

v. agarwal • s. cao • s. huang • m. kim

**incentive realignment: mutual funds' influence on
executive compensation contracts**

CFR working paper 25-08

Das vorliegende Arbeitspapier untersucht, ob und wie Investmentfonds die Vergütungsstruktur von Führungskräften der Unternehmen in ihrem Portfolio beeinflussen, um deren Investitionshorizont dem eigenen anzugleichen. Grundlage für die Untersuchung ist eine regulatorische Änderung der US-Börsenaufsicht (SEC) im Jahr 2004, die die Offenlegungsfrequenz von Fondsportfolios von halbjährlich auf quartalsweise erhöhte. Diese erhöhte Transparenz verstärkt in der Theorie den kurzfristigen Leistungsdruck auf Fondsmanager und verkürzt damit deren Investitionshorizont.

Die Autoren analysieren nun, ob betroffene Fonds daraufhin versuchen, auch die Anreizstruktur der Unternehmensmanager in Richtung eines kürzeren Zeithorizonts anzupassen. Im Zentrum steht dabei die sogenannte „Pay Duration“, also die durchschnittliche Laufzeit der Vergütungskomponenten (insbesondere die Laufzeit von Aktienoptionen und die Länge von Sperrfristen für den Verkauf eigener Aktien), die bestimmt, wie stark Manager auf langfristige versus kurzfristige Unternehmensperformance ausgerichtet sind. Eine kürzere Pay Duration liefert stärkere Anreize für kurzfristige Ergebnisse.

Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass Unternehmen mit hoher Beteiligung von Fonds, die von der oben genannten Regulierung betroffenen sind, ihre Pay Duration nach 2004 signifikant verkürzen. Die durchschnittliche Reduktion beträgt rund 15 %. Dieser Effekt tritt nicht bei Unternehmen auf, die überwiegend von nicht betroffenen institutionellen Investoren gehalten werden, was die kausale Interpretation stützt.

Darüber hinaus identifizieren die Autoren zwei Wirkungsmechanismen („voice“ und „exit“): Erstens beteiligen sich betroffene Fonds nach der Regulierung häufiger an Abstimmungen zu vergütungsrelevanten Themen auf Hauptversammlungen und weichen dabei teilweise von Standardempfehlungen ab. Zweitens reduzieren Fonds ihre Beteiligungen an Unternehmen, die ihre Vergütungsdauer nicht verkürzen – ein Hinweis auf einen glaubwürdigen „Exit“-Druck.

In weiteren Analysen zeigen die Autoren, dass der Effekt stärker ausfällt, wenn Fonds größere Ressourcen besitzen, wenn die Aktien liquider sind (was einen Ausstieg erleichtert), wenn Fondsmanager weniger abgelenkt sind und wenn sie aufgrund ihres Alters stärkere Karriereanreize haben.

Insgesamt belegt die Studie, dass institutionelle Investoren aktiv Einfluss auf Vergütungsstrukturen nehmen, um ihre eigenen – hier verkürzten – Investitionshorizonte durchzusetzen. Dies hilft besser zu verstehen, wie Kapitalmarktakteure zur „Kurzsichtigkeit“ von Unternehmen beitragen, sodass diese kurzfristige finanzielle Ziele über langfristige Strategien stellen.