

**A. Kempf • A. Pütz • F. Sonnenburg**

**Fund manager duality:  
Impact on performance and investment behavior**

**CFR working paper 12-06**

In dieser Studie gehen wir der Frage nach, welche Konsequenzen es hat, wenn Fondsmanager sich selbst überwachen. Bei US-amerikanischen Investmentfonds ist es die Aufgabe des Board of Directors, die Arbeit des Fondsmanagers zu kontrollieren und ihn, z.B. bei anhaltend schlechter Performance, zu entlassen. In diesem Kontext kann ein Interessenskonflikt entstehen, wenn der Fondsmanager gleichzeitig auch als Vorsitzender des Boards (Manager Duality) agiert, da er somit sein eigenes Handeln evaluieren und sich selbst entlassen muss.

In der wissenschaftlichen Literatur wurde gezeigt, dass der Manager in dieser Situation ein geringeres Entlassungsrisiko fürchten muss. Wir erwarten daher, dass sich Duality-Manager beispielsweise weniger anstrengen und dadurch eine schlechtere Performance erzielen. Außerdem sollte das niedrigere Entlassungsrisiko dazu führen, dass Duality-Manager riskantere Strategien verfolgen, da sie dadurch ihre Chance auf hohe Gewinne vergrößern, bei einem Scheitern der Strategie aber nicht die negativen Konsequenzen der Entlassung tragen müssen. Schließlich erwarten wir, dass das Problem umso ausgeprägter ist, je weniger effektiv das Board of Directors arbeitet.

Wir untersuchen diese Überlegungen anhand US-amerikanischer Aktienfonds im Zeitraum von 2005 bis 2009. Unsere Ergebnisse bestätigen unsere Erwartungen: Die Performance von Duality-Fonds ist um ca. 2% p.a. schlechter als die von Fonds, deren Manager nicht dem Board of Directors vorsitzt. Dieser Performanceunterschied wird insbesondere von den schlechtesten Duality-Fonds hervorgerufen, deren Manager nicht entlassen werden. Außerdem gehen Duality-Manager höhere unsystematische Risiken ein und verfolgen extremere Investmentstrategien. Dieses Verhalten hat zur Folge, dass auch die Performance der Duality-Fonds extreme Ausschläge aufweist. Jedoch gibt es auch eine gute Nachricht: Ein effektives Board of Directors, das aus einer hohen Anzahl unabhängiger Mitglieder besteht, die selbst Investitionen in den Fonds getätigt haben, kann die aufgezeigten negativen Konsequenzen ausgleichen.

Insgesamt zeigen unsere Ergebnisse, dass Anleger in zweifacher Hinsicht Nachteile erleiden, wenn sie in Duality-Fonds investieren. Zum einen erhalten sie eine geringere durchschnittliche Performance, zum anderen müssen sie auf stabile Erträge verzichten und bekommen dafür riskante Wetten. Unsere Ergebnisse unterstützen die jüngst von der Securities and Exchange Commission vorgeschlagene Gesetzesänderung: Vorsitzende des Board of Directors von US-amerikanischen Investmentfonds sollten unabhängig sein.