

## DIE ZUNEHMENDE BEDEUTUNG DER INVESTMENT- UND PENSIONS FONDS UND DEREN AUSWIRKUNGEN AUF UNTERNEHMEN UND ARBEITNEHMER

1. Einleitung .....	126
2. Begriffsklärung – Die institutionellen Anleger ...	127
3. Fonds im Aufwind .....	128
4. Entwicklungen in der Fondswirtschaft .....	130
5. Der Einfluss der wirtschaftlichen Akteure im Kreislauf .....	133
6. Zusammenfassung .....	142

Auszug aus WISO 2/2000

**isw**

Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

Weingartshofstraße 10

A-4020 Linz, Austria

Tel.: +43(0)732 66 92 73, Fax: +43 (0)732 66 92 73 - 2889

E-Mail: [wiso@ak-ooe.at](mailto:wiso@ak-ooe.at)

Internet: [www.isw-linz.at](http://www.isw-linz.at)

Judith Vorbach

Expertin der  
Abteilung  
Europapolitik der  
Kammer für Arbeiter  
und Angestellte  
für OÖ.

## 1. Einleitung

*starker  
Bedeutungs-  
zuwachs der  
Finanzmärkte*

Das explosive Wachstum der Transaktionen auf den Finanzmärkten ist eine der herausragendsten Entwicklungen des späten 20. Jahrhunderts. Allein auf den Aktienmärkten hat sich der Umsatz im Jahresdurchschnitt von 1995 auf 1999 sowohl in Europa wie in den USA vervierfacht, wobei der US-Wert mit über 1,4 Billionen Euro (etwa 19,2 Billionen ATS) im Jahr 1999 beinahe doppelt so hoch wie der EU-Wert mit 0,8 Billionen Euro (etwa 11 Billionen ATS) war.<sup>1</sup>

Kein Wunder, dass immer häufiger vor der *“Herrschaft der Finanzmärkte”* oder der *“Macht der Finanzmärkte”* gewarnt wird. Ein Vertrauter des amerikanischen Präsidenten Bill Clinton etwa wird mit folgenden Worten zitiert: *“Früher dachte ich immer, wenn es eine Wiedergeburt gibt, dann wäre ich in meinem nächsten Leben gerne Präsident der Vereinigten Staaten oder Papst. Aber jetzt wünsche ich mir nur noch eins: Finanzmarkt zu werden, da kannst du einschüchtern, wen du willst ...”*<sup>2</sup>

*Maßnahmen der  
Deregulierung  
und  
Liberalisierung*

Bei diesem Zitat drängt sich die Frage auf: Wer ist der Finanzmarkt? Die Finanzmärkte werden oft nicht personifiziert, aber der *“Finanzmarkt”* wird genau wie jeder andere Markt bestimmt durch die handelnden Personen und Institutionen. Auch sind die aktuellen Entwicklungen auf den Finanzmärkten kein Naturphänomen, die durch die *“Finanzmärkte”* oder *“unausweichliche Gegebenheiten”* ausgelöst wurden: Vielmehr wurden von den Regierungen vieler Staaten Maßnahmen zur Deregulierung der nationalen und Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte gesetzt. Beispiele hierfür sind die Aufhebung nationaler Kapitalverkehrskontrollen oder die Zulassung kaum kontrollierbarer Finanzplätze. Der Handlungsspielraum der Akteure auf den Finanzmärkten wurde dadurch weltweit ständig vergrößert, während sich der Handlungsspielraum der Behörden gleichzeitig verringert hat.<sup>3</sup> Fortschritte in den Informations- und Kommunikationstechno-

logien haben zur Beschleunigung dieser Entwicklung beigetragen.

Eine weitere Folge der politischen Maßnahmen war die Entstehung einer neuen Gruppe von Großakteuren: den institutionellen Anlegern. Sie haben in den letzten Jahren einen enormen Bedeutungszuwachs erfahren. Die Entwicklung der institutionellen Anleger bzw. der Fonds sowie ihr Einfluss auf die Wirtschaft ist Gegenstand des vorliegenden Artikels.

## 2. Begriffsklärung – Die institutionellen Anleger

Genau wie bei Geschäftsbanken wird auch bei institutionellen Anlegern Kapital von Individuen, Unternehmen oder (in geringerem Ausmaß auch) von öffentlichen Haushalten angesammelt. Im Unterschied zu Geschäftsbanken aber wird dieses Kapital nicht in Form von Krediten bzw. Fremdkapital an Unternehmen weitergegeben, sondern es werden Aktien gekauft und dadurch Eigenkapital geschaffen, oder es wird in Anleihen investiert, die in der Regel vom Staat ausgegeben werden. Das Ziel hierbei ist eine möglichst hohe Rendite. Der Gewinn wird wiederum an die Kapitalgeber ausgeschüttet.<sup>4</sup>

*institutionelle  
Anleger  
investieren in  
Aktien und  
Anleihen*

Zu den institutionellen Anlegern zählen im Wesentlichen drei große Gruppen: Investmentfonds, Pensionsfonds, Versicherungen, wobei im vorliegenden Text die Fondswirtschaft betrachtet werden soll.

### 2.1. Investmentfonds

Investmentfonds halten Wertpapiere, die nach dem Grundsatz der Risikostreuung ausgewählt sind. Der Fonds wird in gleiche Anteile aufgeteilt, die ihrerseits wiederum in Form von Wertpapieren verkörpert sind, die von den Anteilsinhabern (den Anlegern) gehalten werden. Verwaltet wird der Fonds von einer Kapitalanlagegesellschaft.<sup>5</sup> Es gibt hierbei eine ganze Reihe verschiedenster Investmentfonds. Beispielsweise können Fonds nur in Anleihen (Rentenfonds) oder nur in Aktien

*eine große  
Anzahl  
verschiedenster  
Arten von  
Investmentfonds*

(Aktienfonds) investieren. Sie können aber auch beide Wertpapierarten in ihrem Portfolio halten (Mischfonds). Weiters investieren manche Fonds auch in von Banken oder Unternehmen ausgegebene Geldmarktpapiere<sup>6</sup>. Diese Geldmarktfonds sind von geringen Zinsen, aber auch sehr geringen Kurschwankungen gekennzeichnet.<sup>7</sup>

## **2.2. Pensionsfonds**

*Pensionsfonds  
als Sonderform  
von Investment-  
fonds*

Pensionsfonds sind eine spezifische Art von Investmentfonds. Ihre Mittel setzen sich aus den Beiträgen von Arbeitnehmern zur Alterssicherung zusammen. Diese Beiträge werden entweder (freiwillig oder zwangsweise) vom Arbeitgeber oder von den Arbeitnehmern selbst abgeführt und in einen überbetrieblichen Fonds einbezahlt. Da die Alterssicherung von Arbeitnehmern einer besonderen Sicherheit bedarf, unterliegen die Pensionsfonds bezüglich ihrer Veranlagung einer Reihe von Vorschriften. Beispielsweise ist die Investition in sehr riskante Wertpapiere verboten.<sup>8</sup>

Nachdem die Begriffe im Wesentlichen geklärt sind, wird auf die aktuellen Entwicklungen bei den institutionellen Anlegern eingegangen.

## **3. Fonds im Aufwind**

### **3.1. Investmentfonds**

*steigendes  
Fondsvolumen*

Das Fondsvolumen der Investmentfonds stieg von 1990 bis 1998 stark an. Auch hier zeigen die Fonds in den USA das stärkste Wachstum und lagen 1998 bei 4.720 Mrd. EURO (etwa 65 Billionen ATS). Aber auch in Europa werden mit 2.340 Mrd. EURO (etwa 32 Billionen ATS) im Vergleich zum "Rest der Welt" noch sehr hohe Vermögen verwaltet.<sup>9</sup>

### 3.2. Pensionsfonds

Innerhalb der EU ist die Bedeutung der Pensionsfonds in den einzelnen Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich. Weit voran liegt Großbritannien mit einer Gesamtsumme der Kapitalanlagen von etwa 900 Mrd. EURO (etwa 12,4 Billionen ATS) im Jahr 1997. Auch die Niederlande und Deutschland weisen hier einen relativ hohen Wert auf: etwa 350 Mrd. EURO und 105 Mrd. EURO.<sup>10</sup>

*unterschiedliche  
Bedeutung der  
Pensionsfonds  
innerhalb der EU*

Auch in Österreich sind Pensionsfonds im Wachstum begriffen. 1999 stieg das verwaltete Vermögen der österreichischen Pensionskassen um 47 Prozent auf 101 Mrd. ATS. Die Anzahl der Verträge der Pensionskassen wuchs um 18 Prozent auf 5.674. Dennoch ist die Bedeutung der betrieblichen Pensionen in Österreich im Vergleich etwa zu Großbritannien und den USA noch relativ gering. Während dort 80 Prozent der Bevölkerung einen Anspruch auf eine solche Art der Vorsorge haben, sind es in Österreich nur 11 Prozent.<sup>11</sup>

*Wachstum der  
österreichischen  
Pensionsfonds*

## 4. Entwicklungen in der Fondswirtschaft

### 4.1. Strukturverschiebungen

In der Struktur der Fondswirtschaft zeichnen sich zwei bedeutende Trends ab: Die Übernahme von traditionellen Aufgaben von Banken und die Tendenz zur Fusionierung.

#### *Fondswirtschaft und Banken- sektor in Konkurrenz*

Bei der rapiden Entwicklung der institutionellen Anleger geraten diese immer mehr in Konkurrenz zum Bankensektor. Von den Fonds werden heute sowohl die Veranlagung von Finanzvermögen sowie Finanzdienstleistungen angeboten, die früher fast ausschließlich die Banken überhatten. Auch die Haushalte selbst haben ihr Sparverhalten geändert. Sie ziehen immer öfter die Vermögensveranlagung direkt bei den Fonds gegenüber den Banken vor.

#### *Fusionierungs- welle bei den Fonds*

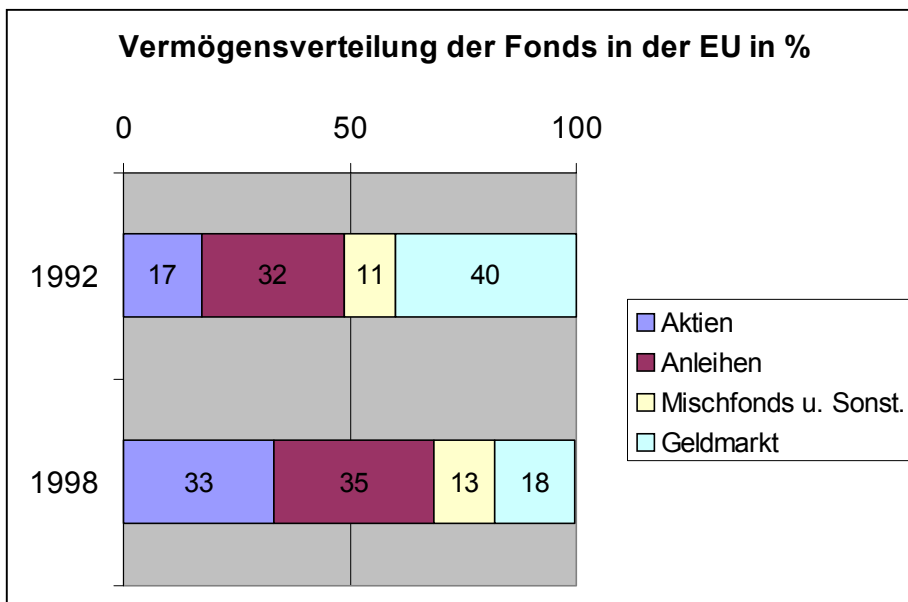
Kennzeichnend für die Fondswirtschaft ist auch eine Fusionierungs- und Übernahmewelle als Reaktion auf den erhöhten Wettbewerbsdruck. Dadurch verbessert sich die strategische Position der Fonds: Durch die erhöhten Kapazitäten wird die Geschäftstätigkeit im Ausland vereinfacht. Außerdem können noch diversifiziertere Wertpapierpakete<sup>12</sup> angeboten werden. Hierbei wurde durch die Fortschritte in der Informationstechnologie die Bedeutung der geografischen Position aufgehoben, weil Informationen weltweit bezogen und Geschäfte lokal unabhängig abgewickelt werden können. Kennzeichnend für die Übernahmewelle ist weiters, dass vor allem die bereits großen Fondsgesellschaften solche Übernahmen verstärkt tätigen. Gerade bei den größten Fondsgesellschaften lässt sich ein rapides Wachstum feststellen.<sup>13</sup> Diese Entwicklungen haben zur Bildung neuer Machtzentren in den Industrieländern geführt.

### 4.2. Steigende Veranlagung in Aktien

Die Fonds legen ihre Mittel zunehmend in Aktien an. Aktien sind – im Vergleich zu Anleihen – riskanter, gleichzeitig

können im günstigen Fall höhere Renditen erzielt werden. Während 1992 nur 17 % des Vermögens der europäischen Fonds in Aktien angelegt wurden, beträgt dieser Anteil 1998 bereits 33 %. Die Bedeutung der Geldmarktfonds, welche in kurzlaufende Geldmarktpapiere von Banken und Unternehmen investieren und sich durch niedrige Zinssätze, aber dafür geringes Risiko auszeichnen, nimmt hingegen ab.

*Aktienfonds gewinnen an Bedeutung*



Quelle: Factbook 1999, S. 6

Der Anteil an Aktienvermögen variiert in den einzelnen Staaten jedoch beträchtlich: Während er in Großbritannien 86 % ausmacht, beläuft er sich in Österreich auf nur 7 %, in den USA beträgt der Anteil etwa 53 %. Der Fondsmarkt in Österreich zeichnet sich durch einen überdurchschnittlich hohen Anteil an Anleihefonds aus (68 %).<sup>14</sup>

Aber auch in Österreich wird eine Erhöhung des Aktienanteils angestrebt. So fordert die Vereinigte Pensionskasse (VPK), dass der derzeit mit 40 Prozent beschränkte Aktienanteil in

*Forderung nach Erhöhung des Aktienanteils in Österreich*

der Vermögensveranlagung der Pensionskassen auf bis zu 50 Prozent ausgeweitet wird.<sup>15</sup>

#### 4.3. Steigende Veranlagung im Ausland

*institutionelle Anleger tragen zur Globalisierung der Finanzmärkte bei*

Kennzeichnend für die Fondswirtschaft ist auch eine vermehrte Veranlagung im Ausland. Während 1980 die Fonds im Länderdurchschnitt unter 5 % in ausländische Wertpapiere investiert hatten, betrug dieser Anteil 1995 etwa 20 %. Bezogen auf die G7 Länder bedeutete dies eine Größe von etwa 4 Billionen Dollar, die bereits 1995 in ausländische Wertpapiere investiert worden waren.<sup>16</sup> Somit tragen die institutionellen Anleger einen guten Teil zur "Globalisierung der Finanzmärkte" bei.

*Auslandsanlagen der Pensionsfonds*

Vor allem die Pensionsfonds spielen bezüglich der Veranlagung im Ausland eine herausragende Rolle. In den USA waren 1996 11 % des Gesamtvermögens der Pensionsfonds im Ausland angelegt. Führend, was diesen Anteil betrifft, sind jedoch die Pensionsfonds in Großbritannien und in den Niederlanden, die 1996 bereits zwischen einem Viertel und einem Drittel des Vermögens im Ausland veranlagt hatten.<sup>17</sup>

*ausländische Anleger in Österreich*

Die vermehrte Veranlagung in ausländische Aktien spiegelt sich umgekehrt auch am Wiener Aktienmarkt wieder, wo vor allem amerikanische, britische und niederländische Investoren eine immer wichtigere Rolle spielen. Ausländische institutionelle Anleger haben etwa zwei Drittel des Streubesitzes der an der Wiener Börse notierten Großunternehmen inne. Ein besonders markantes Beispiel ist hier Wolford, wo 95 % des Aktienstreubesitzes bei ausländischen Pensions- und Investmentfonds liegen. Sehr hoch ist dieser Anteil auch bei der Bank Austria und der VA Tech mit 80 % und der VA Stahl mit 75 %. Aber auch bei der bevorstehenden Privatisierung von Staatsunternehmen ist zu erwarten, dass ca. 60 % der Aktien an ausländische Fonds gehen werden.<sup>18</sup>



#### 4.4. Die Fondspolitik der EU

Für Mitte 2000 ist ein Richtlinienvorschlag geplant, der auf den Ergebnissen der Konsultation zum Grünbuch "Zusätzliche Altersversorgung im europäischen Binnenmarkt" (mit dem Titel "Zu einem Binnenmarkt für die zusätzliche Altersversorgung") und des "Aktionsrahmens für Finanzdienstleistungen" beruhen soll. In Bezug auf Fonds soll dieser Vorschlag vier Ziele verfolgen:

- \* Gewährleistung eines bestmöglichen Schutzes der Anspruchsberechtigten
- \* Schaffung von Voraussetzungen für die umfassende Nutzung der Vorzüge des Binnenmarkts und des EURO durch die Pensionsfonds
- \* Sicherung der Gleichbehandlung der Anbieter betrieblicher Altersversorgung
- \* Gegenseitige Anerkennung der Aufsichtssysteme

Hinter dem zweiten Punkt verbirgt sich die Forderung nach einer Lockerung der Anlagebeschränkungen. So sollen etwa Investitionen in KMU<sup>19</sup>, die nicht an der Börse notiert sind, erleichtert werden.<sup>20</sup>

*geplante  
Liberalisierung*

*Veranlagungs-  
bestimmungen*

Letztendlich soll im Zuge der Öffnung des Kapitalmarkts in der EU auch eine Liberalisierung der Regeln für Pensionsfonds erreicht werden, die bis dato in vielen Mitgliedstaaten strenge Vorschriften einhalten müssen. Der für den Binnenmarkt zuständige EU-Kommissar Frits Bolkestein gibt als Ziel an, dass "Pensionsfonds dort investieren können, wo sie wollen". Dies bedeutet einerseits, dass Pensionsfonds in allen Mitgliedstaaten der EU ihre Dienste anbieten dürfen. Andererseits wird gefordert, dass die Anlagestrategien der Pensionsfonds nicht durch Vorschriften für Kapitalanlagen durchkreuzt werden sollen.<sup>21</sup>

*"Pensionsfonds  
(sollen) dort  
investieren  
können, wo sie  
wollen"*

#### 5. Der Einfluss der wirtschaftlichen Akteure im Kreislauf

Der Bedeutungszuwachs der institutionellen Anleger, die steigende Veranlagung in Aktien bzw. im Ausland und auch die

*der Einfluss des Bedeutungszuwachses auf die wirtschaftlichen Akteure*

politische Entscheidung für eine Liberalisierung der Regeln für Fonds haben Auswirkungen auf das Verhältnis zwischen den wirtschaftlichen Akteuren. Im Folgenden wird das Wechselspiel zwischen institutionellen Anlegern, Unternehmen/Management und Arbeitnehmern, die ihrerseits auch Anleger sein können, dargestellt.

### **5.1. Institutionelle Anleger und das Unternehmen/Management**

*vom "Managerkapitalismus" zum "institutionellen Kapitalismus"*

Die Eigentümerstruktur an Aktiengesellschaften war früher dadurch gekennzeichnet, dass viele Kleinaktionäre und einzelne Familien an den einzelnen Unternehmen beteiligt waren. Sie benutzten ihre Eigentumstitel in der Regel nicht, um auf das Management des Unternehmens einzuwirken. Aufgrund der Zersplitterung der Eigentüsertitel war das auch nicht ohne weiteres möglich. Weil die Macht im Unternehmen eher bei den Managern lag, wird diese Form als "Manager Kapitalismus" bezeichnet. Durch den beschriebenen Aufschwung der institutionellen Anleger hat sich diese Situation aber umgekehrt. Nicht mehr eine große Anzahl kleiner Aktionäre steht heute dem Management gegenüber, sondern immer häufiger Investment- oder Pensionsfonds, Versicherungen oder Banken. Diese Großanleger haben aufgrund ihres hohen Anlagevermögens einen ungleich höheren Einfluss auf "ihr" Unternehmen. Man spricht bereits von "institutionellem Kapitalismus".<sup>22</sup>

*die institutionellen Anleger und das "Shareholder Value-Prinzip"*

Das Ziel der institutionellen Anleger liegt vor allem im finanziellen Erfolg, der durch die Unternehmensanteile erzielt werden kann. Aus der Umschichtung zu den jeweils gewinnversprechendsten Aktien wird versucht eine möglichst hohe Rendite zu erreichen. Durch die Bündelung der Aktionärsmacht bei den institutionellen Anlegern und ihre professionelle Vertretung konnte sich somit in den US-amerikanischen Unternehmen jenes Konzept durchsetzen, das heute als "Shareholder-Value-Prinzip" altbekannt ist und welches auch

im Zuge des globalen Wettbewerbs in Europa immer mehr Fuß fasste und auch heute zunehmend an Bedeutung gewinnt.<sup>23</sup>

Wenn bestimmte Ertragskriterien bzw. Ertragserwartungen nicht erfüllt werden, werden die betreffenden Aktien von den Fonds verkauft. Ein solcher Verkauf erfolgt prompt und kann zu sofortigen Kurseinbrüchen führen. Selbst wenn es nicht zum Verkauf selbst kommt, übt allein die Drohung eines Verkaufs einen nicht zu unterschätzenden Druck auf das Management aus.

*Druck durch  
Erwartungen der  
Fondsmanager*

Dieser zunehmende Wechsel in der Machtstruktur von den Managern zu den Eigentümern wird immer mehr auch bei österreichischen börsennotierten Unternehmen deutlich, was sich in einer Aussage von Randolph Fochler, dem Investor Relations Verantwortlichen von Böhler Uddeholm, zeigt:

*“Wenn ein Vorstand es nicht schafft, bei den One-on-Ones (Anm.: Vieraugengespräche mit hochkarätigen Finanzexperten) in einer Dreiviertelstunde auf Englisch seine Unternehmensstrategie rüberzubringen, dann sehen Sie die Auswirkungen am nächsten Tag im Kursblatt.”<sup>24</sup>*

## 5.2. Unternehmen/Management – Arbeitnehmer

Nach dem Konzept des “Stakeholder-Management” ist jedes Unternehmen in ein Netz von Anspruchsgruppen (den “Stakeholdern”) eingebunden: Management, Aktionäre, Arbeitnehmer, Gewerkschaften, Kunden, Lieferanten usw. Jede dieser Gruppen leistet ihren Beitrag zur Erreichung des Unternehmenszwecks. Dafür erwartet jede Gruppe Gegenleistungen, die entweder Geld, aber auch beispielsweise Arbeitsplatzsicherheit oder ein qualitativ gutes Produkt sein können. Werden diese Erwartungen nicht erfüllt, ist der Fortbestand der jeweiligen Beziehung in Gefahr. Dies beeinträchtigt oder gefährdet den Unternehmenserfolg insgesamt. Bei knappen Ressourcen können jedoch nicht die Erwartungen aller Gruppen gleichzeitig befriedigt werden. Außerdem widersprechen

*das  
“Stakeholder-  
Prinzip”*

sich möglicherweise die Ansprüche verschiedener Gruppen am Unternehmen. Oft fallen die Entscheidungen des Managements daher danach aus, wie wichtig die jeweiligen Stakeholder für das Unternehmen sind und wie leicht sie zu ersetzen sind.<sup>25</sup>

*Interessen der Arbeitnehmer versus Interessen der Fondsmanager*

Die Interessen der Arbeitnehmer richten sich unter anderem auf entsprechende Bezahlung, Weiterbildungsmöglichkeiten, Arbeitsplatzsicherheit, menschliche Arbeitsumgebung, gutes Arbeitsklima, Erholungszeiten, Mitbestimmung. Das Anliegen der Fondsmanager ist es hingegen, mit ihrer Anlage Gewinn zu machen. Mit Hilfe des Shareholder Value Konzepts soll eine möglichst hohe Rentabilität des eingesetzten Vermögens erreicht werden. Da langfristige Strategieentscheidungen in ihrer Wirkung oft schwer einschätzbar sind, kann es zu einer Überbetonung von kurzfristig Cashflow steigernden Maßnahmen kommen. Auch gesellschaftspolitische Ziele wie die Schaffung und Bewahrung von Arbeitsplätzen drohen in den Hintergrund zu geraten. Dass dies den Interessen der Arbeitnehmer zuwider läuft, ist offensichtlich.<sup>26</sup>

*die Bildung von Fonds stärkte den Einfluss der Eigentümer*

Wie bereits oben beschrieben, hat sich der Einfluss der Eigentümer durch den Aufschwung der institutionellen Anleger gegenüber den Managern deutlich erhöht. Ohne den Zusammenschluss der Aktionäre in Fonds und ihre professionelle Vertretung durch die Analysten wäre diese Verschiebung jedoch kaum in dieser Intensität erfolgt.<sup>27</sup>

*Eigentümer als wichtigste "Stakeholder"*

Dieses Machtverhältnis zwischen Anlegern und Mitarbeitern kommt auch bei einer Befragung von Vorständen und Investor-Relation-Verantwortlichen in österreichischen Aktiengesellschaften zum Ausdruck. Auf die Frage, welche Stakeholder (Mitarbeiter, Aktionäre, Kunden oder Lieferanten) am Unternehmen die wichtigsten seien, nannten 73,3 % den Aktionär als den wichtigsten Stakeholder des Konzerns. Nur 26,7 % nennen in erster Linie Mitarbeiter, Kunden oder Lieferanten.<sup>28</sup>

Deutlich wird diese einseitige Gewichtung der Interessen der Eigentümer auch bei einer Aussage von Hubertus von Grünberg (Semperit): *“Es ist schon zynisch. Die Not meiner Arbeitnehmer brachte mir Erfolg bei meinen Aktionären.”*<sup>29</sup>

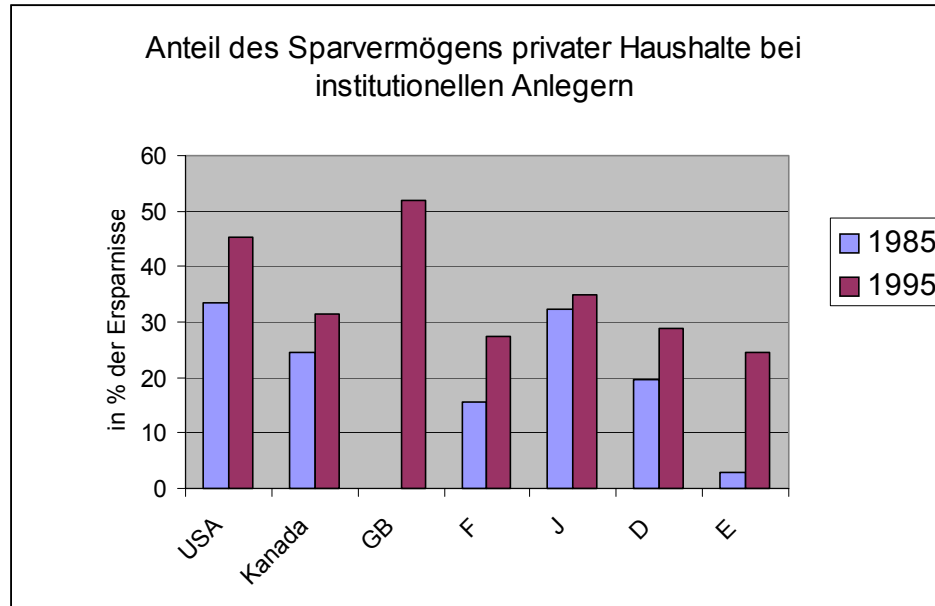
### 5.3. Arbeitnehmer – Sparer, Kleinanleger

Das Einkommen der Arbeitnehmer wird zu einem Teil für Konsum ausgegeben und der andere Teil wird gespart. Hat jemand die Entscheidung getroffen, einen Teil des Einkommens zu sparen, stehen eine Reihe verschiedener Sparformen offen. Hierbei nimmt die Anlage in traditionellen Sparformen – also in einfachen Spargbüchern – immer mehr ab. Die Sparer sehen sich heute vielmehr einer riesigen Auswahl von Anlageformen mit unterschiedlichen zu erwartenden Renditen, aber auch unterschiedlichem Risiko und Laufzeit gegenüber. Neben dem direkten Kauf von Anleihen oder Aktien werden immer mehr Fonds angeboten.

*Fonds als Sparform*

Tatsächlich hat auch der Anteil des Vermögens privater Haushalte bei institutionellen Anlegern ständig zugenommen. Die Abbildung zeigt die Zunahme zwischen 1985 und 1995 in den G7 Ländern. Besonders stark ist diese in Großbritannien und Spanien gestiegen. In Großbritannien wurde bereits 1995 über die Hälfte des Sparvermögens bei institutionellen Anlegern veranlagt. Aber auch Frankreich, Deutschland und nicht zuletzt die USA verzeichneten bereits damals hohe Zuwachsraten.<sup>30</sup>

*wachsende Veranlagung des Vermögens privater Haushalte in Fonds*



Quelle: Huffschmid 1999, S. 82

*Aufschwung der Fonds und Rückgang der Spareinlagen in Österreich*

Auch in Österreich ist ein starker Aufschwung der Fonds zu verzeichnen. Während das Volumen der Fonds 1990 152,9 Mrd. ATS ausmachte, stieg es 1995 bereits auf 336,3 Mrd. ATS und durchbrach im November 1999 die 1.000 Mrd. ATS Marke. Gleichzeitig kam es erstmals in Österreich zu einem Rückgang bei den gesamten Spareinlagen, immerhin um fünf Mrd. ATS.<sup>31</sup>

*die Diskussion um die Finanzierbarkeit des staatlichen Pensionssystems kommt den Pensionsfonds zu Gute*

Nicht zuletzt aufgrund von staatlichen Einsparungsmaßnahmen beim umlagefinanzierten Pensionssystem in sämtlichen europäischen Mitgliedstaaten wächst auch die Bedeutung der privaten kapitalgedeckten Vorsorge und somit auch der Pensionsfonds.<sup>32</sup> Ebenso die Diskussion um die Finanzierbarkeit des Pensionssystems, die vielfach von den Anhängern der Kapitaldeckung vom Zaun gebrochen wird, und groß angelegte Werbekampagnen bewegen und bewegten viele Arbeitnehmer, zusätzlich zur umlagefinanzierten Pension eine private Pensionsvorsorge zu treffen. Der Vorteil des Umlage-

systems liegt vor allem in einem verteilungs- und sozialpolitischen Spielraum, während als Vorteil des Kapitaldeckungsverfahrens die individuelle Gestaltungsmöglichkeit in den Raum gestellt wird. Das Kapitaldeckungsverfahren ist vor allem für Gutverdienende mit einer unterdurchschnittlichen Versicherungsdauer zu empfehlen.<sup>33</sup>

Es ist allerdings zu bedenken, dass bei Leistungseinschränkungen des staatlichen Pensionssystems das Angebot der privaten Versicherungen und Pensionsfonds immer mehr seinen "Luxuscharakter" verlieren wird. Es besteht die Gefahr, dass immer mehr "kleine" Sparer auf das Angebot der Privaten angewiesen sein werden, wollen sie ihren Lebensstandard im Alter aufrecht erhalten. Dies bedeutet aber gleichzeitig eine immer stärker werdende Abhängigkeit auch von Kleinanlegern vom Aktienmarkt.

*durch die verstärkte Veranlagung im Pensionsfonds steigt die Abhängigkeit der Kleinanleger vom Aktienmarkt*

Ist die Perspektive der Veranlagung nicht ausschließlich Altersversicherung, bietet sich eine fast unüberblickbare Vielfalt von Investmentfonds an. Der Vorteil der Investmentfonds liegt in ihrer Veranlagung in mehrere Wertpapiere gleichzeitig, wodurch das Risiko gegenüber der Haltung des Kapitals in einer einzigen Aktie minimiert wird. In einer Zeitschrift wird etwa geschwärmt: "Heute kann man mit einem einzigen Investmentfonds einen repräsentativen Querschnitt der ganzen Welt kaufen, sich indirekt an 80 tollen Unternehmen beteiligen, auf mehrere Währungen gleichzeitig setzen und daneben noch einige Dutzend Anleihen im Portefeuille halten. Und wer – je nach persönlichem Geschmack – bestimmte Themen übergewichten will (...), sucht sich ganz einfach eine Hand voll entsprechender Fonds aus dem reichhaltigen Angebot von mehr als 2900 in- und ausländischen Investmentfonds aus, die in Österreich zum Vertrieb zugelassen sind."<sup>34</sup>

*neue Sparmöglichkeiten durch breites Angebot von Investmentfonds*

Die Anleger bei den Investmentfonds sind in der Mehrzahl aber nicht die "kleinen Sparer". Vielmehr werden dort oft die Vermögen von Banken, Versicherungen und anderen Unter-

*Anleger in Investmentfonds* nehmen deponiert. 1997 waren fünf Sechstel der deutschen Fonds solche Spezialfonds. Das Vermögen der deutschen Spezialfonds belief sich 1998 auf 722 Mrd. DM, während das Vermögen der Fonds, bei denen das Geld hauptsächlich direkt von den Sparern kommt, im Vergleich dazu mit 564 Mrd. DM wesentlich geringer ausfiel.<sup>35</sup>

*Aufschwung der Dachfonds in Österreich* Besonders im Aufschwung in Österreich sind die rund 200 heimischen Dachfonds<sup>36</sup>. Sie sind das am stärksten wachsende Segment innerhalb der verschiedenen Fonds. Laut einer Studie der Invesco Bank Österreich AG haben sich Österreicher seit Mitte 1998 mit mehr als 54 Mrd. ATS bei Dachfonds eingekauft.<sup>37</sup>

#### **5.4. Kleinanleger – Institutionelle Anleger**

*verschärfter Wettbewerb zwischen institutionellen Anlegern* Durch die geänderten Ansprüche kleiner Anleger und die Deregulierung der Finanzmärkte kommt es zwischen den verschiedenen Investment- und Pensionsfonds, aber auch Versicherungen zu einem immer schärfer werdenden Wettbewerb. Da das Hauptkriterium die Rendite des Fonds ist, rückt vor allem die kurzfristige Perspektive in den Vordergrund: Aktiva, die bestimmte Ertragskriterien nicht erfüllen, werden verkauft. Die verschiedenen Anlagen müssen breit gestreut sein. Hierbei müssen sich die Finanzanalysten wie der Fondsmanager nach den Bedürfnissen und Interessen ihrer Klienten richten und werden ihrerseits von den Kunden nach ihrem Erfolg bewertet. Da es für die Anleger umso besser ist, je schneller die Rendite steigt, neigen diese ebenfalls zu einer kurzfristigen Bewertung der Fonds.<sup>38</sup>

*das "Herdenverhalten" der Fonds* Nachdem Fondsmanager nicht auf Basis eines absoluten Leistungsmaßstabes bewertet werden, sondern im Hinblick auf die Leistungen zu anderen Fondsmanagern, entsteht für sie ein hoher Anreiz, einem Trend zu folgen und somit eher zu reagieren als zu agieren. Durch dieses "Herdenverhalten" entsteht ihnen kein persönlicher Schaden, auch wenn Verlus-



te gemacht werden, da von diesen Verlusten eben auch die anderen Fonds betroffen sind.<sup>39</sup>

Die regelmäßig stattfindenden Bewertungen der Fonds führen somit zu einem "Herdentrieb" unter den Fondsmanagern. Gleichzeitig tragen sie zur Intensivierung des Wettbewerbs bei. Als Beispiel für ein solches Ranking in Österreich sei der "Standard & Poor's Austrian Funds Performance Award" genannt, bei dem u.a. 59 einzelne Fonds genau unter die Lupe genommen und die besten von ihnen prämiert werden.<sup>40</sup>

*regelmäßiges  
Ranking*

Durch den Wettbewerbsdruck, der aus der internationalen Konkurrenz um Kunden entsteht, versuchen die Fondsmanager die bestmögliche Rendite in "ihren" Unternehmen zu erzielen, indem sie ihren Einfluss auf das Management geltend machen.

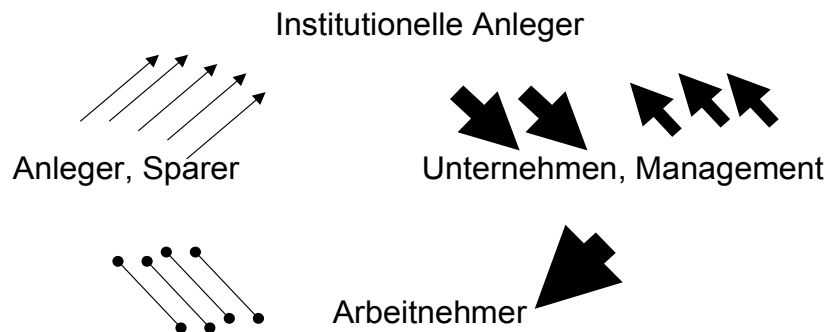
*Wettbewerbs-  
druck wird an die  
Unternehmen  
weitergegeben*

Und hier schließt sich der Kreislauf.

Quelle: Der Standard, 28.5.1999

## 6. Zusammenfassung

Folgende Grafik soll den Zusammenhang zwischen den einzelnen Akteuren nochmals verdeutlichen:



Quelle: Anfertigung durch den Verfasser

*institutionelle Anleger* → *Unternehmensmanagement*  
 Die institutionellen Anleger üben Druck auf das Unternehmen bzw. das Management aus, damit eine möglichst hohe Rendite erwirtschaftet wird. Hierbei stehen dem Unternehmen wenige, aber dafür große Anleger gegenüber, wodurch der Druck verstärkt wird. Unternehmen, Versicherungen und Banken, die ihrerseits Gelder in Spezialfonds angelegt haben, haben ebenfalls die Rendite der Unternehmen zum Ziel.

*Unternehmensmanagement* → *Arbeitnehmer*  
 Das Management der Unternehmen, welche das Eigenkapital akquirieren, gibt den Druck der Anleger oft an die Arbeitnehmer weiter. Im Extremfall werden durch Entlassungen Kurssteigerungen angestrebt.

*Arbeitnehmer (Kleinanleger)* → *institutionelle Anleger*  
 Die Arbeitnehmer selbst sind teilweise auch Anleger bei Fonds oder Versicherungen, vor allem was das Ansparen auf die Pension betrifft. Somit ist es auch in ihrem eigenen Interesse, dass möglichst hohe Renditen erwirtschaftet werden.

Die institutionellen Anleger wiederum stehen unter immer größerem Wettbewerbsdruck um Kunden, der durch diverse

Rankings zunehmend verschärft wird. Die Finanzmarktanalysten versuchen in ihrem Streben nach Rendite die Manager in ihrem Sinn zu beeinflussen ...

**Anmerkungen:**

- 1 Vgl. Ascoli, L.: Aktienmärkte und neue europäische Aktienindizes, in der Reihe: Statistik kurzgefaßt, Thema 2 – 28/1999
- 2 Vgl. Fourçans, A.: Die Welt der Wirtschaft, Frankfurt/New York 1999, Seite 57
- 3 Vgl. Kessler, W.: Warum Geld die Welt regiert, in: Fakten & Impulse, September 1998, Seite 10
- 4 Vgl. Huffschnid, J.: Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg 1999, Seite 82
- 5 Vgl. Wiener Börse; Börsenbegriffe, 1998
- 6 Geldmarktpapiere werden von Banken oder Unternehmen ausgegeben. Als kurzfristige Finanzierungsmittel haben sie nur eine Laufzeit bis zu einem Jahr. Geldmarktfonds investieren in jene Papiere, die einem privaten Investor meist nicht offen stehen. Kennzeichnend für Geldmarktpapiere sind sehr geringe Zinsen und dafür auch niedrige Kursschwankungen.
- 7 Vgl. Springer, W. (Hg.): Factbook, Vermögensveranlagung in Österreich, Wien 1999, Seite 3f.
- 8 Vgl. Huffschnid, J.: Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg 1999, Seite 84
- 9 Vgl. Springer, W. (Hg.): Factbook, Vermögensveranlagung in Österreich, Wien 1999, Seite 2
- 10 Vgl. Götzfried, A.: Statistik über Pensionsfonds, in der Reihe: Statistik kurzgefaßt, Thema 4 – 14/1999
- 11 Vgl. Oberösterreichische Nachrichten, 17.3.2000
- 12 Diversifikation bedeutet, dass eine Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageformen erfolgt. Der Grund dieser Streuung ist eine höhere Sicherheit. Je mehr verschiedene Unternehmen im Portefeuille enthalten sind, desto weniger ist der Eigentümer dem Risiko der Kursentwicklung eines einzelnen Unternehmens ausgesetzt.
- 13 IMF: International Capital Markets, Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Washington 1998, Seite 183f.
- 14 Vgl. Springer, W. (Hg.): Factbook, Vermögensveranlagung in Österreich, Wien 1999, S. 5f.
- 15 Vgl. Die Presse, 14.4.2000
- 16 IMF: International Capital Markets, Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Washington 1998, S. 185f.
- 17 Vgl. Huffschnid, J.: Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg 1999, Seite 86
- 18 Vgl. profil 14.2.2000
- 19 KMU = Klein- und Mittelbetriebe
- 20 Vgl. Risikokapital: Umsetzung des Aktionsplans. Vorschläge für weitere Fortschritte, KOM(1999) 493, und: Zu einem Binnenmarkt für die zusätzliche Altersversorgung, KOM(1999) 134
- 21 Vgl. Wirtschafts-Blatt, 12.2.2000

- 22 Vgl. Hirsch-Kreinsen, H.: Shareholder Value, Zum Wandel von Unternehmensstrukturen und Kapitalmarktbedingungen, in: WSI-Mitteilungen 5/1999, S. 327
- 23 Vgl. Steger, U.: Die Rückkehr der ideellen Gesamtkapitalisten, Mythen und Fakten in einer sich globalisierenden Wirtschaft, in: Wirtschaftspolitische Blätter Nr. 6, Wien 1999, S. 547
- 24 Vgl. profil 19. April 1999
- 25 Vgl. Koll, O.: Stakeholder Management, Eine sinnvolle Alternative zum Shareholder Value?, in: Wirtschaftspolitische Blätter Nr. 6, Wien 1999, S. 569
- 26 Vgl. Soros, G.: Die Krise des globalen Kapitalismus, Offene Gesellschaft in Gefahr, Berlin 1998, S. 153f.
- 27 Vgl. Steger, U.: Die Rückkehr der ideellen Gesamtkapitalisten, Mythen und Fakten in einer sich globalisierenden Wirtschaft, in: Wirtschaftspolitische Blätter Nr. 6, Wien 1999, S. 547
- 28 Vgl. N.N.: "Implementation des wertorientierten Managements in österreichischen börsennotierten Unternehmen", Hrsg.: RNG Management, Wien 1999
- 29 Vgl. profil 19. April 1999
- 30 Vgl. Hufschmid, J.: Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg 1999, S. 82f.
- 31 Vgl. Neue Kronen Zeitung/Wirtschaftsmagazin, 24.12.1999
- 32 Umlagefinanzierung bedeutet, dass die Beiträge der erwerbstätigen Bevölkerung in die Sozialversicherung direkt für Pensionszahlungen verwendet werden, wobei diese Beiträge verpflichtend sind. Beim Kapitaldeckungsverfahren wird hingegen individuell eingezahlt und der angesparte Betrag dann für die Altersvorsorge wieder ausgeschüttet.
- 33 Vgl. Prinz, C.; Marin, B.: Pensionsreformen, Nachhaltiger Sozialumbau am Beispiel Österreichs, Wien 1999, S. 46 u. S. 72f.
- 34 Vgl. trendINVEST 2/2000
- 35 Vgl. Hufschmid, J.: Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg 1999, S. 90f.
- 36 Dachfonds sind Fonds, die ihrerseits wieder in Subfonds investieren.
- 37 Vgl. Der Standard 3.4.2000
- 38 Vgl. Tichy, G.: Zwei Systeme, ein Kapitalmarkt? – Zur Inkompatibilität der globalen Modelle der Unternehmenspolitik, in: Wirtschaftspolitische Blätter Nr. 6, Wien 1999, S. 539
- 39 Vgl. Soros, G.: Die Krise des globalen Kapitalismus, Offene Gesellschaft in Gefahr, Berlin 1998, S. 172
- 40 Vgl. trend INVEST 2/2000

INSTITUT FÜR SOZIAL- UND WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

# WISO

WIRTSCHAFTS-UND SOZIALPOLITISCHE ZEITSCHRIFT

Die Zeitschrift WISO wird vom Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften (ISW) herausgegeben. Sie dient der Veröffentlichung neuer sozial- und wirtschaftswissenschaftlicher Erkenntnisse sowie der Behandlung wichtiger gesellschaftspolitischer Fragen aus Arbeitnehmersicht.

Lohnpolitik, soziale Sicherheit, Arbeitsmarkt und Arbeitslosigkeit, Arbeit und Bildung, Frauenpolitik, Mitbestimmung, EU-Integration - das sind einige der Themen, mit denen sich WISO bereits intensiv auseinander gesetzt hat.

WISO richtet sich an BetriebsrätInnen, GewerkschafterInnen, WissenschaftlerInnen, StudentInnen, Aktive in Verbänden, Kammern, Parteien und Institutionen sowie an alle, die Interesse an Arbeitnehmerfragen haben.

Erscheinungsweise: vierteljährlich

Preise:\* Jahresabonnement EUR 22,00 (Ausland EUR 28,00)  
Studenten mit Inskriptionsnachweis EUR 13,00  
Einzelausgabe EUR 7,00 (Ausland EUR 12,00)

(\* Stand 2005 - Die aktuellen Preise finden Sie auf unserer Homepage unter [www.isw-linz.at](http://www.isw-linz.at))

Wir laden Sie ein, kostenlos und ohne weitere Verpflichtungen ein WISO-Probeexemplar zu bestellen. Natürlich können Sie auch gerne das WISO-Jahresabonnement anfordern.

Informationen zum ISW und zu unseren Publikationen - inklusive Bestellmöglichkeit - finden Sie unter [www.isw-linz.at](http://www.isw-linz.at).



## BESTELLSCHEIN\*

Bitte senden Sie mir kostenlos und ohne weitere Verpflichtungen

- 1 Probeexemplar der Zeitschrift WISO
- 1 ISW Publikationsverzeichnis

Ich bestelle \_\_\_\_\_ Exemplare des WISO-Jahresabonnements (Normalpreis)

Ich bestelle \_\_\_\_\_ Exemplare des WISO-Jahresabonnements für StudentInnen mit Inskriptionsnachweis

\* Schneller und einfacher bestellen Sie über das Internet: [www.isw-linz.at](http://www.isw-linz.at)

Name \_\_\_\_\_

Institution/Firma \_\_\_\_\_

Straße \_\_\_\_\_

Plz/Ort \_\_\_\_\_

E-Mail \_\_\_\_\_

### BESTELLADRESSE:

ISW  
Weingartshofstr. 10, A-4020 Linz  
Tel. ++43/732/66 92 73-33 21  
Fax ++43/732/66 92 73-28 89  
E-Mail: [wiso@ak-ooe.at](mailto:wiso@ak-ooe.at)  
Internet: [www.isw-linz.at](http://www.isw-linz.at)