltsübersicht:

Zusammenfassung der wichtigsten Aussagen	1
1 Einleitung.....	3
2 Institutionalisierung des Investmentprozesses	5
2.1 Wachstum und Zusammensetzung der verwalteten Vermögen	5
2.2 Veränderungen im Alterssicherungssystem in Deutschland.....	8
2.3 Veränderung der Aktionärsstrukturen	9
2.4 Veränderte Rahmenbedingungen im Investmentprozess.....	12
3 Überblick über die Regulierung von Investment- und Pensionsfonds.....	15
3.1 Deutschland	17
3.2 USA.....	18
3.3 Großbritannien.....	20

4	Die zukünftige Rolle von Investment- und Pensionsfonds.....	22
4.1	Investment- und Pensionsfonds als Marktteilnehmer.....	23
4.2	Corporate Governance durch Investment- und Pensionsfonds.....	25
4.3	Auswirkungen zunehmender Transparenz auf Investment- und Pensionsfonds	31
4.4	Angleichung der internationalen Rahmenbedingungen auf Druck von Investment- und Pensionsfonds.....	32
5	Ethische Kriterien im Zusammenhang mit Investment- und Pensionsfonds	35
5.1	Ethisches Verhalten der Fondsmanager.....	35
5.2	Institutionenethik versus Individualethik.....	36
5.2.1	Abhängigkeit ethischer Normen vom Zeitgeist.....	36
5.2.2	Erste Ebene der Institutionenethik.....	37
5.2.3	Zweite Ebene der Institutionenethik.....	38
5.2.4	Indivualethik.....	40
5.3	Ethisches Rating der Fondsportfolios	41
5.3.1	Transparenzprobleme der Anleger	41
5.3.2	Beispiele ethischer Ratinggebiete.....	42
5.3.3	Positive und negative Ratingkategorien.....	43
	Literaturverzeichnis.....	46

Zusammenfassung der wichtigsten Aussagen

Der Gutachter sieht die zukünftige Rolle von Investment- und Pensionsfonds in einer immer mehr globalisierten Welt insbesondere in folgenden Punkten:

- Im Wettbewerb um Kundengelder wird die zunehmende Technologisierung einen Transparenzgrad herstellen, der Investment- und Pensionsfonds immer mehr zu Preisnehmern werden lässt. Gegen eine häufig nur noch kostendeckende Managementgebühr werden Verwaltungsleistungen angeboten. Hierin liegt ein Zwang zur Größe, um bei geringen Margen einen hohen absoluten Gewinn zu erzielen. Der Konzentrationsprozess in der Kapitalanlagebranche ist noch nicht abgeschlossen.
- Investment- und Pensionsfonds werden in Zukunft stärker auf bestehende Börsenstrukturen Einfluss nehmen, um sich ein Umfeld zu schaffen, welches ihren Bedürfnissen besser entspricht.
- Investment- und Pensionsfonds werden in Zukunft die Volatilität der Märkte spürbar erhöhen. Hierfür ist ein stärker korreliertes Verhalten aufgrund eines homogener werdenden Informationsangebots, die Orientierung an der gleichen Benchmark und der steigende Anteil an indexierten Portfolios verantwortlich.
- Zunehmende Markttransparenz bei der Geldvermögensbildung wird den Anteil von Indexzertifikatinhabern sowie Investment- und Pensionsfonds weiter ansteigen lassen.
- Die kontinentaleuropäischen Finanzsysteme werden auf Druck der Investment- und Pensionsfonds zunehmend marktorientierter.
- Die Anreize für eine aktive Einflussnahme auf die Unternehmen im Sinne einer direkten Auseinandersetzung mit deren Corporate Governance werden – soweit von einer solchen bisher überhaupt gesprochen werden kann – zurückgehen.
- In Zukunft werden Investment- und Pensionsfonds indirekt über Codes of Best Practice oder sonstige Standards, die von öffentlichen Stellen (bspw. OECD), Interessenverbänden (bspw. AIMR) oder von großen Akteuren (bspw. CalPERS) formuliert werden, auf Unternehmen einwirken.
- Anleger, die in Investment- und Pensionsfonds investieren, sind in erster Linie an hohen Renditen interessiert. Die Intransparenz im Hinblick auf die Anlagen von Investment- und Pensionsfonds und die Anonymität der Anleger erschweren die Etablierung und Überwachung ökologischer und sozialer Standards auf Finanzmarktebene. Der hohe Wettbewerb um die Anlagegelder kann zu Moral Hazard-Verhalten bei einigen Managern von Investment- und Pensionsfonds führen.

- Ein Rating von Unternehmen sowie Investment- und Pensionsfonds im Hinblick auf die Einhaltung ökologischer und sozialer Standards würde mehr Transparenz schaffen. Nach Ansicht des Gutachters lassen sich Geldanlagemöglichkeiten im Hinblick auf ihre ökologische und soziale Eignung – im Gegensatz zur Kreditwürdigkeit von Schuldern – nicht zu einem Gesamturteil zwischen „sehr gut“ und „nicht ausreichend“ zusammenfassen. Aufgrund der Vielzahl möglicher ethischer Ausschlusskriterien, die von den Anlegern unterschiedlich interpretiert und gewichtet werden, sollten für die wichtigsten ethischen Kriterien getrennte Ratings ausgewiesen werden. Außerdem sollte ein ethisches Rating besonders Gewicht darauf legen, ob die Anlagen der Investment- oder Pensionsfonds den selbstauferlegte Kriterien gerecht werden.
- Ökologisch und sozial „wünschenswerte“ Investitionen sollten allgemeine Rahmenbedingungen vorfinden, die eine Erwirtschaftung attraktiver Renditen möglich machen. In solche Anlagen wird von Investment- und Pensionsfonds „automatisch“ investiert.
- Möglichst weltweit geltende ethische Standards auf der Produkt- und Dienstleistungsebene, sollten ökologische und soziale Investments wettbewerbsfähig machen und die Kapitalströme „richtig“ lenken. Hierdurch werden hohe Kosten für die Herstellung einer letztlich doch unzureichenden Transparenz, eingeschränkter Renditechancen und mangelnde Diversifikationsmöglichkeiten vermieden.
- Investment- und Pensionsfonds steht auch ohne weitere Regulierungsmaßnahmen der Weg offen, ökologisch oder sozial orientierten Anlegern ein zielgerichtetes Portefeuille anzubieten. Eine Zertifizierung des Versprechens, durch eine Ratingagentur von Investment- und Pensionsfonds, nur in Unternehmen zu investieren, die bestimmte Standards einhalten, ist uneingeschränkt zu begrüßen. Offensichtlich werden mit der ökologischen Ratingagentur Oekom AG bereits Lösungen angeboten.
- Es ist nicht einsichtig, weshalb die Gesellschaft an das ethische Verhalten von Fondsmanagern höhere Ansprüche stellen sollte als an das Verhalten der Unternehmen, an denen sich die Fonds beteiligen. Hält die Gesellschaft bestimmte Produkte, wie z. B. Strom aus Kernenergie oder den Export von Waffen, für nicht wünschenswert, so muss sie ihre politischen Vorstellungen über generelle Restriktionen und nicht über spezielle Verhaltensvorschriften für Fondsmanager verwirklichen.

1 Einleitung

In den letzten zehn Jahren hat sich beim Sparen der Anleger in Investmentfonds eine nachhaltige Wandlung vollzogen. Insbesondere über Investmentfonds haben sich die Privatanleger den Weg zur Beteiligung am Produktivvermögen erschlossen. Ein über 1000-prozentiges Wachstum der Geldanlage in Aktien innerhalb der letzten zehn Jahre ist ein eindeutiges Zeichen für ein geändertes Sparverhalten der Bevölkerung. Dabei haben zwei einschneidende Börsencrashes in den Jahren 1987 und 1997 die Aufgeschlossenheit für das Aktiensparen nicht gebremst. Auch wenn zukünftig mit Rückschlägen bei der Begeisterung für Beteiligungen am Produktivvermögen zu rechnen ist, so wird langfristig der Trend zu immer größeren institutionellen Investoren nicht aufzuhalten sein. Investmentfonds, wie z.B. die Altersvorsorge-Sondervermögen (AS-Fonds) oder andere dem Lebenszyklus der Sparer angepasste Investmentsparformen, sind für die betriebliche und private Altersvorsorge gut geeignete Sparformen. Angesichts der demographischen Veränderungen, die bis zum Jahr 2015 aus der Bevölkerungspyramide einen Bevölkerungspilz werden lassen, wird das Sparen in Investmentanteilen einen zusätzlichen Schub erhalten. Begleitet wird das in den letzten Jahren fast schon exponentielle Wachstum der Investmentfonds durch eine zunehmende Beeinflussung der Kapitalmärkte durch die Fondsmanager.

Die Marktbeeinflussung durch Fondsmanager muss nicht in andere Marktteilnehmer schädigender Absicht erfolgen oder auf Manipulationen zurückzuführen sein, sondern resultiert bereits aus dem hohen Marktanteil der Fondsbranche. Besonders intensiv ist diese Entwicklung in den USA zu beobachten. Dort beeinflussen große Pension Funds, wie z.B. CALPERS, nicht nur durch ihre Transaktionen das Marktgeschehen, sondern greifen teilweise auch direkt in das Management von Unternehmen und die personelle Besetzung der Unternehmensführung ein. Wo im Rahmen der Altersvorsorge und Vermögensbildung soviel Geschäft zu erwarten ist, verschärft sich automatisch der Wettbewerb zwischen den Investmentgesellschaften. Mit der Zeit über 6.000 verschiedenen Fondsprodukten wird auch in Deutschland den Anlegern ein breites Angebot unterschiedlicher Fondstypen erschlossen.

Immer noch hängen die Investments der Privatanleger sehr stark davon ab, was ihnen ihre Bankberater empfehlen. Zunehmend sorgt jedoch die Informationsverarbeitung der Medien dafür, dass die Anleger zumindest die erwirtschafteten Renditen der einzelnen Fonds besser vergleichen können. Ein großer Transparenzfortschritt für die Anleger resultiert insbesondere aus den in letzter Zeit häufiger veröffentlichten risikoadjustierten Renditebewertungen der verschiedenen Fonds. Zunehmend können die Anleger auch über das Internet die von einzelnen Fonds erzielte Performance vergleichen, sodass sie von den Ratschlägen ihrer Anlageberater unabhängiger werden.

Gestiegene Anlagevolumina und bessere Markttransparenz sowie der höhere Informationsstand der Anleger sorgen für einen verschärften Wettbewerb zwischen den Fondsmanagern. Dieser Wettbewerb wird durch relativ kurzfristiges Performancedenken dominiert. Den Unternehmen, in die die Fonds investieren, fällt es damit immer schwerer, langfristige Strategien zu verfolgen, denn die Fondsmanager drängen auf kurzfristige Shareholder-Value-Maximierung. Eine nachhaltige Unterstützung erfährt dieses kurzfristige Denken durch die zunehmend erfolgsorientierte Bezahlung der Fondsmanager.

Gestiegene Marktvolatilität durch Fonds

Auch wenn in den nächsten Jahren eine Marktberreinigung bei den Fondsgesellschaften zu erwarten ist, die dazu führt, dass einige besonders große Fondsgesellschaften entstehen werden, so ist dennoch davon auszugehen, dass sich der Wettbewerb zwischen den Fondsgesellschaften eher noch verstärkt. Dabei werden immer größere Geldvolumina weltweit disponiert werden und die Gefahr verstärken, dass kurzfristige Umschichtungen und Paniktransaktionen zu drastischen Kurseinbrüchen führen werden. Auch müssen die Fondsmanager ständig damit rechnen, dass ihnen verunsicherte Anleger kurzfristig die Gelder abziehen. Somit kann aus der überproportional wachsenden Fondsbranche ein Faktor der Marktdestabilisierung resultieren. Für diese Prognose sprechen auch psychologische Faktoren. So war in der Vergangenheit zu beobachten, dass Fondsmanager ein starkes Herdenverhalten aufweisen. Aus der Angst heraus, schlechter als die Konkurrenz abzuschneiden, wurde das Verhalten der Konkurrenten weitgehend imitiert. Aus Sicht des einzelnen Fondsmanagers kann dieses Vorgehen sogar rational sein, denn eine negative Abweichung von der Benchmark gefährdet seine Karriere, während ein Mitlaufen mit dem Trend geringere Gefahren für den eigenen Job beinhaltet.

Darüber hinaus werden die Fondsmanager von den Anlegern zu einem prozyklischen Verhalten veranlasst. Während boomender Aktienmärkte investieren mehr Anleger in Aktienfonds, sodass die Fondsmanager gezwungen sind, das zusätzlich hereinkommende Geld in Aktienwerte zu investieren. Kippt dann die Börsenstimmung über eine Sensitivitätsschwelle hinaus, so geraten zahlreiche Privatanleger in Panik und verkaufen ihre Investmentanteile, was die Fondsmanager dann zwingt, in der Baisse Desinvestments vorzunehmen.

2 Institutionalisation des Investmentprozesses

Die Institutionalisierung der Geldanlage, bei der private Ersparnisse durch professionelle Kapitalanleger wie Investment- und Pensionsfonds verwaltet werden, ist ein weltweit festzustellender Trend.¹ Allerdings ist aufgrund einer fehlenden allgemeingültigen Definition von Institutionalisierung die internationale Vergleichbarkeit der Entwicklung erschwert. Hier werden durch drei Merkmale institutionelle Investoren charakterisiert: Es handelt sich erstens um eigenständige juristische Personen. Zweitens liegt der Schwerpunkt der Geschäfte in der Verwaltung und Anlage fremder Mittel durch eigens hierfür ausgebildete Spezialisten. Drittens managen institutionellen Investoren überdurchschnittlich hohe Volumina an Finanztiteln. Bezogen auf das dritte Merkmal ist jedoch zu beobachten, dass institutionelle Investoren im Rahmen ihrer Diversifikationsstrategien in der Regel weniger als 1-3% des Aktienkapitals eines einzelnen Unternehmens halten.²

Für internationale Vergleiche des Einflusses institutioneller Investoren auf die Kapitalmärkte und auf die Corporate Governance von Unternehmen werden überwiegend nur die – vor allem in angelsächsischen Ländern bedeutsamen – Pensionsfonds, private Versicherungsgesellschaften sowie die Investmentfonds in ihren jeweils nationalen Ausprägungen herangezogen. Diese Abgrenzung orientiert sich an der OECD, die Daten über Institutionelle Investoren zur Verfügung stellt.³

2.1 Wachstum und Zusammensetzung der verwalteten Vermögen

In Europa sind die Ursachen der Institutionalisierung der Geldanlage vielschichtig: Bspw. erhöhen angelsächsische Fonds das Gewicht europäischer Aktien in ihren Portfolios, um durch internationale Diversifikation ihre Rendite-Risiko-Struktur zu optimieren. Technologische Fortschritte in der Informationsübermittlung und -verarbeitung steigern die internationale Expertise der institutionellen Investoren. Professionalisierung der Aktienausswahl und des Aktienhandels sowie die vereinfachte Abwicklung grenzüberschreitender Wertpapiertransaktionen erhöhen die Integration der globalen Kapitalmärkte. Europäische Investmentgesellschaften überzeugen

¹ Die Darstellung des Kapitels 2 ist angelehnt an GERKE/BANK/STEIGER (2001).

² Ausnahmen von der Regel sind Venture Capital-Gesellschaften, die meist einen Kapitalanteil von über 25% pro finanziertem Unternehmen halten, ohne allerdings auf Diversifikation zu verzichten.

³ Vgl. OECD (2000).

angesichts der Probleme der staatlichen Altersversorgung zunehmend Kleinanleger von der langfristigen Überlegenheit der Fondsanlage. Fonds ermöglichen auch Privatanlegern, die nur über relativ geringe Sparbeträge verfügen, diversifizierte Beteiligungen am volkswirtschaftlichen Produktivvermögen zur Altersvorsorge.

Als Folge dieser Trends konzentriert sich das Aktienvermögen zunehmend bei institutionellen Investoren. Die von privaten Versicherungsunternehmen, Kapitalanlagegesellschaften und Pensionsfonds in den OECD-Staaten gehaltenen Portfolios beliefen sich Ende 1997 auf rund 26 Billionen US-Dollar (vgl. Tabelle 2-1). Hervorzuheben ist vor allem der im Vergleich zu anderen OECD-Staaten überdurchschnittlich hohe Zuwachs des in Deutschland im Zeitraum von 1990 bis 1998 von institutionellen Investoren verwalteten Vermögens.

Die Zusammensetzung des Vermögens der institutionellen Investoren in den einzelnen Mitgliedsstaaten der EU differiert erheblich. Während der für die Ausübung von Corporate Governance relevante Aktienanteil in den Portfolios institutioneller Investoren 1996 in den USA und Großbritannien bei 40% bzw. 67% lag, dominieren in den kontinentaleuropäischen Staaten traditionell die Anlagen in festverzinsliche Wertpapiere und Ausleihungen, so dass die Aktienquote in den Portfolios zwischen 6% in Spanien, Ungarn und Island, über rund 14% in Deutschland und Italien bis zu rund 26% in Frankreich, Belgien, Finnland und den Niederlanden reicht.⁴ Diese Daten zeigen, dass der in der öffentlichen Diskussion implizit vermutete Zusammenhang zwischen der fortschreitenden Institutionalisierung und der Zunahme des gemanagten Aktienvermögens nicht an allen europäischen Kapitalmärkten existiert.

⁴ Vgl. OECD (2000), S. 32–33.

**Tabelle 2-1: Wachstum des von institutionellen Anlegern verwalteten Vermögens
(alle Angaben in Milliarden US-\$)**

	1990	1998	Wachstum in % p.a. (in US-\$)	Wachstum in % p.a. (in nationaler Währung)
USA	6 630,0	18 005,4	13,3 %	13,3 %
Großbritannien	1 116,8	2 906,6	12,7 %	14,8 %
Frankreich	655,7	1 659,3	12,3 %	13,6 %
Deutschland	599,0	1 498,9	12,1 %	13,7 %
Japan	2 427,9	1 464,5	-6,1 %	-13,7 %
Niederlande	378,3	588,0	5,7 %	11,1 %
Summe	11 807,7	26 122,7	10,4 %	
Summe aller OECD- Länder*	13 506,3	30 251,2	10,6 %	
Davon EU-Länder*	3 352,9	9 075,2	13,3 %	

Quelle: OECD (2000), S. 20, 32–34, und eigene Berechnungen. *ohne Belgien und Schweden

Die Entwicklung bei den Investmentfonds ist durch ein sehr hohes Wachstum gekennzeichnet, was zum einen auf sehr hohe Mittelzuflüsse, zum anderen aber auch auf einen starken allgemeinen Kursanstieg der internationalen Aktienmärkte zurückzuführen ist (vgl. Tabelle 2-2). Deutschland liegt mit einer Steigerungsrate von über 20% pro Jahr nachhaltig über dem OECD-Durchschnitt und dem EU-Durchschnitt.

**Tabelle 2-2: Wachstum des von Investmentfonds verwalteten Vermögens
in ausgewählten Ländern (alle Angaben in Milliarden US-\$)**

	1990	1998	Wachstum in % p.a. (in US-\$)
USA	1 154,6	5 087,7	20,4 %
Großbritannien	125,8	386,0	15,0 %
Deutschland	147,2	647,1	20,3 %
Summe aller OECD- Länder	2 637,8	9 283,3	17,0 %
Davon EU-Länder*	899,3	3 280,4	17,6 %

Quelle: OECD (2000), S. 23, und eigene Berechnungen.

Aus Tabelle 2-3 wird ersichtlich, welchen vernachlässigbaren Stellenwert Pensionsfonds in Deutschland, sowohl absolut als auch bei den Wachstumsraten besitzen.

**Tabelle 2-3: Wachstum des von Pensionsfonds verwalteten Vermögens
in ausgewählten Ländern(alle Angaben in Milliarden US-\$)**

	1990	1998	Wachstum in % p.a. (in US-\$)
USA	2 533,1	7 161,6	13,9 %
Großbritannien	536,6	1 136,5	9,8 %
Deutschland	51,5	69,5	3,8 %
Summe aller OECD-Länder*	3 805,6	10 016,7	12,9 %
Davon EU-Länder	905,8	1 643,9	7,7 %

Quelle: OECD (2000), S. 22, und eigene Berechnungen.

2.2 Veränderungen im Alterssicherungssystem in Deutschland

Für Deutschland kann mit einem überproportionalen Wachstum institutionell verwalteten Vermögens gerechnet werden, da eine Reform der Systeme der Alterssicherung aufgrund demografischer Veränderungen unumgänglich erscheint. Das allgemein für erforderlich gehaltene Niveau an Versorgungssicherheit ist im bestehenden Rentensystem nicht mehr gewährleistet. Das Umlageverfahren (pay-as-you-go-System) der gesetzlichen Rentenversicherung muss durch eine obligatorische, privat organisierte Rentenversicherung nach dem Kapitaldeckungsverfahren ergänzt werden. Defined contribution Systeme müssen als zusätzliche Durchführungswege in die betriebliche Altersversorgung integriert werden. Unternehmen sollte in Zukunft eine Auslagerung ihrer Pensionsverpflichtungen (defined benefits) und der zugehörigen Assets ohne steuerliche Nachteile erlaubt werden. Schließlich sollten betriebliche oder private Beiträge zur Altersvorsorge unabhängig vom Durchführungsweg – wie international üblich – beim Begünstigten nachgelagert besteuert werden.⁵

In der Umsetzung der dringlich benötigten Reformen liegt ein Treibsatz für das zukünftige Wachstum von Pensionsfonds in Deutschland. Das Sparaufkommen wird dann verstärkt von institutionellen Investoren an den internationalen Aktien- und Bondsmärkten investiert und wandert

⁵ Niedergelegt sind diese Empfehlungen in BMF (1998).

nicht wie bisher in Form von Einlagen in die Bankbilanzen oder als Prämienzahlungen in Versicherungsbilanzen. Damit wird es für kapitalsuchende Unternehmen attraktiver, sich über organisierte Kapitalmärkte statt über Bankkredite zu finanzieren.

2.3 Veränderung der Aktionärsstrukturen

Als Folge der Institutionalisierung ist international eine Veränderung der Aktionärsstrukturen zu beobachten (vgl. Tabelle 2-4). Während der Anteil der von privaten Haushalten direkt gehaltenen Aktien kontinuierlich abnimmt, steigt im Gegenzug der Anteil der von Pensions- und Investmentfonds gehaltenen Aktien. Dadurch verfügt eine immer kleiner werdende Zahl von Investoren über einen immer größer werdenden Anteil am gezeichneten Kapital der Aktiengesellschaften. Trotzdem müssen einzelne Investment- oder Pensionsfonds eigentlich grundsätzlich als Minderheitsaktionäre bezeichnet werden.

**Tabelle 2-4: Aktionärsstruktur in ausgewählten Industriestaaten
(in Prozent des gesamten Aktienumschlages)**

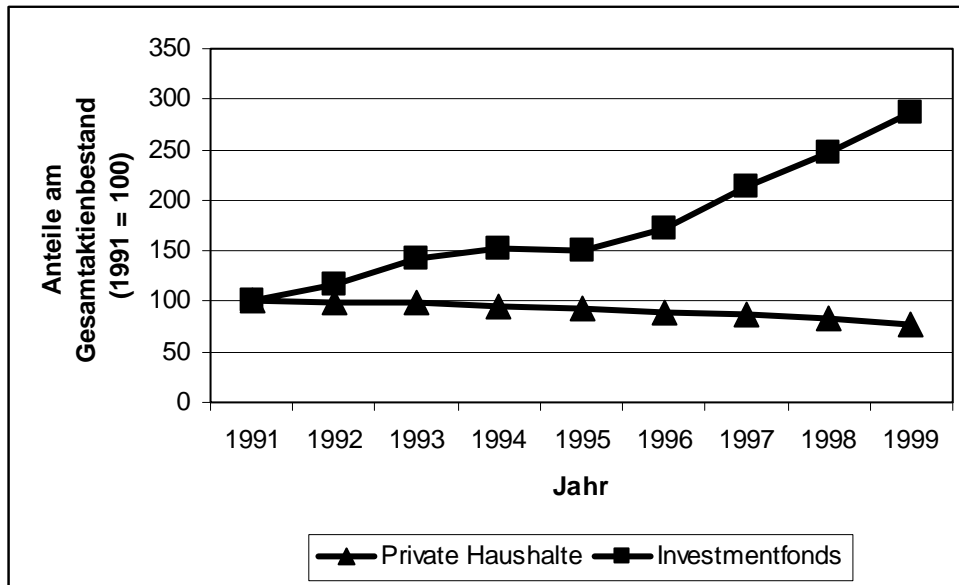
Land	Jahr	private Haushalte	Unternehmen	Staat	Banken	Vers./Pens.*	Investmentfonds	Ausland
Frankreich	1977	41 %	20 %	3 %	24 %	n. v.	n. v.	12 %
	1992	34 %	21 %	2 %	23 %	n. v.	n. v.	20 %
	1995	19,4 %	58 %	3,4 %	4 %	2 %	2 %	11,2 %
Deutschland	1970	28 %	41 %	11 %	11 %	n. v.	n. v.	8 %
	1993	17 %	39 %	3,0 %	29 %	n. v.	n. v.	12 %
	1995	14,6 %	42,1 %	4,3 %	10,3 %	12,4 %	7,6 %	8,7 %
Großbritannien	1969	50 %	5 %	3 %	36 %	n. v.	n. v.	7 %
	1993	19 %	2 %	1 %	62 %	n. v.	n. v.	16 %
	1995	29,6 %	4,1 %	0,2 %	2,3 %	39,7 %	10,4 %	13,7 %
Japan	1970	40 %	23 %	0 %	35 %	n. v.	n. v.	3 %
	1993	20 %	28 %	1 %	42 %	n. v.	n. v.	8 %
	1995	22,2 %	31,2 %	0,5 %	13,3 %	10,8 %	11,7 %	10,3 %
USA	1981	51 %	15 %	0 %	28 %	n. v.	n. v.	6 %
	1993	48 %	9 %	0 %	37 %	n. v.	n. v.	6 %
	1995	36,4 %	15 %	0 %	0,2 %	31,3 %	13 %	4,2 %

Quelle: Deutsches Aktieninstitut (2000), S. 08.6-4. (*Versicherungen/Pensionsfonds)

Betrachtet man die Entwicklung der Anteile am gesamten Aktienbestand in Deutschland normiert auf das Jahr 1991 (vgl. Abbildung 2-1) dann zeigt sich deutlich der wachsende Einfluss der

Investmentfonds. Sie konnten bis 1999 ihren Anteil nahezu verdreifachen, während der Anteil der privaten Haushalte sukzessive zurückging.

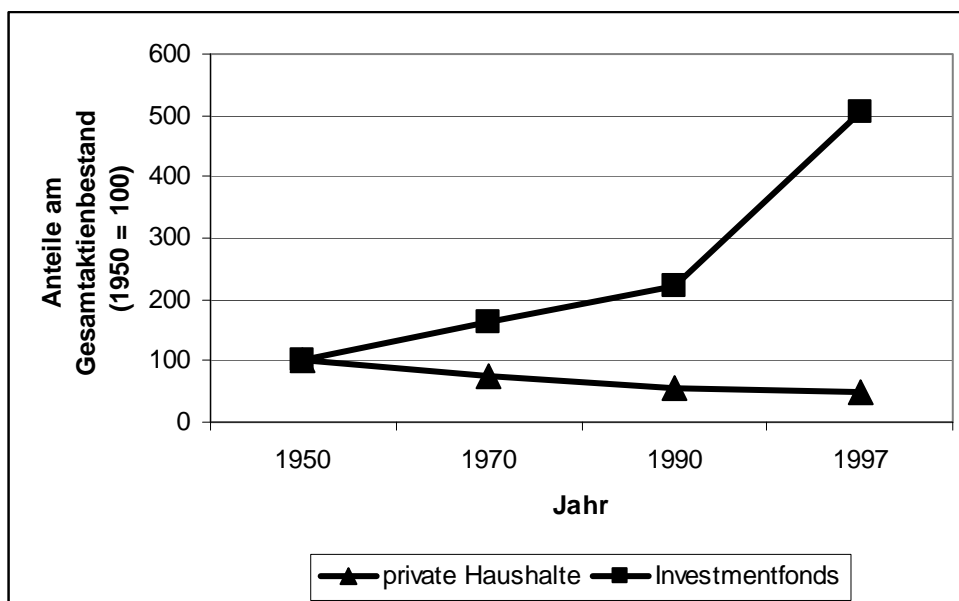
Abbildung 2-1: Anteile der privaten Haushalte und Investmentfonds am Gesamtaktienbestand in Deutschland (1991 = 100)



Quelle: Deutsches Aktieninstitut (2000), S. 08.1-3; eigene Berechnungen

Es sei beachtet, dass echte Pensionsfonds in Deutschland nicht existent sind und daher auch nicht für Vergleiche berücksichtigt werden können.

Abbildung 2-2: Anteile der privaten Haushalte und Investmentfonds am Gesamtaktienbesitz der USA (1950 = 100)



Quelle: Deutsches Aktieninstitut (2000), S. 08.7 USA 2; eigene Berechnungen

Für die USA ergibt sich ein ähnliches Bild wie in Deutschland. Seit 1950 hat sich der Anteil der Investmentfonds verfünffacht, wobei gerade auch in den letzten Jahren nochmals ein starker Wachstumsschub des Anteils zu verzeichnen war (vgl. Abbildung 2-2). Auch hier ist der Einfluss der privaten Haushalte rückläufig, wenn auch auf hohem Niveau (siehe Tabelle 2-4).

Abbildung 2-3: Anteile der Investmentfonds und Pensionsfonds am Gesamtaktienbesitz der USA (1950 = 100)

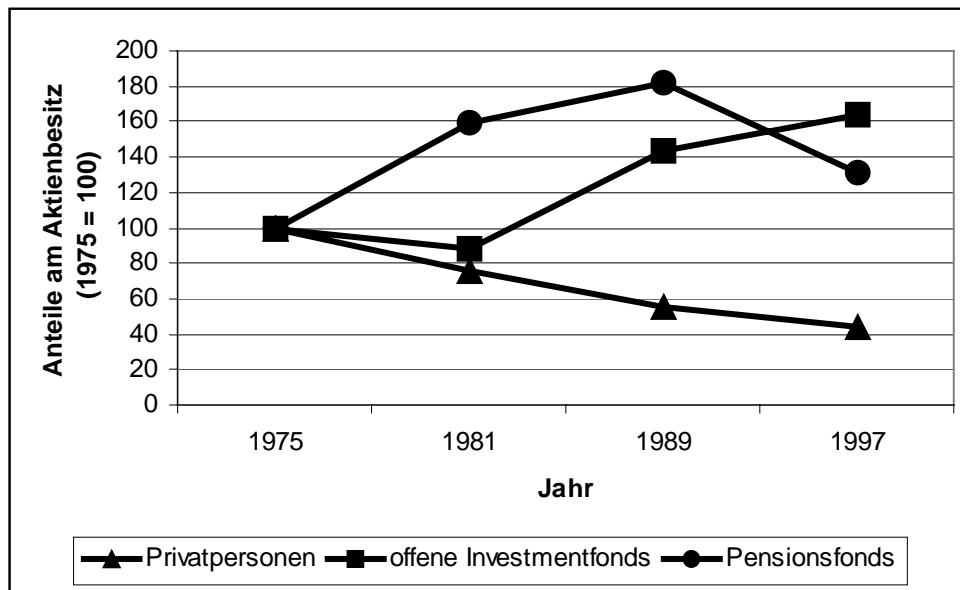


Quelle: Deutsches Aktieninstitut (2000), S. 08.7 USA 2; eigene Berechnungen

Die Entwicklung der Pensionsfonds in den USA seit den 50er Jahren ist weitaus dramatischer. Ihr Anteil ist bis 1990 um den Faktor 30 gestiegen und ist seitdem relativ konstant geblieben. Man sieht in Abbildung 2-3, dass im Zeitraum von 1990 bis 1997 die Investmentfonds relativ zu den Pensionsfonds Marktanteile gewinnen.

In Großbritannien schließlich lässt sich ebenfalls der schwindende Einfluss privater Investoren konstatieren. Hingegen haben Investment- und Pensionsfonds ihre Anteile stark ausbauen können (vgl. Abbildung 2-4).

Abbildung 2-4: Anteile der Privatpersonen, offenen Investmentfonds und Pensionsfonds am Gesamtaktienbesitz in Großbritannien (1975 = 100)



Quelle: Deutsches Aktieninstitut (2000), S. 08.7 GB 2; eigene Berechnungen

Abschließend lässt sich feststellen, dass private Investoren verstärkt ihre Kapitalanlageentscheidung an Investment- und Pensionsfonds delegieren. Alle Indizien sprechen dafür, dass diese Entwicklung hin zu einem international stärkeren Einfluss der institutionellen Anleger sich auch in Zukunft fortsetzen wird.

2.4 Veränderte Rahmenbedingungen im Investmentprozess

Die wachsende Bedeutung institutioneller Investoren hat in den letzten Jahren dazu geführt, dass deren Bedürfnisse stärker in der Gesetzgebung berücksichtigt wurden. Hierzu gehört die zunehmende weltweite Angleichung von Rechnungslegungsstandards und Anlegerschutzvorschriften, die sich weitgehend am US-amerikanischen Vorbild orientieren. Zudem sind die institutionellen Investoren immer stärker in der Lage, durch sogenannte Codes of Best Practices in der Corporate Governance die finanzierten Unternehmen indirekt zu bestimmten Handlungen zu zwingen. Hierzu zählen die Adaption von Rechnungslegungsstandards mit höherem Informationsgrad und die Akzeptanz von Übernahmekodizes.

Auf der anderen Seite müssen institutionelle Investoren detailliertere und standardisierte Rechenschaftsberichte veröffentlichen. Entwickelt wurden solche Performance and Presentation

Standards (PPS) von den Landesorganisationen des Investmentbranche (wie bspw. die Association for Investment Management and Research (AIMR) oder die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (DVFA)).⁶ Im Zentrum aller PPS steht die Darstellung des Total Return, unter Einschluss aller Transaktions- und Managementkosten, auf der Basis von Composites. Danach muss ein institutioneller Investor den Return aller verwalteten Wertpapiere der gleichen Klasse (bspw. Aktien) für Zeiträume von mindestens 5 Jahren bzw. ab erstmaliger Auflegung ausweisen. Dies schafft einen hohen Grad an Transparenz im Wettbewerb um Kundengelder.

Die Entwicklung der Informationstechnologie, z. B. durch die globale online Vernetzung über das Internet, und der damit verbundene Druck auf einzelstaatliche Instanzen haben in den letzten Jahren zu signifikanten Veränderungen an den Finanzmärkten geführt. Eine immer größere Menge an Daten kann bei steigender Datenqualität über eine ständig wachsende Anzahl von Kommunikationsmedien (PC, Mobiltelefon, Kabelfernsehen) zu stetig fallenden Kosten pro Informationseinheit übertragen werden.⁷ Zu den herausragenden Entwicklungen gehören

- der kostengünstige Zugang zu bewertungsrelevanten Informationen für *alle*, d.h. professionelle und private Marktteilnehmer durch Verpflichtung zur ad hoc-Publizität,
- die Verbreiterung und Vertiefung des verfügbaren Informationsangebotes,
- die Senkung der Marktzugangskosten durch eine stärkere Automatisierung und Computerisierung der Auftragsabwicklung des gesamten Prozesses von Börsengeschäften,
- die Deregulierung und der Abbau bürokratischer einzelstaatlicher Barrieren. Unterstützt wurde dies durch die Einführung des europäischen Binnenmarktes und des Euro.

Alle diese Entwicklungen weisen in eine Richtung, die aus Sicht der neoklassischen Kapitalmarkttheorie einen höheren Grad an Kapitalmarkteffizienz impliziert. Ein vollkommener Kapitalmarkt wird in der Regel durch folgende Attribute beschrieben:

- Keine Friktionen und dadurch keine Transaktionskosten als Voraussetzung perfekter Liquidität,
- keine Informationskosten und damit homogene Informationsverteilung zwischen allen Marktteilnehmern,
- keine Marktunvollkommenheiten wie Steuern, Regulierung oder Restriktionen für Leerverkäufe.

Die technologische Entwicklung in der Informationsbereitstellung und der Vernetzung von Handelsplattformen nähert die realen Kapitalmärkte zunehmend an die an einem vollkommenen

⁶ Vgl. hierzu AIMR Performance and Presentation Handbook (1997).

⁷ Einen Überblick über den Stand der Entwicklung bietet OECD (1997).

Kapitalmarkt herrschenden Bedingungen an. Sinkende Informationskosten lassen aus einem Qualitätswettbewerb mehr und mehr einen reinen Preiswettbewerb entstehen.

Obwohl reale Märkte niemals alle genannten Attribute in perfekter Form aufweisen werden, bewirkt die beschriebene Veränderung der Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten einen Abbau von Friktionen und Marktunvollkommenheiten sowie eine Senkung der Informationskosten. Dieser Prozess ist bei weitem noch nicht abgeschlossen. Die Kosten für den Betrieb der Finanzmärkte sinken weiter. Indizien hierfür sind die Bestrebungen der europäischen Börsen, Handel, Clearing und Settlement zu optimieren. Die Beteiligung großer Banken an Tradepoint oder Jiway, die zunehmende direkte Konkurrenz auf dem nordamerikanischen Kontinent zwischen der NYSE, der NASDAQ und sich formierenden Electronic Communication Networks (ECN) und die Abschaffung des strikten Trennbankensystems in den USA verschärfen zusätzlich den Wettbewerb.

Die Integration von Verarbeitungsprozessen über das Internet – sogenannte Business to Business (B2B) Anwendungen – beseitigt in Zukunft noch bestehende Friktionen in der Auftragsabwicklung. Dieser Prozess ist gerade im Bereich der Finanzdienstleistungen schon sehr weit fortgeschritten.

Global agierende Investment- und Pensionsfonds sind sowohl (Mit-)Auslöser dieses Trends, als auch direkt Betroffene. Auf der Investitionsseite fordern sie von Börsen, Banken und staatlichen Instanzen Rahmenbedingungen, die die Kosten des Portfoliomanagements reduzieren. Aufgrund der hohen Intensität des Wettbewerbs um Kundengelder sind sie gezwungen, die erzielten Vorteile an die Kunden weiterzugeben. Der Wettbewerb und sinkende Margen auf der Kapitalbeschaffungsseite zwingen Investment- und Pensionsfonds, Rationalisierungspotenziale weiter auszuschöpfen, durch externes Wachstum die Provisionsbezugsbasis zu erweitern und Kostenreduktionen an die Kunden weiterzugeben.

3 Überblick über die Regulierung von Investment- und Pensionsfonds

Im Folgenden werden die Aspekte Risikostreuungs Vorschriften, Anlegerschutz und Governance von Investment- und Pensionsfonds in ausgewählten Ländern diskutiert. Im Rahmen von Pensionsfonds ist zu beachten, dass diese Leistungszusagen oder Beitragszusagen bzw. Kombinationen davon abwickeln können. Im Rahmen reiner Beitragszusagen sind Pensionsfonds letztlich nichts anderes als „normale“ Investmentfonds, allerdings mit längerem Zeithorizont der Anspruchsberechtigten. Im Rahmen von Leistungszusagen wird das dem Pensionsfonds zugeführte Kapital so verwendet, dass die versprochene Pensionszahlung als Einmal-, Raten- oder Rentenzahlung geleistet werden kann.

Weiterhin sei angemerkt, dass Hedgefonds eine Teilmenge der Investmentfonds darstellen. Hedgefonds sind Investmentgesellschaften mit einer rechtlichen Ausgestaltung, die einen aggressiven Investmentstil erlauben. Sie firmieren typischerweise als Personengesellschaften und sind Offshore registriert, um restriktive Anforderungen an die Rechnungslegung, Publizität und regulatorische Beschränkungen zu vermeiden. Das eingesetzte Kapital ist hochgradig illiquide, da aufgrund von Restriktionen ein Kapitalabzug nicht ohne weiteres möglich ist.⁸

Vorab werden allgemeine Aspekte behandelt, die grundsätzlich auf solche Kapitalsammelstellen zutreffen.

Offene versus geschlossene Fonds

Grundsätzlich unterscheidet man offene und geschlossene Fonds, wobei Anteile von offenen Fonds (sogenannte Fonds des Vertragstyps) börsentäglich zum täglich neu festgestellten Inventarwert zurückgegeben werden können. Bei geschlossenen Fonds (sogenannte Fonds des Gesellschaftstyps) handelt es sich hingegen um Ansprüche, die einen Anteil am Liquidationserlös einer Gesellschaft (in der Regel einer Kapitalgesellschaft) verkörpern, also grundsätzlich nicht zurückgegeben werden können. In der Regel existiert für geschlossene Fonds ein organisierter Markt, bei dem über den Ausgleich von Angebot und Nachfrage täglich ein Börsenkurs ermittelt wird. Ausnahmen bezüglich der Rückgabe sind aber möglich. Es sind allerdings durchaus Konstruktionen denkbar, bei denen die Rückgabe bei einem offenen Fonds ausgeschlossen ist und bei einem geschlossenen Fonds explizit erlaubt ist.

⁸ Vgl. Bank for International Settlement (2000), S.61-71.

Fondsarten

Fonds lassen sich generell in unterschiedliche Kategorien einteilen. Grundsätzlich unterscheidet man im Rahmen offener Fonds in Spezialfonds und Publikumsfonds. Spezialfonds sind Sondervermögen, deren Anteile von maximal zehn nicht natürlichen Personen gehalten werden. Faktisch sind Spezialfonds ein Anlagevehikel für Unternehmen oder institutionelle Anleger. Publikumsfonds hingegen investieren in bestimmte Wertpapiergattungen (Standard-Aktien- oder Standard-Rentenfonds, Spezielle Aktien- oder Rentenfonds, gemischte Fonds, Immobilienfonds, Beteiligungsfonds, Spezialitätenfonds, Investmentfondsanteilsfonds), nach bestimmten Themen (ökologische Fonds, soziale Fonds, Branchenfonds, Technologiefonds) oder Zielgruppen (Young Generation Fonds), in bestimmte Regionen (Länderfonds, Regionenfonds, Emerging Markets Fonds), mit oder ohne bestimmten Zeithorizont (unbefristete Fonds, Laufzeitfonds), mit oder ohne Rückzahlungsgarantien, mit oder ohne vordefinierten Leistungsversprechen (beitragsorientierte Pensionsfonds, leistungsorientierte Pensionsfonds), mit einem bestimmten Anlageziel (Pensionsfonds, Growth Funds, Income Funds) oder auf der Basis eines bestimmten Ausschüttungsverhaltens (thesaurierende Fonds, Ausschüttungsfonds, Einmal-, Raten- oder Rentenzahlung nach Ablauf einer bestimmten Frist). Die einzelnen Merkmale sind nahezu beliebig kombinierbar, so dass eine Vielzahl von Ausgestaltungsmöglichkeiten erreichbar ist.

Bei Dachfonds handelt es sich um Investmentfonds die ausschließlich in andere Investmentfonds investieren. Hiervon sind sogenannte Umbrellafonds abzugrenzen, bei denen ein Anbieter eine Vielzahl unterschiedlich ausgerichteter Fonds anbietet, zwischen denen ein Anleger ohne zusätzliche Kosten wechseln kann.

Anlage und Finanzierungspolitik

Nach der Anlagepolitik unterscheidet man fixierte Fonds und gemanagte Fonds. Bei den fixierten Fonds wird eine einmal getroffene Vermögensanlage im Zeitablauf nicht mehr verändert. Beispiele sind Indexfonds oder indexorientierte Fonds. Bei gemanagten Fonds hingegen werden laufend Anpassungen des Portfolios vorgenommen, um eine risikoadjustierte Renditesteigerung zu erzielen.

Während Eigenmittelfonds sich nur über die Ausgabe von Anteilen finanzieren, beschaffen sich Verschuldungsfonds zusätzliche Mittel durch Fremdkapital (sog. Leveraged-Funds).

Ausgabeaufschläge und Verwaltungskosten

Beim Erwerb von Fonds können Ausgabeaufschläge, bei der Rückgabe Rückgabeabschläge (in der Regel bis 5%) fällig werden. Fonds ohne Ausgabeaufschläge oder Rückgabeabschläge werden als No-load-Fonds oder Tradingfonds bezeichnet. Grundsätzlich wird eine Managementgebühr für die laufende Verwaltung des Fonds erhoben, welche zwischen 0,1% und 2% des Anteilswertes beträgt.

3.1 Deutschland

Die Investmentbranche in Deutschland wird vollständig durch das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) geregelt. Bei „Investment“ handelt es sich um einen gesetzlich geschützten Begriff, so dass seine Verwendung eine Art Qualitätssiegel darstellt. Hierbei handelt es sich um Fonds, die auf reiner Beitragsbasis agieren. Kapitalanlagegesellschaften sind nach § 1 KWG Kreditinstitute und unterliegen somit der Aufsicht durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen. Das KAGG unterscheidet in Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften (geschlossene Fonds) Organisatorisch verwalten Kapitalanlagegesellschaften eingelegtes Geld im eigenen Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger (Anteilhaber) gesondert vom eigenen Vermögen (Sondervermögen). Hierbei handelt es sich um offene Fondstypen. Eine Betriebserlaubnis erhält eine Kapitalanlagegesellschaft nur, wenn bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind. Hierzu gehören insbesondere ein eingezahltes Nennkapital von fünf Mio. DM und ein zuverlässiger, fachlich geeigneter Geschäftsführer.

Das KAGG sieht umfangreiche Streuungsvorschriften vor, die das Risiko von Vermögensverlusten reduzieren sollen. Insbesondere gelten Höchstgrenzen zum Erwerb von Vermögenstiteln desselben Ausstellers.

Hedgefonds fallen in Deutschland nicht unter das KAGG, sie stellen also kein gesetzlich geschütztes Investment dar. Zugang zu Investitionen in Hedgefonds haben nur private oder institutionelle Anleger, die eine Mindestsumme von US\$ 250.000 bis US\$ 1.000.000 aufwenden. Anlegergruppen, die in der Lage sind solche hohen Beträge aufzuwenden, gelten als nicht besonders schutzwürdig. Ihnen kann man zumuten eventuelle höhere Ausfallrisiken oder Agency-Risiken zu tragen. Den Risiken sollte auch eine höhere erwartete Rendite gegenüberstehen. Hierbei dürfen aber jüngste Entwicklungen nicht übersehen werden, bei denen Kreditinstitute Zertifikate auf ein Portfolio aus ausgewählten Hedgefonds an private Anleger (Mindestinvestitionssumme: in der Regel ab 10.000 €) verkaufen. Hierbei handelt es sich um ein innovatives Produkt, bei dem die emittierenden Kreditinstitute Managementwissen gegen eine relativ hohe Gebühr zur Verfügung stellen. Da es sich bei diesen Zertifikaten nicht um Investmentzertifikate im Sinne des KAGG handelt, sind private Anleger einem erhöhten Risiko ausgesetzt. Eine besondere Regulierung solcher Investments besteht in Deutschland nicht.

Pensionsfonds sind in Deutschland bisher nur als rein beitragsbezogener Typ etabliert. Hierbei handelt es sich um die im KAGG regulierten Altersvorsorge-Sondervermögen, die allerdings keine

Absicherung biometrischer Risiken (Langlebigkeit, Arbeitsunfähigkeit, Hinterbliebenenversorgung) vorsehen. Im Bereich der Leistungszusagen fehlen Pensionsfonds bisher im Anlagespektrum in Deutschland. Für Leistungszusagen sieht das Betriebsrentengesetz die Pensionsrückstellung bzw. das Asset Funding im Bilanzzusammenhang im zusagenden Unternehmen oder die Zwischenschaltung von Unterstützungskassen vor. Möglich ist auch die Abwälzung des Risikos auf einen Lebensversicherer oder eine Pensionskasse, die der Versicherungsaufsicht unterliegen. Keine dieser vier Durchführungswege kann als Pensionsfonds (angelsächsischen Typs) bezeichnet werden. Pensionsfonds zeichnen sich dadurch aus, dass ein bestimmtes Ziel (Einhaltung eines vordefinierten Leistungsversprechens unter minimalen Kapitaleinsatz oder maximale Performance des eingesetzten Kapitals) unter Anwendung eines professionellen Asset-/Liability-Managements auf der Basis der modernen Portfoliotheorie zu erreichen versucht wird. In der öffentlichen Diskussion sind allerdings eine Vielzahl von Vorschlägen zur Weiterentwicklung des Betriebsrentengesetzes, um „echte“ Pensionsfonds zu etablieren.

3.2 USA

Professionelles Investment über Investmentfonds und Pensionsfonds hat in den letzten Jahrzehnten einen rasanten Anstieg erfahren. Während Investmentfonds (Mutual Funds) aufgrund negativer Erfahrungen im Rahmen der Weltwirtschaftskrise von 1929 im sogenannten Investment Company Act (ICA) schon im Jahr 1940 einen umfassenden Regulierungsrahmen erhalten haben, wurden Pensionsfonds (Pension Funds) erst im Jahr 1974 mit dem Employee Retirement Income Security Act (ERISA) auf eine allgemeine gesetzliche Grundlage gestellt.

Mutual funds sind weit stärker reguliert als Pension Funds. Auf Bundes- und Staatenebene fokussiert die Regulierung hauptsächlich auf Rechnungslegung und Informationspolitik. Hier besteht die Absicht, den Investoren ein klares Verständnis für Risiken und Gebühren zu geben.

Mutual funds sind Gegenstand der gleichen allgemeinen Regulationen wie andere öffentlich gehandelte Unternehmen. Nach den Securities Acts von 1933 und 1934 müssen alle Emissionen bei der Securities and Exchanges Commission (SEC) registriert sein und ein detailliertes Verkaufsprospekt veröffentlichen. Von daher müssen offene Fonds, da sie ständig neue Anteile emittieren, auch ständig bei der SEC registriert sein.

Nach dem ICA werden Investmentgesellschaften in Unit Investment Trusts und Managed Investment Companies unterteilt. Bei letzteren wird zwischen Closed-end Funds und Open-end Funds differenziert. Gewöhnlich werden Open-end Investment Companies als Mutual Funds bezeichnet. Unit Investment Trusts sind Investmentgesellschaften, die eine fixierte Menge an

Wertpapieren über die gesamte Laufzeit des Trusts besitzen. Closed-end Investment Companies emittieren Anteile, die nicht zum Nettoinventarwert zurückgegeben werden können. Allerdings sind die Anteile an der Börse oder im OTC-Markt handelbar. Im Gegensatz dazu können Anteile an einer Open-end Investment Company jederzeit zum Nettoinventarwert zurückgegeben werden.

Zu den zentralen Anforderungen des ICA von 1940 gehören

- eine Regulierung der Zusammensetzung des Aufsichtsrates (board of directors) und die Kontraktgestaltung mit dem externen Fundmanagement
- die Festlegung der beabsichtigten Investmentpolitik bei der SEC, wobei die Politik nur mit Zustimmung der Anteilseigner geändert werden kann.
- Das Verbot für Mutual Funds Fremdkapital aufzunehmen, Wertpapiere leerzuverkaufen oder sogenannte Marginkäufe (kreditbasierte Wertpapierkäufe) zu tätigen.

Analog zu den Anteilseignern (Shareholders) an anderen Unternehmen besitzen auch die Anteilseigner an Mutual Funds spezifische Rechte, die insbesondere die Wahl des Aufsichtsrates umfassen. Weiterhin müssen die Anteilseigner materiellen Änderungen des Kontraktes mit dem Management (investment advisor/management company) oder sonstigen fundamentalen Änderungen, bspw. der Investmentziele, zustimmen. Der Aufsichtsrat sollte höchsten Qualitätsstandards entsprechen. Er soll das externe Management im Auftrag der Anteilseigner überwachen. Dabei müssen mindestens 40% der Aufsichtsratsmitglieder nach dem ICA unabhängig vom externen Management sein.

Mutual funds sind von der Unternehmensteuer befreit, wenn sie mindestens 90% ihres steuerbaren Einkommens an die Anteilseigner ausschütten und nicht mehr als 10% der Aktien eines einzelnen Unternehmens besitzen.

Private pension funds (oder auch pension plans), bei denen Unternehmen Pensionszusagen an ihre Arbeitnehmer machen, sind erst seit 1974 umfassend reguliert. Die zentralen Vorschriften von ERISA, die sich hauptsächlich auf defined benefit plans beziehen, sind die Folgenden:

- Unverfallbarkeitsfrist für Ansprüche beträgt zehn Jahre
- Pläne müssen bestimmte Anforderungen bezüglich Rechnungslegung und Veröffentlichung erfüllen
- Pläne müssen bestimmte Anforderungen hinsichtlich ihrer Investitionspolitik erfüllen
- Nicht mehr als 10% des Fonds dürfen in Wertpapiere des Sponsors investiert werden
- Die Trustees des pension funds müssen ihre Handlungen einzig im Hinblick auf die Interessen der Teilnehmer am Pension Plan ausrichten

- Alle pension plans müssen bei der Pension Benefit Guarantee Corporation ausfallversichert sein

Im Bereich der individuellen Altersvorsorge sind sogenannte individual retirement arrangements (IRAs) zu nennen, mit dessen Hilfe Selbstständige oder Arbeitnehmer, die keine Pensionszusagen erhalten, für den Ruhestand Vorsorge treffen können. Diese Pläne werden typischerweise nachgelagert besteuert.

3.3 Großbritannien

Großbritannien besitzt einen weit entwickelten Kapitalmarkt, was sich in der Bedeutung der Investment- und Pensionsfonds widerspiegelt. Gesetzliche Grundlagen sind in Großbritannien der Financial Services Act von 1986 für Investmentfonds. Für Pension Funds sind die Treuhandgesetzgebung im Trustee Act von 1925 sowie der Trustee Investment Act von 1961, der Pensions Schemes Act von 1993 und der Pensions Act von 1995 Grundlage.

Investmentfonds werden in GB in Unit Trusts und Open Ended Investment Companies (OEICs) sowie Investment Trusts unterschieden. Dabei handelt es sich bei unit trusts und OEICs um offene Fondstypen und bei Investment Trusts um geschlossene Fondstypen.

Unit Trusts und OEICs werden von der Financial Services Authority (FSA) (vormalig: Securities and Investment Board) zugelassen. Die FSA ist eine zentrale Behörde mit weitreichenden Befugnissen nicht nur im Investmentsektor, sondern auch bezüglich Banken und Versicherungen.⁹ Neben der FSA existieren eine Reihe selbstregulierender Standesorganisationen, die direkten Einfluss auf unit trusts und OEICs nehmen. So werden der Manager sowie der Trustee eines Unit Trusts sowie das Management und der sogenannte Depository eines OEICs (sog. Authorised Corporate Directors (ACDs)) von der Investment Management Regulatory Organisation (IMRO) zugelassen. Das Marketing bei Unit Trusts wird von der FSA und bei OEICs von der Personal Investment Authority reguliert. Die Anlagerestriktionen für beide offenen Fondsklassen sind Gegenstand spezifischer Ausgestaltung durch die FSA. Grundlegend ist die „Prudent Man Rule“, die nach dem Grundsatz der Vorsicht eine ausreichende Diversifizierung der Anlagen erfordert. Der Hauptunterschied zwischen beiden Klassen liegt darin, dass die Aufsicht bei Unit Trusts bei einem unabhängigen trustee liegt und die Treuhandgesetzgebung greift, während bei OEICs ein unabhängiger depository eingeschaltet ist. Rechtlich handelt es sich bei Unit Trusts um einen

⁹ Vgl. FSA (1999).

Trust, dem ein Treuhandvertrag zugrunde liegt. OEICs sind hingegen Gesellschaften mit beschränkter Haftung.

Als Folge des sogenannten Maxwell-Skandals von 1991 wurde im Jahr 1995 der Pensions Act erlassen und die Aufsicht über Pension Funds einer zentralen Behörde, der Occupational Pensions Regulatory Authority (OPRA), zugeordnet. Die OPRA überwacht insbesondere die Einhaltung der Gesetze zum Schutz der Mitgliederrechte. Jeder Pensionsplan verfügt über eigene Treuhandverträge und –regeln, welche auch Ausschüttungs- und Investitionsregeln beinhalten. Pension Fonds zur Verwaltung von Betriebsrenten sind als Trusts organisiert, wobei Treuhänder das ihnen anvertraute Vermögen im Sinne der Begünstigten verwalten. Seit 1997 unterliegen Pension Funds strengeren Publizitätsanforderungen in bezug auf Rechnungslegung und –prüfung, Revision und Compliance.

Pension Funds sind in ihrer Kapitalanlagepolitik kaum eingeschränkt. Für sie gilt auch die Prudent Man Rule, welche zur sinnvollen Portfoliodiversifizierung verpflichtet. Zusätzlich gibt es ein Limit von 5% für Investitionen in Wertpapiere der Trägerfirma sowie eine Obergrenze von 10% für einzelne Wertpapiergattungen im Fonds.

4 Die zukünftige Rolle von Investment- und Pensionsfonds

In Kontinentaleuropa setzten sich die Investment- und Pensionsfonds in der Vergangenheit stark für eine Angleichung der Rahmenbedingungen an den Kapitalmärkten der wichtigsten Industrieländer ein. Bisher hat noch keine perfekte Angleichung stattgefunden. Die nationalen Instanzen und die EU-Kommission bemühen sich aber um eine Kapitalmarktharmonisierung.¹⁰ Lücken in den Rahmenbedingungen wurden häufig durch von Investment- und Pensionsfonds gesetzte faktische Standards geschlossen. Das Drohpotenzial der Kapitalrationierung durch institutionelle Investoren wird allgemein als glaubwürdig eingeschätzt. Länder wie Österreich, deren Corporate Governance-System noch nicht im ausreichenden Maße den internationalen Usancen angepasst wurden, werden von weltweit agierenden institutionellen Investoren zum Nachteil des realen Sektors der Ökonomie gemieden.¹¹

Der Trend zur weltweiten Angleichung der Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten wird sich mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit auf Druck der Investment- und Pensionsfonds weiter fortsetzen. Als Folge werden sich insbesondere die kontinental-europäischen Finanzmärkte von eher bankorientierten Corporate Governance Strukturen hin zu marktorientierten Corporate Governance Systemen verändern. Auch in Europa wird in Zukunft ein immer größerer Anteil des Sparaufkommens über die Aktien- und Bondsmärkte und nicht mehr über Bankkredite den Unternehmen zur Verfügung gestellt. Bereits heute spielen sie weltweit die zentrale Rolle bei der Allokation des Kapitals in seine bestmögliche Verwendung.

Trotz der hier prognostizierten wachsenden Marktanteile der Investment- und Pensionsfonds ist der Gutachter skeptisch gegenüber der allgemeinen Prognose, diese würden in Zukunft eine noch aktivere Rolle im Bereich der Corporate Governance spielen. Wie weiter unten ausführlich begründet wird, ist eher eine passive Rolle der Investment- und Pensionsfonds über die Vorgabe externer Standards an die finanzierten Unternehmen (indirect voice) zu erwarten. Dies wird einhergehen mit einer „billiger“ werdenden Ausstiegsoption (Exit) durch ansteigende Liquidität an den Sekundärmärkten.

¹⁰ Vgl. bspw. EUROPÄISCHE KOMMISSION (2000) für eine Initiative im Bereich Pensionsfonds bzw. betriebliche Altersversorgung.

4.1 Investment- und Pensionsfonds als Marktteilnehmer

Investment- und Pensionsfonds haben aufgrund hoher autonomer Nettomittelzuflüsse und der Verarbeitung neuer Informationen einen hohen Transaktionsbedarf. Dieser Bedarf kann über offizielle Börsen oder neuerdings auch über Electronic Communication Networks (ECN)¹² abgewickelt werden. Aufgrund der prinzipiell gleichgerichteten Interessenlage hinsichtlich niedriger Transaktionskosten, Anonymität des Handelsprozesses, niedriger Regulationsniveaus und aufgrund mangelnder Anpassungsfähigkeit offizieller Börsen entsteht bei Investment- und Pensionsfonds ein zunehmendes Bedürfnis nach ECNs als Transaktionsalternative. ECNs sind von den Betreibern (bspw. Reuters) von vornherein für institutionelle Investoren ausgelegt. Außer durch niedrige Handelskosten suchen ECNs den Qualitätswettbewerb mit etablierten Börsen, indem sie moderne Abwicklungssysteme einsetzen, Handelszeiten erweitern, kleinere Tick-Sizes ermöglichen und eine möglichst hohe Liquidität gewährleisten. Diesen Vorteilen stehen potenzielle Nachteile aus einer zusätzlichen Fragmentierung der Liquidität, dem Mangel an Sofortigkeit (Immediacy), einer höheren Manipulationsanfälligkeit aufgrund fehlender Handels- und Marktaufsicht sowie Unsicherheiten über Systemkapazitäten gegenüber.

Investment- und Pensionsfonds sind aufgrund ihrer Professionalität und der Freiwilligkeit der Teilnahme an ECNs aus gesetzgeberischer Sicht nicht besonders schutzwürdig. Sie können die besonderen Risiken aus dem Handel über ECNs einschätzen und tragen. Im Übrigen besteht für Investment- und Pensionsfonds immer die Möglichkeit, ihre Transaktionen über offizielle Börsen abzuwickeln. Der Status einer Börse mit der entsprechenden Verpflichtung zur Einhaltung aller Regeln sollte ECNs dann auferlegt werden, wenn die Betreiber private und damit schutzwürdige Investoren zum Handel zulassen wollen.¹³ ECNs können damit als börsenähnliche Einrichtung¹⁴ qualifiziert werden, die keiner speziellen Regulierung bedürfen. Ein Problem könnte sich allerdings einstellen, wenn ECNs eine bestimmte relative Größenordnung im Vergleich zu den Volumina an den offiziellen Börsen erreichen. Dort wird mit einem Rückgang des Umsatzvolumens eine qualifizierte Preisfeststellung schwieriger, ggf. sogar unmöglich. Ab einem bestimmten

¹¹ Vgl. zu den Aussagen in Kapitel 4 auch GERKE/BANK/STEIGER (2001).

¹² Hierbei handelt es sich um proprietäre Handelssysteme, die nicht den Status einer Börse mit entsprechenden Regeln zur fairen Preisfeststellung oder einer unabhängigen Handels- und Marktaufsicht besitzen.

¹³ Vgl. hierzu die Regulation ATS der SEC. Vgl. SEC (1998).

¹⁴ Zu einer Diskussion von potentieller Börsendefinitionen und einer entsprechenden Reform des deutschen Börsenrechts vgl. HOPT/BAUM (1997). Die Autoren plädieren dafür, alternative Handelssysteme als börsenähnliche Einrichtungen zu qualifizieren. Damit fallen sie nicht unter das Börsengesetz, sondern können separat, bspw. im Rahmen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) reguliert werden.

Gesamtanteil eines ECN am Gesamtumsatz aller Börsen und börsenähnlichen Einrichtungen sollten diese automatisch als Börse qualifiziert werden.

Die bereits angesprochene Fragmentierung der Liquidität durch eine steigende Zahl von Handelssystemen und längeren Handelszeiten macht die Preisfindung an den Kapitalmärkten anfälliger für nicht-informationsbasierte Preisschwankungen. Die von den Investment- und Pensionsfonds vorangetriebene „Privatisierung“ ihrer Handelsaktivitäten über proprietäre Handelssysteme lässt c. p. die Volatilität an den öffentlichen Börsen ansteigen. Die Fragmentierung des Orderflusses erhöht die Wahrscheinlichkeit für liquiditätsbedingte, erratische Kursausschläge. Gesamtwirtschaftlich besteht die Gefahr einer Fehlentwicklung, da wegen der zu hohen Volatilität Potenzial zur Senkung von Risikokosten besteht.

Die zunehmende Technologisierung und die hohen Transparenzstandards können ebenfalls dazu führen, dass die Volatilität an den Kapitalmärkten ansteigt. Erstens kann eine zunehmende Verfügbarkeit gleicher Informationen und gleicher Interpretationen zu einem korrelierten Verhalten (Herding) der von Investment- und Pensionsfonds führen. Wegen des hohen Marktanteils und des daraus folgenden hohen Marktimpacts institutioneller Investoren besteht die Gefahr von Überreaktionen und damit überschüssiger Volatilität. Die Überreaktion kann stärker ausfallen, wenn die Liquidität sich auf mehrere Handelssysteme verteilt. Zweitens schafft die zunehmende Benchmarkorientierung und die leichtere Vergleichbarkeit institutioneller Portfolios Anreize, das Verhalten von Wettbewerbern zu imitieren. Im Wettbewerb um Kundengelder ist es oftmals wichtiger, eine durchschnittliche Performance zu erzielen (Pooling), als sich dem Risiko auszusetzen, signifikant unterdurchschnittlich abzuschneiden (Separation). Der Anreiz ist umso stärker, je weniger der institutionelle Investor in eigene Informationsbeschaffung investiert. Ein kollektives irrationales Verhalten ist aus Sicht eines einzelnen Institutionellen Investors wenig schädlich. Drittens hat die zunehmende Indizierung zur Folge, dass institutionelle Investoren völlig preisunelastisch in die gewählten Benchmarks investieren. Aus ihrer Sicht ist der Preis weitgehend irrelevant, da nicht ihr individueller Anlageerfolg als Maßstab für ihre Managementleistung zugrunde liegt. Die zunehmende Indexierung kann daher dazu führen, dass sich die Verbindung zwischen Preisen und intrinsischen Werten auflockert und Über- oder Untertreibungen wahrscheinlicher werden.

Zusammenfassend lässt sich damit konstatieren, dass die zunehmende Institutionalisierung die Volatilität an den Kapitalmärkten eher erhöht. Ein einheitlicher werdendes Informationsangebot erhöht die Wahrscheinlichkeit für ein korreliertes Verhalten der Investment- und Pensionsfonds mit daraus resultierenden Preisüber- oder -untertreibungen (Übervolatilität). Weiterhin bewirkt eine zunehmende Transparenz, Benchmarkorientierung und Indizierung eine Verstärkung der Anreize für Investment- und Pensionsfonds, das Verhalten von Mitwettbewerbern zu imitieren sowie

preisunelastisch zu investieren. Hieraus resultieren ebenfalls mit höherer Wahrscheinlichkeit Preisüber- oder –untertreibungen an den Kapitalmärkten (Übervolatilität).

4.2 Corporate Governance durch Investment- und Pensionsfonds

Um neue Kundengelder zum globalen Asset Management zu akquirieren, müssen Investment- und Pensionsfonds eine Performance zumindest in Höhe der gewählten Benchmarks erzielen. Im Aktienbereich verfolgen deshalb zahlreiche angelsächsische Pensions- und Investmentfonds nach eigenem Bekunden im Rahmen einer Corporate-Governance-Strategie den sogenannten Shareholder Activism. Demnach definieren sie als Oberziel die Maximierung des Shareholder Value.¹⁵ Eine effiziente Corporate Governance wird als eine Voraussetzung angesehen, um langfristig einen höheren Unternehmenswert zu schaffen. Hierbei werden implizit folgende Beziehungen unterstellt:

- Die Handlungen des Managements beeinflussen die Performance des Unternehmens.
- Das System der Corporate Governance beeinflusst die Rahmenbedingungen, unter denen das Management seine Entscheidungen trifft.
- Eine effizient organisierte Corporate Governance reduziert die Agency-Kosten, indem sie die Übereinstimmung zwischen den Zielen der Manager und denen der Anteilseigner unterstützt.
- Es wird weiterhin angenommen, dass die daraus resultierende Performanceverbesserung einzelner Unternehmen zu einer höheren Wohlfahrt der gesamten Ökonomie führt.

Die Annahme, dass Corporate Governance die Performance eines Unternehmens beeinflusst, war bereits eine Ursache für die Unternehmensübernahmen in den USA in den 80er Jahren. Die Aufkäufer zahlten in vielen Fällen der feindlichen Übernahmen eine Prämie im Vergleich zur aktuellen Marktbewertung, weil sie davon ausgingen, dass durch Veränderungen in der Zusammensetzung des Boards bzw. des Managements eine höhere Unternehmensbewertung erreicht werden würde.

Im Gegensatz zu der in der Praxis weitverbreiteten Ansicht, dass ein eindeutiger Wirkungszusammenhang zwischen Corporate Governance und Unternehmensperformance besteht, wird hier die These vertreten, dass bereits hochkompetitive Produkt- und Finanzmärkte eine Performanceoptimierung erzwingen. Wird jedoch ein positiver Wirkungszusammenhang

¹⁵ Vgl. CALPERS (1999), S. 1.

unterstellt, so ist aus Sicht der Investment- und Pensionsfonds zu untersuchen, welche Formen der Corporate Governance einen besonders hohen Einfluss ausüben.

Vor allem die angelsächsischen Pensionsfonds haben sich seit Ende der 80er Jahre verstärkt der Corporate-Governance-Thematik angenommen. Sie erhoffen sich, über eine bessere Performance der Unternehmen eine höhere Rendite für ihre Kapitalgeber zu erzielen. In mehreren empirischen Studien wurde untersucht, inwieweit sich eine von den in den USA stark gewachsenen institutionellen Investoren verfolgte Strategie der aktiven Unternehmenskontrolle tatsächlich in verbesserten Unternehmensergebnissen niederschlägt. Vorreiter des Shareholder Activism ist der kalifornische öffentliche Pensionsfonds CalPERS (California Public Employees' Retirement System). Zusätzlich versucht CalPERS durch aktives Trading eine über der Indexperformance liegende Rendite zu erzielen, da empirische Untersuchungen Zweifel an der Gültigkeit der Hypothese effizienter Märkte aufkommen ließen.

Es ist auffallend, dass vorwiegend öffentliche Pensionsfonds als aktive Verfechter einer verbesserten Corporate Governance auftreten. Die zahlreichen privaten Pensionsfonds, z. B. der großen US-amerikanischen Industrie- und Dienstleistungsunternehmen, sind zumindest in der Öffentlichkeit bislang wenig in Erscheinung getreten. Dies könnte an den potenziellen Interessenkonflikten liegen, denen diese privaten Pensionsfonds – ähnlich wie Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften – ausgesetzt sind. Eine zu starke Kritik an der Corporate Governance und Performance anderer Unternehmen könnte mögliche andere Geschäftsbeziehungen zu diesen Unternehmen gefährden. Dem Engagement der öffentlichen Pensionsfonds wird entgegengehalten, dass ihr Eintreten durch politisch populäre Themen charakterisiert ist, die für die Performance der Fonds nicht immer förderlich ist. Ferner würden die öffentlichen Pensionsfonds von Managern geführt, die eine hohe Publicity wünschen, um ihre politischen oder privatwirtschaftlichen Karrieren zu unterstützen, ohne dabei ausschließlich die Interessen der Pensionsberechtigten zu berücksichtigen.

Angesichts der in empirischen Studien unterschiedlichen Auswahl der untersuchten Pensionsfonds, der berücksichtigten Zeiträume und der endogenen Erfolgsvariablen ist es nicht verwunderlich, wenn die bislang vorliegenden Studien noch keinen eindeutigen Beleg für einen positiven Wirkungszusammenhang zwischen der aktiven Einforderung verbesserter Corporate Governance durch die institutionellen Investoren und der Performance von Unternehmen liefern.¹⁶ BLACK (1997) kommt in der Zusammenfassung der von ihm untersuchten Auswahl empirischer Arbeiten zu der generellen Schlussfolgerung, dass der Shareholder Activism nach US-amerikanischen Stil nur einen sehr geringen Einfluss auf die Performance der Unternehmen

¹⁶ Vgl. COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS (1994) und STEIGER (2000) für einen Überblick über die Ergebnisse von 100 empirischen Studien zum Shareholder Activism und anderen Corporate-Governance-Themen.

ausübt. KARPOFF (1998) gibt einen umfassenderen und stärker differenzierten Überblick über zwanzig verschiedene Studien zur Überprüfung der Existenz eines Wirkungszusammenhangs. Danach sind die widersprüchlichen Ergebnisse darauf zurückzuführen, dass der Erfolg des Shareholder Activism unterschiedlich definiert und gemessen wird. Zusammenfassend urteilt KARPOFF (1998), dass die institutionellen Investoren nur geringe Veränderungen in den Governance-Strukturen bewirken und durch diese Veränderungen einen vernachlässigbaren Einfluss auf den Shareholder Value ausüben.

Shareholder Activism vollzieht sich i. d. R. über das aktive Auftreten auf Hauptversammlungen, dem Stimmverhalten und über die persönlichen Gespräche (One-on-Ones) zwischen den institutionellen Investoren und dem Management. Die Gründe für die verstärkten Anstrengungen der US-amerikanischen Investoren liegen zum einen in der wachsenden Institutionalisierung des Aktienmarktes und dem damit verbundenen Zwang der institutionellen Investoren zur Replikation marktbreiter Indizes in der Vermögensverwaltung. Zum anderen haben die zahlreichen Maßnahmen der Unternehmen und der einzelnen Bundesstaaten (in den USA) zum Schutz vor Unternehmensübernahmen dazu geführt, dass der Markt für Unternehmenskontrolle nicht mehr so effizient funktioniert wie noch zu Beginn der 80er Jahre. Vor diesem Hintergrund argumentiert KARPOFF (1998), dass eine Renditeverbesserung nur noch durch Shareholder Activism erzielbar erscheint.¹⁷

Hierauf aufbauend stellt sich die Frage, welche Anreize zur Ausübung von Shareholder Activism führen. Einige in der wissenschaftlichen Literatur vertretene Thesen bezweifeln das generelle Vorhandensein des Interesses dieser an Bedeutung zunehmenden Aktionärsgruppe, sich aktiv um die Corporate Governance der Unternehmen zu kümmern, da sich mit der Liquidität auf Sekundärmärkten und dem damit prinzipiell jederzeit möglichen Verkauf der Wertpapierposition eine zumindest bei größeren Aktiengesellschaften attraktive Alternative anbietet. Die Zweifel an der Effizienz des Shareholder Activism zur Steigerung der Investitionsrenditen werden durch die z. T. widersprüchlichen Ergebnisse empirischer Arbeiten zur Gültigkeit eines positiven Kausalzusammenhangs zwischen Shareholder Activism und Unternehmensperformance zusätzlich genährt. Die grundlegende Abwägung zwischen den beiden Strategien (Exit versus Voice) aus Sicht der institutionellen Investoren steht im Mittelpunkt zahlreicher theoretischer und empirischer Arbeiten.¹⁸

Die Verbindung zwischen der Liquidität in Aktienmärkten und der Unternehmenskontrolle wurde bereits von DEMSETZ (1968) aufgezeigt. Demnach verursacht eine Konzentration des Anteilsbesitzes, die als notwendige, jedoch nicht hinreichende Bedingung für eine effiziente

¹⁷ Vgl. KARPOFF (1998), S. 3.

¹⁸ Vgl. COFFEE (1991) sowie für einen Überblick STEIGER (2000).

Corporate Governance angesehen wird, eine Reduktion der potenziellen Käufer und Verkäufer am Markt. Dies bewirkt schließlich eine verminderte Sekundärmarktliquidität. Letztlich stellt der Trade-off theoretisch nur eine Anwendung des von HIRSCHMAN (1970) verallgemeinerten Ansatzes dar. Demzufolge besitzen alle Mitglieder einer Institution immer die Wahl zwischen „Exit“ und „Voice“, d. h. im übertragenen Sinne zwischen Liquidität, um sich jederzeit von einem Investment zu lösen (Exit), und Corporate Governance, um die Rendite des Investments zu erhöhen (Voice). Diejenigen Unternehmen, die sich im Zuge der Globalisierung von Güter- und Faktormärkten einer Wertorientierung der Unternehmensführung verschließen, werden infolge von Verkaufsentscheidungen bzw. Kaufzurückhaltungen der institutionellen Anleger durch höhere Kapitalkosten bestraft. Die daraus resultierende niedrigere Bewertung an den organisierten Kapitalmärkten verteuert ihre Mittelaufnahme. Der „Exit“ als Strafandrohung oder -vollzug wird traditionell eher als passive und anonyme Strategie angesehen. Hierbei wird der Dialog mit den betroffenen Unternehmen i. d. R. nicht gesucht.

Eine weitere Ausprägung dieser Abwägung im Rahmen der Corporate Governance sind die international als Shareholder Activism bekannten Aktivitäten institutioneller Investoren. Die im Portfolio befindlichen Unternehmen werden überwacht. Durch ein langfristig angelegtes „relationship investing“ wird versucht, Veränderungen im Sinne der Anteilseigner herbeizuführen. Der Verkauf von sehr großen Aktienpositionen durch Investment- und Pensionsfonds kann durch illiquide Sekundärmärkte oder durch das Nachstellen (Tracking) eines Indexes von vornherein verhindert sein.

Die Investment- und Pensionsfonds treten bei Verfolgung einer Voice-Strategie häufig im Rahmen von Investor Relations direkt mit den Unternehmen in Kontakt. Die mit Abstand höchste Frequenz von Kontakten weist die Gruppe der Finanzanalysten auf. Die Analysten werden in die sogenannten „Sell Side-“ und „Buy Side-“Analysten unterschieden. Mitarbeiter von Brokerhäusern und Investmentbanken gelten als Sell Side-Analysten. Analysten institutioneller Investoren, wie z. B. einer Versicherung, Kapitalanlagegesellschaft oder Börsenabteilung einer Geschäftsbank, sind Buy Side-Analysten. Bei der Erstellung von Expertisen findet ein reger Austausch der Analysten mit den Unternehmen statt. Die Finanzanalysten sind überwiegend für die Abgabe von Kauf-, Halte- bzw. Verkaufsempfehlungen für die von ihnen analysierten Aktienwerte verantwortlich. Wir konnten empirisch belegen, dass der Einfluss solcher Empfehlungen auf die Entwicklung der Aktienkurse zumindest für den Bereich der Verkaufsempfehlungen im deutschen Markt signifikant ist.¹⁹ Dies bedeutet, dass die Empfehlungen der Analysten z. T. erhebliche Auswirkungen auf die Finanzierungskosten der Unternehmen besitzen. Durch Pflege guter Investor Relations lassen die Unternehmen dieser Zielgruppe deshalb aktuelle und bewertungsrelevante Informationen

¹⁹ Vgl. GERKE/OERKE (1998).

zukommen. Aus Sicht der institutionellen Investoren besitzen die persönlichen Gespräche mit den Mitgliedern des Vorstands das größte Einflusspotenzial.²⁰ Die mittlerweile weltweit geltenden Regeln zur Verhinderung von Insiderhandel erschweren zwar die Verbreitung von bewertungsrelevanten Informationen in diesen One-on-Ones. Vor dem Hintergrund der Free-Riding-Problematik einer aktiven Corporate Governance erlangen viele institutionellen Investoren in diesen persönlichen Gesprächen dennoch ökonomische Informationsvorteile. So können sie noch im Rahmen des legalen Bereichs durch Vorstände detailliertere Interpretationen einer der Bereichsöffentlichkeit bekannt gegebenen Ad-hoc Meldung erhalten. Außerdem gewinnen sie in den One-on-Ones einen besseren Eindruck über die Kompetenzen und Fähigkeiten des Managements.

Die SEC hat angesichts der Bedeutung der persönlichen Gespräche und Analystenkonferenzen neue Regeln, die sogenannte „Regulation Fair Disclosure“, durchgesetzt, die aus Sicht der fairen Behandlung aller Anlegergruppen eigentlich eine Selbstverständlichkeit sein müssten. Der amerikanische Kapitalmarkt kann in dieser Hinsicht der deutschen Praxis folgen.²¹ Die weit verbreitete Praxis, den Wertpapieranalysten der führenden Brokerhäuser wichtige Nachrichten bereits vorab exklusiv zu übermitteln, steht in Deutschland unter Strafe. Zur Lösung des Problems der fairen Informationsverbreitung bietet sich das Internet an. Durch Übertragung der Analystenkonferenzen im Internet kann auf kostengünstige Weise sichergestellt werden, dass zeitgleich mit den Analysten die Bereichsöffentlichkeit informiert und somit die Chancengleichheit aller Anleger gewährleistet wird. Damit wird die Erzielung von Informationsvorsprüngen der institutionellen Anleger immer schwieriger. Dies verringert den Anreiz zur aktiven Auseinandersetzung mit den Unternehmen. Investment- und Pensionsfonds werden deshalb in Zukunft nur geringen direkten Einfluss (direct voice) auf Unternehmen ausüben, da in technisch effizienten Märkten den Kosten der Einflussnahme kein ausreichender individueller Return gegenübersteht.

Bei einer direkten Einflussnahme auf das Management fallen positive Effekte aus Shareholder Activism allen Shareholdern zu, während die damit verbundenen Kosten allein vom aktiven Shareholder zu tragen sind. Der hohe Wettbewerbsdruck zwischen den institutionellen Investoren und der hohe Grad an Transparenz lädt geradezu zum Free Riding auf die Anstrengungen anderer ein. Institutionelle Investoren werden zukünftig immer weniger in der Lage sein, zusätzliche Erträge aus Shareholder Activism wenigstens zum Teil zu privatisieren.

²⁰ Vgl. STEIGER (2000) für Deutschland.

²¹ „The all-too-common practice of selectively disseminating material information is a disservice to investors and undermines the fundamental principle of fairness“ (Arthur Levitt, Präsident der SEC).

Die Investmentbranche zieht bereits heute die Konsequenz aus der öffentlichen Gut-Problematik einer direkten Einflussnahme. Die Formulierung von Codes-of-Best-Practice ist ein Mittel zur Ausübung *indirekter* Kontrolle (indirect voice). Solche Codes stellen öffentliche Güter dar, da niemand daran gehindert werden kann, seine Investmentpolitik an ihnen auszurichten.²² Informationsökonomisch sind Codes eine einfache und transparente Benchmark für alle Investoren zur Sicherung einer Mindestqualität. Aus Sicht der Investoren können sie als Self Selection-Strategie interpretiert werden, die die Qualität der zu finanzierenden Unternehmen offenbart. Unternehmen, die die Regeln des Codes nicht akzeptieren oder gegen sie verstoßen, werden durch steigende Kapitalbeschaffungskosten „bestraft“. Von daher sind solche Codes ein relativ effizientes Mittel, um indirekten Einfluss auf kapitalsuchende Unternehmen zu nehmen. Es ist daher zu erwarten, dass Investment- und Pensionsfonds in Zukunft verstärkt indirekten Einfluss (indirect voice) über externe Standards (bspw. Codes of Best Practice) auf die kapitalsuchenden Unternehmen ausüben werden.

Gegen eine direkte Einflussnahme durch Investment- und Pensionsfonds spricht zudem, dass auf Grund fehlender Spezialisierung von Portfoliomanagern keine konkreten Vorschläge für operative oder strategische Entscheidungen zu erwarten sind. Die Produktion solcher Informationen ist mangels Spezialwissen zu teuer. Von daher beschränkt sich die Einflussnahme in der Regel auf einen Plausibilitätscheck im Hinblick auf Shareholder Value-Ziele und den Vergleich zur Peer Group. Hierbei ist zu beachten, dass die Einhaltung externer Standards schon hinreichend für die Plausibilität von Maßnahmen sein kann. In Deutschland findet man hingegen immer wieder eine solche direkte Einflussnahme durch Grossbanken. Sie nehmen direkten Einfluss, indem bspw. Manager zur Bewältigung von Krisen in finanzierten Unternehmen installiert werden. So hat bspw. die Deutsche Bank als Großaktionär der Philipp Holzmann AG den Vorstandsvorsitz besetzt. Der Misserfolg der Einflussnahme der Deutschen Bank bei der Metallgesellschaft und Holzmann ist ein Indiz dafür, dass sich selbst bei Großbeteiligungen die ein Vielfaches der Beteiligungen von Pensionsfonds ausmachen, eine aktive Einflussnahme auf das Management keine besseren Ergebnisse bewirkt.

²² Sogar supranationale Institutionen beteiligen sich an der Ausarbeitung von solchen Codes. So hat bspw. die OECD in 1999 ein Dokument veröffentlicht, welches Prinzipien für eine „gute“ Corporate Governance benennt. Vgl. OECD (1999). Diese Prinzipien können institutionellen Investoren wiederum als Leitlinie für Investitionsentscheidungen dienen.

4.3 Auswirkungen zunehmender Transparenz auf Investment- und Pensionsfonds

Bewertungsrelevante Informationen sind in den Finanzmärkten zu ständig niedrigeren Kosten verfügbar. Die Gründe dafür liegen in strengeren gesetzlichen Anlegerschutzbestimmungen wie der sogenannten Ad-hoc-Publizität und im Umdenken der Unternehmen. Im Zuge intensivierter Investor Relations-Bestrebungen versorgen die Unternehmen die Kapitalgeber aktiv und gezielt mit zeitnahen Informationen. Hinzu kommt mit dem Internet eine kostengünstige Plattform der Informationsverbreitung. Auch Analysten leisten einen großen Beitrag zur Steigerung der Transparenz. Die Schnelligkeit, mit der Kursanpassungen neuen bewertungsrelevanten Informationen folgen, erschwert großen, investierenden institutionellen Anlegern eine kurzfristige Timing-Strategie. Passive Investmentstrategien helfen institutionellen Anlegern bei zunehmender Transparenz der Kapitalmärkte Transaktionskosten einzusparen. In einem solchen Umfeld wird es für alle Anleger immer schwieriger, Informationsvorsprünge zu erlangen und mit einer aktiven Investmentstrategie gewinnbringend umzusetzen. Große Fonds bewirken außerdem bei Portfolioumschichtungen mit ihren gewichtigen Orders schnelle Kursreaktionen.

Bereits heute ist deshalb ein großer Teil des Investments institutioneller Anleger indiziert angelegt. Die Performance des verwalteten Vermögens verläuft für diesen Fall parallel zu den gewählten Indizes. Eine solche passive Investmentstrategie spart Managementressourcen und Transaktionskosten. Für einen institutionellen Anleger entfällt das Risiko, (wesentlich) schlechter als der Vergleichsindex abzuschneiden. Der Prinzipal vermeidet ein zusätzliches Agency-Risiko, da institutionelle Investoren ggf. inkompatible Ziele verfolgen. Ein möglicher Ansatz zur Lösung des Agency-Risikos liegt in der Diversifikation der Verwalter, so dass sich eventuelle mangelnde Kompetenz oder schädliche Eigeninteressen nivellieren. Allerdings verhindert eine solche Strategie auch die systematische Erzielung von Überrenditen durch besonders fähige Portfoliomanager.

Im Vergleich zu einem aktiv, von vielen unabhängigen Verwaltern gemanagten Portefeuille weist eine Indexierungsstrategie bei gleicher Renditeerwartung (nach Transaktionskosten) eine niedrigere Varianz auf. Dies wird rational handelnde Investment- und Pensionsfonds dazu bewegen, verstärkt indexorientierte Strategien anzubieten. Andernfalls laufen sie Gefahr, dass die Anleger direkt in Indexzertifikate abwandern.

Bisher haben Investment- und Pensionsfonds durch One-on-Ones noch den ökonomischen Vorteil einer zeitnahen Interpretation öffentlich verfügbarer Informationen. Wie bereits weiter oben

ausgeführt, drängt insbesondere die SEC darauf, aus Fairnessgründen persönliche Investorengespräche entweder zu verbieten oder der Bereichsöffentlichkeit zugänglich zu machen. Eine entsprechende Regel hat sie inzwischen erlassen.

Ohne einen direkten ökonomischen Vorteil gibt es allerdings aus Sicht der Investment- und Pensionsfonds keinen überzeugenden Grund, eine aktive Strategie, sei es über Portfolioumschichtungen oder über eine direkte Einflussnahme, zu verfolgen. Ein institutioneller Investor kann weder auf Produktebene (z.B. durch besondere Konditionen im Ein- oder Verkauf) noch durch eigenständige Restrukturierung (z.B. vollständige Übernahme und Zerschlagung) Extraerlöse erzielen. Als Kompensation eventueller Anstrengungen aus direkter Einflussnahme verbleibt wegen der Notwendigkeit zur Gleichbehandlung aller Aktionäre einzig die Gewährung eines Informationsvorsprunges. Dies ist allerdings nahezu weltweit durch Insidergesetze verboten. Eine aktive Strategie ist immer mit Kosten verbunden, die den totalen Ertrag reduziert und damit die Marktchancen im Vergleich zur gewählten Benchmark und zu den Wettbewerbern beeinträchtigt. Die prognostizierte zunehmende Markttransparenz wird daher die Margen im Asset Management nachhaltig absenken und den Anteil der indizierten Vermögensteile bei Investment- und Pensionsfonds weiter ansteigen lassen.

4.4 Angleichung der internationalen Rahmenbedingungen auf Druck von Investment- und Pensionsfonds

Im Zuge der Globalisierung und fortschreitender Konvergenz der Kapitalmärkte verändern sich die angelsächsischen und kontinentaleuropäischen Systeme der Unternehmensfinanzierung und Unternehmenskontrolle nur langsam. Lediglich die Steigerung des Shareholder Value wird zwischenzeitlich als gemeinsames Unternehmensziel verfolgt.

Eine der wichtigsten Bestimmungsgrößen der international beobachtbaren Corporate-Governance-Systeme ist die Struktur der jeweiligen nationalen Unternehmensfinanzierung. Durch die unterschiedlichen Finanzierungsanteile von Eigen- und Fremdkapital ergeben sich bedeutende Implikationen für die Unternehmenskontrolle, die entweder stärker von den Eigenkapital- oder von den Fremdkapitalgebern durchgeführt wird.²³ Darüber hinaus ergeben sich nationale Spezifika hinsichtlich der Allokationsverfahren, mit Hilfe derer den Unternehmen typischerweise Eigen- und Fremdkapital zugeführt wird.

²³ Wobei aufgrund der unterschiedlichen Rechte die Fremdkapitalgeber auf Defizite in der Unternehmenskontrolle überwiegend nur reagieren, die Eigenkapitalgeber aber vielmehr agieren können.

Das angelsächsische Finanzsystem ist stärker marktorientiert, während das kontinentaleuropäische bankorientiert ist. In bankorientierten Systemen besitzen Kreditinstitute eine zentrale Bedeutung bei der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle. Die Vertragskonditionen werden jeweils individuell und bilateral zwischen dem Kreditnehmer und dem Finanzinstitut ausgehandelt. Die Kreditinstitute üben häufig gleichzeitig als Eigenkapitalgeber in einer Doppelfunktion Corporate Governance aus. Die marktorientierten Systeme hingegen pflegen traditionell die Kapitalmarktfinanzierung zu den vom Kapitalgeber vorgegebenen Kontraktsspezifikationen, Kreditinstitute spielen hinsichtlich der klassischen langfristigen Fremdkapitalfinanzierung eine nur untergeordnete Rolle. Während Deutschland in der Vergangenheit als Beispiel für ein bankorientiertes System galt und die USA als Beispiel für ein marktorientiertes, nähert sich Deutschland zunehmend dem marktorientierten System an.

Angesichts der zahlreichen Unterschiede in den beiden grundlegenden Systemen der Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance steht die Frage nach einer möglichen Konvergenz bzw. Überlegenheit der Systeme im Mittelpunkt der Diskussion.²⁴ Zum einen kann die Globalisierung der Produkt- und Kapitalmärkte eine Konvergenz der Systeme induzieren. Die Internationalisierung der institutionellen Investoren sorgt dafür, dass nationale Standards einer effizienten Corporate Governance in Form von privatrechtlich erarbeiteten Codes of Best Practice in nationales Recht umgesetzt werden, wie z. B. mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) in Deutschland im Mai 1998. Ebenso führen die Bemühungen um eine gegenseitige Akzeptanz der beiden weltweit am meisten akzeptierten Rechnungslegungsvorschriften, US-GAAP und IAS zur zunehmenden Angleichung der Marktstandards im Bereich der Transparenz der bilanziellen Unternehmensperformance. Eine weitere Triebfeder zur Konvergenz der Systeme kann in der angestrebten Umsetzung von takeover-Regelungen in der 13. EU-Richtlinie gesehen werden, bei der die wesentlichen Punkte des Londoner takeover codes übernommen werden sollen. Alle diese Entwicklungen stellen ein weiteres Indiz zur Annäherung an die Vorstellungen eines vollkommenen und integrierten globalen Kapitalmarktes dar.

Die meisten hochentwickelten Staaten installieren bereits die Elemente einer effizienten Corporate Governance. Dabei erfährt die Rolle von Großanlegern und der gesetzliche Schutz von Minderheitsaktionären eine unterschiedliche Akzentuierung. Eine eindeutige Überlegenheit eines bestimmten Systems ist nicht erkennbar. Die Systemvergleiche sind aufgrund der unterschiedlichen Rahmenbedingungen, wie dem politischen System und der historischen Entwicklung des Gesellschaftsrechts oder der Nationen selbst, erschwert. Andererseits können die unterschiedlichen historischen Zusammenhänge ihrerseits die Systeme von

²⁴ Vgl. stellvertretend COFFEE (1998), SCHMIDT/TYRELL (1997) oder BAUMS (1996).

Unternehmensfinanzierung und -kontrolle aber auch selbst bedingen. Die Diskussion über die Adaption von Elementen eines Systems in das jeweils konkurrierende Finanz- und Kontrollsystem lebt regelmäßig dann auf, wenn sich der wirtschaftliche Erfolg zwischen beiden Systemen abwechselt.

5 Ethische Kriterien im Zusammenhang mit Investment- und Pensionsfonds

5.1 Ethisches Verhalten der Fondsmanager

Die hohe Popularität des Investmentsparens hat dazu geführt, dass sich unter den Fondsmanagern auch in Deutschland einige sogenannte „Stars“ herausgebildet haben. Auch wenn sich diese ihren Ruhm nicht nur durch ihr öffentliches Auftreten sondern auch durch ihre Anlageerfolge erworben haben, so muss man doch skeptisch hinterfragen, wie groß der Anteil an überlegener Analyse oder Glück jeweils ist. Mit einer einfachen Simulation lässt sich demonstrieren, dass es in einem Markt mit genügend Anlegern immer auch einige vom Glück begünstigte Investoren geben wird, die den Rest des Marktes mit den von ihnen erzielten Renditen weit überflügeln. Durch medienwirksame Vermarktung der eigenen Anlageerfolge lassen sich die Bürger durch die selbsternannten Anlagestars beeindrucken und in ihrem Anlageverhalten beeinflussen. So können einige „Börsengurus“ Kultcharakter erlangen, wenn ihnen das Fernsehen für ihre Anlageempfehlungen entsprechende Plattformen eröffnet. Zumeist sind es nicht die Manager großer Investmentfonds, die sich in dieser Form als „Gurus“ präsentieren. Es ist aber nicht ausgeschlossen, dass in Zukunft zunehmend auch Fondsmanager Börsensendungen und andere Börsenmedien nutzen, um auf sich und ihre Fonds aufmerksam zu machen. Hiergegen ist solange nichts einzuwenden, wie die vermittelten Botschaften in die Bereiche Information und Werbung einzuordnen sind. Problematisch wird der Einfluss von Börsengurus jedoch, wenn sie versuchen, Kurse zu beeinflussen und in Kenntnis ihres kursrelevanten Auftretens Frontrunning betreiben. In Deutschland sind Kursmanipulation und Insidergeschäfte strafbar und werden seit Verabschiedung des zweiten und dritten Finanzmarktförderungsgesetzes auch verfolgt. Aus Sicht der Anleger ist der Schutz vor betrügerischen Machenschaften im Börsenhandel aber noch nicht ausreichend. Föderalistische Überwachungsstrukturen und die nicht optimal funktionierende Zusammenarbeit zwischen den nationalen und europäischen Aufsichtsbehörden lassen immer noch viel zu viel Raum für Kursmanipulation und Insiderhandel. Es wird deshalb dringend empfohlen, in Deutschland die Aufsicht über das Handelsgeschehen zu zentralisieren und personell zu verstärken.

Damit Fondsmanager gar nicht erst in Konflikte geraten zwischen eigenen Investments und den Investments für ihre Fonds bzw. für ihre Anleger, sollten sie verpflichtet werden, im Bereich ihrer eigenen Investitionstätigkeiten keine Eigeninvestments vorzunehmen. Ihnen bleiben zu Beteiligung am Produktivvermögen genügend andere Investitionsmöglichkeiten, z. B. auch über Investmentfonds. Außerdem ist nichts dagegen einzuwenden, dass Fondsmanager in einem begrenzten Umfang am eigenen Fonds beteiligt sind. Um auch nach außen hin zu demonstrieren,

dass Fondsmanager und Analysten den Interessenkonflikten zwischen eigenen Geldanlagen und den Geldanlagen für das Fondsvermögen nicht ausgesetzt sind, wurde die Abfassung eines Ehrenkodex empfohlen. Die Unterzeichner dieses Ehrenkodex demonstrieren nach außen, dass sie bereit sind, in ihrer Geldanlage bestimmte ethische Mindestnormen einzuhalten. Die Einhaltung dieser Normen müsste aber von außenstehenden Dritten kontrolliert werden, um glaubwürdig zu erscheinen. Zur Kursrelevanz von Analystenmeinungen sowie zur Abfassung eines Ehrenkodex bestehen detaillierte Ausarbeitungen und Vorschläge.²⁵

5.2 Institutionenethik versus Individualethik

5.2.1 Abhängigkeit ethischer Normen vom Zeitgeist

Der verschärfte Wettbewerb zwischen den Fondsgesellschaften und Fondsmanagern und das gestiegene Interesse der Öffentlichkeit am Investmentsparen haben die Transparenz für die Anleger erheblich verbessert. Dennoch werden sich Anleger auf den Standpunkt stellen, dass Wettbewerb und Transparenz kein befriedigendes Regulativ gegenüber der gestiegenen Kapitalmarktmacht der institutionellen Investoren darstellen. Dies gilt insbesondere für all diejenigen Investoren und Bürger, die sich nicht nur für die Performance der Investmentfonds interessieren. Im Vordergrund der öffentlichen Analyse der Investmentfonds steht der ökonomische Performancevergleich. Das Hauptaugenmerk wird auf die absolut und relativ erzielte Rendite gelegt. Weiterentwickelte Ratingverfahren betrachten beim Performancevergleich sinnvollerweise risikoadjustierte Renditegrößen. Kein Interesse findet bei diesen Vergleichen die Politik der Investmentfonds und die ethische Bewertung des Verhaltens der Fondsmanager. Im Vordergrund stehen Risiko und Rendite und nicht die Fragen nach der Umweltverträglichkeit, der Ausbeutung von Arbeitnehmern oder der Schädigung von Dritte-Welt-Ländern bei den Investments. Angesichts der großen Kapitalvolumina bei den Investmentfonds und angesichts der starken Marktbeeinflussung durch die Fondsmanager kann man sich die Frage stellen, ob die Fondsmanager beim Streben nach Rendite ein Investitionsverhalten aufweisen, das ethischen Grundregeln einer Gesellschaft widerspricht. Die Beantwortung dieser Frage, insbesondere im Zusammenhang mit der Überlegung, ob man Fondsmanagern strenger ethisch geprägte

²⁵ Vgl. hierzu GERKE (2000).

Verhaltensregeln vorgeben müsste, erweist sich schwieriger als die Frage nach einem fairen Performancevergleich zwischen den Fondsmanagern im Bezug auf ihre risikoadjustierte Rendite.

In Zukunft werden die Investmentfonds und insbesondere die Pensionsfonds so groß werden, dass die Gesellschaft es nicht zulassen kann, dass Fondsmanager gegen Interessen des Gemeinwohls verstoßen. Für das Management von Investmentfonds beginnt die Schwierigkeit bei der an ethischen Normen nicht ausgerichteten Portfoliogestaltung jedoch bereits mit der Frage, was die Interessen des Gemeinwohls konkret sind. Renditerisikogrößen lassen sich definieren und messen, Ethik hingegen ist ein mathematisch schwer fixierbarer Begriff, der extrem stark vom Zeitgeist abhängt. In der Vergangenheit sind unter den Begriffen christlicher Moral sowie nationaler Größe gesellschaftliche Ziele den Bürgern vorgegeben worden, die im Kontext des heutigen Zeitgeistes als zutiefst unmoralisch empfunden werden. Trotz dieser schlechten Erfahrungen, die mit moralischen Zwängen in der Vergangenheit gemacht wurden, kommt man nicht umhin, auch heute von der aktuellen Moral geprägte Normen den Bürgern und Finanzinstitutionen vorzugeben. Dabei muss man sich bewusst bleiben, dass sich die gesellschaftliche Moral nicht nur im Zeitverlauf stark verändert, sondern dass auch zwischen den verschiedenen Individuen sehr unterschiedliche, z. T. von verschiedenen religiösen Auffassungen und Philosophien geprägte Moralvorstellungen bestehen.

5.2.2 Erste Ebene der Institutionenethik

Eine Gesellschaft, die aufgrund der unvermeidbaren Heterogenität der Moralvorstellungen ihrer Bürger auf die Fixierung ethischer Normen verzichten würde, landet zwangsweise im Chaos. In Bezug auf das ethische Management von Investmentfonds tritt das besondere Problem auf, dass drei sehr unterschiedliche Ebenen ethischen Verhaltens zu betrachten sind. Die erste und oberste Ebene betrifft die allgemeine ethische Norm des wirtschaftlichen Handelns. Diese Ebene wird in der Literatur zumeist als Institutionenethik gekennzeichnet. Der Geltungsbereich dieser institutionenethischen Normen ist außerordentlich groß. So umfasst er z. B. die Definition strafrechtlicher Tatbestände ebenso wie die Normierung von Produktqualitäten und das Verbot z. B. von Insiderhandelsgeschäften und Kursmanipulation im Finanzmarktbereich.

Während die oberste Ebene ethischer Normen sich in ihrer Ausgestaltung zwar hoher Umstrittenheit ausgesetzt sieht, ist sie in ihrer für das Gemeinwohl allgemein gegebenen Unverzichtbarkeit weitgehend akzeptiert. Dies gilt nicht mehr im gleichen Maße für die zweite Ebene speziell auf Investmentfonds bezogener, ethischer Normen.

5.2.3 Zweite Ebene der Institutionenethik

Die Lex specialis Ebene der Ethiknormen für Fondsmanager ist letztlich der Institutionenethik zuzuordnen. Indem im Kreditwesengesetz und speziell im Investmentrecht der Handlungsspielraum von Kapitalanlagegesellschaften definiert wird, werden den Fondsmanagern gesellschaftlich begründete Handlungsspielräume abgesteckt. Die Normen des KAGG sind durchaus auch von ethischen Wertvorstellungen geprägt. Diese beziehen sich jedoch insbesondere auf die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und auf den Schutz der unerfahrenen und mit weniger Marktmacht ausgestatteten Kapitalmarktteilnehmer. Als Beispiele sind hier u.a. die Vorschriften zur Risikostreuung, zur treuhänderischen Verwaltung der Fondsmittel, zur Depotbank und zur Bankenaufsicht anzuführen.

Die Normen des Investmentrechtes sind zu einem Großteil aus den Erfahrungen der Kapitalmarktgeschichte mit unseriösen Fondsmanagern entstanden. Sieht man einmal von dem generellen Grundsatz der Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ab, so dienen die Normen des Investmentrechts primär dem Vermögensschutz der Investmentsparer. Allgemeine ethische Normen, die z. B. die Verwerflichkeit von Kinderarbeit oder von Waffenexporten zum Thema haben, finden im Investmentrecht keinen Niederschlag. Der Gesetzgeber ist mit guten Argumenten in Bezug auf Übersichtlichkeit und allgemeinen Akzeptanz davon ausgegangen, dass derartige ethische Normen auf einer generelleren Ebene vorgegeben werden müssen. Angesichts der zunehmenden Kapitalmarktmacht institutioneller Investoren stellt sich dennoch die berechtigte Frage, ob sich die Fondsmanager beim Streben nach optimaler Performance und damit auch höchstem persönlichem Einkommen nicht bewusst im Grenzbereich des gerade noch Zulässigen bewegen.²⁶ Problematisch kann dieses moralische Verhalten am Rande einer Grauzone sein, wenn im Rahmen der Globalisierung der Kapitalmärkte nationale ethische Normen durch Investitionen in Unternehmen anderer Länder unterlaufen werden, die über ein anderes Normensystem verfügen. Ein multikulturelles Fondsmanagerteam und globale Investments können nationale Moralvorstellungen nachhaltig unterlaufen.²⁷ Wird beispielsweise im Rahmen der Institutionenethik das Betreiben von Kernkraftwerken aufgrund umweltgefährdender Bedenken verboten, so kann es im Widerspruch zur deutschen Gesellschaft stehen, wenn Fondsmanager in Kernkraftprojekte in Tschechien, Frankreich oder Russland investieren.

²⁶ Vgl. LEISINGER (1997), S. 21-32.

²⁷ Vgl. WIELAND (1999), S. 11-28.

Die Liste der Beispiele für Konflikte zwischen dem Streben der Fondsmanager nach Shareholder-Value-Maximierung und dem Unterlaufen nationaler Ethiknormen bei internationalen Investments lässt sich erheblich erweitern. Beispielsweise wird in Deutschland die Kinderarbeit nicht nur moralisch abgelehnt, sondern auch durch strenge Gesetze verboten. Im Gegensatz hierzu findet Kinderarbeit in einigen asiatischen, südamerikanischen und afrikanischen Kulturen angesichts völlig anderer Lebensumstände eine abweichende moralische Bewertung. Kinderarbeit wird dabei teilweise auch unter besonders menschenunwürdigen Arbeitsbedingungen als billiger Produktionsfaktor eingesetzt. Generell ist zu beobachten, dass in Entwicklungsländern die Arbeitsbedingungen in Bezug auf Arbeitszeit und Arbeitsschutzvorrichtungen wesentlich schlechter ausgeprägt sind als in den großen Industrienationen. Hat ein Fondsmanager in Unternehmen investiert, und dies können auch Unternehmen des heimischen Marktes sein, die in diesen Ländern produzieren, so unterläuft er hiermit indirekt die ethischen Standards seines Heimatlandes. Würde er andererseits auf diese Investments verzichten, so könnte die unbeabsichtigte Konsequenz eine noch stärkere Verarmung der Dritte-Welt-Länder sein.

Die internationale Verflechtung der Güter- und Kapitalmärkte stellt primär ein Problem für die oberste Stufe der Institutionenethik dar. Eine befriedigende Lösung dieses ethischen Problems lässt sich am ehesten im Rahmen einer sehr starken und mit weitreichenden Kompetenzen ausgestatteten UNO vorstellen. Eine derartige Ethikweltbehörde ist in naher Zukunft aber kaum zu erwarten. Bereits bei der Durchsetzung ganz grundlegender Menschenrechte erweist sich die UNO immer noch als viel zu hilflos. Angesichts dieses Dilemmas könnte man in Betracht ziehen, für die Investmentfonds im Gesetz über die Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) restriktive Anlagevorschriften zu erlassen, die für alle weltweiten Investments die national definierten Ethiknormen verbindend erklären. Ein derartiges Vorgehen würde die deutschen Investmentfonds aber erheblich benachteiligen. Zahlreiche rentable Investments würden ihnen verwehrt bleiben und bei der Kontrolle der Unternehmen, in die sie investieren, würden sehr hohe Überwachungskosten bei den Fonds und bei den Aufsichtsbehörden entstehen. Die Gesellschaft kann folglich ihr Unvermögen zum weltweiten Durchsetzen ihrer ethischen Standards nicht den nationalen Investmentgesellschaften durch hohe Auflagen anlasten. Andererseits wird dabei offenkundig, dass das mit der Globalisierung der Weltwirtschaft verbundene System des Aushöhlens hoher ethischer Normen durch Niedrigstandards bei Billiganbietern bestehen bleibt und auf multinationaler Ebene einer befriedigenden Lösung zugeführt werden muss.

In Bezug auf eine möglichst gute ökonomische Performance mag der Markt besonders effizient funktionieren. Hoher Wettbewerb garantiert aber keinesfalls moralisches Marktverhalten. Insofern legen es gesellschaftliche Wertvorstellungen und insbesondere auch abendländische Moralbegriffe nahe, das Marktgeschehen in Rahmenbedingungen einzupassen, die den ständigen Konflikt zwischen Markt und Moral berücksichtigen. Es ist eine Herausforderung an die Politik, die ethischen Restriktionen in der Marktwirtschaft so zu gestalten, dass einerseits die Würde des

Menschen nicht verletzt wird, Ressourcen geschont werden und Freiheit und Toleranz sich entfalten, während andererseits möglichst wenig von der Effizienz marktwirtschaftlicher Systeme verloren geht. Einen Ansatz zur Lösung dieses Interessenkonfliktes im Sinne eines europäischen Weges bietet die Theorie des „Repowerment“.²⁸ Für die Frage nach dem ethischen Verhalten von Investmentfonds braucht an dieser Stelle auf die Grundgedanken des Repowerment nicht näher eingegangen werden, da sich das System des Repowerment insbesondere auf die oberste Ebene der Institutionenethik bezieht.

5.2.4 Individualethik

Neben der in der Institutionenethik zum Ausdruck kommenden gesellschaftlichen Moral gibt es auf der dritten Ethikebene die individuelle Ethik. Menschen werden von sehr unterschiedlichen religiösen, kulturellen und philosophischen Strömungen geprägt. Selbst innerhalb einer Religionsgemeinschaft oder innerhalb der Bevölkerung eines Landes herrschen sehr unterschiedliche individuelle Moralvorstellungen. So wird es Fondsmanager geben, denen die ethischen Normen der vorgegebenen Rahmenbedingungen zu lasch formuliert sind, und die deshalb in ihre Anlagepolitik weitergehende moralisch bedingte Restriktionen einbauen möchten, während sich andere Fondsmanager durch die vorgegebenen moralischen Normen in ihrer Anlagepolitik stark eingeengt fühlen. Ähnliche Heterogenität besteht auf Seiten der Anteilhaber von Investmentfonds. Für sie ist es dabei noch schwerer als für die Fondsmanager zu durchschauen, welchen ethischen Ansprüchen einzelne Unternehmen gerecht werden. Konzentriert man sich auf die in einem demokratischen System entwickelten ethischen Normen der Gesellschaft, so ist im Optimalfall davon auszugehen, dass sich der einzelne Fondsmanager, solange er innerhalb der ihm vorgegebenen rechtlichen Rahmenbedingungen handelt, automatisch moralisch verhält. Die demokratisch entwickelten Regeln des allgemeinen Rechts und die speziellen Regeln des Kreditwesengesetzes und des Gesetzes über die Kapitalanlagegesellschaften entbinden ihn dann eigener ethischer Überlegungen bei der Portfeuillezusammenstellung. Die Institutionalisierung der Ethik stabilisiert eine Gesellschaft und entlastet im speziellen die Fondsmanager.²⁹ Sie macht die Fondsmanager außerdem leichter berechenbar, wird aber niemals den Wünschen aller Bürger oder Anteilhaber von Pension Funds gerecht.

²⁸ Vgl. GERKE (2001).

²⁹ Vgl. GERECKE (1998), S. 351 – 356.

Es ist nicht einsichtig, weshalb die Gesellschaft an das ethische Verhalten von Fondsmanagern höhere Ansprüche stellen sollte als an das Verhalten der Unternehmen, an denen sich die Fonds beteiligen. Hält die Gesellschaft bestimmte Produkte wie z. B. Strom aus Kernenergie oder den Export von Waffen für nicht wünschenswert, so muss sie ihre politischen Vorstellungen über generelle Restriktionen und nicht über spezielle Verhaltensvorschriften für Fondsmanager verwirklichen. Bei jeder anderen Vorgehensweise würden Fondsmanager diskutieren und Anlagen in Investmentfonds gegenüber den bei der Direktanlage in Aktien benachteiligt. Der gesellschaftliche Moralkonsens ist aber immer nur der Konsens der politischen Mehrheit. Für Fondsmanager wie für Anleger kann es unbefriedigend sein, sich mit ethischen Normen zufriedengeben zu müssen, die unterhalb ihres eigenen Moralverständnisses liegen. Einerseits ist es unverzichtbar, trotz der Heterogenität individueller Ethikpräferenzen, das Unterschreiten gesellschaftlich definierter Ethiknormen zu verbieten und zu bestrafen. Andererseits ist es aber wünschenswert, Fondsmanagern und Anlegern, die weitergehende ethische Normen präferieren, ihren Präferenzen gerecht werdende Investmentfonds anbieten zu können.

5.3 Ethisches Rating der Fondsportfolios

5.3.1 Transparenzprobleme der Anleger

Für einen Anleger in Investmentfonds ist es außerordentlich schwierig, die Beteiligungspolitik der Fondsmanager zu durchschauen. Manchmal wissen selbst die Zeichner der Aktien eines einzelnen Unternehmens sehr wenig über dessen Produkte und schon gar nicht, ob dieses Unternehmen ethisch umstrittene Produktionsverfahren anwendet oder in die Waffenproduktion involviert ist. Beispielsweise wussten viele der privaten Zeichner von Infineon nach Befragungen nicht einmal, was dieses Unternehmen produziert. Investoren, die wenigstens Infineon mit der Produktion von Halbleitern in Verbindung brachten, konnten teilweise nicht schildern, wozu Halbleiter verwandt werden. Dies heißt aber, dass der private Anleger ohne die Hilfe qualifizierter Dritter nicht in der Lage sein wird, die Anlagen eines Investmentfondsmanagers nach moralischen Maßstäben zu durchschauen und zu bewerten. Erschwert wird die Problematik der Transparenz durch die Notwendigkeit der Differenzierung nach sehr verschiedenen ethischen Kriterien. So hilft es dem Anleger nicht, wenn der Manager eines Fonds pauschal als besonders ethisch klassifiziert wird. Ein an Pornographie interessierter Kettenraucher mag Pazifist und engagierter Tierschützer sein. Ihn wird es wenig stören, wenn sein Fondsmanager die Aktien von Philip Morris im Portefeuille

hält; er wird aber keinen Fonds erwerben wollen, der sich an Kosmetikfirmen beteiligt, die ihre Produkte in umfangreichen Tierversuchen testen oder an Rüstungskonzernen, die Waffen in Krisengebiete exportieren.

Es ist heute nicht bekannt, inwieweit die Anleger zukünftig ihre Investments von ethischen Gesichtspunkten abhängig machen werden. Wenn ethische Investments mit finanziellen Opfern verbunden sind, kann es sich schnell erweisen, dass zwischen geäußerten Präferenzen und tatsächlich getätigten Investments eine große Lücke klafft. Beispielsweise können die Bürger schon heute Strom beziehen, der umweltfreundlich produziert wird, wenn sie hierfür höhere Strompreise zu zahlen bereit sind. Bisher ist aber der größte Teil der Bevölkerung beim Bezug der kostengünstigeren, „schmutzigen“ Energie verblieben. Über die tatsächlichen Anlegerpräferenzen und das tatsächliche Anlegerverhalten lässt sich erst etwas aussagen, wenn den Anlegern ausreichende Transparenz über die Form der Aktivitäten der Unternehmen gegeben wird, in die die Fondsmanager investieren. Um diese Transparenz anzubieten, könnte man Ratingagenturen damit beauftragen, neben der risikoadjustierten Renditeperformance von Fonds auch deren Investments in Bezug auf bestimmtes ethisches Verhalten zu klassifizieren.

Für das Rating von Unternehmen im Hinblick auf ihr Umweltmanagement gibt es bereits durchaus vielversprechende Ansätze. Zu nennen ist hier insbesondere die Oekom AG, die bereits seit 1994 Umweltratings für ausgewählte börsennotierte Aktiengesellschaften erstellt. Nachfrager nach solchen Ratings sind u. a. Finanzdienstleister wie Investmentgesellschaften oder Versicherungen, die ihre Investments an den Ratings orientieren.³⁰

5.3.2 Beispiele ethischer Ratinggebiete

Ohne hier Standards für ein ethisches Rating auszuarbeiten, könnte man sich beispielhaft sechs betrachtete Gruppen für die Charakterisierung von Investments aus ethischer Sicht vorstellen:

- Eine Gruppe könnte dann die Beiträge eines Unternehmens zur Gesundheit erfassen. Hier würde u.a. hinterfragt, inwieweit ein Unternehmen Tabak produziert oder vertreibt, mit Pestiziden arbeitet, Genmanipulation betreibt usw.

³⁰ Vgl. <http://www.oekom.de>

- Eine zweite Beispielgruppe könnte allgemeine moralische Standards beinhalten, die z. B. Ausbildungsleistungen hinterfragen, Gewaltverherrlichung untersuchen, die Produktion von Pornographie erfassen und Glücksspiele berücksichtigen.
- Eine dritte Gruppe könnte Friedensaktivitäten untersuchen. Hier würde hinterfragt, ob ein Unternehmen in die Produktion von Waffen involviert ist, inwieweit Sanktionen der UNO unterlaufen werden, ob in Länder investiert wird, in denen gegen die Menschenrechte verstoßen wird.
- Als vierte Beispielgruppe ließen sich Umweltaktivitäten berücksichtigen. Hier würde hinterfragt, inwieweit die Gewässer, der Boden und die Luft verunreinigt werden, ob tropische Wälder abgeholzt werden, ob die Ozonschicht angegriffen wird oder ob Umwelt und Menschen durch störanfällige Atomkraftwerke gefährdet werden.
- Als fünfte Beispielgruppe könnten die Arbeitsbedingungen in einem Unternehmen untersucht werden. Angesprochen sind hier u.a. gesundheitsgefährdende Arbeitsplätze, die Mitbestimmung der Arbeitnehmer, die Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen und die Entlohnung der Arbeitnehmer.
- Schließlich ließen sich in einer weiteren, sechsten Gruppe die Beziehungen zu Dritte-Welt-Ländern zusammen fassen. Gefragt würde u.a., inwieweit Produkte der Dritten Welt faire Chancen erhalten, inwieweit Menschen und Ressourcen der Dritte-Welt-Länder ausgebeutet werden und unter welchen Arbeitsbedingungen Kinder in die Produktion einbezogen sind.

5.3.3 Positive und negative Ratingkategorien

Die beispielhaft angeführten Klassifizierungen müsste man erheblich verfeinern. Sie weisen außerdem zahlreiche Überschneidungen auf. Die detaillierter ausgearbeiteten Klassifikationen könnte man dann in sieben Ratingkategorien einteilen. Die ersten drei positiven Kategorien würden messen, inwieweit ein Unternehmen aktiv einen bestimmten Wert fördert. Die vierte Kategorie würde ausdrücken, dass ein Unternehmen sich neutral verhält, d.h., es ist weder aktiv engagiert, um beispielsweise den Umweltschutz zu verbessern, es belastet aber auch nicht nachhaltig die Umwelt. Die fünfte bis siebte Ratingkategorie misst dann, in wieweit ein Unternehmen in Konflikt mit bestimmten ethischen Werten steht.

Die einzelnen Werte sind derartig unterschiedlich, und die Präferenzen der Anleger können so heterogen ausfallen, dass es keinen Sinn macht, die verschiedenen Kategorien zu einem

Gesamturteil in Bezug auf das ethische Verhalten eines Fondsmanagers zusammen zu fassen. Beispielsweise hat die weiter oben genannte Oekom AG den Anspruch, ein Gesamturteil abzugeben. Hier findet eine Gewichtung unterschiedlicher Kategorien wie Umweltmanagement oder Umweltverträglichkeit der Produkte und Dienstleistungen statt. Die Ratingskala umfasst 12 Stufen von A+ (bestes Rating) bis D- (schlechtestes Rating). Das Problem besteht nun darin, dass aus Sicht von Investoren bestimmte negative Teilaspekte, die aus seiner Sicht zu einem Investitionsverzicht führen sollten, durch das Rating nicht offensichtlich werden. Das Rating der Oekom AG nimmt nur eine relative Bewertung von Unternehmen im Vergleich zu anderen Unternehmen vor. Es ist damit letztlich wenig hilfreich, Anlegern bei der Auswahl der „richtigen“ Investment- und Pensionsfonds, die in geratete Unternehmen investieren und selbst geratet werden, eine eindeutige Leitlinie zu geben.

Stattdessen dienen oben entwickelten Ratingkategorien einzig der Transparenz. Die Anleger sollen selber entscheiden können, inwieweit sie bereit sind, zugunsten bestimmter moralisch von ihnen präferierter Investments auf ökonomische Performance zu verzichten. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass ethische Investments, die z. B. dem Umweltschutz dienen, keine schlechtere Performance aufweisen müssen als die übrigen Investitionen. Hieraus lässt sich aber noch keine Gesetzmäßigkeit für die Zukunft ableiten, denn die Schaffung von Transparenz ist mit nicht unerheblichen Kosten verbunden, da letztlich jedes Unternehmen für seine weltweiten Investments einer Einstufung durch eine Ratingagentur bedarf. Die Suchkosten und die Kosten des Ratings muss letztendlich der ethische Anleger tragen, was seine Rendite absenken kann. Ein zweiter Kostenfaktor ist der freiwillige Verzicht auf Diversifikation, da nur ein (kleiner) Teil der potenziell möglichen Investments weltweit Berücksichtigung findet. Da insbesondere Investments in Länder mit einer niedrigen Transparenz hinsichtlich ethischem Verhalten in der Regel hohe erwartete Renditen aufweisen und unter Risikogesichtspunkten eine Absenkung des Renditerisikos erlauben, stellen sich ethische Anleger in aller Regel schlechter als unethische.

Beispielsweise könnte auch der Bundesverband der Investmentgesellschaften (BVI) das Angebot von mehr Transparenz über die Gestaltung der Portefeuilles der einzelnen Fonds selber initiieren. Außerdem könnten einzelne Fonds ein starkes Eigeninteresse daran haben, nach bestimmten ethischen Kriterien durch ein Rating einer neutralen Instanz zertifiziert zu werden. Schließlich ist es auch denkbar, dass der Staat eine Ausdehnung des Ratings von Investmentfonds auf detailliertere Kriterien der Investments unterstützt. Es ist durchaus denkbar und wünschenswert, dass Fondsmanager durch Zertifizierung ihrer Investments mehr Sensitivität für die Aktivitäten der Unternehmen entwickeln, an denen sie sich beteiligen. In Abhängigkeit vom Zeitgeist ist zu erwarten, dass sich dann die Fondsmanager noch stärker an den verschiedenen Präferenzen ihrer Anleger ausrichten. Investment- und Pensionsfonds könnten Fondsprodukte anbieten, die explizit auf die Investition in einzelne, als unethisch eingestufte Kategorien oder Kategorienbündel verzichten. Implizit kann ein Fondsmanager dann in alle Kategorien investieren, die nicht explizit

im Prospekt ausgeschlossen sind. Die Auswahl der Unternehmen kann auf Basis der Einschätzung von Ratingagenturen vorgenommen werden. Die tatsächliche Einhaltung des Versprechens durch den Fondsmanager könnte ebenfalls von einer Ratingagentur zertifiziert werden. Als Folge kann ein an einem ethischen Investment interessierter Anleger mit hoher Sicherheit davon ausgehen, dass seine persönlichen Ausschlusskriterien eingehalten werden. Gerade im Bereich der betrieblichen Altersvorsorge ist es vorstellbar, dass zukünftig Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertreter bei der Anlage der Gelder neben Rendite- und Risikogrößen auch auf die gesellschaftspolitische Bewertung der Investments achten werden.

Literaturverzeichnis

- AIMR (1997) Performance Presentation Standards Handbook, second edition, Charlottesville 1997
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT (2000), BIS Quarterly Review, November 2000
- BAUMS, T. (1996), Corporate Governance Systems in Europe – Differences and Tendencies of Convergence, in: Universität Osnabrück, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht; Discussion Paper, No. 8, 1996a
- BLACK, B.S. (1997), Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States, in: Columbia University, Discussion Paper, 1997.
- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (1998), Bericht des Arbeitskreises “Betriebliche Pensionsfonds, Bonn 1998
- CALPERS (1999) (CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM), Why Corporate Governance Today?, Sacramento 1999
- COFFEE, J.C. (1991), Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, in: Columbia Law Review, Vol. 91, No. 6, 1991, p. 1277–1368.
- COFFEE, J.C. (1998), The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, in: Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, Working Paper No. 144, 1998
- COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS (CII), Does Ownership Add Value?, A Collection of 100 Empirical Studies, Washington D.C. 1994
- DEMSETZ, H. (1968), The Cost of Transacting, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 82, S. 33-53
- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT (2000), DAI-Factbook, Frankfurt/M
- EUROPÄISCHE KOMMISSION (2000), Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und Rates über die Tätigkeit und Einrichtungen zur betrieblichen Altersversorgung, KOM(2000) 507, Brüssel
- FSA (1999), The Financial Services Authority - Information Guide, August 1999
- GERECKE, U. (1998), Soziale Ordnung in der modernen Gesellschaft, Tübingen 1998,
- GERKE, W. (2000), Missbrauch der Medien zur Aktienkursbeeinflussung, in: Lothar Rolke/Volker Wolff (Hrsg.), Finanzkommunikation, Frankfurt am Main 2000, S. 151 – 170
- GERKE, W. (2001), Repowerment und Menschenwürde – Ende der Arbeitslosigkeit, in: Wolfgang Stützel im Jahre 2000, erscheint demnächst im Verlag Siebeck

- GERKE, W./BANK, M./STEIGER, M. (2001), The Changing Role of Institutional Investors – a German Perspective, präsentiert auf einer internationalen Konferenz in Siena zum Thema „Corporate Governance and Corporate Law“, Italien, März 2000, erscheint in: Conference Proceedings (Hrsg.: E. Wymeersch)
- GERKE, W./OERKE, M. (1998), Marktbeeinflussung durch Analystenempfehlungen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 1/98, 1998, S. 187-200
- HOPT, K.J./BAUM, H. (1997), Börsenrechtsreform in Deutschland, in: Hopt, K.J./Rudolph, B./Baum, H. (Hrsg.), Börsenreform, Stuttgart, S. 287-466
- KARPOFF, J. M. (1998), The Impact of Shareholder Activism on Target Companies, A Survey of Empirical Findings, in: Working Paper, University of Washington, 1998
- LEISINGER, K.N. (1997), Unternehmensethik, globale Verantwortung und modernes Management, München 1997
- OECD (1997) Information Technology Outlook, Paris 1997 (www.oecd.org/dsti/sti/it/prod/itout-97.pdf)
- OECD (1999), OECD Principles of Corporate Governance, Paris 1999a (www.oecd.org.daf/governance)
- OECD (2000), Institutional Investors, Statistical Yearbook, Paris
- SCHMIDT, R.H./TYRELL, M. (1997), Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance, in: European Financial Management, Vol. 3, No. 3, 1997, S. 333–361
- SEC (1998), Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Release No. 34-40760, File No. S7-12-98, 12.11.98
- STEIGER, M. (2000), Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance, Baden-Baden 2000
- WIELAND, J. (1999), Die Ethik der Governments, Marburg 1999