

v. agarwal • j.-p. gómez • a. priestley

management compensation and market timing under portfolio constraints

CFR working paper 11-16

In diesem Papier untersuchen die Autoren die Wirkungsweise von Anreizstrukturen auf den Arbeitseinsatz des Fondsmanagers, wenn dieser bei der Portfoliozusammensetzung exogenen Restriktionen, wie Leerverkaufsbeschränkungen oder dem Verbot von Margin-Käufen, unterliegt.

Bisherige Ergebnisse zur Prinzipal-Agenten-Beziehung von Fondsinvestoren- und managern unter der Annahme von Moral Hazard zeigen, dass Benchmarks und Incentive Fees zur Festlegung der Managervergütung keine Auswirkungen auf den Einsatz des Managers haben, wenn dieser sein Portfolio unbeschränkt gestalten kann. Sein Einsatz wird lediglich von seinem privaten negativen Grenznutzen bestimmt, der durch die Anstrengung verursacht wird.

In diesem Paper werden nun explizit Portfoliorestriktionen berücksichtigt. In einem theoretischen Modell zeigen die Autoren, dass sich die Ergebnisse ändern, sobald der Manager in der Portfoliozusammensetzung beschränkt ist. Auch in praktischer Hinsicht sind diese Implikationen von hoher Relevanz. So unterliegen in den USA ca. 70% der Fonds Leerverkaufsbeschränkungen und sogar 90% dem Verbot von Margin-Käufen. Die Ausgestaltung der Benchmark und die daraus abgeleitete Managementvergütung setzen in diesen Fällen, so zeigt das Modell, Anreize für den Manager zu einer höheren Anstrengung.

Zusammenfassend kommen die Autoren zu dem Ergebnis, dass die Wirksamkeit von Benchmarks und Incentive Fees zur Anreizsetzung wesentlich davon abhängt, ob der Fondsmanager in der Portfoliozusammensetzung Beschränkungen unterliegt.