

Dr. Anton M. van Nunen

# *Fiduciary Management*

Der Bauplan für eine erfolgreiche  
Pensionsfondsverwaltung

FinanzBuch Verlag

# I. Pendelbewegung in der Vermögensverwaltung

Fiduciary Management ist eine Methode, die Verwaltung umfangreicher Anlageportfolios zu organisieren. Das zunehmende Interesse an der fiduziarischen Betrachtungsweise stellt den Beginn einer historischen Veränderung von Überlegungen dar, wie sie zahlreiche institutionelle Anleger bei der Verwaltung des ihnen anvertrauten Vermögens anstellen. Nachdem über Jahrzehnte die Zahl der Beteiligten an der Verwaltung institutioneller Portfolios anstieg, diskutiert man nunmehr über das Erkennen von Problemen, die auftreten, wenn zu viele Berater und Vermögensverwalter an dem Prozess beteiligt sind. Sind zu viele Akteure involviert, dann tragen nur wenige eine wirkliche Verantwortung.

Fiduciary Management kann man mit dem Hegelschen Modell von These, Antithese und Synthese vergleichen. Im Zusammenhang mit der Vermögensverwaltung stand die These der Balanced Manager. Das Balanced Mandate hat sich in einer Zeit herausgebildet, in der Pensionsfonds gegründet wurden, also vor über einem Jahrhundert. Damals war es üblich, bereits bei der Einrichtung eines institutionellen Portfolios die entsprechenden Geldmittel einem einzigen Anleger anzuvertrauen, der alle Vermögenswerte selektierte, das gesamte Portfolio verwaltete und für alle Entscheidungen die vollständige Verantwortung übernahm. Diese Art der Verwaltung findet man auch heute noch. Die Antithese entwickelte sich in der zweiten Hälfte des vorigen Jahrhunderts in Form der modernen Portfoliotheorie. Diese Theorie stützte sich auf die Überlegung, dass spezialisierte Verwalter bessere Ergebnisse erzielen würden als Generalisten und hatte zur Folge, dass die Institutionen zunächst einzelne, später aber ganze Heere von Verwaltern mit einem Tross von Beratern einsetzten. Dieser Ansatz führte jedoch zu Problemen im Risiko-Management, in der Führung und bei der strategischen Entscheidungsfindung.

Der Fiduciary Manager stellt die Synthese dar: Der Manager überwacht eine dezentrale Gruppe externer Vermögensverwalter, aber er bündelt auch die Verantwortlichkeit in einer Person oder Organisation.

## *Die Kräfte der Geschichte*

Um zu einem Verständnis für den Bedarf an einer fiduziarischen Betrachtungsweise zu gelangen, wie sie hier propagiert wird, ist die Kenntnis der Entwicklung der Vermögensverwaltung in den Industrieländern eine wichtige Voraussetzung. Ein großer Teil der Attraktivität dieser Betrachtungsweise liegt in ihrer Antwort auf die Unzulänglichkeiten, wie sie viele im heutigen Ansatz für die Verwaltung institutioneller Portfolios, insbesondere die von Pensionsfonds, sehen. Daher ist es sinnvoll, die Entwicklungen zu betrachten, die zum heutigen Verwaltungsmodell geführt haben.

Eine Betrachtung der historischen Entwicklung der Vermögensverwaltung ist möglicherweise die beste Methode, die Quellen der verschiedenen Komponenten der modernen Vermögensverwaltung zu verstehen. Als in den Industrieländern Pensionsfonds eingerichtet wurden, mussten sich die Arbeitgeber überlegen, wie für diese Fonds die Kapitalbildung erfolgen sollte, denn dadurch sollte die bisher übliche Auszahlung der Betriebsrenten aus den laufenden Einnahmen des Unternehmens ersetzt werden. In den Vereinigten Staaten entsprach die Steuerpolitik den Rechnungslegungsgrundsätzen, was zu Gründung und Ausbau von Fonds mit Kapitaldeckung für diese Verpflichtungen führte. Die Wirtschaftsprüfer rechneten vor, dass Vermögenswerte zur Abdeckung der Verpflichtungen reserviert werden mussten, weil diese Verpflichtungen mit jedem Tag anwuchsen, den ein Arbeitnehmer beschäftigt war. Weil die Steuergesetzgebung gestattete, diese Aufwendungen als Betriebskosten geltend zu machen und daher der Steuerdruck entsprechend sank, waren die Unternehmer bereit, dem Expertenrat der Wirtschaftsprüfer zu folgen und Pensionsfonds zu gründen. Gleichartige Überlegungen wurden in den Niederlanden angestellt, ebenso in Japan, Großbritannien und den verschiedenen Commonwealth-Staaten wie Kanada, Australien und Südafrika. In verschiedenen europäischen Ländern entschieden sich einige Sponsoren daher für Kapitalfonds, während andere Rücklagen bildeten oder das PAYG-System (Pay-as-you-go) nutzten, wobei der Arbeitgeber die Ausgaben aus dem laufenden Betriebsergebnis bestritt (ebenso wie das gegenwärtige Altersrenten-System in den Niederlanden und in vielen anderen Ländern aufgebaut ist).

Unter den Plansponsoren (dieser angelsächsische Terminus ist ein recht guter Sammelbegriff für alle Organisationen, die als Unternehmen Prämien für ihren eigenen Pensionsfonds bezahlen oder dies im Rahmen eines umfassenden Pensionsfonds für die jeweilige

Branche oder Berufsgruppe tun), die sich für Rücklagen entschieden, gab es einige, die glaubten, die Verwaltung der angesparten Pensionsbeträge in eigener Regie managen zu müssen und dies auch taten. Die meisten Unternehmen erkannten jedoch, dass sie keine Spezialisten in der Vermögensverwaltung waren und begaben sich auf die Suche nach externen Experten zur Verwaltung der angesparten Mittel. Einige Unternehmen stellten ihre Gelder Versicherungsgesellschaften zur Verfügung. Dies ermöglichte ihnen, die versicherungsmathematisch ermittelten Prämien zu zahlen, die daraufhin von der Gesellschaft angelegt wurden. Die Versicherungsgesellschaft nahm das Risiko möglicher Verluste auf sich. Reichten die Anlageergebnisse nicht aus, um die zugesagten Auszahlungen aus den Rücklagen vorzunehmen, glich der Versicherer den Differenzbetrag aus, und umgekehrt, wenn die Anlageergebnisse zu Überschüssen führten, fielen diese an den Versicherer. Andere Unternehmen stellten ihre Mittel einer Bank zur Verfügung, insbesondere den Trust- oder den Vermögensverwaltungsabteilungen der Bank, mit der sie ihre sonstigen Geldangelegenheiten abwickelten. Öffentliche Pensionsfonds handelten genauso; einige wählten Versicherungsgesellschaften, andere überließen ihre Mittel den größeren Banken.

In beinahe allen Fällen, bei denen Banken (und Versicherer) die Mittel von öffentlichen und Unternehmenspensionsfonds erhielten, wurden diese in einem so genannten *Balanced Fund*, also einem Fonds mit verschiedenen Aktiva, etwa Aktien und festverzinsliche Wertpapiere, angelegt. Das bedeutete, dass sich alle Vermögenswerte in einem einzigen Depot befanden, wobei die Mittel auf Aktien und Rentenwerte aufgeteilt wurden. Der größte Teil wurde in Rentenpapieren angelegt, aber die Vermögensverwalter passten von Zeit zu Zeit die Verteilung der Vermögenswerte an, indem Aktien gekauft oder eben verkauft wurden, abhängig von ihren Erwartungen für den jeweiligen Markt. Vor allem seit den 1950er Jahren eroberten sich Aktien in immer mehr Fällen einen festen Platz im Portfolio. Das Anlageziel war auf den Kapitalerhalt ausgerichtet, und erst in zweiter Linie auf einen eventuell bescheidenen Zuwachs durch die Rendite. Das Portfolio bestand gleichsam aus zwei Teilen: einerseits das ursprüngliche Kapital und andererseits die Rendite, die damit erzielt wurde. Als Maßstab der Rendite zog man die vereinnahmten Zinsen auf den größten Teil des Kapitals, soweit es in Rentenwerte angelegt war, heran, sowie die ausgeschütteten Dividenden auf die im Portfolio befindlichen Aktien.

Ein gutes Beispiel für diese Vorgehensweise ist der amerikanische Nahrungsmittelkonzern General Mills. 1940 wurde der erste *Employee Retirement System Pension Fund* gegründet. Der Fonds, verwaltet von Bankers Trust Co., New York, hatte die Mittel zunächst nahezu vollständig in verzinslichen Wertpapieren angelegt. Mitte der 1950er Jahre verschob die Bank jedoch, ermutigt vom Sponsor, den Anlageschwerpunkt in Richtung Aktien, und zu Beginn der 1960er Jahre hatte der Fonds zu siebzig Prozent in Aktien investiert.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Siehe H. Shapiro, »At General Mills: Now there's whole wheat with pension élan«, in: *Institutional Investor*, Bd. III, Nr. 4, April 1969, S. 40.

Es gibt Ausnahmen von diesem Schema, aber der Ablauf bei General Mills war typisch für Pensionsfonds in vielen Ländern: Die Anlage erfolgte in einem gemischten Fonds, der in erster Linie festverzinsliche Werte berücksichtigte und später in zunehmendem Maße um Aktien ergänzt wurde. Diese Situation hatte bis in die sechziger Jahre Bestand, als bedeutende Entwicklungen in der Anlagetheorie ihren Einzug in den Anlageloskosmos hielten.

## *Die Entstehung der modernen Portfoliotheorie*

Zu Beginn der 1950er Jahre begannen Professor Harry Markowitz und andere, Anlagemuster und Anlageerträge einer systematischen Analyse zu unterziehen. Erst die zunehmende Verfügbarkeit von Computern ermöglichte es, große Mengen an Daten zu speichern und zu verarbeiten. Man war nun in der Lage, Anlageinstrumente und Erträge hinsichtlich der Kursbewegungen zu analysieren und man hatte nun auch die Möglichkeit zu berechnen, welche Erträge auf Grundlage einer großen Zahl alternativer Portfolios erzielt werden könnten. Diese wissenschaftliche Arbeit führte zu einer Reihe wichtiger Ansätze, die sich auf zweierlei Weise einen Platz in der Welt der Anleger eroberten. Zum einen lasen Anleger die Arbeiten dieser Wissenschaftler und wurden dadurch inspiriert. Vielleicht noch größere Bedeutung erlangte die Tatsache, dass der akademische Grad Master of Business Administration (MBA) in zunehmendem Maße eine Empfehlung war, wenn man in der Anlagebranche tätig sein wollte. Diese Studenten besuchten Vorlesungen, in denen ihnen diese neuen Ideen, zusammengefasst unter dem Begriff »Moderne Portfoliotheorie« vermittelt wurden. Verschiedene Elemente dieser Theorie sollten die Anlagelandschaft gründlich verändern.

Eines davon war die Überlegung, die Asset-Allokation sei die wichtigste Quelle der Erträge eines Anlageportfolios. Die Anwesenheit auf den richtigen Märkten war nach dieser Lehrmeinung wichtiger als der Besitz der richtigen individuellen Wertpapiere. In einem bahnbrechenden Artikel im »Financial Analysts Journal« von 1986 argumentierten Brinson, Hood und Beebower, die Zusammensetzung der Aktiva sei für neunzig Prozent der Variabilität der Erträge eines Portfolios verantwortlich, wogegen die Auswahl der individuellen Papiere und das Timing der Transaktionen weniger als zehn Prozent davon ausmachten.<sup>2</sup>

Eine zweite wichtige Feststellung bezog sich auf das Risikomanagement. Bis in die Mitte des 20. Jahrhunderts wurden Anleger stets dazu angehalten, risikoreiche Anla-

2 Siehe B. Brinson, R. Hood und G. Beebower, »Determinants of Portfolio Performance« in: *Financial Analysts Journal*, 42, Nr. 4, Juli/August 1986, S. 39–48. Siehe auch: G. Brinson, B. Singer und B. Beebower, »Determinants of Portfolio Performance II: an update« in: *Financial Analysts Journal*, 47, Nr. 3, Mai/Juni 1991, S. 40–48.

gen zu meiden. Der Lehrsatz der »prudent man rule« in den Vereinigten Staaten und in Großbritannien, der »Sorgfalt des ordentlichen Kaufmanns« in Deutschland und vergleichbaren Grundsätze in anderen Ländern besagten in erster Linie, dass jede Anlage »prudent«, also umsichtig zu sein hatte. Dagegen argumentierte die moderne Portfoliotheorie, Risiko und Ertrag, wie sie einer einzelnen Anlage innewohnen, seien eigentlich bedeutungslos. Solange risikoreiche Anlagen nicht miteinander korrelierten oder nur einen niedrigen positiven Korrelationskoeffizienten aufwiesen, war es möglich, dass Anleger das Risiko durch eine Anlage in diversifizierten Portfolios beeinflussten. Das bedeutete, dass die Manager im Prinzip risikoreiche Anlagen vornehmen konnten, natürlich in der Hoffnung, damit höhere Renditen zu erzielen.

Diese Analysemethode führte zu einer völlig veränderten Auffassung dessen, was für ein institutionelles Portfolio angemessen war.<sup>3</sup> Nachdem sich diese Ideen verfestigten, wurde umsichtiges Handeln neu definiert und auf ein Gesamtportfolio anstelle seiner einzelnen Bestandteile bezogen. Außerdem wurden 1974 vom amerikanischen Kongress der »Employees' Retirement Income Security Act« (ERISA) verabschiedet, in dem Standards für sogenannte »fiduciaries« (Treuhänder) von Pensionsfonds festgeschrieben wurden. So sah das Gesetz vor, dass ein Treuhänder mit »care and skill of a prudent person familiar with such matters ...« handeln musste.

## *Unterstützung für Aktien*

Ein drittes wichtiges Thema der modernen Portfoliotheorie war die Tatsache, dass Aktien ständig eine bessere Rendite als Anleihen erzielten. Die Entwicklung noch leistungsfähigerer Computer in den 1960er Jahren ermöglichte den Nachweis, von dem viele ohnehin längst überzeugt waren, nämlich dass auf lange Sicht und im Durchschnitt Aktien eine höhere Rendite als Anleihen erzielen und Anleihen wiederum eine bessere Performance als Liquiditäten haben. Damit wurde der Beweis für das eherne Gesetz der Finanzmärkte erbracht, dass nämlich auf längere Sicht im Durchschnitt ein Vermögenswert höhere Renditen erzielt, weil die damit verbundenen Risiken, gemessen als Volatilität der Renditen, höher sind. Unter Ausnutzung der fehlenden oder niedrigen positiven Korrelation zwischen verschiedenen Kategorien von Vermögenswerten konnten Anleger ihr Portfolio mit im Prinzip risikoreicheren Instrumenten auffüllen und damit eine bessere Performance erreichen, ohne auf der gesamten Portfolio-Ebene allzu große Risiken auf sich zu nehmen.

<sup>3</sup> Dieses Argument wurde durch Harry Markowitz in seiner Dissertation 1952 und dann erneut in seinem Buch aus dem Jahre 1959 »Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments« vorgetragen. In seinem Buch und anderen Schriften bereitete Markowitz die Grundlage für das moderne Finanzmanagement. 1990 wurde ihm für sein Werk der Nobelpreis der Wirtschaftswissenschaften verliehen.

Das Center for Research in Securities Prices (CRSP) der Universität Chicago trug die monatlichen Wertpapierkurse seit 1926 zusammen, und Wissenschaftler verschiedener Disziplinen verwendeten diese Daten, um die Erträge zu analysieren, die man erzielen hätte können, wenn in den Portfolios unterschiedliche Kombinationen aus Wertpapieren und Strategien eingesetzt worden wären. Diese Analysen zeigten, dass langfristig und ungeachtet des Börsenkrachs von 1929 und der darauf folgenden großen Wirtschaftsdepression, für beinahe jede mehrjährige Periode Aktien eine höhere Performance erreichten als Anleihen. Die Untersuchung errechnete den Umfang der Unterschiede und lieferte den überzeugenden Beweis, dass umsichtige, langfristige Anleger ihren Aktienanteil sicher erhöhen konnten.

Später folgte eine Anzahl von Verfeinerungen dieser Idee. Rolf Banz, ein Student der Universität Chicago, verwendete die CRSP-Daten als Basis für eine Dissertation, in der nachgewiesen wurde, dass die Aktien kleinerer börsennotierter Unternehmen besser abschnitten als die der Schwergewichte an der Börse. Dies wurde die Basis des Konzepts der sogenannten Small-Cap-Aktien, die in vielen Anlageportfolios als äußerst attraktive Beimischung aufgenommen wurden. Bald wiesen aber andere Theoretiker nach, dass bei Verwendung anderer Zeiträume Small Caps nicht immer eine bessere Rendite erzielten als Large Caps. Die Bedeutung der Arbeit von Banz liegt jedoch nicht so sehr (oder vielleicht überhaupt nicht) in der Entdeckung der Eigenschaften von Small Caps, sondern in der Tatsache, dass mit diesem Werk eine Debatte angestoßen wurde, in der unterschiedliche Segmente des Aktienmarktes identifiziert und miteinander verglichen wurden. Konzepte wie Small, Medium und Large Caps oder Wachstumsaktien gegen Wertaktien, wurden Standardwerkzeuge zur Untersuchung von Finanzmärkten. Die akademischen Studien lieferten den Nachweis für den alten Grundsatz der Wall Street, wonach es nicht einen einzigen Aktienmarkt gäbe, sondern nur einen Markt von Aktien. Außerdem war dieser Marktplatz ein äußerst abwechslungsreiches Forum, wo Anlagen gehandelt werden konnten, die zu recht unterschiedlichen Kategorien gehörten.

Ein weiterer wichtiger Schritt in der Evolution der Vermögensverwaltung war die Ausbreitung des sogenannten Total-Return-Ansatzes. Historische Entwicklungen und gesetzliche Vorgaben hatten dazu geführt, dass viele Organisationen in den Begriffen Kapital und Zinsen dachten. Das Kapital musste erhalten bleiben, während die vereinnahmten Zinsen ausgegeben werden konnten. Aber einige vielbeachtete Berichte der Ford Foundation aus dem Jahr 1969 veränderten diese Betrachtungsweise. In einem ersten Bericht einiger bekannter Anlageexperten kam man zu dem Schluss, dass bei den Anlageportfolios der großen wissenschaftlichen Institute ein Total-Return-Ansatz angewandt werden müsse.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Siehe *Managing Educational Endowments, Report to The Ford Foundation (The Educational Endowments Series)* by Advisory Committee on Endowment Management.

Zu jedem beliebigen Zeitpunkt, so diese Berichte, verfügten diese Organisationen über eine bestimmte Menge an Kapital, und es gab keinen Grund, zwischen Kapital und Ertrag zu unterscheiden. Es gab auch keinen Grund, die Erträge aus Dividenden oder Anleihen anders zu behandeln als diejenigen Erträge, die sich aus einer Neubewertung der Vermögenswerte ergaben. Institutionellen Anlegern wurde also ein integraler Ertragsansatz empfohlen. Ein Portfolio musste dabei im Wesentlichen zu unterschiedlichen Zeitpunkten auf Grundlage der Marktpreise bewertet und die Ergebnisse für die jeweiligen Zeitpunkte verglichen werden. Die Gesamrendite (Total Return) stellte den genauesten und aussagefähigsten Maßstab dar, die Entwicklung eines Portfolios zu beurteilen.

Dieser Ansatz sagt im Kern aus, dass ein Dollar Ertrag gleich einem Dollar Wertzuwachs ist. Die beiden Wertquellen waren vollständig austauschbar, und es zählte allein die Tatsache, dass das Portfolio am Ende einer Periode mehr wert war als am Beginn. Die Ford Foundation trug mit der Veröffentlichung der Berichte *The Law and the Lore of Endowment Funds*<sup>5</sup> dazu bei, dass die Institutionen die Bedeutung dieses Ansatzes verstanden und implementierten.

1972 ordnete die National Conference of Commissioners on Uniform State Laws die Anwendung des Gesetzes zum Uniform Management of Institutional Funds an, mit dem die Ergebnisse der beiden Berichte der Ford Foundation systematisiert wurden. Wenn eine Organisation Geldmittel benötigte, um bestimmte Verpflichtungen zu erfüllen, so bedeutete das nicht, dass man in festverzinslichen Wertpapieren anlegen musste, um diese Geldmittel als Zinsen zu erhalten. Es war ebenso legitim, auch in Aktien anzulegen und die erforderlichen Geldmittel zu beschaffen, indem man einen Teil des Aktienbesitzes zu Geld machte.

Schließlich ist noch die Spezialisierung ein wichtiges Thema der modernen Anlage­theorie und ein Phänomen, das großen Einfluss auf die Art und Weise hat, wie ein Anlageprozess organisiert werden muss. In zahllosen wissenschaftlichen Studien wurde nachgewiesen, dass Vermögensverwalter, die sich auf spezifische, exakt definierte Segmente des Marktes spezialisiert hatten, in diesen Segmenten bessere Ergebnisse erzielten als die generalistischen Manager, die einen Teil ihres Portfolios in diesen abgetrennten Teilmärkten einsetzten. Im 20. Jahrhundert war Spezialisierung ein wichtiges Thema auf den unterschiedlichsten Gebieten, und Untersuchungen wiesen nach, dass dies auch für den Anlagenbereich galt. Large-Cap-Growth-Stock-Manager erzielten bessere Resultate in diesem Marktsegment als »balanced« Manager, Small-Cap-Spezialisten schlugen auf ihrem Gebiet die Generalisten, und so fort.

5 Siehe W. L. Cary, C. B. Bright, *The Law and Lore of Endowment Funds, Report to the Ford Foundation, New York, 1969.*

## *Das neue Paradigma*

Aus den Ergebnissen dieser Theorie-Revolution entwickelte sich ein neues Paradigma für Anleger. In der Vergangenheit konnte das Anlegen häufig als ein Ansatz von unten nach oben definiert werden: Kluge Anleger beobachteten sehr genau und ständig den Markt und handelten immer dann, wenn sich eine außergewöhnliche Gelegenheit bot. Aktien wurden gekauft, wenn sie unterbewertet erschienen oder wenn das betreffende Unternehmen ein interessantes neues Produkt auf den Markt brachte. Nun besagte die Theorie plötzlich, dass dies der verkehrte Ansatz sei und die Anleger einen Top-down-Ansatz verfolgen müssten. Sie sollten ihre Erwartungen zu den verschiedenen Märkten insgesamt definieren, dann die Asset-Allokation festlegen und schließlich ihre Mittel in die unterschiedlichen Anlageklassen investieren. Außerdem sollten die Investitionen je Anlageklasse von Managern erfolgen, die sich auf dieses Gebiet spezialisiert hatten. Es war nicht ihre Aufgabe zu entscheiden, wie viel auf den verschiedenen Teilmärkten angelegt werden musste oder ob zu einem bestimmten Zeitpunkt überhaupt investiert werden sollte; diese Entscheidung blieb irgendeinem zentralen Beschlussorgan vorbehalten. Dafür erhielten diese Manager eine bestimmte Summe, die sie auf ihrem spezifischen Teilgebiet anlegen sollten.

Diese Veränderungen wirkten sich sowohl auf der Angebotsseite als auch auf der Nachfrageseite des Marktes für Anlagendienstleistungen aus. Auf der Nachfrageseite gelangten die institutionellen Anleger immer mehr zu der Überzeugung, dass der Ansatz von gemischten Fonds keine befriedigenden Resultate lieferte. Wie konnte ein einziger Manager entscheiden, wie viele Aktien im Vergleich zu Rentenwerten gekauft werden sollten, und wie konnte der gleiche Manager auch noch aus den tausenden Aktien und Anleihen die beste Wahl treffen? Die Fragestellung gewann noch an Brisanz, weil die Institutionen allmählich die Auslandsmärkte zu ihrem Arbeitsgebiet erkoren hatten. Der aufkommende neue Ansatz postulierte, dass ein »balanced« Manager unvermeidlich suboptimale Ergebnisse erzielen würde, weil er weder die Kenntnisse noch die Erfahrung der Spezialisten auf den Teilmärkten besaß.

Gleichzeitig mit dieser wachsenden Unzufriedenheit der Institutionen setzte sich auf der Angebotsseite eine Entwicklung in Bewegung, bei der sich die Anlageexperten von den Banken und Versicherungsgesellschaften lösten und ihre eigenen Verwaltungsgesellschaften gründeten. Diese versprachen nicht, wie ihre Vorgänger, für jedermann und in allen Anlagekategorien gute Ergebnisse zu erreichen, sondern sie spezialisierten sich auf spezifische Kategorien oder Teile davon. So kristallisierten sich spezifische Anleger für Anleihen heraus, die sich nach und nach weiter spezialisierten – etwa auf Staatsanleihen, auf Schuldtitel von Unternehmen oder auf Papiere bestimmter Länder oder aus unterschiedlichen Branchen sowie spezialisierte Anleger, die sich auf Wachstumsaktien,

Small und Medium Caps, bestimmte Regionen oder Sektoren und so weiter konzentrierten. Alle diese Wertpapierunternehmen wurden in den stürmischen 1960er Jahren gegründet, erwarben sich mit ihrem Total-Return-Ansatz einen Ruf, und ihre Ergebnisse waren häufig sehr viel besser als die der vorsichtigen Banken mit ihren ausgewogenen Mandaten.

Die Pensionsfonds nahmen diese Renditeunterschiede sehr wohl wahr und begannen, Teams von Managern zu engagieren, wobei jedem Team ein Teil des Portfolios überantwortet wurde, um es in spezifischen Anlageklassen oder sogar in Teilklassen anzulegen. Das neue Paradigma forderte, dass die Entscheidungsträger des Pensionsfonds die Asset-Allokation gleichzeitig mit einer Reihe von Unterallokationen festzulegen hatten, und der Plansponsor spezialisierte Manager einzusetzen hatte, die dann die tatsächlichen Investitionen je Kategorie ausführten.

Doch wie sollte ein Plansponsor diese bedeutsamen Entscheidungen treffen? Die gleichen Plansponsoren hatten nämlich externe Fachleute unter Vertrag genommen, um die Anlagen zu tätigen, weil sie sich selbst zu wenige Fachkenntnisse zutrauten, um dies selbst in die Hand zu nehmen. Wie sollten sie nun Entscheidungen hinsichtlich der Asset-Allokation und der Auswahl von Managern treffen? Die Antwort lag im Einsatz von Anlageberatern. Eine ganzes Heer von Beratern bot seine Fachkenntnisse den Plansponsoren an, die diese benötigten, um ihr Portfolio nach dem Paradigmenwechsel zu überwachen. In erster Linie lieferten diese Berater Daten zu den erzielten Ergebnissen der Vermögensverwalter. Aber die Consulting-Unternehmen, die in den 1960er Jahren gegründet worden waren, begannen schon bald, Beratung zur Asset-Allokation anzubieten. Dieser Beratung folgten Angebote zur Hilfe bei der Selektion der Vermögensverwalter. Allmählich übernahmen sie auch das Monitoring der unter Vertrag genommenen Manager, begleiteten das Auslaufen von Verwaltungsverträgen jener Manager, die die Erwartungen nicht erfüllten, und gewährten Unterstützung bei der Auswahl der Nachfolger. Die Berater unterstützten den Plansponsor auch bei der Bewertung neuer Anlagekategorien und bei der Entscheidung, ob diese in das Portfolio aufgenommen werden sollten.

Auch hier lässt der Pensionsfonds von General Mills gut erkennen, welche Änderungen sich vollzogen hatten. Nachdem Bankers Trust über Jahre den gesamten Pensionsfonds verwaltet hatte, wurde die Bank Mitte der 1960er Jahre durch vier unabhängige Vermögensverwaltungsunternehmen ersetzt.<sup>6</sup> Das gleiche Los traf viele andere institutionelle Anleger, je mehr sich das neue Paradigma durchsetzte, und so wanderten Institute mit ihrem Vermögen zu einer riesigen Zahl von Spezialisten ab. Ungefähr 15 Jahre später war es absolut nicht ungewöhnlich, dass ein Pensionsfonds 20 bis

<sup>6</sup> Siehe H. Shapiro, »At General Mills: Now there's whole wheat with pension élan«, in: *Institutional Investor*, Bd. III, Nr. 4, April 1969, S. 40.

25 Manager beschäftigte. Vielleicht das beste Beispiel für diesen Trend ist der Pensionsfonds von AT&T, bei dem 1975 insgesamt 115 Vermögensverwalter tätig waren, während zuvor die Kapitalanlage durch eine Handvoll amerikanischer Großbanken durchgeführt worden war.<sup>7</sup> Einige Jahre später stellten sich jedoch AT&T und andere Fonds die Frage, ob alle Aspekte der erfolgten Spezialisierung wohlüberlegt waren. Ein Pensionsfonds mit einer großen Anzahl von Managern musste zweifellos die Erfahrungen gemacht haben, dass einige Manager kauften, was andere verkauften und dass die überdurchschnittliche Performance, die in bestimmten Segmenten des Marktes erzielt wurde, ihr Gegenstück in der unterdurchschnittlichen Rendite an anderer Stelle hatte.

## *Die Verbreitung der Indexierung*

Das sogenannte »closet indexing« bewegte ebenfalls die Gemüter. Eine der höchst kontrovers diskutierten wissenschaftlichen Hypothesen aus den 1960er Jahren besagte, dass der Aktienmarkt als effizienter Markt gekennzeichnet sei. Diese Behauptung bezog sich nicht auf den Umfang, in dem An- und Verkäufe effizient durchgeführt und verarbeitet wurden, sondern ließ sich auf die eher wissenschaftliche Feststellung zurückführen, dass der Markt neue Informationen schnell verinnerlichen würde, so dass zu einem bestimmten Zeitpunkt die Preise der maßgeblichen Aktienwerte alle bekannten und relevanten Informationen des betreffenden Unternehmens widerspiegeln würden. Dies war ein erheblicher Unterschied zum vorausgegangenen Jahrhundert, in dem einige Akteure auf dem Gebiet der Informationsbeschaffung und -verarbeitung über einen Vorsprung verfügen konnten. So war es im 19. Jahrhundert nicht ungewöhnlich, dass ein Unternehmen vielleicht Öl in Texas oder Indonesien entdeckt hatte und die Neuigkeit erst einige Tage später in New York oder London allgemein bekannt wurde. Oder es konnte ein Großbrand an einem wichtigen Produktionsstandort eines großen Unternehmens in Cleveland oder Düsseldorf wüten, ohne dass die Finanzmärkte dies erfuhren. Aber am Ende des 20. Jahrhunderts war die Telekommunikation so weit fortgeschritten, dass Neuigkeiten unmittelbar in die Kurse eingepreist werden konnten und auch eingepreist wurden. Als beispielsweise British Petroleum ein bedeutendes neues Ölfeld entdeckt hatte, war das fast augenblicklich am Aktienmarkt bekannt, und der Kurs stieg noch am gleichen Morgen. Je umfangreicher der Informationsfluss wurde und je schneller die Informationen flossen, desto strenger wurden übrigens die gesetzlichen Regelungen hinsichtlich der Verwendung von Informationen. Das hatte zur Folge, dass ein möglicher Wissens- und Informationsvorsprung gar nicht mehr verwendet werden durfte, falls eine relevante Information einigen Marktteilnehmern oder Investoren früher bekannt wurde als anderen.

<sup>7</sup> Siehe H. Shapiro, »Learning to live with 75 money managers«, in: *Institutional Investor*, Bd. VII, Nr. 2, Februar 1974, S. 75.

Natürlich galten diese Verbesserungen und Beschleunigungen der Informationstechnologie nicht für alle Märkte und nicht zu jeder Zeit. Der Markt für Small Caps blieb beispielsweise weniger effizient, weil er von weniger Analysten und anderen Marktteilnehmern verfolgt wurde. Außerdem konnten Märkte ein irrationales Verhalten an den Tag legen, wenn Anleger auf Ereignisse emotional reagierten. Die Theorie besagte jedoch, dass die meisten Finanzmärkte insgesamt gesehen effizient waren.

Diese Hypothese implizierte für die Anleger zwei Punkte. Einerseits gab es einen überzeugenden Beweis dafür, dass der Aktienmarkt auf lange Sicht bessere Anlagereultate erzielte als der Anleihenmarkt, wie schon erwähnt, ein Hinweis auf das Bestehen einer sogenannten Risikoprämie. Andererseits waren die Versuche, durch die Auswahl bestimmter Wertpapiere eine Zusatzrendite zu erzielen, zum Scheitern verurteilt. Der durchschnittliche Vermögensverwalter konnte einen effizienten Markt nicht schlagen, und zog man die Verwaltungsvergütung eines Verwalters und die unvermeidlichen Transaktionskosten vom Anlageergebnis ab, lag die Performance häufig unter dem Marktdurchschnitt. Verwalter mit außergewöhnlichen Kenntnissen und großer Sachkenntnis konnten den Markt schlagen, aber der durchschnittliche Anleger musste davon ausgehen, dass er nur ein durchschnittliches Ergebnis erzielen würde. Als Folge dieser neuen Einsichten stellte sich logischerweise die Frage, wie ein Anleger auf dem Markt insgesamt agieren konnte, ohne dass die Verwaltungskosten zu sehr auf das Ergebnis drücken würden. Die Antwort auf diese Frage brachte auch hier der Computer. Es war möglich, ein Portfolio mit allen Aktien des Index zusammenzustellen, wobei periodische Veränderungen in der Zusammenstellung sofort nachgebildet wurden. Etwas später wurden Programme entwickelt, mit denen ein Schattenindex mit einer geringeren Anzahl von Aktien als im wirklichen Index erzeugt wurde, wodurch sich weitere Kostenvorteile ergaben. Ab 1971<sup>8</sup> wurden dann von verschiedenen Verwaltern Indexfonds angeboten, unter denen der bekannte Wells Fargo der erste war.

Die Indexierung war allerdings ein sehr kontrovers diskutierter Ansatz. In bestimmten Kreisen der Vereinigten Staaten wurde er beispielsweise als unamerikanisch angesehen, ja sogar als unpatriotisch (sic!). Die Wahl einer Indexanlage bedeutete letztlich, dass der Plansponsor sich damit abfand, dass er den Markt nicht schlagen konnte und daher ein Ergebnis akzeptierte, das dem Marktergebnis entsprach. Der Verzicht auf eine mögliche Zusatzrendite wurde gegen die Sicherheit eingetauscht, kein schlechteres Ergebnis zu erzielen als der Marktdurchschnitt (vor Abzug der Kosten). Diese Form der passiven Verwaltung wurde durch aktive Anleger angegriffen, die weiterhin behaupteten, es gäbe genügend Beispiele für Verwalter, die den Markt sehr wohl schlugen, nicht nur in einem bestimmten Jahr, sondern fortdauernd. Die Theoretiker hinter der Indexierung behaupteten

<sup>8</sup> S. A. Schoenfeld, *Active Index Investing, Maximizing Portfolio Performance and Minimizing Risk through Global Index Strategy*, New Jersey, 2004.

teten, eine Outperformance sei zwar möglich, ebenso wie Spieler ein Casino schlagen können, das Übertreffen des Marktes sei aber ein Nullsummen-Spiel. Das Ergebnis in absoluten Zahlen derjenigen, die überdurchschnittlich abschnitten, musste per Definition gleich dem Ergebnis der anderen sein, die das nicht schafften, eben weil die Summe aller Renditen schlussendlich die Marktrendite ist. Außerdem wurde empirisch festgestellt, dass Teilnehmer, die – auch für längere Zeiträume – den Markt übertrafen, nicht notwendigerweise über mehr Kenntnisse und Sachkenntnis verfügen mussten als die Zocker, die immer am Roulettetisch gewannen.

Um die Sache für institutionelle Anleger noch zusätzlich zu erschweren, kam ein weiterer komplizierender Faktor hinzu. Auch wenn alle Nachweise zusammengetragen worden waren, die bestätigten, dass bestimmte Kennwerte einer Organisation Gewähr dafür boten, dass einige Anleger regelmäßig bessere Ergebnisse erzielten als ihre Konkurrenten, so blieb die schwierige Aufgabe zu lösen, diese Manager im Rahmen eines objektiven und reproduzierbaren Suchverfahrens auch zu finden.

## *Unzufriedenheit mit dem Paradigma*

Während einige Teilnehmer die Indexierung wählten, suchten andere Anleger nach Wegen, die Thesen der modernen Portfoliotheorie soweit anzupassen, dass die Schwachstellen, die sie erkannten, korrigiert werden konnten. Ein Einwand gegen diese Implikationen war der, dass das Heer der Verwalter zu umfangreich geworden und zu schwierig zu steuern war. Die logische Antwort darauf war eine Verringerung der Zahl der Manager. In einigen Fällen wurde der Mandatsumfang breiter gefasst, in anderen Fällen wurden von den Plansponsoren weniger Verwalter je Anlagekategorie verpflichtet.

Ein gewichtiger Fakt, der gegen die Theorie sprach, war die Tatsache, dass eigentlich niemand mehr die umfassende Verantwortung für das Portfolio trug. Die Arbeitsverteilung zwischen Plansponsoren, Beratern und Vermögensverwaltern implizierte, dass jedem einzelnen ein schmaler Verantwortungsbereich zugewiesen war. Juristisch gesehen war der Plansponsor oder die Verwaltung des Fonds der für die Wahrung der Rechte der Teilnehmer verantwortliche Treuhänder. Die anderen Beteiligten waren nicht notwendigerweise Treuhänder im rechtlichen Sinne und in der Praxis handelte es sich nur um unter Vertrag genommene Kräfte, die eine spezifische Aufgabe zu erfüllen hatten, ohne sich dabei zu viele Gedanken um den Gesamtzustand des Fonds machen zu müssen.

Die Situation stellte sich damit so dar, dass diejenigen, die über Sachkenntnis verfügten, wenig Gesamtverantwortung trugen und dass diejenigen, die die Verantwortung trugen, nur

geringe Sachkenntnis hatten. Der Plansponsor war ein Amateur. So wurden bei den meisten amerikanischen Unternehmenspensionsfonds die Geschäfte vom Assistant-Treasurer der Muttergesellschaft gesteuert, von denen es in diesen Abteilungen mehrere gab. Einzelne von ihnen wollten aus Karrieregründen noch dazu innerhalb oder außerhalb der Abteilung rotieren, wodurch einem Mitarbeiter die Aufsicht zugewiesen wurde. Bei öffentlichen Pensionsfonds gab es häufig einen kleinen Mitarbeiterstab, der für eine Fondsaufsicht tätig war, die zumeist aus Behördenvertretern bestand. Bei einem Pensionsfonds für Lehrer bildeten einige Lehrer die Aufsicht, beim Pensionsfonds der Polizei und Feuerwehr bestand sie aus den unterschiedlichen Berufsgruppen, darunter Revierpolizisten und Feuerwehrleute sowie Personen höheren Ranges dieser Berufsgruppen. Die Mitglieder der Aufsichtsorgane wurden meistens gewählt, weil sie in ihren Gewerkschaften oder in anderen Organisationen aktiv waren. Darüber hinaus gab es keine einzige Überprüfung ihrer Finanzkenntnisse oder ihres Fachwissens in anderen relevanten Bereichen. Diese Mitglieder der Aufsichtsorgane stützten sich völlig auf ihre Berater und Vermögensverwalter, aber die Berater und Verwalter unterlagen nur wenigen gesetzlichen Bestimmungen, an die sie sich halten mussten oder die für sie richtungsweisend waren.

Ende der 1980er Jahre wurden in den Vereinigten Staaten Versuche unternommen, an diesem Zustand Veränderungen vorzunehmen. Verschiedene Betriebspensionsfonds entwickelten eine »strategische Partnerschaft« mit ihren Vermögensverwaltern. Der Finanzdienstleister GTE wählte beispielsweise vier große Anlagehäuser aus und deponierte bei ihnen den größten Teil des Pensionsvermögens. Die Unternehmen erhielten mehr Spielraum und Verantwortung, als es bei Verwaltungsmandaten bisher üblich war. Diese Verwalter konnten zum Beispiel selbst entscheiden, in welche Anlageklassen und -kategorien Gelder investiert wurden.

Diese Arbeitsweise kann man als einen Versuch ansehen, die Beziehungen zwischen Fonds und Verwalter zu stärken. Für die Anlagegesellschaften stellte dies natürlich eine willkommene Form der Kundenbindung dar. Die Art der Ausführung sahen jedoch manche als eine Rückkehr zu den »balanced« Mandaten an, mit dem einzigen Unterschied, dass die Mandate jetzt vom Verwalter ausgeführt wurden, der in seiner eigenen Organisation ein ganzes Team von Spezialisten um sich geschart hatte. Auf diese Weise wurde der Vorteil der Spezialisierung mit dem Nutzen kombiniert, nur einen Verwalter zu beschäftigen, der für den Pensionsfonds eine umfangreiche Verantwortung trug.

Dieser Ansatz fand in den USA jedoch wenig Anklang. Eines der Gegenargumente war, dass es unwahrscheinlich sei, dass eine einzelne Anlagefirma zwischen den verschiedenen Anlageklassen und den verschiedenen Strategien gut operieren könne. Das Unternehmen habe vielleicht die erforderliche Fachkenntnis im eigenen Haus, aber es bestünden organisatorische und insbesondere wirtschaftliche Beschränkungen, die dazu

führen würden, dass die Verwalter die Mittel nicht oder nur in unzureichender Weise auf eine andere Abteilung übertragen könnten, obwohl das für eine erfolgreiche Verwaltung positiv wäre. Ungeachtet eines kurzzeitigen Interesses an diesem Ansatz, bei dem die Befürworter die Vorteile wirksam hervorhoben, starb das Konzept einen sanften Tod. Die Schwächen des Ansatzes waren einfach zu groß, denn es war unmöglich, eine überzeugende Antwort auf folgende Frage zu finden: Wie kann ein Plansponsor den besten strategischen Partner wählen? Doch selbst wenn ihm dies gelänge, müssten immer noch eine Reihe weiterer Fragen beantwortet werden: Waren die Partner bei Aktien, Anleihen und sonstigen Vermögenswerten gleichermaßen qualifiziert, oder war einer der Partner auf einem spezifischen Gebiet besser? Würde dieser Partner zwischen den Anlagen im Interesse des Fonds switchen, selbst wenn das bedeutete, dass sich seine Verwaltungsvergütung dadurch verringerte? Wäre die Anzahl der Transaktionen optimal für den Fonds, oder bestünde eine Tendenz, eine gewisse Mindestprovision zu generieren?

## *Der Bedarf an Fiduciary Managern*

Zu Beginn des 21. Jahrhunderts herrschte unter den Pensionsfonds und anderen Instituten also große Unzufriedenheit über die vorhandenen Verwaltungsstrukturen. Zu viele Personen spielten eine Rolle, doch niemand übernahm letztlich die Gesamtverantwortung. Es war den Fondsmanagern untersagt, ihr Expertenwissen untereinander auszutauschen. Ihre einzige Aufgabe bestand darin, die Fonds in dem Stil zu verwalten, aufgrund dessen sie ausgewählt worden waren. Wichen sie von diesem Stil ab, so galt dies als *style drift*, und das war ein Grund für eine Entlassung. Die Vergütung der Berater erfolgte pro Tag, was sich natürlich auf die Beratung auswirkte. Sicher nicht zu Unrecht unterstellt man, dass einige Berater versuchten, ihre Einkünfte zu erhöhen, indem sie mehreren Kunden aus ihrem Kundenbestand dieselben Daten übermittelten und vielleicht sogar dieselben Ratschläge erteilten.

Mit der Auslagerung vieler Tätigkeiten konnte die Organisation des Fonds vom Umfang her klein bleiben, und es bestand kaum Bedarf an internem Fachwissen. Der Fonds war daher sehr abhängig, sowohl vom Berater als auch vom Verwalter. Ebenso war man von den Versicherungsmathematikern und sonstigen Experten für spezifische Problematiken abhängig.

Als Antwort auf diese Probleme wurde das Fiduciary Management entwickelt. Dieser Ansatz versucht, das Expertenwissen wieder mit der Übernahme von Verantwortung zu vereinen. Fiduciary Management soll sicherstellen, dass diejenigen, die die Verwalter und Berater beaufsichtigen, sowohl über das dafür erforderliche Expertenwissen verfü-

gen, als auch über die engen Kontakte zum Plansponsor, damit er dies alles auch effizient erfüllen kann.

Die Aufgaben des Fiduciary Managers können nicht von einer Einzelperson übernommen werden, hierfür bedarf es eines Unternehmens und zwar eines recht großen Unternehmens, da dort eine Reihe schwieriger Aufgaben zu lösen sind, wie in den folgenden Kapiteln dargelegt wird. Es ist möglich, dass Beratung die einzige Aktivität dieses Unternehmens ist, aber meist handelt es sich um die komplette Leitung der jeweiligen Abteilung eines Anlagehauses, einer Bank oder eines Pensionsfonds. Die wichtigsten Voraussetzungen sind, dass dieser Fiduciary Manager gegenüber dem Fonds und nur dem Fonds verantwortlich ist und dass er über das entsprechende Fachwissen verfügt, Berater und Verwalter zu überwachen. Die Inanspruchnahme eines Fiduciary Managers bedeutet nicht, dass sich dadurch die Abhängigkeit von spezialisierten Anlageverwaltern reduziert. Tatsächlich ist ein Teil der Erfordernisse, eine fiduziarische Struktur zu schaffen, gerade das Einbringen von Fachwissen, durch das eine große Zahl von Verwaltern effektiv eingesetzt werden kann. Der klassische Berater behält auch weiterhin seine Funktion, doch sein Beitrag muss besser eingesetzt werden. Der klassische Berater kann somit an Bord bleiben, seine Verantwortung wird jedoch weniger umfangreich und richtet sich zum Beispiel mehr auf die Beurteilung des Fiduciary Managers.

In den letzten Jahren haben zahlreiche Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften auf der ganzen Welt das Prinzip des Fiduciary Managements geprüft und angewendet. Deren Erfahrungen zeigen, dass auch andere Institutionen viele der gewonnenen Erfahrungen zum eigenen Nutzen einsetzen können.