

Zur Problematik des Zielsystems von Mutual Funds

Von Manfred Adami, London

A. Durch Anlegerziele und Anlegerverhalten determinierte Anforderungen an das Zielsystem

Die Forderung, daß sich die Zielsetzung von Investmentgesellschaften an den Zielvorstellungen der Anleger auszurichten habe, ist unbestritten. Sie kommt bereits deutlich in dem von Seischab formulierten Grundgedanken der Investment-Idee von der „Kooperation der Investoren“ zum Ausdruck¹.

Die Ausweitung des Anlegerkreises und die Verselbständigung des Management haben dazu geführt, daß Zielbildung und -formulierung sich im allgemeinen ohne Mitwirkung der späteren Anleger vollziehen. Erfolgt dann aber eine Ausrichtung des Zielsystems an den Vorstellungen der Anleger, und wie geschieht das?

Die Ziele der Anleger lassen sich auf die Grundmotive jeder Kapitalanlage zurückführen. Eine Kapitalanlage soll (1) Sicherheit bieten gegen Kapitalverluste sowohl nomineller als auch realer Art, sie soll (2) die Erzielung eines möglichst hohen Ertrages gewährleisten und (3) ein gewisses Maß an Liquidität aufweisen².

Nur wenige Anleger pflegen jedoch in diesen abstrakten Kategorien zu denken. Wie Untersuchungen der Ziele von Fund-Anteilseignern in den USA zeigen, sind bei mehr als der Hälfte der Befragten keine spezifischen Zielvorstellungen (objective: general savings)³ mit der Kapitalanlage verbunden.

Im Zusammenhang mit der Anlage der Mittel bei einem Fund werden dagegen sehr konkrete Vorstellungen erkennbar, die allerdings deutlich

¹ H. Seischab, *Investment Trusts; Versuch einer Theorie und Systematik der Kapitalwertsicherungsbetriebe*, Diss., Stuttgart 1931, S. 27 ff.

² Vgl. K. F. Hagenmüller, *Der Bankbetrieb*, Bd. I, Wiesbaden 1964, S. 103 f.

³ Vgl. SEC, *Survey of Mutual Fund Investors*, Prepared by the Securities Research Unit, Wharton School of Finance and Commerce, University of Pennsylvania, Part 4, S. 282; im folgenden zitiert als: Wharton Survey.

durch das Verkaufsgespräch mit dem Fund-Vertreter geprägt scheinen (s. Tab. 1).

Tabelle 1

**Einflussfaktoren beim Erwerb von Mutual Fund-Anteilen
(Berücksichtigung durch Anleger, in % der Antworten)**

Einflussfaktoren	Normal-Anleger	Inhaber kontraktgebundener Sparpläne
(1) Vorteile durch professionelles Management	57	57
(2) Vorteile durch Risikostreuung	48	32
(3) Teilnahme am Wirtschaftswachstum ...	35	36
(4) Schutz vor Inflation	21	20
(5) Vorteile durch steigende Aktienkurse ...	17	19
(6) Zielstrebiges Sparen	11	45
(7) Kapitalwertsicherung	13	8
(8) Höhere Erträge (Return on Investment) ..	8	12
(9) Andere Gründe	7	9

Quelle: Wharton Survey, a.a.O., S. 286. Die Antworten ergeben zusammen mehr als 100 %, da jeder Anleger mehrere Faktoren wählen kann.

Faßt man diese recht unsystematischen und sich z. T. überschneidenden Kriterien nach ihrer überwiegenden Sicherheitsorientiertheit ([2], [4], [7]) und Ertragsorientiertheit ([3], [5], [8]) zusammen, so zeigt sich, daß das Sicherheitsstreben der Anteilsinhaber die dominierende Rolle spielt. Es zeigt sich aber ebenso, daß, verbunden mit der Ertragserzielungsabsicht, eine gewisse Spekulationsneigung vorhanden ist.

Die relativ große Flexibilität der Anlage erlaubt es den Anlegern jederzeit⁴, von ihrem Liquidationsrecht Gebrauch zu machen. Im Normalfall wird dies dann geschehen, wenn das individuelle Sparziel erreicht ist. Die Liquidation der Anteile kann aber auch darauf zurückzuführen sein, daß Anleger das Zielsystem des Fund oder das Ausmaß der Zielerreichung⁵ als in ihrem Sinne nicht mehr befriedigend ansehen.

Vermehrte Rückflüsse aus dem Fund und/oder verminderte Zuflüsse bilden zunächst einen starken Anreiz, erhöhte Anstrengungen im Hinblick auf das Ausmaß der Zielerreichung zu unternehmen⁶; sie können darüber

⁴ Ausgenommen sind hier vor allem kontraktgebundene Sparpläne, für die erst wenige Zahlungen vorgenommen wurden.

⁵ Vgl. E. Heinen, Das Zielsystem der Unternehmung, Wiesbaden 1966, Seite 82 ff.

⁶ Dies ist der Idealfall. Im Zweifel werden, wie sich noch zeigen wird, wahrscheinlich zunächst verstärkte Absatzbemühungen unternommen.

hinaus Anlaß geben, das Zielsystem des Fund zu überprüfen, und es gegebenenfalls einer Revision zu unterziehen, wobei allerdings die Zustimmung der Anteilseigner einzuholen ist⁷.

Das Verhalten fremder und potentieller Anleger vermag ebenfalls auf das Zielsystem von Mutual Funds Einfluß auszuüben. Es ist wahrscheinlich, daß der Zielbildungsprozeß bei neu zu gründenden Funds wesentlich von dem Anlegerinteresse an bestehenden Funds mit bestimmten Zielsetzungen und deren Anlage- und Absatzerfolgen beeinflusst wird. Dieser Einfluß stellt ein Korrektiv dar, das die fehlende Mitwirkung der späteren Anleger am Zielbildungsprozeß und die mangelnde Klarheit und Transparenz ihrer eigenen Zielvorstellungen zumindest teilweise kompensiert.

Damit wird die Berücksichtigung des Anlegerverhaltens als Anforderung an das Zielsystem zum Substitut für die letztlich hinter diesem Verhalten stehenden, aber nicht präzisierbaren Zielvorstellungen der Anleger.

B. Zielsystem von Mutual Funds

I. Außengerichtetes Zielsystem

1. *Transparenz des außengerichteten Zielsystems*

Bei einem Anteilserwerb müssen dem Anleger nicht nur genaue Informationen über die Zielsetzung des Funds zugänglich gemacht werden, sondern der ihm auszuhändigende Prospekt muß auch Angaben über grundlegende Richtlinien der Mittelentscheidungen im Bereich der Anlagepolitik und Finanzierungspolitik enthalten⁸. Die vom Investment Company Act geforderte, ausführliche Publizität sorgt darüber hinaus dafür, daß ebenso Informationen über das Ausmaß der Zielerreichung den Anlegern zugänglich gemacht werden. Da diese Angaben aufgrund der Vorschriften des Statement of Policy der SEC⁹ nur in einheitlicher Form veröffentlicht werden dürfen, ist zugleich ein hohes Maß an Vergleichbarkeit der Leistungsergebnisse verschiedener Mutual Funds gewährleistet.

⁷ Vgl. Investment Company Act of 1940, As Amended March 31, 1961, Sec. 13.

⁸ Vgl. Act, Sec. 8 (b).

⁹ Vgl. National Association of Securities Dealers (NASD), Reprint of the Manual, Chicago 1968, S. 5021 ff., Ziff. 5101 ff., im folgenden zitiert als NASD-Manual.

2. Elemente des außengerichteten Zielsystems

Die Transparenz des externen Zielsystems von Mutual Funds erlaubt es, bei der Untersuchung ihres Zielsystems von ihren explizit genannten Zielsetzungen auszugehen. Dies scheint auch deshalb angebracht, weil die herkömmlicherweise in der Betriebswirtschaftslehre unterstellten betrieblichen Zielsetzungen als sinnvolle Ziele für Mutual Funds nicht verwendbar sind, ohne in besonderer Weise interpretiert zu werden. Es wäre z. B. bei der Zielsetzung „Gewinnmaximierung“ zu klären, ob dem Gewinnbegriff auch unrealisierte Kapitalgewinne zu subsumieren wären. Dies ist bei anderen Unternehmen, d. h. solchen mit originären Leistungsprozessen, nicht der Fall, bei Mutual Funds jedoch notwendig¹⁰.

Die Zielsysteme von Mutual Funds tragen der Eigenart des Leistungsprozesses Rechnung, indem sie die Komponenten des Gewinns trennen und sie als Zielgrößen gesondert anführen. Die gewinnorientierten Elemente des Zielsystems sind demzufolge Erzielung von Kapitalzuwachs durch realisierte Kursgewinne einerseits (gekennzeichnet als Capital Gain oder Growth) und Erzielung regulären Einkommens durch Zinsen und Dividenden (Income) andererseits. Ein weiteres Element ist das Streben nach Sicherheit in Form der Kapitalwertsicherung. Es findet in dem Bestreben Ausdruck, Kursschwankungen nach unten weitgehend aufzufangen (Stability).

3. Kombination und Gewichtung der Elemente

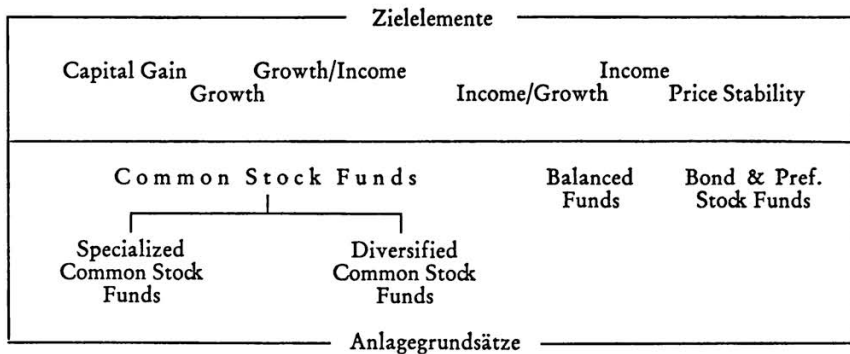
Die grundlegenden Elemente Kapitalzuwachs (Capital Gain, Growth), Einkommen (Income) und Sicherheit (Stability) sind in den Zielsystemen von Mutual Funds in unterschiedlicher Kombination und Gewichtung enthalten. Unter den inzwischen über 500 amerikanischen Mutual Funds reicht die Skala der Zielsysteme vom spekulativ orientierten, überwiegend oder ausschließlich auf die Erzielung von Kursgewinnen bedachten „Capital Gain Fund“ bis zum konservativen, Einkommenserzielung und Sicherheitsstreben betonenden „Bond and Preferred Stock Fund“¹¹.

¹⁰ Vgl. *M. Adami*, Grundlagen der Geschäftspolitik amerikanischer Mutual Funds, Diss., Hamburg 1969, S. 57 ff.

¹¹ Ein umfassender Überblick über Zielsetzungen von Mutual Funds sowie eine Gruppierung nach ihren Zielsystemen findet sich bei *Wiesenberger* (68), a.a.O., S. 40 ff., 114 ff. Dort werden Zielsysteme in einigen Fällen durch Zielelemente, in anderen Fällen durch Anlagegrundsätze gekennzeichnet.

Um die Bedeutung einzelner Gruppen außengerichteter Zielsysteme aufzeigen zu können, wird im folgenden eine Trennung reiner Zielelemente von den vielfach verwendeten Anlagegrundsätzen vorgenommen, die nur indirekt das Zielsystem kennzeichnen. Diese Trennung scheint geboten, um die ohnehin unscharfen Grenzen zwischen den Zielsystemen nicht noch zusätzlich durch die Verwendung unterschiedlicher Kriterien zu verwirren.

Der in der Praxis geübten Verwendung von Anlagegrundsätzen läßt sich dadurch Rechnung tragen, daß man bestimmten Zielsystemen die entsprechenden grundlegenden Merkmale der Anlagepolitik zuordnet, ohne sie aber zur Kennzeichnung des Zielsystems selbst zu verwenden. Folgt man diesem Prinzip, so ergibt sich folgendes Bild:



Grundsätzlich ist davon auszugehen, daß die Zielelemente Growth, Income und Stability in den Zielsystemen aller Mutual Funds enthalten sind. Verhalten und Erfolge der mehr spekulativ orientierten Capital Gain und Growth Funds im schlechten Börsenjahr 1966 zeugen beispielsweise von ihrem Bemühen, Kursrückgänge aufzufangen, und deuten damit auf ihr Sicherheitsstreben¹². Ebenso wird es keinen Fund geben, der neben

¹² Vielen von ihnen gelang es, trotz der auf breiter Front sinkenden Aktienkurse (der Dow-Jones-Index sank in diesem Jahr um 15,8 %) Wertzuwächse zu erwirtschaften (bis zu 18 %); vgl. *Wiesenberger* (67), a.a.O., S. 114. Dies trifft für das Jahr 1969 nicht zu. Die Wertverluste der kapitalzuwachsorientierten Funds waren jedoch in den ersten 9 Monaten des vergangenen Jahres im Schnitt nur unwesentlich größer als die der anderen Gruppen. Vgl. *A. Wiesenberger*, Mutual Fund Management Results to Sept. 30, 1969:

Dow-Jones	— 11,2 (Jan.-Sept.) in %
Standard & P's	— 8,1 (Jan.-Sept.) in %

dem Sicherheitsstreben (Stability) nicht auch Einkommens- und Kapitalzuwacherzielung für wünschenswert hielte.

Die Skala der Zielsysteme wählt darum das jeweils dominierende Element zur Kennzeichnung der unterschiedlichen Gruppen. Die Überschneidungen der einzelnen Gruppen sollen dabei andeuten, daß ihre eindeutige Abgrenzung voneinander nicht möglich ist.

Wie sich Unterschiede in der Gewichtung der Elemente auf die Anlagepolitik auswirken, kann hier nur angedeutet werden. Die folgenden Kriterien, die den am Ende der Skala liegenden, aggressiven Capital Gain Fund kennzeichnen, werden in immer weniger starker Ausprägung bei Bewegung in Richtung auf das andere Ende der Skala vorzufinden sein und sich im Extremfall ins Gegenteil umkehren:

- Überdurchschnittlich hohe Schwankungen des Nettovermögenswertes (und damit des Wertes der Anteile),
- extrem niedriges Einkommen aus Zinsen und Dividenden,
- hohe Portefeuille-Umschichtungsziffern,
- verhältnismäßig zahlreiche Anlagen in Werten relativ kleiner, wenig bekannter Gesellschaften,
- Konzentration der Anlagen in relativ wenigen Papieren,
- Ausnutzung von Fremdfinanzierungsmöglichkeiten¹³.

Die Abgrenzung unterschiedlicher Typen von Mutual Funds auf der Basis grundlegender Merkmale der Anlagepolitik ergibt formal zwar relativ klare Gruppengrenzen, ist aber wenig aussagefähig, da inzwischen fast 80 % des Vermögens aller Mutual Funds von den sog. Common Stock Funds verwaltet werden, die überwiegend in Stammaktien inve-

Large Growth Funds	— 13,7 (Jan.-Sept.) in %
Smaller Growth Funds	— 18,9 (Jan.-Sept.) in %
Growth / Income	— 11,5 (Jan.-Sept.) in %
Income / Growth	— 11,0 (Jan.-Sept.) in %
	— 11,9 (Jan.-Sept.) in %
Income	— 14,5 (Jan.-Sept.) in %
Balanced	— 11,4 (Jan.-Sept.) in %

¹³ Vgl. *Wiesenberger* (68), a.a.O., S. 40 f. Diese Aussagen gelten wiederum nur grundsätzlich und tendenziell. Beispielsweise gelang es keinem der mehr auf Stabilität und Einkommenserzielung ausgerichteten bei Wiesenberger angeführten Balanced Funds und Income Funds im Jahre 1966 Wertzuwächse zu erwirtschaften. (Im Gegensatz zu den Capital Gain Funds und Growth Funds.) Ebenso sorgt die unterschiedliche Größe der Mutual Funds innerhalb der Kategorien für weitere Unterschiede in der Anlagepolitik.

stieren¹⁴; diese Gruppe umfaßt demzufolge allein fast die gesamte Skala der Zielsysteme, d. h. es finden sich in ihr Capital Gain Funds, Income Funds sowie solche, die den dazwischen liegenden Gruppen angehören. Die überwiegende Mehrzahl der Common Stock Funds gehört darüber hinaus in die Kategorie der Diversified Common Stock Funds mit relativ weit gestreutem Portefeuille. Die Specialized Common Stock Funds halten nur rund 2,6 % des Gesamtvermögens aller Mutual Funds. Unbedeutend ist auch das Gewicht der Bond and Preferred Stock Funds; ihr Vermögen macht nur wenig mehr als 0,5 % der Gesamtheit aus.

Die Balanced Funds, die gewöhnlich zwischen 20 und 50 % ihres Vermögens in festverzinslichen Werten und Vorzugsaktien (Senior Securities) anlegen, halten rund 16 % des Vermögens aller Funds. Rund 3 % des gesamten Vermögens entfallen auf Funds, die gewisse, zeitlich limitierte (inzwischen entfallene) Steuervorteile boten und auf internationale Funds. Insgesamt hat, besonders in den letzten Jahren, eine deutliche Verschiebung zugunsten der Common Stock Funds stattgefunden. Ihr Anteil am Gesamtvermögen der Mutual Funds betrug noch 1958 nur rund 58 %¹⁵ gegenüber 80 % in 1968¹⁶.

Hieraus läßt sich zwar schließen, daß Stammaktien als Anlageobjekte der Mutual Funds an Bedeutung gewonnen haben, doch läßt diese Entwicklung noch keine Aussage über die unterschiedliche Gewichtung der Zielelemente im Zeitablauf zu.

Setzt die Betrachtung an den Zielelementen an, so zeigt sich, daß die Position der auf Kapitalzuwachs abzielenden Funds stark an Bedeutung gewonnen hat. Ihr Anteil am Gesamtvermögen der Mutual Funds betrug 1958 rund 28 %¹⁷. Faßt man die überwiegend kapitalzuwachsorientierten Funds (Capital Gain, Growth, Growth/Income) zusammen, so macht ihr Vermögen (1968) rund 40 % der Gesamtheit aus. In die Gruppe Income/Growth fallen rund 38 % und in die Gruppen Income und Price Stability (zusammen) rund 20 %¹⁸.

Damit wird deutlich, daß das Zielelement Kapitalzuwachs zunehmend in den Vordergrund getreten ist. Diese Entwicklung ist allerdings nicht

¹⁴ Hier und bei den folgenden Angaben wurde von Wiesenberger veröffentlichtes Zahlenmaterial zugrunde gelegt. Vgl. *Wiesenberger* (68), a.a.O., S. 43.

¹⁵ Vgl. *A Study of Mutual Funds*, Prepared for the SEC by the Wharton School of Finance and Commerce, Wash. D. C. 1962, S. 77; im folgenden zitiert als: Wharton Report.

¹⁶ Vgl. *Wiesenberger*, Management Results to June 30, 1968, a.a.O.

¹⁷ Vgl. Wharton Report, a.a.O., S. 77.

¹⁸ Vgl. *Wiesenberger*, Management Results to June 30, 1968, a.a.O.

auf Mutual Funds beschränkt, sondern sie läßt sich auch bei anderen institutionellen Investoren beobachten¹⁹.

Für die Mutual Funds ist dies insofern bedeutsam, als sich daraus eine Bestätigung für die Folgerichtigkeit der aufgezeigten Entwicklung ableiten läßt, für die die Funds wegweisend gewirkt haben. Der Schluß, daß das Streben in Richtung auf zunehmende Berücksichtigung des Ziellements Capital Gain bzw. Growth im Zielsystem der Funds sich fortsetzen wird, liegt daher nahe. Für diese Untersuchung ergibt sich daraus die Notwendigkeit, in verstärktem Maße auf die Wirkungen einzugehen, die sich aus der Verfolgung des Kapitalgewinnstrebens ergeben.

II. Internes Zielsystem

Geschäftspolitische Entscheidungen werden stets im Hinblick auf bestimmte Zielsetzungen getroffen. Deren Existenz ist mithin eine der Bedingungen dafür, daß rationale Entscheidungen getroffen werden können. Für den außenstehenden Betrachter ist die Kenntnis der Zielsetzungen einer Unternehmung dementsprechend Voraussetzung für das Verständnis der Zusammenhänge des Leistungsprozesses und der in dessen Verlauf gefällten Entscheidungen.

Die Kenntnis des außengerichteten Zielsystems von Mutual Funds reicht nicht aus, um ein solches Verständnis umfassend zu vermitteln. Es bedarf dazu einer Klärung der Zielvorstellungen, die die Triebkräfte für das Handeln des Management darstellen. Dieser Personengruppe obliegt es, den Leistungsprozeß von Mutual Funds aktiv zu gestalten; sie steht somit in dessen Zentrum. Aus diesem Grunde wird das aus ihren Zielvorstellungen abgeleitete System von Zielgrößen als internes Zielsystem bezeichnet.

In seiner sachbezogenen Wirkungsrichtung unterscheidet sich das interne Zielsystem nicht vom außengerichteten Zielsystem; denn beide wirken auf die Gestaltung des Leistungsprozesses nach „innen“ und über die Außenwirkung des Erfolges bestimmter Entscheidungen nach „außen“. Ein Unterschied besteht jedoch hinsichtlich der Stellung beider Zielsysteme. Beim außengerichteten Zielsystem handelt es sich gleichsam um ein „offizielles“ Zielsystem, dessen Formulierung und Publikation vom Gesetzgeber verlangt wird und das dadurch besondere Auswirkungen erlangt. Diese bestehen in der Information potentieller Anleger und in der davon

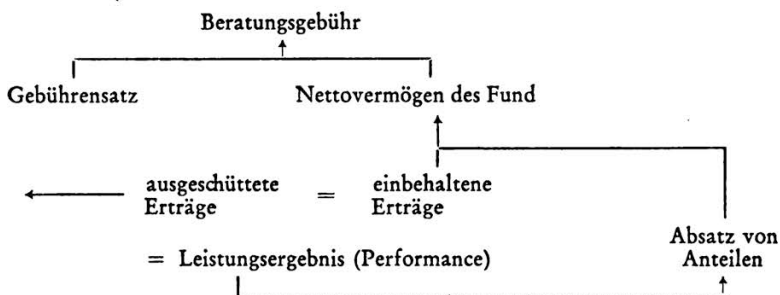
¹⁹ Vgl. NYSE, Institutional Shareownership, A Report on Financial Institutions and the Stock Market, New York, June 1964, S. 13 ff.

ausgehenden akquisitorischen Wirkung. Dem internen Zielsystem fehlt dagegen diese Publizitätswirkung. Es gründet sich auf einige, dem Leistungsprozeß der Mutual Funds innewohnende, besondere Zusammenhänge, auf die im folgenden eingegangen wird.

1. Elemente des internen Zielsystems

Im typischen Fall nimmt eine ausgegliederte, rechtlich unabhängige Institution — die Management Company — die mit der Geschäftsführung eines Fund verbundenen Aufgaben wahr. Sie erhält dafür ein Entgelt in Form einer wiederkehrenden Gebühr, die jährlich (oder in unterjährigen, auf Jahressätze umgerechneten Teilbeträgen) vom Fund an die Management Company zu entrichten ist. Diese Beratungsgebühr (Management Fee, Advisory Fee) wird dem Fund in Form eines Prozentsatzes von dessen Nettovermögen in Rechnung gestellt.

Aus dem Bestreben der Management Company, möglichst hohe Einnahmen aus Beratungsgebühren zu erwirtschaften, läßt sich zunächst nur ein (internes) Ziel ableiten: Gebührenmaximierung. Dieses Ziel ist jedoch nur auf dem Umweg über andere anzustrebende Größen zu erreichen, da weder der Gebührensatz beliebig hoch angesetzt werden kann, noch das Nettovermögen des Fund direkt in seiner Höhe veränderbar ist. Letzteres ist wiederum nur auf dem Umweg über den Absatz neuer Anteile sowie über die Erzielung und Einbehaltung von Erträgen möglich. Faßt man alle Erträge (vereinnahmte Zinsen und Dividenden, realisierte und unrealisierte Kursgewinne) in einer Größe, dem Leistungsergebnis (Performance) zusammen, so läßt sich das interne Zielsystem schematisch wie folgt darstellen:



Die schematische Darstellung läßt die hierarchische Struktur²⁰ des internen Zielsystems deutlich hervortreten. Dem Oberziel, der Erzielung von Beratungsgebühren²¹, sind die anderen Elemente des internen Zielsystems untergeordnet. Insofern unterscheidet sich das interne Zielsystem vom außengerichteten Zielsystem. Dessen Elemente (Kapitalzuwachs, Einkommen, Sicherheit) sind grundsätzlich als gleichwertig zu betrachten. Erst durch ihre Kombination und unterschiedliche Gewichtung verschiebt sich ihre Bedeutung für den jeweils betrachteten Fund bzw. eine Gruppe von Funds.

2. Bedeutung der Elemente des internen Zielsystems

Veränderungen der Höhe des Gebührensatzes führen *cet. par.* zu direkten Veränderungen der vom Fund zu entrichtenden Beratungsgebühr. Im Interesse der Management Company müßte der Gebührensatz möglichst hoch angesetzt werden. Geschähe eine solche Festsetzung im Rahmen von Verhandlungen mit Vertretern des Fund, die in dessen Interesse einen möglichst *niedrigen* Gebührensatz zu fordern hätten, so könnte man, aus der Sicht des Management, den Gebührensatz als eine Zielgröße bezeichnen. Da die Management Company jedoch zugleich das Management des Fund repräsentiert, infolgedessen also niemand ausschließlich die Interessen des Fund in Verhandlungen über den Gebührensatz vertritt, wird er von der Management Company festgesetzt²². Der Gebührensatz kann daher nur mit Einschränkung als Zielgröße betrachtet werden.

Andererseits kann die Management Company den Gebührensatz nicht beliebig hoch festsetzen. Dem stehen die Interessen der Anteilseigner entgegen, die gegebenenfalls im Wege einer Klage gegen die Management Company geltend gemacht werden können²³. Für die Beratungsgebühr

²⁰ Vgl. E. Heinen, Das Zielsystem der Unternehmung, Wiesbaden 1966, S. 104 f.

²¹ Eine *Maximierung* der Beratungsgebühren ließe sich selbst in einer Modellbetrachtung nicht vertreten, da sich daraus eine direkte Kollision der Anlegerinteressen mit denen des Management ergäbe. Auf die Konsequenzen, die sich aus diesem Sachverhalt ergeben, wird im folgenden noch mehrfach eingegangen.

²² Es wäre denkbar, die Interessen des Fund von den Outside Directors vertreten zu lassen. Deren Stellung ist jedoch für eine echte Interessenvertretung nicht stark genug; vgl. SEC-Report, a.a.O., S. 130 ff.

²³ Dies ist mehrfach geschehen. Dabei ist die Höhe der Gebührensätze jedoch von den Gerichten durchweg bestätigt worden. Die von den klageführenden Anteilseignern gewünschte Anordnung einer Gebührensenkung wurde mit dem Argument verweigert, daß die Anteilseigner in Hauptversammlungen den Beratungsverträgen und ihren Konditionen zugestimmt hatten; vgl. SEC-Report, a.a.O., S. 132 ff.

hat sich ein branchenüblicher Satz von 0,5 % p. a. vom Nettovermögen herausgebildet, der diese Höhe nur selten überschreitet²⁴.

Darüber hinaus übt die SEC zunehmend Druck auf die Management Companies aus, der dem Bestreben der letzteren zu Erhöhungen des Gebührensatzes entgegenwirkt und in einigen Fällen zu Senkungen geführt hat. Zwar war deren Ausmaß nicht beträchtlich, doch bewirkt der Einfluß der SEC immerhin, daß der Gebührensatz von den Management Companies nicht als frei gestaltbarer Aktionsparameter betrachtet werden kann, es sei denn, sie erwägen eine Ermäßigung.

Die sich aus den dargelegten Gründen ergebende Immobilität des Gebührensatzes führt dazu, daß die anderen Elemente des internen Zielsystems als abgeleitete Zielgrößen um so mehr Bedeutung erlangen. Durch die multiplikative Verknüpfung von Gebührensatz und Nettovermögen des Fund hängt die absolute Höhe der Beratungsgebühr bei unverändertem Gebührensatz direkt von der Höhe des Nettovermögens des Fund ab. Das Bestreben des Management wird sich folglich darauf richten, das Nettovermögen des Fund zu erhöhen.

Eine Erhöhung des Nettovermögens wird durch den Absatz neuer Anteile und die damit dem Fund von neuen Anlegern zufließenden Mittel bewirkt. Da der Absatz von Anteilen nicht selbsttätig erfolgt, ist er eine Zielgröße, die vom Management mit mehr oder minder großer Intensität angestrebt wird. Das Bemühen, dem Fund durch den Absatz von Anteilen neue Mittel zuzuführen, wird noch verstärkt durch die dem Fundvermögen innewohnende Tendenz zur Verminderung, die dadurch hervorgerufen wird, daß ein Teil der Anleger von seinem Recht auf Liquidation der Anteile Gebrauch macht²⁵.

Daneben gehen vom Leistungsergebnis (Performance) direkte und indirekte Wirkungen auf das Nettovermögen des Fund aus. Eine direkte Wirkung ergibt sich dadurch, daß das erzielte Leistungsergebnis (unrealisierte Kursgewinne, realisierte Kursgewinne und laufende Erträge) mit Ausnahme des an die Anteilseigner in bar ausgeschütteten Teils der realisierten Erträge direkt das Vermögen des Fund erhöht. Daraus ergibt sich zum einen das Streben nach einem möglichst hohen Leistungsergebnis und zum anderen eine Tendenz, auch den realisierten und damit ausschütt-

²⁴ Vgl. ebenda, S. 98.

²⁵ Die Liquidationen machten im Durchschnitt bei allen Funds jährlich etwa 6 % des gesamten Fund-Vermögens aus; vgl. Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, New York 1968, S. 24 ff.

baren Teil der Erträge einzubehalten oder ihn zumindest nicht in bar auszuschütten, da er nur dann das Nettovermögen des Fund erhöht.

Die direkte Wachstumswirkung des Leistungsergebnisses wird ergänzt durch den Einfluß, den es indirekt über den Absatz von Anteilen auf das Wachstum des Fund-Vermögens ausübt. Performance-Ziffern lassen — wenn auch mit Einschränkungen — einen Rückschluß auf die Qualität des Management zu. Sie dienen den potentiellen Anlegern daher als Orientierungshilfe bei der Wahl zwischen verschiedenen Funds. Dies wird durch die Untersuchungsergebnisse des Wharton Report bestätigt²⁶. Das überdurchschnittlich schnelle Wachstum einiger Performance-orientierter Funds in den seit Abschluß obiger Untersuchung (1958) vergangenen Jahren läßt darauf schließen, daß die Bedeutung der Performance für die Förderung des Absatzes von Anteilen seither noch zugenommen hat. Damit haben auch die Intensität des Performance-Strebens und der Wettbewerb der Funds untereinander zugenommen²⁷.

C. Synthese der Zielvorstellungen

I. Grad der Übereinstimmung von Anlegerzielen und außengerichtetem Zielsystem

Eine völlige Kongruenz der Zielsetzungen von Anlegern und Fund mag bei Sonderformen, wie Investment-Clubs und einigen der Hedge-Funds, noch anzutreffen sein. Dieses Maß an Übereinstimmung der Zielvorstellungen kann jedoch für Mutual Funds nicht gefordert werden. Das liegt zum einen daran, daß der Kreis der Anleger dafür zu groß ist und zum anderen an seiner Heterogenität. Nicht zuletzt aber wird ein solcher Grad der Übereinstimmung schon deshalb nicht erreichbar sein, weil die Zielvorstellungen der Anleger zum großen Teil verschwommen und diffus sind. Dies zeigen die Untersuchungen der Motive der Anleger für den Kauf von Mutual Fund-Anteilen in aller Deutlichkeit.

Ein erreichbares und realistisches Maß an Übereinstimmung der Zielvorstellungen muß sich mit der Forderung nach Kompatibilität begnügen: Zielvorstellungen der Anleger und Zielsystem des Fund müssen miteinander vereinbar sein. Diese Forderung muß als Richtschnur für das Maß an Verantwortung dienen, das den Funds beim Absatz ihrer Anteile gegenüber potentiellen Anlegern auferlegt wird.

²⁶ Wharton Report, a.a.O., S. 343 ff.

²⁷ Wharton Report, a.a.O., S. 343 ff.

In diesem Zusammenhang taucht die Frage auf, wie das stürmische Wachstum besonders jener Mutual Funds zu beurteilen ist, deren Anlagepolitik deutlich spekulative Züge trägt. Es stellt sich die Frage, ob ihr Zielsystem mit den Zielvorstellungen der Anleger kompatibel ist.

Unter der Voraussetzung, daß auf das geplante, spekulative Verhalten explizit im Prospekt des betreffenden Funds hingewiesen wird, kann die Frage nach der Kompatibilität der Zielvorstellungen bejaht werden. Solche Informationen sind in den Prospekten der betreffenden Mutual Funds zweifellos ausreichend vorhanden. Es werden dabei nicht nur präzise Angaben hinsichtlich der Zielsetzungen gemacht, sondern auch Hinweise auf die Wahl der Mittel zu ihrer Erreichung gegeben. Darüber hinaus wird auf die Tatsache hingewiesen, daß erhöhte Risiken bewußt in Kauf genommen werden. Da jedem Anleger ein Prospekt ausgehändigt werden muß, ist anzunehmen, daß die mit dem Erwerb von Anteilen spekulativ orientierter Mutual Funds verbundenen Risiken bewußt eingegangen werden.

Es ist ferner wahrscheinlich, daß für einen großen Teil der Anleger der Begriff „Spekulation“ nicht etwa mit einer negativen Wertung verbunden ist, sondern daß gerade der spekulative Charakter der Anlage einen beträchtlichen Anreiz für sie darstellt. In diesem Zusammenhang sei auf Seischab hingewiesen, der Investmentgesellschaften als „Spekulationsbetriebe sublimiertester Art“ bezeichnete und dabei vermerkte, daß die Begriffe „Spekulation“ und „Kapitalanlage“ einander nicht gegenübergestellt werden können, da ihre Grenzen flüchtig sind und ineinander übergehen²⁸.

Daß die Anleger von Mutual Funds das Spekulationsmotiv durchaus in ihrem Kalkül einbeziehen, beweist die Tatsache, daß explizit rund 25 % von ihnen ihre Anteile als ausgezeichnetes oder gutes Spekulationsmedium betrachten; fast 80 % nennen die Möglichkeiten der Erzielung von Kapitalzuwächsen als Anlagemotiv²⁹.

Dies steht in deutlichem Gegensatz zu der allgemein zu beobachtenden Neigung, den Sparwillen der Konsumenten zu aktivieren mit dem Hinweis auf ihr Sicherheitsstreben und auf die Sicherheit derjenigen Institutionen, die Kapitalanlagemöglichkeiten bieten. Dieser Hinweis und die Sorge um Sicherheit und deren Gewährleistung, die sich in strengen gesetzlichen Regelungen sowie in der Forderung nach absoluter Integrität

²⁸ H. Seischab, a.a.O., S. 15 f.

²⁹ Vgl. Investment Company Institute (ICI), The Mutual Fund Shareholder, A Comprehensive Study, New York, Dec. 1966, S. 10 f.

solcher Institutionen manifestiert, sind zweifellos notwendig. Strenger Maßstäbe bedarf es hier vor allem deshalb, weil der Sparer die Qualität der Institutionen, die ihm Kapitalanlagemöglichkeiten bieten, aufgrund mangelnder Kenntnisse und Informationen nur selten ausreichend beurteilen kann. Es erhebt sich jedoch die Frage, ob nicht der Sicherheitsaspekt auch überbetont werden kann. Dies wird in einer Untersuchung der „Financial Institutions“ der USA von einigen Autoren eindeutig bejaht³⁰. Nach ihrer Ansicht wird dem Sicherheitsbedürfnis der Anleger bei allen Institutionen mehr als ausreichend Rechnung getragen.

In die gleiche Richtung weist das Argument, daß ein effizientes System von Sparinstitutionen eine Anzahl von Instrumenten mit unterschiedlichen Risikograden bieten muß, um jedem Sparer die Möglichkeit zu geben, seine Ersparnisse der individuellen Risikopräferenzstruktur entsprechend anzulegen.

Diese Argumentation läßt darauf schließen, daß mit dem zunehmenden Vordringen der auf langfristigen Kapitalzuwachs und auf Erzielung auch kurzfristiger Kursgewinne bedachten Mutual Funds ein echtes Bedürfnis der Anleger befriedigt wird und daß ihre Zielvorstellungen mit den Zielsystemen dieser Funds durchaus kompatibel sind.

Die Gefahr einer das vertretbare Maß überschreitenden Divergenz von Anlegerzielen und Zielsystem eines Fund ist vor allem im Hinblick auf das Sicherheitsstreben der Anleger gegeben. Demzufolge birgt das bisher nicht untersuchte Zielelement Income nur wenige Konfliktmöglichkeiten. Steht dieses Zielelement im Vordergrund des außengerichteten Zielsystems, so spielt das Bemühen um Kapitalwertsicherung zugleich eine dominierende Rolle.

II. Grad der Übereinstimmung von Anlegerzielen und internem Zielsystem

Wie noch zu zeigen sein wird, kann das im internen Zielsystem dominierende Wachstumsstreben, besonders wenn es bevorzugt auf dem Umweg über zusätzliche Verkaufsanreize verstärkt wird, auf vielfache Weise mit den Zielen der Anleger kollidieren, so daß in diesen Fällen von einer Kompatibilität der Zielvorstellungen keine Rede sein kann.

³⁰ Vgl. T. G. Gies, T. Mayer und E. C. Ettin, *Portfolio Regulations and Policies of Financial Intermediaries*, in: *Private Financial Institutions, A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*, Englewood Cliffs, N. J. 1963, S. 157 ff.

Daneben ist jedoch zu berücksichtigen, daß das Wachstum des Fund durchaus auch dem Anleger Vorteile bringen kann. Die mit zunehmender Größe wachsenden Einnahmen erlauben es, mehr und bessere Beratung durch Wertpapieranalytiker und außenstehende Organisationen (z. B. durch Broker, technische Berater usw.) in Anspruch zu nehmen. Es können Datenverarbeitungsanlagen benutzt werden, die eine schnellere und umfangreichere Auswertung der zahlreichen Informationen erlauben, deren genaue Erfassung und Bewertung im Zusammenhang mit der Beobachtung des Aktienmarktes und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nötig sind. Ferner kann ein größerer Kreis von noch nicht in das Portefeuille aufgenommenen Papieren neben den bereits gehaltenen beobachtet werden. Demzufolge steigen die Chancen, gute Käufe zu tätigen und damit die Aussichten auf verbesserte Leistungsergebnisse. Hingegen verschlechtern sich mit zunehmender Größe der Engagements die Möglichkeiten, die gewonnenen Informationen in wirksame Kauf- und Verkaufsakte umzusetzen. Von welcher Größe an das Wachstum die Leistungsergebnisse (Performance) zu beeinträchtigen beginnt, läßt sich nur schwer bestimmen. Die Schwelle einer solchen Beeinträchtigung wird um so niedriger liegen, je aggressiver die Anlagepolitik des Fund ist, je mehr er also auf schnelle Kauf- und Verkaufsentscheidungen und deren Durchführung Wert legen muß.

Das Streben nach Performance befindet sich nur dann nicht in Übereinstimmung mit den Zielvorstellungen der Anleger, wenn dabei Risiken eingegangen werden, die nicht mit dem externen Zielsystem des Fund vereinbar sind, das den Anlegern als Leitlinie bei der Wahl ihrer Anlage diene. Grundsätzlich liegt das Performance-Streben jedoch in ihrem Sinne, da ihnen alle Erträge des Fund (nach Abzug verschiedener Aufwendungen und der nach dem Vermögen bemessenen Management-Gebühren) zustehen. Es ist ferner durchaus sinnvoll, daß Vergleiche von Leistungsergebnisse als zusätzliches Kriterium neben dem außengerichteten Zielsystem bei der Wahl der Anlage herangezogen werden. Im Wettbewerb zwischen den Funds spielen die Performance-Ziffern eine gewichtige Rolle und üben damit eine lenkende Wirkung auf die den Funds zufließenden Finanzmittelströme aus.

Dabei ist zu beobachten, daß vergangenheitsbezogene Performance-Ziffern von Mutual Funds über zukünftige Leistungsergebnisse weniger eindeutige Schlüsse zulassen, als das beispielsweise für Sachleistungsbetriebe der Fall ist. Bei letzteren können effiziente Produktionsverfahren, möglicherweise durch besonders technisches Wissen und Patente abge-

sichert, starke Wettbewerbsposition sowie Forschungs- und Entwicklungsvorsprünge eine gewisse Sicherheit dafür bieten, daß die Leistungsergebnisse ein relativ hohes Maß an Kontinuität aufweisen, zu dessen Gewährleistung auch eine antizyklische Werbung beizutragen vermag. Diesem komplexen Leistungsprozeß steht bei Mutual Funds ein extrem einfacher und flexibler Leistungsprozeß gegenüber, dem nur wenig Kontinuität innewohnt. Gewinne, aber auch Verluste, entstehen im Zuge von Anlage-transaktionen, die leicht und schnell vollziehbar sind, und sie können darüber hinaus ohne Zutun des Management auftreten. Erfolge können hier nie als so langfristig abgesichert betrachtet werden wie die eines originären Leistungsprozesses, bei dem erst durch den Absatz eines in einem komplexen Produktionsprozeß erstellten Produktes ein Gewinn entsteht. Daneben kann der Leistungsprozeß eines Fund sprunghaft volumemäßigen Änderungen unterworfen sein³¹, die erhebliche Dispositionsprobleme verursachen.

Die Leistungsergebnisse vergangener Perioden können darum nur bedingt als Indikatoren für zukünftige, überdurchschnittliche Performance betrachtet werden. Es wird vielfach insbesondere davor gewarnt, kurzfristige Performance-Ziffern als Indikatoren heranzuziehen, da sie u. U. lediglich Zufallsergebnisse widerspiegeln³². Langfristige, vergangenheitsbezogene Performance-Ziffern können jedoch genauso irrelevant sein, nämlich dann, wenn ein aggressiver und aufgrund guter Leistungsergebnisse schnell gewachsener Fund so groß geworden ist, daß seine Beweglichkeit beeinträchtigt wird. Seine Performance-Ziffern können, bezogen auf längere Perioden, dann noch lange von den Resultaten aus den frühen Perioden „zehren“, obwohl Ergebnisse aus wenig zurückliegenden Perioden unterhalb durchschnittlicher Werte liegen.

³¹ Man beachte z. B. das sprunghafte Wachstum einiger Funds, die über längere Zeit an der Spitze der Performance Skala lagen. So wuchs das Vermögen des Enterprise-Fund vom 31. 12. 1966 bis zum 31. 12. 1967 von \$ 28,6 Mio. auf \$ 247,1 Mio. und bis zum 30. 6. 1968 auf \$ 582,2 Mio. Vgl. *A. Wiesenberger*, *Mutual Fund Management Results to Dec. 31, 1966, Dec. 31, 1967, June 30, 1968*, a.a.O.

³² Vgl. *L. E. Ritter*, *A Sense of Values*, in: *FAJ*, Vol. 23, No. 1 1967, S. 99; *D. L. Babson*, *Performance — The Latest Name for Speculation?* in: *FAJ* Vol. 23, No. 5 1967, S. 129 ff.

III. Weg zu einer Synthese divergierender Zielsetzungen

1. Einordnung der Anlage in ein Sparprogramm

Bei Betrachtung der dem Sparwillen insgesamt zugrundeliegenden Zielvorstellungen werden Divergenzen zwischen Fund-Zielsetzungen und Anlegermotiven wahrscheinlich; denn insgesamt, d. h. bezogen auf das gesamte Sparprogramm der Anleger, hat deren Sicherheitsstreben zweifellos mehr Gewicht als nur im Hinblick auf den Kauf von Anteilen an Mutual Funds. Es muß darum nicht nur der Risikopräferenz des Anlegers beim Kauf (und der Empfehlung) von Anteilen bestimmter Funds Rechnung getragen werden, sondern es muß darüber hinaus geprüft werden, inwieweit die übrigen Anlagen des Käufers sein Sicherheitsbedürfnis bereits befriedigen.

Sind diese Daten bekannt, so kann eine sinnvolle Einordnung der Anlage in das gesamte Sparprogramm des Anlegers die Kompatibilität seiner Zielvorstellungen mit denen des Fund herstellen. Der Erwerb von Anteilen an Funds, die relativ hohe Risiken eingehen, setzt somit generell das Vorhandensein anderer, relativ sicherer Vermögensteile — z. B. von Lebensversicherungsverträgen und Sparguthaben — voraus. Damit wird gewährleistet, daß der Sparer nicht dadurch Verluste erleidet, daß er in ungünstigen Marktsituationen wegen eines plötzlich auftretenden Kapitalbedarfs seine Anteile mit Verlust liquidieren muß. Wird die Risikopräferenz des Käufers als bekannt und konstant vorausgesetzt, so kann der Prozentsatz der Mutual-Fund-Anteile an seinem gesamten Sparprogramm um so höher sein, je niedriger die Risiken des betreffenden Fund einzuschätzen sind.

2. Risikominderung durch Kontraktgestaltung³³

Zu den Risiken der Kapitalanlage in Wertpapieren gehört das Risiko des falschen „timing“ von Käufen und Verkäufen. Insbesondere die Kurse von Aktien sind im Zeitablauf Schwankungen unterworfen. Damit schwanken — wenngleich aufgrund der Streuung der Anlagen in geringerem Umfang — auch die Nettovermögenswerte der Funds und die daran geknüpften Anteilswerte.

³³ Die Kontraktgestaltung wird hier nur unter dem besonderen Aspekt möglicher Synthesen divergierender Zielvorstellungen gesehen.

Für die Anleger von Mutual Funds und die in ihrem Sinne zu gestalten- den geschäftspolitischen Maßnahmen ist dies insofern von Bedeutung, als die Frage nach einem vorteilhaften Preis für den Erwerb oder die Rückgabe von Anteilen mit der Frage nach einem günstigen Zeitpunkt für diese Transaktionen letztlich identisch ist. Das Risiko, zu einem relativ ungünstigen Zeitpunkt (Preis) Anteile zu erwerben oder zu liquidieren, kann dadurch vermindert werden, daß diese Transaktionen über längere Zeiträume verteilt werden. Die Möglichkeit dazu wird den Anlegern zahlreicher Mutual Funds geboten. Sie stellt eine geschäftspolitische Maßnahme dar, die nicht nur unter dem Aspekt ihrer absatzpolitischen Wirkungen zu sehen ist; denn sie kommt dem Sicherheitsstreben der Anleger entgegen und trägt somit dazu bei, mögliche Divergenzen der Zielvorstellungen zu vermindern.

3. Ziel-Diversifikation

Die große Zahl der Mutual Funds, die nicht nur gruppenweise verschiedene Zielsysteme aufweisen, sondern bei denen auch innerhalb einzelner Gruppen deutlich unterschiedliche Zielsetzungen nachweisbar sind, bietet die Möglichkeit, für die Anlage den Fund zu wählen, der den individuellen Zielvorstellungen am nächsten kommt. Dem stehen, trotz ausreichender Informationsmöglichkeiten, oft mangelnde Kenntnisse des Anlegers und nicht selten auch mangelnder Überblick des Verkäufers entgegen oder auch die Tatsache, daß der Verkäufer nur bestimmte Funds anbieten kann oder will.

Stellt ein Anleger fest, daß das Zielsystem des für eine Anlage gewählten Fund seinen Zielvorstellungen nicht oder nicht mehr entspricht, so hat er die Möglichkeit, seine Anteile zu liquidieren und Anteile eines anderen Fund zu erwerben. Die dann neu zu zahlende Verkaufsgebühr stellt jedoch dabei ein wesentliches Hemmnis dar.

In vielen Fällen ist ein solcher Wechsel jedoch möglich, und zwar dann, wenn der Anleger Anteile eines Fund erworben hat, der zu einer Gruppe von Mutual Funds gehört, die unter gemeinsamer Leitung stehen oder deren Leitungsinstanzen miteinander kooperieren. Zumeist wird in diesen Gruppen dem Anleger das Recht gewährt, die Anteile eines Fund durch die eines anderen Fund ganz oder teilweise bei Abzug einer nur geringen Transaktionsgebühr zu substituieren³⁴. Dieses Umtauschprivileg kann der

³⁴ Vgl. *Wiesenberger* (67), a.a.O., S. 37, 135 ff.

Anleger auch dann in Anspruch nehmen, wenn geänderte Marktverhältnisse ihm dies geboten erscheinen lassen. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, den zur Anlage vorgesehenen Betrag von vornherein auf mehrere, zu einer Gruppe gehörende Funds aufzuteilen. Dadurch ergeben sich gegenüber Anlagen, die bei einzelnen Funds getätigt werden, Anpassungsvorteile im Hinblick auf die Zielsetzung und Flexibilitätsvorteile, die aufgrund der Gewährung des Umtauschrechts ständig wirksam sind. Als Konsequenz für die Geschäftspolitik ergibt sich daraus, daß der Aufbau mehrerer Funds mit unterschiedlichen Zielsystemen vorteilhaft ist.

D. Ansatzpunkte für Interessenkonflikte

Trotz der weitreichenden und generell wirksamen Schutzbestimmungen zugunsten der Anleger bergen der besonders geartete Leistungsprozeß und das organisatorische Gefüge von Mutual Funds immer noch Ansatzpunkte für Interessenkonflikte. Dabei sind stets in irgendeiner Form die Anleger betroffen. Konträr oder zumindest nicht in die gleiche Richtung wirkende Interessen können — wie noch gezeigt werden wird — in seltenen Fällen verschiedene Anleger oder Anlegergruppen vertreten. Zumeist jedoch ist es das Management oder sind es die anderen, aktiv an der Gestaltung des Leistungsprozesses beteiligten Gruppen, deren Erwerbsinteresse im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit für den Fund direkt oder indirekt, oft auch nicht nachweisbar, mit den Interessen der Anteilseigner kollidiert.

Eine solche Interessenkollision kann vorliegen, wenn Personen, die am Entscheidungsprozeß im Rahmen der Anlagepolitik beteiligt sind und demzufolge die geplanten Kauf- und Verkaufstransaktionen des Fund kennen, vorher oder gleichzeitig für eigene Rechnung gleiche Transaktionen vornehmen und dadurch möglicherweise die dem Fund in Rechnung gestellten Preise in ungünstiger Weise beeinflussen. Solches „Insider Trading“ ist zwar nicht direkt verboten, steht jedoch im Widerspruch zu der fiduziarischen Verpflichtung des Management gegenüber den Anteilseignern. Der Guide To Business Standards des Investment Company Institute verlangt, diese Praktik zu unterlassen, und die überwiegende Mehrzahl der als Fund-Manager tätigen Investment Adviser verbietet sie. Die SEC stellte jedoch fest, daß bei einer Gruppe von 28 untersuchten Funds rund 15 % aller beteiligten Gesellschaften und Personen an „Insider Trading“-Transaktionen beteiligt waren, die zur gleichen Zeit stattfanden

wie Aktienkäufe und -verkäufe des Fund, daß 8 % der Beteiligten bis zu 15 Tagen vorher private Transaktionen vorgenommen hatten und daß rund 30 % der Beteiligten innerhalb einer Periode von 7 Monaten in Portfeuille-Papieren gehandelt hatten³⁵.

Sicherlich liegt nicht in jedem Fall eine Interessenkollision vor, wenn Papiere gekauft und verkauft werden, die auch vom Fund gehalten oder gehandelt werden. Es kann durchaus als eine Bestätigung des Vertrauens beispielsweise eines Wertpapieranalytikers in seine eigene Empfehlung eines Papiers aufgefaßt werden, wenn er selbst und auf eigene Rechnung und Gefahr dieser Empfehlung folgt. Dennoch liegt hier ein Ansatzpunkt für Interessenkonflikte, insbesondere dann, wenn die privaten Transaktionen dieser Art größere Mengen umfassen und damit den Börsenkurs beeinflussen, und wenn über solche Transaktionen keine Informationen vorliegen.

Zu Interessenkonflikten zwischen Anlegern und Management kann es ferner durch die starken Wachstumsreize kommen, die der Leistungsprozeß von Mutual Funds bietet. Vom Wachstum des Fund-Vermögens profitiert nicht nur die Management Company durch steigende Beratungsgebühren, sondern es profitieren gleichermaßen alle am Absatz der Anteile beteiligten Institutionen und Personen (Underwriter, Dealer, Salesmen), denen die Verkaufsgebühren zufließen und ebenso die Broker, die mit der Abwicklung des entsprechend wachsenden Volumens der Wertpapierkäufe und -verkäufe betraut werden.

Zunächst können durch das Wachstum an sich die Interessen der Anleger beeinträchtigt werden. Diese Erkenntnis schlug sich bereits im ersten Entwurf des Investment Company Act nieder, in dem vorgesehen war, die Größe von Mutual Funds auch nach oben zu begrenzen. Da die zunächst vorgesehene Obergrenze von \$ 150 Mio. auf den Widerstand der Branche stieß³⁶, und da man sich ferner nicht auf einen allgemein akzeptablen Wert einigen konnte, wurde diese Bestimmung fallengelassen und statt dessen lediglich der SEC die Ermächtigung erteilt, von Zeit zu Zeit eine Untersuchung der Effekte des Wachstums der Funds vorzunehmen. Anlegerinteressen werden durch das Wachstum insofern beeinträchtigt,

³⁵ Vgl. SEC, Report of Special Study of Securities Markets; Washington, D. C. 1963, Teil 4, S. 220; im folgenden zitiert als: SEC — Special Study.

³⁶ Dazu sei vermerkt, daß der größte Mutual Fund Mitte 1968 ein Vermögen von 3.017,5 Mill. \$, also wenig mehr als das Zwanzigfache der ursprünglich vorgesehenen Höchstgrenze verwaltete; vgl. *A. Wiesenerger*, Mutual Fund Management Results to June 30, 1968, a.a.O.

als die Anlagepolitik der Funds mit zunehmender Größe unbeweglicher wird; denn fraglos lösen Wertpapiertransaktionen mit zunehmendem Volumen zunehmende Preisbewegungen aus, die Umschichtungen des Portefeuilles erschweren und somit das Leistungsergebnis beeinträchtigen. Zwar gelang es bisher nicht, eine negative Korrelation von Performance und Fund-Größe nachzuweisen, jedoch sind Extremfälle bekannt geworden, in denen es großen Funds nicht gelang, die gewünschten Mengen bestimmter Papiere zu kaufen oder in denen bei größeren Kauftransaktionen erheblich steigende Preise und bei Verkaufstransaktionen deutlich sinkende Preise hingenommen werden mußten³⁷. Diese Nachteile, die das Leistungsergebnis großer Funds negativ beeinflussen können, werden durch die große Tiefe der Aktienmärkte in den USA und durch besondere Techniken für die Abwicklung großer Transaktionen zwar gemildert aber nicht beseitigt.

Das Wachstum der Funds bietet einen weiteren Ansatzpunkt für einen direkten Interessenkonflikt zwischen Management Company und Anteilseignern durch die direkte Verknüpfung von Beratungsgebühren und Größe des Fund. Den Management Companies, die zunächst überwiegend Gebühren in Form eines einfachen Satzes (zumeist $\frac{1}{2}$ % p. a.) vom Vermögen des Fund berechneten, wurde vorgeworfen, daß sie den Fund und seine Anteilhaber nicht an den durch das Wachstum sinkenden Kostenvorteilen im Bereich der Verwaltungs- und Beratungskosten teilhaben ließen. Dieser Vorwurf wurde untermauert durch die Feststellung, daß großen Klienten von Investment-Banken erheblich niedrigere Gebührensätze in Rechnung gestellt wurden³⁸. Zwar senkten auf Drängen der SEC zahlreiche Management Companies die Gebührensätze oder führten nach der Größe des Fund-Vermögens gestaffelt sinkende Sätze ein, doch brachten diese Reduktionen im Durchschnitt bei 57 untersuchten Funds bis 1965 nur eine Senkung der Management-Gebühren auf rund 0,45 % mit sich³⁹. Die SEC hält den Vorwurf, daß auch nach den bei zahlreichen Funds erfolgten Verminderungen die Management-Gebühren immer noch zu hoch seien, weiterhin für gerechtfertigt. Dabei wird als gewichtiges Argument ins Feld geführt, daß die Gebührensätze, die von intern geleiteten Funds erhoben werden, nur etwa halb so hoch sind wie bei extern

³⁷ Vgl. SEC, Report on Public Policy Implications of Investment Company Growth, Washington, D. C. 1966, S. 256, im folgenden zitiert als SEC-Report.

³⁸ Vgl. Wharton Report, a.a.O., S. 475 ff.

³⁹ Vgl. SEC-Report, a.a.O., S. 98; 1960 lag der durchschnittliche Satz bei rund 0,5 %, vgl. Wharton Report, a.a.O., S. 480 ff.

geleiteten Funds⁴⁰. Die SEC verlangt aufgrund ihrer Untersuchungsergebnisse und des daraus gezogenen Schlusses, daß diese Gebühren generell zu hoch und in einigen Fällen exzessiv seien, eine umfassende und generelle Senkung. Um dieser Forderung den nötigen Nachdruck zu verleihen verlangt sie, daß ein Angemessenheitsstandard geschaffen werde, dessen Einhaltung durch die SEC erzwungen werden kann⁴¹.

Die Management Companies setzen diesem direkten Angriff entschiedenen Widerstand entgegen. Auf ihre Argumente soll daher kurz eingegangen werden.

Zunächst wird der Vergleich mit den von Banken ihren Großkunden (vielfach Pensionsfonds) in Rechnung gestellten Sätzen als unzulässig bezeichnet. Es wird darauf hingewiesen, daß sie im Zusammenhang mit der Leistungskopplung bei Banken zu sehen seien und daß die Trust Departments dieser Banken darum im allgemeinen mit Verlusten arbeiteten. Es wird ferner darauf verwiesen, daß Mutual Funds für ihre Anleger umfangreiche Dienstleistungen erbringen, die für eine der durchschnittlichen Einlage von \$ 4.500 entsprechende Anlage von keiner anderen Institution in vergleichbarer Weise erbracht werden. Es wird weiter als Argument gegen die Vorwürfe des SEC angeführt, daß die Management-Gebühren trotz steigender Kosten seit 1946 im Durchschnitt um 19 % gesunken seien und daß die Gewinne der 14 größten Management-Companies durchschnittlich 0,16 % des verwalteten Vermögens ausmachten (gegenüber 0,72 % bei den 25 größten Banken und 1,27 % bei den 25 größten Versicherungsgesellschaften)⁴². Aufgrund dieser Argumente wird der Vorwurf, die Management-Gebühren seien unangemessen, zurückgewiesen.

Das Investment Company Institute hält darüber hinaus die Vorschläge der SEC zur Lösung dieses Konfliktes für gefährlich. Das Institut wirft der SEC vor, sie wolle sich unverhältnismäßige Kontrollbefugnisse verschaffen, trage damit Ungewißheit und Verwirrung in die Branche aufgrund der nur vage formulierbaren Angemessenheitsstandards und deren ungewisse richterliche Interpretation und halte somit kompetente Personen davon ab, als unabhängige Direktoren und Manager von Mutual Funds zu fungieren. Als gewichtiges Argument wird ferner ins Feld ge-

⁴⁰ Vgl. SEC-Report, a.a.O., S. 103 f.

⁴¹ Vgl. SEC, A Bill To Amend The Investment Company Act of 1940, Washington D. C., May 1967, Sec. 8., im folgenden zitiert als: SEC Bill.

⁴² Vgl. Investment Company Institute, Statement of the ICI on Proposed Mutual Legislation (H. R. 9510 and 9511), Oct. 10, 1967, S. 18—29; im folgenden zitiert als: ICI-Statement.

führt, daß die geplanten Vorschriften die Gründung neuer Mutual Funds und damit einen wünschenswerten, zunehmenden Wettbewerb verhindern könnten⁴³.

Der Interessenkonflikt zwischen Anlegern des Fund und Management Company tritt in seiner schärfsten Form dann zutage, wenn die Aktionäre oder Teilhaber der Management Company ihre Anteile, eine kontrollierende Mehrheit davon oder gar das ganze Unternehmen verkaufen. Überwiegt dabei ihr Erwerbsinteresse, so werden sie versuchen, für ihre Aktien oder Gesellschaftsanteile im Zweifel Höchstpreise zu erzielen und weniger, wie es ihre Treuepflicht gegenüber den Anlegern geböte, dafür Sorge tragen, daß kompetente Nachfolger in ihre Verpflichtungen gegenüber dem Fund eintreten⁴⁴. Zwar bedarf die Übernahme der Leitungsfunktion durch eine andere Beratungsgesellschaft für den Fund der Zustimmung seiner Anteilseigner und der unabhängigen Direktoren, doch zeigt deren Verhalten in der Praxis, daß darin keine echte Gegenkraft liegt⁴⁵.

Der Absatz neuer Anteile als Hauptquelle des Wachstums birgt ebenfalls Ansätze für Interessenkonflikte. Hier sind zunächst die absolute Höhe der Verkaufsgebühren und die Art ihrer Berechnung zu nennen, die Anlaß einer noch nicht beendeten Kontroverse sind, die insbesondere zwischen der SEC und den Unternehmensleitungen der Mutual Funds ausgetragen wird.

Das Streben nach Ausdehnung des Vermögensvolumens hat die Fund-Manager Wege finden lassen, um ohne Erhöhung der von den Anlegern erhobenen Verkaufsgebühren zusätzliche Verkaufsanreize zu schaffen, indem auf Umwegen Geldleistungen in die Absatzorganisation umgeleitet werden. Auch hierdurch können die Interessen der Anleger beeinträchtigt werden.

⁴³ Vgl. ICI-Statement, S. 25 ff.

⁴⁴ Vgl. SEC-Report, a.a.O., S. 151 ff.

⁴⁵ Das Gewicht eines solchen Schrittes darf nicht unterschätzt werden. Man bedenke, daß prospektive Anleger immer wieder mit dem werbewirksamen Argument angesprochen werden, daß sie „Management“ kaufen, wenn sie Anteile erwerben. Was aber nützt das Management, wenn es — wie beispielsweise die für kurze Zeit als Investmentgenies geltenden Herren Gerald Tsai (Manhattan Fund) und Fred Carr (Enterprise) — nur darauf sinnt, den eigenen Zukunftswert hochzupokern und möglichst schnell in klingende Münze zu verwandeln? Ein Manager mit Vergangenheitserfolgen, der sich ins Privatleben zurückzieht, ist für den Anleger keinen Pfennig wert!

Zu diesen nicht ganz zweifelsfreien Formen der Verkaufsförderung gehören das sogenannte Reciprocal Business, die sogenannten Give-Ups und, in eklatanten Fällen, das sogenannte Interpositioning. Alle diese Praktiken laufen darauf hinaus, die im Zuge von Anlagegeschäften der Funds entstehenden Ströme von Maklerprovisionen umzulenken und in bestimmte Richtungen zu dirigieren. „Reciprocal Business“ oder „Reciprocity“ bezeichnet das Prinzip, solchen Firmen Geschäfte zuzuleiten, die dafür Gegenleistungen erbringen⁴⁶. Auf Mutual Funds angewendet bedeutet dies, daß vielfach Börsentransaktionen über solche Broker abgewickelt werden, die irgendwelche Leistungen für den Fund erbracht haben oder erbringen. Das ist unbedenklich, wenn darunter zum einen die Qualität der Ausführung der Anlagetransaktionen nicht leidet, und wenn zum anderen die Sonderleistungen dem Fund zugute kommen. Das ist z. B. dann der Fall, wenn der betreffende Broker Wertpapieranalysen und zusätzliche Anlageberatung liefert. Zumeist besteht jedoch die Sonderleistung, für die der Broker mit Aufträgen belohnt wird, darin, in seiner gleichzeitigen Eigenschaft als Underwriter und/oder Dealer Anteile des Fund abzusetzen. Somit kommen diese Sonderleistungen nicht dem bestehenden Anlegerkreis und dem Fund zugute, sondern den davon profitierenden Teilen der Absatzorganisation und indirekt, nämlich über die Erhöhung des Fund-Vermögens, auch der Management Company⁴⁷.

In die gleiche Richtung zielen die Give-Ups. Ihre Ursache ist z. T. in den hohen Mindestprovisionssätzen der New York Stock Exchange zu suchen, die nicht unterschritten werden dürfen. Demzufolge schaffen große Kauf- und Verkaufsaufträge von Mutual Funds derart hohe Provisionen, daß viele Broker bereit sind, einen Teil der ihnen zustehenden Provisionen (bis zu 60 %)⁴⁸ abzugeben (daher „Give-Up“) und, der Anweisung der Fund-Manager folgend, anderen Firmen zuzuleiten. Die solcherart umgelenkten Provisionsströme kamen in den meisten Fällen nicht dem Fund und seinen Anlegern zugute, wie es durch ausschließliche Verwendung für zusätzliche Dienste oder entsprechende Reduktion der Management-Gebühren hätte geschehen können. Vielmehr wurden die umgelenkten Provisionen überwiegend als zusätzliche Kompensation für getätigte Anteilsverkäufe verwendet. Da diese Verwendungsart den Anlegern keinerlei Vorteile bringt, hat der Gebrauch von Give-Up in gro-

⁴⁶ Die NASD definiert „Reciprocity“ als „... doing business with people who do business with you.“ Vgl. SEC-Special Study, a.a.O., Part 4, S. 213.

⁴⁷ Vgl. SEC-Special Study, a.a.O., Part 4, S. 213 ff.

⁴⁸ Vgl. ebenda, S. 214.

ßem Maße zu Interessenkollisionen geführt. Diese zusätzlichen Verkaufsanreize können auch insofern gegen die Interessen der Anleger wirken, als Dealer, die zumeist Anteile verschiedener Funds oder Fund-Gruppen vertreiben, ihre Anlageempfehlungen möglicherweise weniger an den Bedürfnissen und Zielen der Anleger ausrichten als vielmehr an der Höhe der zusätzlichen Kompensationen, die ihnen für den Vertrieb bestimmter Anteile zufließen⁴⁹.

Bei der Gewährung von Give-Ups im Over-The-Counter-Market, auf dem keine Mindestprovisionsätze dieser Praktik den Anschein der Rechtfertigung geben, wird der Verstoß gegen die Interessen der Anteilseigner noch deutlicher. Sie wurden deshalb ebenso wie das sogenannte Interpositioning, d. h. das Einschalten unnötiger Broker mit dem Ziel, ihnen Provisionen zu verschaffen, von der SEC im Zusammenhang mit untersuchten Transaktionen auf diesem Markt scharf und zu Recht gerügt⁵⁰.

Eine weitere Möglichkeit, Brokern gegen die Interessen der Anleger zusätzliche Einkünfte zu verschaffen, besteht darin, Käufe und Verkäufe von Wertpapieren für den Fund zu tätigen, nur um Provisionen zu erzeugen („Portfolio churning“). Die Vermutung liegt nahe, daß die Versuchung hierzu besonders dann groß ist, wenn die Management Company selbst zugleich eine Brokerfirma ist oder in enger Verbindung mit einer solchen steht. Untersuchungen haben jedoch keinen Zusammenhang zwischen Portefeuille-Umschichtungsziiffern (Portfolio Turnover) und Enge der Verbindung zwischen Funds und Brokerfirmen (Broker-Affiliation) ergeben⁵¹.

Interessenkonflikte können sich letztlich auch zwischen verschiedenen Anlegern und Anlegergruppen ergeben. Die Möglichkeit, im Rahmen kontraktgebundener Sparpläne bis zu 90 % der investierten Summe zum Anteilswert gebührenfrei zu entnehmen und später zu reinvestieren, wurde von einzelnen Anlegern dazu ausgenutzt, mit Fund-Anteilen durch Ausnutzung erwarteter, kurzfristiger Kursschwankungen auf eigene Faust zu spekulieren. Ziel der so agierenden Anleger ist es, die Entnahme zu Höchstkursen und die spätere Wiedereinzahlung in den Fund zu niedrigen Kursen vorzunehmen, um auf diese Weise mit dem gleichen Betrag

⁴⁹ Vgl. SEC-Special Study, a.a.O., Part 4, S. 213 ff., S. 234 f. Auf Drängen der SEC haben die New York Stock Exchange (NYSE) und die American Stock Exchange (AMEX), die beiden größten Börsen der USA, die Abschaffung der Give-Ups und die Einführung revidierter Provisionsätze beschlossen; vgl. o. V., Abschaffung der Give-Ups, in: WID, 11. Jhrg., Nr. 8 vom 10. 8. 1968, S. 101 f.

⁵⁰ Vgl. SEC-Special Study, a.a.O., Part 4, S. 227 f.

⁵¹ Vgl. Wharton-Report, a.a.O., S. 225.

eine größere Anzahl von Anteilen zu erwerben. Die NASD berichtet von einem Fall, in dem bei einem Mutual Fund 25 % des Vermögens innerhalb von 6 Monaten auf diese Weise umgeschlagen wurden⁵². Ein solches Verhalten kann sich zum Schaden aller Anleger auswirken durch den dadurch hervorgerufenen Zwang, Wertpapierverkäufe vorzunehmen, die im Widerspruch zu den Grundsätzen der Anlagepolitik stehen. Darüber hinaus wird der Fund möglicherweise gezwungen, unangemessen hohe Liquiditätsreserven zu unterhalten und damit auf mögliche Erträge zu verzichten.

Ähnlich gelagert sind die Bedenken, die die SEC der Existenz von — insbesondere ausländischen — Dachfonds entgegenbringt. Diese können zum einen durch ihr Verhalten die Interessen der anderen Anleger eines Fund schädigen, wie z. B. durch unvorhergesehene Liquidation großer Mengen von Anteilen und die damit verbundene Beeinträchtigung der Anlagedispositionen des betroffenen Fund. Zum anderen sind Interessenkonflikte dadurch möglich, daß Dachfonds durch ihr Gewicht in unerwünschtem Ausmaß Einfluß auf die Geschäftspolitik des oder der Funds nehmen, deren Anteile sie halten⁵³. Konsequenterweise müssen diese Bedenken jedoch auch im Hinblick auf die Anteilskäufe durch andere institutionelle Investoren gelten. Im Gegensatz zum Mutual Funds⁵⁴ können sie zumeist Anteile in unbegrenzten Mengen erwerben und auf diese Weise gleichermaßen Einfluß erlangen. Da sie aufgrund der zumeist höheren angelegten Beträge nur relativ niedrige Verkaufsgebühren zahlen, ist ihre Flexibilität im Hinblick auf die Bindung an den Fund generell größer als die des durchschnittlichen, kleinen Anlegers, der schon wegen der gezahlten Verkaufsgebühren seine Anlage zumeist als langfristig betrachtet wird. Da zudem institutionelle Anleger über bessere Informationen und ausgeprägtere Zielvorstellungen als der durchschnittliche Anleger verfügen, kann es nicht ausgeschlossen werden, daß sie in Einzelfällen durch spekulatives Verhalten gegen die Interessen der anderen Anleger handeln.

⁵² Vgl. NASD-Manual, a.a.O., S. 5089 f., Ziff. 5261.

⁵³ Vgl. SEC-Report, a.a.O., S. 311 ff. Dieser Gefahr kann allerdings durch vertragliche Abmachungen begegnet werden oder dadurch, daß ein Mutual Fund darauf verzichtet, seine Anteile oder mehr als eine bestimmte Menge davon an Dachfonds auszugeben; vgl. Prospekt des Value Line Special Situations Fund vom 30. 4. 1967, S. 13 f.

⁵⁴ Hier gelten die Begrenzungen des Investment Company Act, vgl. Act, Sec. 12 (d).

Summary

On the Problems of the Objective System of Mutual Funds

In recent times, mutual funds have attained great importance as instruments of capital investment. Their varying objective systems merit attention above all because in investing funds provided by savers the latter's target conceptions must be taken into account. The investor's targets and behaviour are therefore important pointers for the formation and formulation of the external objective system of the mutual funds. That system of objectives serves as an orientation aid for investors when selecting a fund. The elements of that objective system are the desire for securing the capital value, income and capital growth. They are contained to varying degrees in the objective system of all funds.

In addition, there is what is described here as an "internal" objective system. This term is used for the objectives of the persons and organizations directly participating in the performance of a fund. These objectives are for the most part of a different nature than the external objectives. The main issue is the achievement of income for the participants and, since as a rule that income grows proportionally with the assets of a fund (management charges, agent's commission, sales charges accruing on expansion of the fund), those taking part in the management are usually primarily interested in the growth of the fund.

The necessity of making allowances for the investor's objectives to a great extent makes special measures synthesizing diverging objective conceptions essential. Almost always, however, they are adapted only to the external objective system. Consequently conflicts of interest arise between the management's desire for income and the opposing interest of investors in leaving as much of the returns as possible in the fund. In extreme cases such conflicts of interests have led to substantial impairment of investors' interests.

Résumé

A propos des systemes d'objectifs des fonds communs de placement

Instruments de placement de capitaux, les fonds communs d'investissement se sont attachés au cours des dernières années à prendre une place importante. Il convient de s'intéresser à leurs divers systèmes d'objectifs, car ceux-ci ont leur signification pour le placement des capitaux mis à disposition par les épargnants. Les intentions et l'attitude des investisseurs sont donc des critères importants pour la définition et la formulation des objectifs externes des Mutual Funds. Dans son choix d'un fonds de placement, l'épargnant table sur ces objectifs externes, c. à. d. sécurité, revenu et croissance du capital. Ces objectifs se retrouvent dans tous les fonds de placement, mais avec des intensités différentes.

Mais en plus, il faut compter avec ce que l'on appellera ici le système „interne“ d'objectifs. Il s'agit des buts des personnes et organisations participant directe-

ment au fonctionnement du fonds. Ces objectifs diffèrent généralement des premiers. L'on recherche ici d'abord à s'assurer des revenus, qui croissent généralement proportionnellement à l'augmentation du patrimoine (redevances de gestion, courtages, frais de vente); les gestionnaires s'intéressent donc particulièrement à la croissance du fonds.

La nécessité de respecter les objectifs des épargnants oblige à prendre des mesures particulières pour réunir en une synthèse l'ensemble des objectifs divers. La priorité est généralement accordée aux objectifs externes. L'on tombe dès lors dans des conflits d'intérêts, la direction visant à accroître ses profits alors que les investisseurs souhaitent laisser le maximum de revenus dans le fonds. Dans des cas extrêmes, ces conflits ont occasionné de dommages sérieux aux épargnants.