

e-Fundresearch, 25. Mai 2007



e-fundresearch.com



"Fondsmanager-Spielchen sollte man vermeiden"

Warum Manager Risiko eingehen - oder auch nicht

Eine aktuelle Studie des Centre for Financial Research geht Anreizen auf den Grund, die das Verhalten von Fondsmanagern beeinflussen. Denn Prämien und Boni sind nur eine Seite der Medaille. Bei schlechter Marktlage achten Fondsmanager auch darauf, ihren Job nicht zu verlieren.

Jeder Mensch wird von Anreizen in seiner Umgebung beeinflusst und verhält sich dementsprechend. Ob in der Politik, der Wirtschaft oder einfach im Alltag, Anreize sind Signale für menschliches Handeln.

Auch Fondsmanager unterliegen Anreizen, die ihre Entscheidungen beeinflussen. Die Rendite ist dabei einer der wesentlichen Antriebe für Fondsmanager. Denn eine hohe Rendite bedeutet oft erheblichen Kapitalzufluss und damit – je nach Vertrag – auch entsprechende Gehaltssteigerungen für den Manager. Für eine hohe Rendite werden die meisten Fondsmanager daher bereit sein, ein entsprechend hohes Risiko einzugehen.

Eine aktuelle Studie des Centre for Financial Research (CFR) geht aber noch einem zweiten möglichen Anreiz auf den Grund. Die Studie des CFR wurde mit Daten aus den USA im Zeitraum 1980 bis 2003 durchgeführt.

"Nicht nur Entlohnung wichtig"

Stefan Ruenzi ist einer der Autoren der Studie Employment Risk, Compensation Incentives and Managerial Risk Taking: „Wir konnten in der Untersuchung zeigen, dass beim Risikoverhalten nicht nur die Entlohnung eine wichtige Rolle spielt.“ Auch Beschäftigungsanreize spielen eine wesentliche Rolle, zum Beispiel die Angst den Job oder die Reputation zu verlieren. Die wesentliche Frage der Studie war daher, wann die Beschäftigungsanreize oder die Entlohnungsanreize überwiegen?

Bullish oder bearish

„Die Stärke der Anreize hängt vom Markt ab“, sagt Stefan Ruenzi im Gespräch mit e-fundresearch. Je nach Marktlage dominiert ein Anreiz den anderen. Der Beschäftigungsanreiz ist besonders in der Abschwungsphase des Konjunkturzyklus bedeutend. Ein Fondsmanager, dessen Fonds in dieser Situation im Vergleich zu seiner Assetklasse underperformed hat – ein midyear loser –, sorgt sich mehr um seinen Job. „Auch Reputationseffekte spielen dabei eine wesentliche Rolle,“ so Ruenzi. Daher wird der midyear loser in einem bearishen Umfeld weniger Risiko für kommende Investments eingehen.

In einer Boomphase ist der Zusammenhang genau umgekehrt. Ein midyear loser wird mehr Risiko eingehen, um in das Top-Segment vorzustoßen. „Denn nur die wirklich guten Fonds haben hohe Kapitalzuflüsse“, so Experte Ruenzi. Ein Fondsmanager hat nach einer starken

Performance meist Aussicht auf ein wachsendes Fondsvolumen und infolge dessen eine höhere Bezahlung. Dementsprechend wird er gerne bereit sein, das Risiko einzugehen, um in das Top-Segment vorzustoßen.

Während Amerika im Zentrum der CFR-Studie stand, gibt es ein paar Unterschiede zu zentraleuropäischen Ländern: „In Deutschland ist die Bezahlung in größerem Ausmaß von der Performance der ganzen Fondsgesellschaft abhängig, das gilt in gewissem Ausmaß auch für die Beschäftigungsanreize,“ so Ruenzi.

Folgen für den Anleger

Bei diesen Anreizen kann es auch passieren, dass der Anleger mit seinen Performance-Erwartungen im Stich gelassen wird. Finanzexperte Ruenzi nennt aber ein paar Schlussfolgerungen für Investoren, um sich vor möglichen schlechten Auswirkungen der verschiedenen Anreize zu schützen.

Erstens: Auf risikoadjustierte Kennzahlen achten. „Wenn man sich auf die risikoadjustierten Kennzahlen konzentriert, fällt man nicht auf die Risiko-Spielchen einiger Manager herein.“ Neben der Rendite sollten also verstärkt Kennzahlen wie die Sharpe Ratio oder Information Ratio beachtet werden.

Zweitens: Auch die Kontinuität des Fonds über die Jahre ist wichtig. „Es ist entscheidend, wie persistent ein Fonds ist,“ meint Ruenzi.

Drittens: „Anleger sollten nicht immer den allerbesten Fonds wählen, weil diese sehr schnell zu groß werden.“ Das mag vielleicht im Interesse der Fondsgesellschaft und des Fondsmanagers liegen, für die Anleger bedeutet das aber oft sinkende Renditen.

Über die Person: Dr. Stefan Ruenzi arbeitet als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Centre for Financial Research an der Universität zu Köln. Er hat im Jahr 2005 seine Dissertation zum Thema Fondsfamilien abgeschlossen. Seine Forschungsinteressen liegen im Bereich der empirischen und theoretischen Kapitalmarktforschung, insbesondere in den Bereichen Investmentfonds und ethisches Investment.

Über das CFR: Das CFR ist ein international ausgerichtetes gemeinnütziges Forschungsinstitut, das unabhängige, anwendungsorientierte Spitzenforschung im Bereich der Finanzmärkte betreibt. Im Bereich des Asset Management arbeitet am CFR derzeit eine Forschergruppe von 20 Wissenschaftlern. Das CFR ist somit das größte Forschungszentrum in Deutschland im Bereich Asset Management. Weitere Infos unter www.cfr-cologne.de

Alexander Kempf, Stefan Ruenzi, Tanja Thiele: “Employment Risk, Compensation Incentives and Managerial Risk Taking”, CFR-Working Paper 2007-02 (<http://www.cfr-cologne.de/download/workingpaper/cfr-07-02.pdf>).