

## Rolle und Verhalten deutscher Fonds- manager auf dem Aktienmarkt

Institutionelle Anleger nehmen auf den Aktienmärkten eine immer wichtigere Rolle ein. Die Institutionalisierung der Vermögensverwaltung stellt in Deutschland – wie auch in vielen anderen OECD-Ländern – einen deutlichen Trend dar, der sich seit Anfang des letzten Jahrzehnts noch verstärkt hat. Der vorliegende Aufsatz analysiert vor diesem Hintergrund die Rolle und das Verhalten deutscher Fondsmanager auf dem Aktienmarkt. Er basiert auf einer repräsentativen schriftlichen Befragung, an der sich die Mehrheit deutscher Aktienfondsmanager beteiligt hat. Nach den Ergebnissen orientieren sich die Fondsmanager bei ihren Entscheidungen überwiegend an unternehmensbezogenen Daten. Ihr Anlegerverhalten kann insoweit zu einer effizienteren Preisbildung an den Aktienmärkten beitragen. Andererseits sind dem Arbitrageverhalten institutioneller Anleger aber offensichtlich Grenzen gesetzt. Auch gleichgerichtetes Handeln kann zu Instabilitäten auf den Aktienmärkten führen.

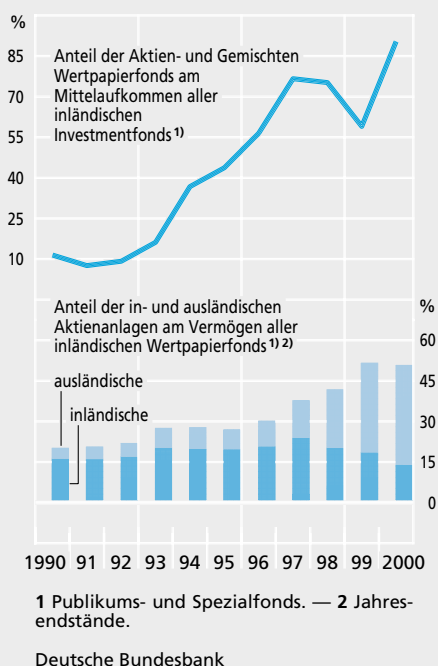
### Einleitung

---

Die institutionelle Vermögensverwaltung spielte lange Zeit in Deutschland nur eine verhältnismäßig untergeordnete Rolle. Dies ändert sich jedoch allmählich. Ende 1999 entfielen auf deutsche Kreditinstitute, Versicherungsgesellschaften und Investmentfonds, die überwiegend die Gruppe der institutionel-

*Zunehmender  
Einfluss insti-  
tutioneller  
Anleger auf  
dem Aktien-  
markt*

### Investmentfonds als Instrument zur internationalen Aktienanlage



len Anleger ausmachen, bereits 43 % des gesamten in Aktien angelegten inländischen Vermögens, verglichen mit 26 % Anfang der neunziger Jahre. Bei den Direktanlagen der privaten Haushalte in Aktien war hingegen ein Rückgang von 26 % auf 21 % zu verzeichnen. Gerade Investmentgesellschaften wiesen zwischen 1990 und 1999 ein weit überdurchschnittliches Wachstum auf. Damit ging eine allgemein stärkere Ausrichtung auf die Aktie einher. Der Anteil des in Dividendenwerten investierten Vermögens der Wertpapierfonds stieg von etwa einem Fünftel im Jahr 1990 auf über die Hälfte Ende 2000. Auf Grund der relativen Vermögenspreisänderungen zu Gunsten von Aktien mag dies zwar die zu Grunde liegende Entwicklung überzeichnen, doch unterstreicht auch das überproportional gewachsene Mittelaufkommen

der Aktien- und Gemischten Wertpapierfonds die größere Bedeutung dieser Anlageform (siehe nebenstehendes Schaubild).

Die „Institutionalisierung“ auf dem Aktienmarkt wird auf zwei Ebenen vorangetrieben: Privatanleger schalten statt einer Direktanlage vermehrt Investmentfonds ein, und institutionelle Anleger wie Banken und Versicherungen betreiben eine „Institutionalisierung im engeren Sinne“, indem sie die Anlage in Spezialfonds gegenüber der Direktanlage ausbauen. Ende 2000 hielten Kreditinstitute und Versicherungen Anteile an Spezialfonds im Wert von 81 Mrd Euro beziehungsweise 196 Mrd Euro. Zum Vergleich: Die bilanzierten Portfolioanlagen der Kreditinstitute in Aktien summierten sich auf 74 Mrd Euro, die der Versicherungen auf 33 Mrd Euro. Diese Zahlen unterstreichen den hohen Stellenwert, den Anlagen in Spezialfonds gegenüber Direktanlagen im Finanzsektor mittlerweile erreicht haben. Seit 1990 im Rahmen des ersten Finanzmarktförderungsgesetzes die Anlagemöglichkeiten in Spezialfonds erleichtert wurden, favorisieren Banken und Versicherungen – auch im Hinblick auf steuerliche und bilanzpolitische Vorteile – immer mehr dieses Instrument der Mittelanlage.

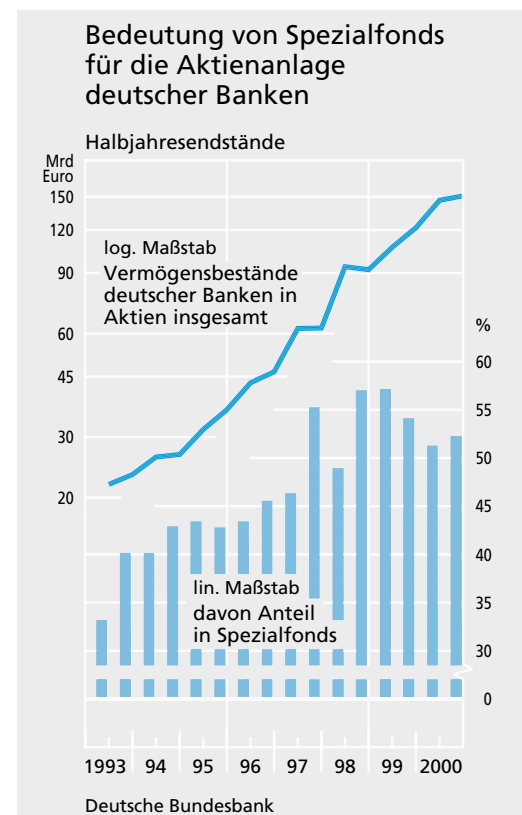
*Zwei Ebenen der Institutionalisierung*

Der ausgeprägte Trend zur Intermediation von Kapitalmarktanlagen, insbesondere von Aktienengagements, ist insofern erklärungsbedürftig, als in den letzten Jahren die Informations- und Transaktionskosten für die Direktanlage auf Grund der rasanten Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnologie sowie durch die Vernetzung und Elektronisierung von Handelsabläufen

*Vorteile von Fondsanlagen*

zum Teil drastisch gesunken sind. Offensichtlich existieren aber an den Kapitalmärkten Bedingungen, die ein professionelles Fondsmangement vorteilhaft machen. Institutionelle Vermögensverwaltung kann durch Risikominderung einen zusätzlichen Wert schaffen. Das Wertschöpfungspotenzial von Investmentfonds hat verschiedene Facetten. Einleger können durch Auslagerung der Vermögensverwaltung Mangel an Zeit, Information und Know-how kompensieren. Investmentfonds besitzen in der Regel Größenvorteile in der Analyse und im Handel von Wertpapieren. Auf dieser Grundlage können Investmentstrategien, die durch Diversifizierung unsystematische, auf einzelne Aktienwerte bezogene Risiken weitgehend neutralisieren, wesentlich günstiger konzipiert und umgesetzt werden. Die Fondsanlage eröffnet damit gerade den privaten Sparern die mittelbare Anlage in vielen Titeln aus einem breiten Anlagespektrum. Hierzu zählt auch die Erschließung von bisher nicht oder kaum zugänglichen Kapitalmärkten. Darüber hinaus ermöglicht oft erst die Bündelung von Anlagegeldern komplexe, sonst meist prohibitiv teure Absicherungsstrategien durch Derivate. Ein weiterer Vorteil der Fondsanlage liegt darin, bei Bedarf Zertifikate gegen liquide Mittel zurückzugeben, ohne bestimmte Vermögenspositionen auflösen und damit die Portfeuillestruktur selbst tangieren zu müssen. Nicht zuletzt versetzt die Bündelung von Anlagegeldern Investmentfondsmanager in die Lage, Einfluss gegenüber Aktiengesellschaften geltend zu machen.

Vermarktungsstrategien von Investmentfonds knüpfen oftmals an der Vorstellung an,



Fondsmanager besäßen überlegene Informationen, Bewertungsmodelle oder Investmenttechniken. So ist es zum Beispiel das ausdrücklich erklärte Ziel einer ganzen Fondsgattung, nämlich der Hedge-Fonds, Fehlbewertungen am Markt aufzuspüren und in Anlagestrategien mit besonders ausgeprägten Ertrags-Risiko-Profilen Gewinn bringend umzusetzen.<sup>1)</sup> Tatsächlich mögen Anleger Fondsdienstleistungen in erster Linie in Anspruch nehmen, weil sie an besondere Gewinnmöglichkeiten auf dem Aktienmarkt glauben und vermuten, Portfoliomanager könnten überdurchschnittliche Renditen erzielen, indem sie auf Grund ihrer Kapitalmarkterfahrungen und Analyseaktivitäten

<sup>1</sup> Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Hedge-Fonds und ihre Rolle auf den Finanzmärkten, Monatsbericht, März 1999, S. 31 ff.

Unter- und Überbewertungen effektiv ausnutzen. Wäre dies der Fall, würden Fondsmanager aktiv einen Beitrag für eine stärkere Verankerung von Finanzmarktpreisen mit ihren zu Grunde liegenden wirtschaftlichen Rahmendaten leisten.

Für große institutionelle Anleger wie Kreditinstitute und Versicherungen dürften skalenbedingte Risiko-Ertrags-Vorteile nicht oder nur wenig ins Gewicht fallen. Die zunehmende „Institutionalisierung im engeren Sinne“, also die Verlagerung der Vermögensverwaltung innerhalb des Finanzsektors an Spezialfonds, lässt sich hier vielmehr durch steuerliche und bilanzpolitische Vorteile erklären.<sup>2)</sup> Darüber hinaus eröffnen Spezialfonds institutionellen Anlegern wie Versicherungen größere Flexibilität bei der Portfoliogestaltung, zum Beispiel hinsichtlich der Absicherung von Vermögenspositionen durch Options- und Termingeschäfte.

Die Zwischenschaltung professioneller Vermögensverwalter kann allerdings auch zu Informationsasymmetrien führen. Daher sind Vereinbarungen über zielkompatible Anreize für das Fondsmanagement und Maßnahmen zur Produkttransparenz wie zum Beispiel Standards für die Präsentation von Anlageergebnissen notwendig, um das Anlegervertrauen zu stärken. Darüber hinaus können auch negative Größeneffekte auftreten. Eine zu starke Bündelung von Anlagegeldern, vor allem, wenn sie mit einem gleichgerichteten Verhalten der Vermögensverwalter einhergeht, könnte die Handelsgegenseite ausdünnen und somit die Markttiefe gefährden sowie zu hohen Kursschwankungen führen.

Außerdem ist nicht auszuschließen, dass institutionelle Anleger Aktien mit besonderen Merkmalen, beispielsweise Standardwerte mit einer hohen Marktkapitalisierung, vorziehen. Als Folge können dann unerwünschte Nebeneffekte für kleinere Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung oder Jungunternehmen ohne angemessenen Zugang zur Aktienmarktfinanzierung auftreten. Ein weiteres Risiko der Institutionalisierung könnte in einer möglichen Kurzfristorientierung von institutionellen Anlegern liegen.

### Professionelles Aktienfondsmanagement im Blickpunkt

Der rasche und enorme Bedeutungsgewinn institutioneller Anleger legt es nahe, auf systematische Weise Aufschlüsse über das Anlageverhalten dieser Investorengruppe zu erlangen. Im Folgenden werden hierzu einige wesentliche Merkmale in den Blickpunkt gerückt. Die aufgeführten Untersuchungsergebnisse beruhen auf einer breit angelegten, repräsentativen schriftlichen Befragung, die im Sommer 2000 durchgeführt wurde und an der sich die Mehrheit der Fondsmanager im Bereich Aktien, nämlich 278 beziehungsweise 52 %, aus nahezu allen in Frage kommenden Investmentgesellschaften mit Sitz in Deutschland (60 von 62 Gesellschaften) beteiligte. Die gesamten Anlagegelder, die von den Befragten verwaltet werden, belaufen sich auf etwa 400 Mrd Euro beziehungsweise 70 % aller Aktien- und Ge-

*Systematische Untersuchung professioneller Anlageprozesse durch schriftliche Befragung*

<sup>2</sup> So können zum Beispiel bei der Anlage in Spezialfonds Kursverluste bei einzelnen Positionen mit Kursgewinnen bei anderen aufgerechnet werden, während bei der Direktanlage für jede einzelne Position das strenge Niederstwertprinzip gilt.

mischten Wertpapierfonds zum Zeitpunkt der Umfrage. Eine genaue Analyse der Daten, einschließlich der Untersuchung von Untergruppen, zeigt ökonomisch plausible und kohärente Strukturen und Muster auf. Da den befragten Fondsmanagern Anonymität zugesagt wurde, besteht kein Anlass anzunehmen, dass diese nicht nach bestem Wissen geantwortet und ihre eigenen Einschätzungen mit eingebracht haben. Ebenfalls gibt es keine Anzeichen dafür, dass die Umfrageergebnisse durch eine Selektivität in der Teilnahme verzerrt worden wären.<sup>3)</sup>

### Die Umfrageergebnisse im Einzelnen

#### *Typisches Profil eines Aktien- fondsmanagers*

Der typische deutsche Aktienfondsmanager ist 35 Jahre alt und seit gut fünf Jahren in seinem Beruf tätig. Er verwaltet Wertpapiere im Gesamtwert von etwa 850 Mio Euro. Die Mehrheit der befragten Fondsmanager (59 %) hat ein wirtschaftswissenschaftliches Studium erfolgreich abgeschlossen, mehr als die Hälfte (54 %) eine zwei- bis dreijährige Banklehre oder eine vergleichbare Ausbildung absolviert. Ein gutes Viertel (27 %) hat sich darüber hinaus mit dem Abschluss als anerkannter Finanzanalyst zusätzlich qualifiziert. Bei der Ausübung ihres Berufs treffen nahezu 71 % der Fondsmanager ihre Entscheidungen in eigener Verantwortung, wobei sie sich jedoch nach der von der Kapitalanlagegesellschaft oder Investmentgruppe vorgeschriebenen Anlagestrategie richten; weitere 14 % treffen ihre Entscheidungen gemeinsam mit ihren Kollegen. 15 % treffen ihre Entscheidungen in der Regel vollkommen unabhängig, also ohne anlagestrategischen Vorgaben in der Kapitalanlagegesellschaft folgen zu müssen. Fondsmanager legen im Rah-

men ihres Anlagemandats den Schwerpunkt im Allgemeinen klar auf Standardwerte. Dabei bezeichnen sie ihre Investmentstrategien weniger als „wertorientiert“ als vielmehr auf Wachstum ausgerichtet.<sup>4)</sup> Ferner folgen sie eher einem so genannten Bottom-up- als einem Top-down-Ansatz; das heißt, sie tendieren eher dazu, einzelne Aktien unabhängig voneinander zu analysieren statt zunächst bestimmte Märkte und Branchen zu untersuchen und anschließend in den in Frage kommenden Segmenten einzelne Aktien zu beurteilen. Stark an Marktindizes orientiertes Anlageverhalten spielt den Angaben der Befragten zufolge eine maßgebliche Rolle.

### Markteffizienz und Anlagephilosophie

Die Frage, ob Fondsmanager einen eher aktiven oder passiven Investmentansatz verfolgen, hängt von ihrer jeweiligen Anlagephilosophie ab. Passive Investmentstrategien wie indexgebundene Anlagepolitiken dürften auf der Vorstellung basieren, dass nennenswerte Fehlbewertungen an Aktienmärkten meist nicht vorliegen.<sup>5)</sup> Unter dieser Voraus-

*Überdurchschnittliches  
Abschneiden  
erstes Anlageziel*

<sup>3</sup> Vgl. hierzu: Torsten Arnsward (2001), „Investment Behaviour of German Equity Fund Managers – An Exploratory Analysis of Survey Data“, Diskussionspapier 08/01, Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank für eine ausführliche Untersuchung und Interpretation der Umfrageergebnisse.

<sup>4</sup> Bei einem wertorientierten Investmentansatz werden Aktien mit verhältnismäßig niedriger Bewertung bevorzugt, bei einem auf Wachstum ausgerichteten Ansatz hingegen Aktien mit einem erheblichen Ertragswachstumspotenzial. Hierbei handelt es sich eher um eine praktische Unterscheidung, die sich jeweils auf eine grundlegende Bevorzugung bestimmter Risikokategorien bezieht.

<sup>5</sup> In Deutschland wurde es auf Grund von gesetzlich festgesetzten Obergrenzen für Wertpapieranlagen in einzelnen Wertpapieren erst nach In-Kraft-Treten des dritten Finanzmarktförderungsgesetzes im September 1998 möglich, Indexfonds einzuführen, die Börsenindizes wie den DAX vollständig nachbilden.

setzung besteht die Wertschöpfung, die passiv verwaltete Fonds ihren Teilhabern anbieten können, primär in der Minderung von Kursrisiken durch eine breite Streuung der Anlagen, möglicherweise auch durch Absicherungsstrategien von Portfoliositionen. Im Gegensatz dazu zielt ein aktives Fondsmanagement auf überdurchschnittliche Erträge aus Aktienanlagen, das heißt darauf, die Markttrendite zu schlagen. Somit beruht die Wertschöpfung, die aktive Fonds ihren Anlegern anbieten, auf der gezielten Ausnutzung vermuteter Informationsvorteile. Die Umfrageergebnisse bestätigen, dass deutsche Aktienfondsmanager im Allgemeinen ihre Hauptaufgabe darin sehen, überdurchschnittliche Aktienkurssteigerungen zu erreichen. Gemessen auf einer Skala von 0 („Kriterium spielt keine Rolle“) bis 5 („Kriterium spielt dominante Rolle“) haben sie diese Zielvorgabe mit durchschnittlich 4,6 bewertet. Wertschöpfung durch Diversifizierungsstrategien spielt zwar eine signifikante, aber untergeordnete Rolle. Dies gilt sowohl für die Diversifizierung als unmittelbares Anlageziel (3,3) als auch indirekt für die Nachbildung von Indizes (2,5). Dividenden oder sonstige strategische Überlegungen, zum Beispiel Steuer- oder Bilanzvorteile, sind für Fondsmanager in der Regel weitgehend nebensächlich (1,1 bzw. 0,5).

*Große Einigkeit  
über Anlage-  
chancen am  
Aktienmarkt*

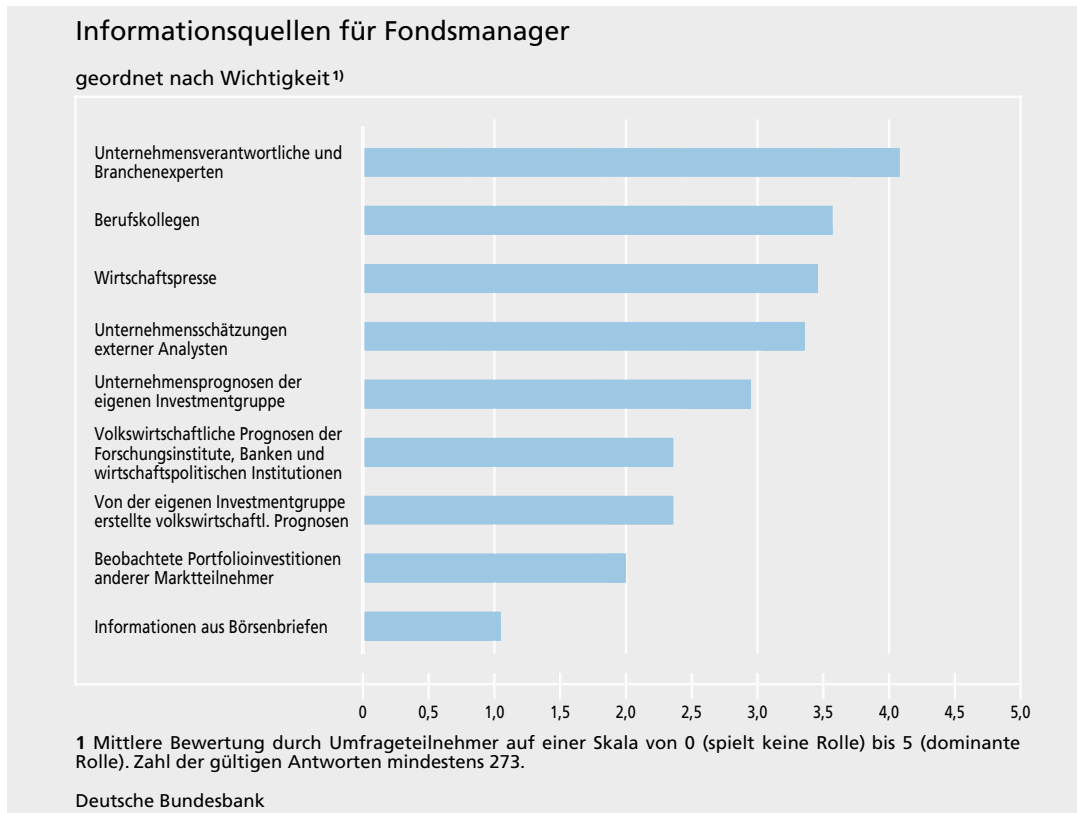
Im Hinblick auf die „Natur“ der Aktienmärkte besteht praktisch bei allen Fondsmanagern (92 %) Einigkeit über eine mangelnde Informationseffizienz. Eine deutliche Mehrheit von 70 % ist dabei der Ansicht, dass Fehlbewertungen insbesondere über einen längeren Zeitraum hinweg nicht ausgeschlossen wer-

den können, da neue Tendenzen und Entwicklungen erst nach geraumer Zeit am Markt vollständig zur Kenntnis genommen werden. Neue Informationen würden demnach nicht sofort, sondern nur allmählich in Aktienkursen gebührend reflektiert. Die Vorstellung, dass Aktienkurse kurzfristig falsch bewertet werden, weil Anleger auf neue Informationen zunächst unangemessen reagieren, wird von 58 % der befragten Fondsmanager eher als zweitrangig angesehen. Lediglich ein kleiner Teil der Anleger (8 %) ist der Ansicht, dass der Aktienmarkt einen vergleichsweise hohen Grad an Effizienz besitzt und Aktien daher im Großen und Ganzen richtig bewertet sind. Im Ergebnis sehen deutsche Fondsmanager somit einen beträchtlichen Spielraum für eine aktive Vermögensverwaltung.

### **Möglichkeiten der Informationsbeschaffung**

Aktive Fondsmanager, die in nicht angemessen bewerteten Aktienkursen Gewinnmöglichkeiten erkennen, müssen die ihnen zur Verfügung stehenden Daten und Informationen analysieren, um auf dieser Grundlage Gewinn bringende Strategien zu entwerfen. Andererseits können sie auch eigene Anstrengungen unternehmen, um Informationsvorsprünge zu erlangen. Nach den Umfrageergebnissen sieht der Großteil der Fondsmanager den Schlüssel zum erfolgreichen Fondsmanagement in der sachgemäßen Analyse vorliegender Informationen (43 %) und, in etwas geringerem Maße, in eigenen Rechercheaktivitäten (40 %). Unklar ist jedoch, welche dieser beiden Optionen bevor-

*Informations-  
vorteile  
Schlüssel zum  
Anlageerfolg*



zugt wird. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass die von Fondsmanagern selbst erstellten Analysen und Nachforschungen verhältnismäßig aufwändig sein können und demzufolge nicht zuletzt von den Kapazitäten der jeweiligen Investmentgesellschaft abhängig sind.

*Informationswege bergen Ansteckungspotenziale*

Die Art der Verbreitung von Informationen unter den Marktteilnehmern besitzt Bedeutung für die Stabilität der Finanzmärkte, da sie übertriebene und unausgeglichene Reaktionen hervorrufen kann. Ihnen kann kaum oder nur teilweise durch fundamentale Arbitrage entgegengewirkt werden. Ansteckungspotenziale bei institutionellen Anlegern lassen sich untersuchen, indem man den Präferenzen der Fondsmanager für Informationsquellen nachgeht. Nach der Umfrage sehen

Fondsmanager ihre Gespräche mit der Geschäftsleitung und Branchenexperten als wichtigste Informationsquelle für ihre Arbeit an (siehe oben stehendes Schaubild). Zugleich sind auch Informationen „aus zweiter Hand“ von relativ großer Bedeutung. So wurden Kollegen und die Medien gleich an zweiter und dritter Stelle genannt, was die Möglichkeit einer Ansteckung durch Information unter Anlegern oder Anlegergruppen eröffnet. Darüber hinaus spielen Gewinnprognosen für Aktiengesellschaften im Allgemeinen eine größere Rolle als gesamtwirtschaftliche Prognosen – eine Tatsache, die kaum überrascht, da Anlageentscheidungen auf dem Aktienmarkt, wie bereits ausgeführt, primär auf der Grundlage von „Bottom-Up“-Analysen getroffen werden. Meistens wird auf die Prognosen „aus zweiter Hand“ zurückgegriffen,

und dabei vor allem auf jene, die von Analysten anderer Investmentfirmen stammen. Zudem wird die Beobachtung von Portfolioanlagen anderer Marktteilnehmer zwar als weniger bedeutend, jedoch nicht als irrelevant eingeordnet. Somit liegt nach eigener Einschätzung der Fondsmanager eine Voraussetzung für Anlagestrategien vor, die an den Handelsaktivitäten anderer Akteure ausgerichtet sind.

### Methoden der Aktienmarktanalyse

Wenn aktive Portfoliomanager bei ihrer Aktienmarktanalyse konsistent vorgehen, legen sie den Schwerpunkt auf Analysemethoden, die mit ihrer Grundauffassung über die Funktionsweise des Aktienmarkts, das heißt dessen Preiseffizienz, in Einklang stehen. Daher können sie die technische Analyse durchaus als gewinnbringend ansehen, insbesondere auf Märkten, für die sie annehmen, dass die Anpassung der Kurse an grundlegende Angebots- und Nachfragefaktoren vergleichsweise unelastisch erfolgt oder bei denen Überreaktionen eintreten. Weitere quantitative Analyseansätze dienen dazu, effizient diversifizierte Portefeuilles auf Basis von Ertrags-Risiko-Prognosen zu ermitteln sowie Erträge aus Aktienmarktanlagen auf der Grundlage von Einzel- und Mehrfaktorenmodellen ökonomisch zu schätzen. Die Fundamentalanalyse hat hingegen konzeptionell zum Ziel, ausschließlich auf der Grundlage von wirtschaftlichen Bestimmungsfaktoren einen objektiven (intrinsic) Wert einer Aktienanlage zu berechnen. Solche Bestimmungsfaktoren basieren nicht auf in der Vergangenheit beobachteten Kursverläufen,

sondern auf Kriterien wie Unternehmensgewinne, Dividenden und Zinssätze. Anwender von fundamentalen Analysen dürfen nur dann von zusätzlichen Erträgen ausgehen, wenn ihr Bewertungsschema darauf hindeutet, dass die Börsenkurse allgemein zugängliche, relevante Informationen nicht vollständig widerspiegeln.

In der Praxis neigen Portfoliomanager dazu, unterschiedliche Bewertungsmethoden parallel anzuwenden. Beispielsweise können quantitative Instrumente verwendet werden, um Wertpapiere aus einer Vielzahl von Anlagemöglichkeiten vorab auszuwählen, während die Auswahl im Einzelnen schließlich im Einklang mit den Ergebnissen der Fundamentalanalyse erfolgt. Allerdings spielt die Fundamentalanalyse im Durchschnitt bei weitem die wichtigste Rolle. Auf der Skala von 0 bis 5 erreichte sie einen Wert von durchschnittlich 4,2. Die technische Analyse kam nur auf einen Wert von 2,6. Nur knapp die Hälfte aller Fondsmanager stützt sich auch auf ökonometrische und Portfolio-Optimierungsmodelle; im Allgemeinen werden diese Modelle aber als relativ unbedeutend angesehen (1,2 bzw. 1,1). Was den Prognosehorizont angeht, werden Fundamentalanalysen offensichtlich als für besonders geeignet gehalten, um das Ertragspotenzial aus Aktienanlagen auf mittlere Sicht zu bestimmen. Die Wahl eines Zeithorizonts von etwa einem Jahr legt nahe, dass Fondsmanager sich auf Schätzungen von Unternehmenserträgen für das folgende Geschäftsjahr konzentrieren. Quantitative Verfahren scheinen primär bei der Analyse kurzfristiger Fluktuationen Anwendung zu finden; der Prognosehorizont der techni-

*Fundamentale  
Analyse klar im  
Vordergrund*

*Sachgerechte  
Analyse-  
methode für  
konsistentes  
Portfolio-  
management*



schen Analyse beträgt im Durchschnitt nur acht Wochen, der von Portfolio-Optimierungs- und ökonometrischen Modellen etwa ein halbes Jahr.

### Methodik der Entscheidungsfindung

*Strukturiertes  
Portfolio-  
management  
von nur weni-  
gen befolgt*

Eine wichtige Aufgabe bei der institutionellen Vermögensanlage besteht darin, den Entscheidungsfindungsprozess zwischen einer an Regeln gebundenen und einer rein diskretionären Anlagepolitik zu positionieren. Unabhängige Anlageberatungsfirmen, die zunehmend von Kreditinstituten und Versicherungsgesellschaften mit der Auswahl geeigneter Vermögensverwalter beauftragt werden, legen beispielsweise großes Gewicht auf konsistente und streng befolgte Anlagestrategien. Der Vorteil eines regelgebundenen Entscheidungsverfahrens – in der Praxis üblicherweise als strukturiertes Portfoliomanagement bezeichnet – liegt darin, dass es ein systematisches, nachvollziehbares und relativ objektives Vorgehen ermöglicht. Durch eine geringere Flexibilität bei der Entscheidungsfindung oder einen eingeschränkten Ermessensspielraum entstehen aber auch Nachteile. Solche Ansätze führen immer dann zu nicht optimalen Entscheidungen, wenn unerwartete Faktoren und mangelnde Kontinuität auftreten, deren Ursprünge in der Struktur des Unternehmens oder der Gesamtwirtschaft liegen.

Nach den Umfrageergebnissen wenden nur 23 % der Fondsmanager ein systematisches, standardisiertes Analyseverfahren an und befolgen dann eine feste Entscheidungsregel. Demgegenüber behalten sich 47 % der

Fondsmanager vor, Anlageentscheidungen so flexibel wie möglich treffen zu können. Den Schwerpunkt in der Analyse von Aktien wählen sie entsprechend der jeweiligen Lage an den Märkten und kommen erst nach einer subjektiven Einschätzung zu einem allgemeinen Urteil. Weitere 30 % der befragten Fondsmanager treffen ebenfalls Anlageentscheidungen nach einer abschließenden, persönlichen Bewertung, allerdings im Anschluss an eine systematische Analyse von Aktientiteln.

### Hedging- und Risikomanagementstrategien

Zusätzliche Regeln für Anlageentscheidungen ergeben sich aus Strategien, die auf eine Begrenzung von Marktrisiken zielen. Lediglich bei Fonds, die ihre Anlagestrategien vollständig an Indizes ausrichten, spielt dieses Ziel wohl keine Rolle. Zur Risikoabsicherung nutzen Fondsmanager nach den Umfrageergebnissen nur begrenzt Optionen oder Terminkontrakte (durchschnittliche Bewertung 2,2). Vielmehr passen sie hierzu den Anteil der Aktien – ihrer Einschätzung der allgemeinen Marktsituation zufolge – gegenüber den Barmitteln in ihren Portefeuilles an (3,1). Dynamische Absicherungsstrategien sollen Wertverluste des Portefeuilles im Falle einer allgemeinen Marktabschwächung begrenzen, indem der Aktienanteil im Verhältnis zu den Barmitteln und Rentenwerten an die allgemeine Börsenkursentwicklung gebunden wird. Solchen Regeln wird vor allem seit dem Börsenkrach im Jahr 1987 zugeschrieben, dass sie infolge ihrer impliziten prozyklischen Ausrichtung die allgemeine Kursentwicklung

*Baranteil am  
Portfolio  
wichtigstes  
Steuermittel*

destabilisieren können. Aus den Angaben der befragten Fondsmanager geht allerdings hervor, dass derartige Absicherungsstrategien in Deutschland derzeit keine große Rolle spielen (1,0). Um den Wert einzelner Aktienpositionen abzusichern, werden mitunter so genannte Stop-Loss-Strategien befolgt, das heißt, bei Kursrückschlägen auf oder unter ein vorgegebenes Niveau wird die jeweilige Anlageposition aufgegeben. Stop-Loss-Strategien sind somit statisch und an die allgemeine Börsenentwicklung gebunden. Die Entscheidung beruht nicht auf einer Analyse neuer fundamentaler Informationen, sondern vielmehr auf der Marktentwicklung selbst. Die befragten Fondsmanager halten diese Regel im Allgemeinen ebenfalls für nur wenig bedeutsam (1,6).

### Vergütungsanreize und Ergebniskontrollen

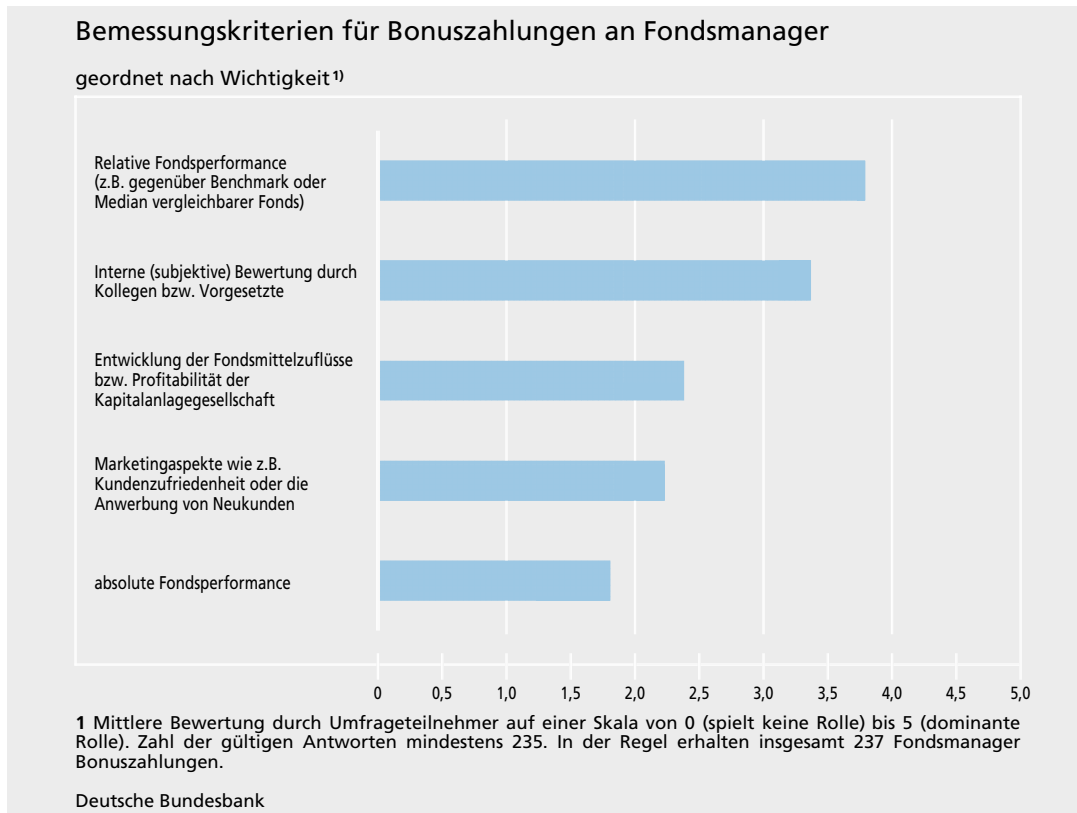
Anlageentscheidungen von Fondsmanagern dürften von Vergütungsanreizen und Kontrollmaßnahmen in den Kapitalanlagegesellschaften beeinflusst werden. Für institutionelle Anleger mag es durchaus optimal sein, sich der allgemeinen Marktentwicklung weitgehend anzupassen. Eine solche Haltung wird nachvollziehbar, wenn man sich die Risiken und Chancen bei den Anlageentscheidungen aus Sicht des Fondsmanagers vor Augen führt. Bei überdurchschnittlicher Wertentwicklung der ihm unterstellten Anlagemittel erwarten ihn eine erhöhte Arbeitsplatzsicherheit, möglicherweise ein Bonus und/oder sonstige berufliche Vorteile. Demgegenüber würde eine deutlich unterdurchschnittliche Performance die Chance auf Einkom-

mensprämien verringern und unter Umständen auch die beruflichen Aussichten in Leidenschaft ziehen.

Den Umfrageergebnissen zufolge werden Fondsmanager innerhalb der Kapitalanlagegesellschaften durchschnittlich alle drei Monate in Bezug auf die Wertentwicklung der ihnen anvertrauten Anlagemittel beurteilt. Der Durchschnittswert ist jedoch insofern irreführend, als sich dahinter erhebliche Differenzen verbergen. Während immerhin 44 % der befragten Fondsmanager maximal einmal pro Jahr nach ihrer Fondsperformance beurteilt werden, geschieht dies bei einem Drittel sogar monatlich. Für die Bewertung der Fondsperformance werden Vergleiche mit so genannten Benchmark-Indizes eindeutig favorisiert (Durchschnittswert 4,5). Für Messungen der Wertentwicklung, die darauf abzielen, eingegangene Kursrisiken explizit zu berücksichtigen, werden nur selten formale Messgrößen verwendet (1,7). Stattdessen ist es offenbar üblicher, vergleichbare Fonds als Maßstab heranzuziehen (3,2). Auch das absolute Anlageergebnis eines Fonds spielt eine, wenngleich untergeordnete Rolle (2,2). Außerdem enthalten die Gehälter nahezu aller Fondsmanager Komponenten, die auf den erzielten Anlageergebnissen beruhen; beim Großteil dieser Manager machen sie bis zu 60 % ihres jährlichen Bruttogrundgehalts aus, wobei der Durchschnitt bei 30 % liegt. Normalerweise ist die erzielte relative Performance (siehe Schaubild auf S. 55) dabei die wichtigste Bemessungsgrundlage für Bonuszahlungen. Von verhältnismäßig hoher Bedeutung ist jedoch auch ein subjektives Bewertungskriterium, nämlich die Beurteilung

*Relativer  
Anlageerfolg  
ausschlag-  
gebend bei  
Beurteilung  
und Prämien*

*Chancen und  
Risiken aus  
Sicht des  
Fondsmanagers*



durch Kollegen und Vorgesetzte innerhalb des Unternehmens. Kriterien, die enger an den Marketing-Erfolg der Fondsprodukte der Kapitalanlagegesellschaft gebunden sind, wie zum Beispiel Unternehmensgewinn, Zufluss von Anlagegeldern sowie die Zufriedenheit der Kunden oder die Gewinnung neuer Kunden, werden seltener als Bemessungsgrundlage herangezogen.

### Prozyklisches Anlageverhalten

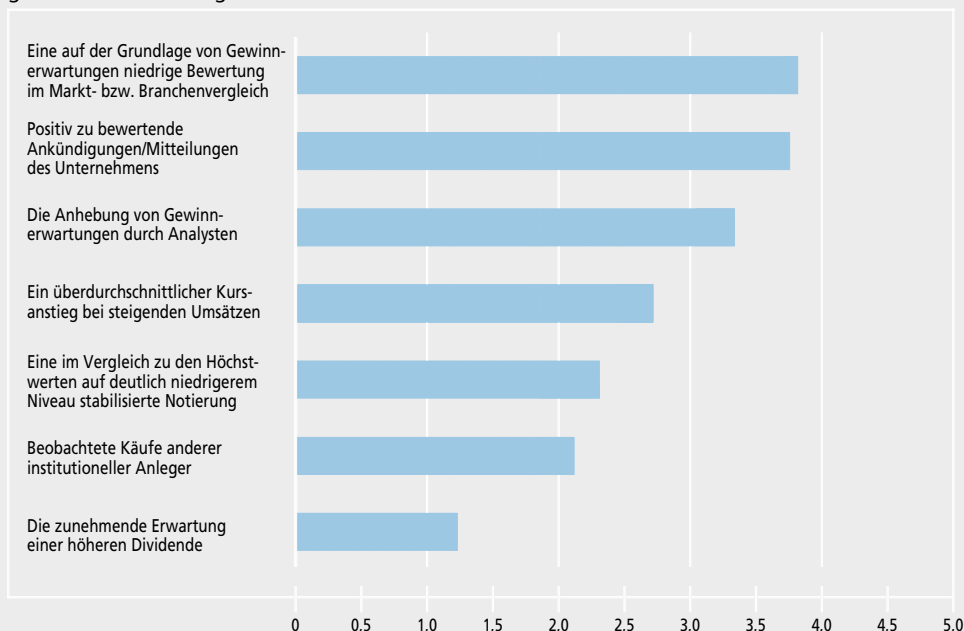
Die Frage, ob Fondsmanager dazu neigen, prozyklisch zu handeln und damit die Marktentwicklung zu verstärken, wird mittlerweile intensiv diskutiert. Ein Forschungszweig hat sich dabei auf das so genannte Herdenverhalten konzentriert. Allgemein betrachtet kann Herdenverhalten als ein mitunter von den

Fundamentaldaten unabhängiges, gleichgerichtetes Verhalten der Anleger verstanden werden. Herdenverhalten bewirkt eine Verstärkung der Markttrends und somit prozyklische Tendenzen. Konventionelle, auf Marktdaten beruhende empirische Untersuchungen konnten bisher nicht angemessen zwischen scheinbaren und absichtlichen Formen des Herdenverhaltens bei institutionellen Anlegern unterscheiden. Gleichgerichtetes Anlageverhalten führt zwar eindeutig zu korrelierten Handelsaktivitäten, aber der Nachweis korrelierten Handels zeugt nicht notwendigerweise von der Existenz bewusst imitierenden Anlageverhaltens. Die Umfrageergebnisse bieten hier hilfreiche Zusatzinformationen. Sie zeigen, dass sich Aktienfondsmanager – wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß – weitgehend nach einem Index in Form

*Verstärken oder dämpfen institutionelle Anleger Kurschwankungen?*

## Kaufsignale für Fondsmanager

geordnet nach Wichtigkeit<sup>1)</sup>



<sup>1</sup> Mittlere Bewertung durch Umfrageteilnehmer auf einer Skala von 0 (spielt keine Rolle) bis 5 (dominante Rolle). Zahl der gültigen Antworten mindestens 270.

Deutsche Bundesbank

einer Benchmark richten. Praktisch synchronisiert die Benchmark das Anlageverhalten. Die Ergebnisse aus unterschiedlichen Antwortkategorien der Umfrage zu Anlagezielen, Kontroll- und Vergütungsregelungen betonen alle die Relevanz von Indizes für die Arbeit von Fondsmanagern.

Mit Blick auf bewusst imitierendes Anlageverhalten, also einem Herdenverhalten, das auf vermeintlichen Informationsvorteilen jeweils anderer Markakteure beruht, wurden Fondsmanager darum gebeten, verschiedene Kaufsignale für Aktien zu beurteilen (siehe oben stehendes Schaubild). Beobachtete Käufe anderer institutioneller Anleger spielen dabei im Durchschnitt eine nur untergeordnete Rolle. Etwas mehr Bedeutung wird allerdings technischen Kaufsignalen beigemessen,

die schließlich ebenfalls auf eine Orientierung an den Handelsaktivitäten anderer Marktteure hinauslaufen. Darunter fallen zum Beispiel ein überdurchschnittlicher Kursanstieg, der von einem wachsenden Umsatz begleitet wird oder eine Notierung, die sich auf einem Niveau eingependelt hat, das deutlich unter ihren Höchstständen liegt. Fondsmanager halten solche marktabhängigen Kaufsignale in der Regel jedoch für wesentlich weniger wichtig als Kriterien fundamentaler Natur. Dies überrascht nicht, da die befragten Fondsmanager die Fundamentalanalyse als maßgeblicher einstufen.

Eine Erklärung prozyklischen Verhaltens basiert darauf, dass Anleger Neubewertungen nur schrittweise vornehmen. Momentum-Strategien, das heißt Umschichtungen in

*Ausgeprägte Reaktionen beim Eintreffen fundamentaler Nachrichten*

solche Aktien, für die positive fundamentale Neuigkeiten eintreffen, können die Notierungen dann näher an ihren „fundamental gerechtfertigten“ Wert bringen. Prozyklische Tendenzen müssen daher nicht im Gegensatz zu Fundamentaldaten stehen. Sie können durch voneinander unabhängige, aber ähnliche Reaktionen auf neue Informationen hervorgerufen werden. Eine verbreitete Besorgnis hinsichtlich der zunehmenden Institutionalisierung von Portfolio-Anlageentscheidungen beruht auf der Annahme, dass damit auch eine weitgehende Standardisierung im Anlageverhalten beziehungsweise in den Anlagestrategien verbunden ist. Wäre dies der Fall, so würden Kursanpassungsprozesse beschleunigt werden, was einen Anstieg der kurzfristigen Volatilität zur Folge hätte. Bildet jedoch das bloße Eintreffen von Informationen an sich die Grundlage für Momentum-Strategien und tritt an die Stelle einer von der Entwicklung unabhängigen fundamentalen Beurteilung, so kann dies zu Überreaktionen am Aktienmarkt führen. Aus den Angaben der Fondsmanager geht hervor, dass ihre Anlageentscheidungen von Faktoren wie positiv gewerteten Ankündigungen der Unternehmen (Durchschnittswert 3,8) und höheren Ertragsersparungen der Analysten für eine bestimmte Aktiengesellschaft (3,3) stark beeinflusst werden. Im Gegensatz dazu werden Dividendenerwartungen in ihren Strategien kaum berücksichtigt (siehe Schaubild auf S. 56). Eine Handlungsalternative besteht darin, dass Fondsmanager eine fundamental niedrige Bewertung im Vergleich mit anderen Märkten oder Branchen als Kaufsignal ansehen. Dies ist die einzige Antwortoption, bei der das Bewertungsniveau selbst und nicht

die Entwicklungsrichtung maßgeblich ist. Streng genommen dürfte nur diese Art von Reaktion bei Anlegern in Frage kommen, die sich ausschließlich fundamental verhalten. Dieses Kriterium hat jedoch im Durchschnitt nur einen geringen Vorsprung vor den anderen Kriterien, nach denen Fondsmanager Kaufentscheidungen über Aktien fällen (3,8). Fondsmanager scheinen also gleichermaßen auf positive Neuigkeiten an sich wie auch auf deren Auswirkungen auf die relative Bewertung von Aktien zu reagieren.

#### **Weitere Bewertungskriterien für Anlageentscheidungen**

Wenn institutionelle Anleger andere Anlagepräferenzen haben als private Anleger, wirkt sich der Trend zur mittelbaren Anlage in Aktien über Fonds auch entsprechend auf die relativen Aktienkurse aus. Eine Reihe von Untersuchungen institutionellen Anlageverhaltens deutet darauf hin, dass Fondsmanager gezielt versuchen, bestimmten Sekundärkriterien gerecht zu werden. Es besteht beispielsweise eine deutliche Präferenz für große und liquide Aktienwerte. Eine hohe Liquidität beim Handel mit Wertpapieren senkt die Transaktionskosten. Stehen zudem Derivate als liquide handelbare Kontrakte auf Aktien zur Verfügung, ermöglicht dies eine Risikotransformation und liefert darüber hinaus Informationen über die Erwartungen und Unsicherheit der Marktteilnehmer. Ob bestimmte Aktientitel solche Merkmalsausprägungen aufweisen oder nicht, wird möglicherweise erst dann wesentlich, wenn das hohe Volumen und die komplexeren Handels- und Absicherungsstrategien institutioneller

*Präferenz für Aktien mit hoher Marktkapitalisierung*

Anleger erreicht sind. Gleichwohl ließen die befragten Fondsmanager dem Aspekt der Transaktionskosten, gemessen an der Geld/Brief-Spanne, sowie Derivaten lediglich eine nachrangige Bedeutung zuteil werden (durchschnittliche Bewertung 1,9 bzw. 1,5). Obgleich die Geld/Brief-Spanne als indirekte Messgröße der Liquidität am Sekundärmarkt angesehen wird, könnten negative Handelseffekte, die auf einem Mangel an Markttiefe beruhen, unter dem allgemeineren Kriterium der Marktkapitalisierung zusammengefasst worden sein. Dieses wird als sehr relevant angesehen (3,7).

*Informationsfluss, Aufmerksamkeit und bisherige Marktakzeptanz wichtige Auswahlkriterien*

Gründe für gleichgerichtetes Anlageverhalten mögen auch darin liegen, dass Fondsmanager bestrebt sind, ihren Ruf zu schützen. „Einsame“ Entscheidungen könnten sich als negativ herausstellen. Prozyklisches Verhalten kann somit durch Anlegerpräferenzen für bestimmte, als Qualitätsmerkmale empfundene Auswahlkriterien begünstigt werden. Im Gegensatz zu privaten Anlegern müssen Fondsmanager ihre Entscheidungen im Rahmen eines internen Kontroll- und Bewertungsprozesses unmittelbar rechtfertigen; gleichzeitig ist gesetzlich vorgeschrieben, dass sie „mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns das Sondervermögen für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilhaber zu verwalten“ haben.<sup>6</sup> Fondsmanager könnten somit konservative Maßstäbe bei der Auswahl von Aktien anwenden. Neben der Marktkapitalisierung, die als Indikator für die Größe und die Bekanntheit einer Aktiengesellschaft angesehen werden kann, messen Fondsmanager der Häufigkeit der Berichterstattung sowie der Verfügbarkeit von Analystenschät-

zungen große Bedeutung bei (3,5). Dies zeigt, dass die Aufmerksamkeit für und der Informationsfluss über bestimmte Aktien deren Kursverlauf beeinflussen kann. Schließlich kann die allgemeine Marktakzeptanz als Qualitätskategorie angesehen werden, obwohl die Entwicklung und Marktperformance eines Unternehmens in der Vergangenheit an sich keine Prognosekraft haben muss. Aus der Umfrage geht hervor, dass Fondsmanager auch diesem Kriterium im Durchschnitt eine hohe Bedeutung beimessen (3,6).

### Die Grenzen der fundamentalen Arbitrage

Inwieweit Anleger zur preislichen Effizienz des Aktienmarkts beitragen, wird oft von den Methoden der Finanzanalyse abhängig gemacht, mit denen sie ihre Anlageentscheidungen begründen. Dies hat nichts mit den potenziellen Prognosevorteilen einer Analyse-methode im Vergleich zu einer anderen zu tun. Je maßgeblicher beispielsweise nichtfundamentale Faktoren die Aktienkurse bestimmen, desto geeigneter erscheint einem Anleger nämlich die Anwendung technischer Analyseinstrumente. Jedoch zeigen solche Methoden eine ausgeprägte Tendenz, grundlegende wirtschaftliche Rahmendaten unberücksichtigt zu lassen und sich an der Marktentwicklung selbst zu orientieren. Daher kann nicht davon ausgegangen werden, dass auf der Grundlage nichtfundamentaler Techniken zu einer systematischen Korrektur von Fehlbewertungen am Aktienmarkt beigetra-

*„Noise-Trader“-  
Risiko für  
fundamentale  
Fondsmanager*

---

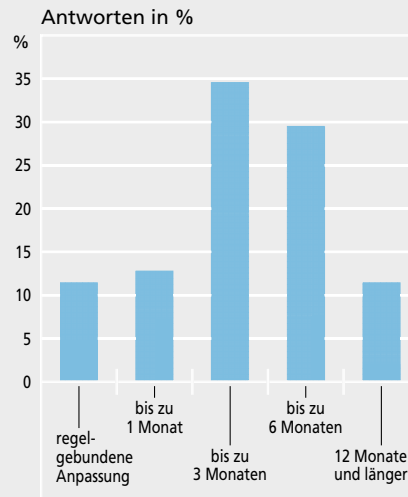
<sup>6</sup> Bundesgesetzblatt vom 17. September 1998, Nr. 62, Kapitel 1 § 10 Absatz 1 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften.

gen wird. Fundamentale Anleger hingegen deuten es als Kaufsignal, wenn die Kurse einer Aktiengesellschaft unterhalb ihres fundamentalen Werts und als Verkaufssignal, wenn sie oberhalb davon liegen. Das Vorhandensein vieler vorwiegend fundamentaler Anleger stellt aber noch keine ausreichende Bedingung für Finanzmarktstabilität dar. So können fundamental orientierte Fondsmanager vor Arbitrage zurückschrecken, weil sie ein Risiko weiterer Fehlbewertungen auf Grund einer Dominanz endogener Marktkräfte erkennen, die von Nicht-Fundamentalisten ausgelöst werden („Noise-Trader“-Risiko). Ferner gehen Fondsmanager das Risiko von Zwangsliquidationen ein, wenn Kunden beginnen, Gelder abziehen. Machen „Fundamentalisten“ gleichwohl von Arbitragemöglichkeiten Gebrauch, und haben sie nicht rechtzeitig einen Erfolg zu verbuchen, so können sich durch Liquidationen die Fehlbewertungen auf den Märkten oder Finanzkrisen noch verschlimmern.

*Begrenztes  
Durchhaltever-  
mögen der  
Fundamen-  
talisten*

Anhand der Umfrageergebnisse lässt sich das Potenzial für die fundamentale Arbitrage abschätzen. Unter den befragten Fondsmanagern konnten 30 % als vornehmlich fundamental ausgerichtete Anleger ausgemacht werden. Davon sind mehr als 85 % der Ansicht, dass Anleger neue Tendenzen und Entwicklungen sehr langsam wahrnehmen und die Kurse daher nur allmählich neue Informationen reflektieren. Somit ist eine notwendige Bedingung für die fundamentale Arbitrage offensichtlich erfüllt. Doch die Antworten auf die Frage, wie lange diese Fondsmanager an einer Portfoliostrategie festhalten würden, wenn sich die Märkte gegenläufig entwickel-

**Durchhaltedauer der Strategien fundamental ausgerichteter Fondsmanager \*)**



\* Von Fondsmanagern vorbehaltener Zeitraum vor Änderung ihrer Investmentstrategien bei deutlich unterdurchschnittlicher Portfolioentwicklung. Zahl der gültigen Antworten: 78 von insgesamt 83 Fundamentalisten.

Deutsche Bundesbank

ten und die Performance deutlich unterdurchschnittlich würde, lagen im Durchschnitt bei gerade etwas mehr als drei Monaten. Weniger als ein Viertel der Fundamentalisten gab an, sie würden ein halbes Jahr daran festhalten. Weniger als ein Achtel sprach von mindestens einem Jahr (siehe oben stehendes Schaubild). Weitere Umfrageergebnisse lassen noch mehr Zweifel hinsichtlich des Durchhaltevermögens der Fundamentalisten aufkommen.

Alle Teilnehmer der Befragung wurden darum gebeten, verschiedene Szenarien nach ihrem Potenzial zur Erzeugung besonderer Anspannung bei der professionellen Entscheidungsfindung einzustufen. Nahezu alle Fondsmanager gaben an erster Stelle die Börsenentwicklung als wahrscheinlichste Nervosi-

tätsquelle an, und zwar insbesondere bei einem rapiden Kursrückgang, aber in erheblichem Maße auch bei einem schnellen Kursanstieg. Nur die Gruppe der Fundamentalisten stimmte mit geringer Mehrheit an zweiter Stelle für wirtschaftliche und unternehmensbezogene Neuigkeiten als Quelle von Nervositäten. Fondsmanager bewegen sich also in erster Linie im Bann der Marktdynamik, und zwar auch diejenigen, die sich bei der Anlage ausdrücklich nach Fundamentaldaten richten. Insgesamt gesehen unterstützen diese empirischen Beobachtungen die Vorstellung, dass dem Arbitrageverhalten institutioneller Anleger auf den Aktienmärkten Grenzen gesetzt sind. Dies steht im Einklang mit verhaltensorientierten finanztheoretischen Ansätzen.

### Schlussbemerkung

---

Mit den zunehmenden Anlagen in Aktienwerten über Investmentfonds treten professionelle Vermögensverwalter auf den Aktienmärkten stärker in den Vordergrund. Gleich-

zeitig scheinen Phasen hoher Volatilität an den Märkten häufiger aufzutreten, obgleich es auf längere Sicht noch keine klaren Hinweise für höhere Volatilitäten gibt. Die Diskussion darüber, ob institutionelle Anleger die Finanzmarktstabilität beeinflussen, gewinnt an Bedeutung und zieht nicht zuletzt die Aufmerksamkeit der Zentralbanken auf sich. Aus diesem Grund wurden im vorliegenden Beitrag wesentliche Aspekte von institutionellen Anlageprozessen anhand einer repräsentativen Umfrage analysiert. Die Ergebnisse untermauern die Ansicht, dass diese Anlegergruppe allgemein zu einer effizienteren Kursentwicklung an den Aktienmärkten beitragen kann. Fondsmanager legen ihren Schwerpunkt bei Aktienanalysen klar auf unternehmensbezogene und wirtschaftliche Rahmenbedingungen. Andererseits sind dem Arbitrageverhalten institutioneller Anleger aber offensichtlich Grenzen gesetzt. Auch gleichgerichtetes Handeln kann zu Instabilitäten auf den Aktienmärkten führen. Dies deutet darauf hin, dass die Dynamik der Märkte weit über wirtschaftlich gerechtfertigte Gleichgewichtsniveaus hinausgehen kann.