

FAZ.NET, 25. Mai 2007



Studie

Die Risikospielechen der Fondsmanager

Was treibt Fondsmanager an? Warum gehen sie wann welche Risiken ein? Diese Fragen hat das Centre for Financial Research (CFR) der Universität Köln mit einer neuen Studie zu beantworten versucht. Die Ergebnisse sind auch für Privatanleger von Interesse, schließlich hat das Verhalten der Fondsmanager Einfluss auf die Wertentwicklung der ihnen anvertrauten Gelder.

Ein Zusammenhang liegt auf der Hand: Wenn ein Fonds gut abschneidet, wird ihm mehr Geld zufließen. Je größer der Fonds, umso höher wird im Schnitt die Entlohnung des Fondsmanagers sein. Schon aus diesem Grund hat ein Fondsmanager ein großes Interesse an einer guten Wertentwicklung.

Die Autoren berücksichtigten aber auch einen weiteren Effekt: Beim Risikoverhalten spielen nicht nur Entlohnungsanreize eine wichtige Rolle, sondern auch Beschäftigungsanreize. Hier kommt zum Beispiel die Angst zum Tragen, den Job oder die Reputation zu verlieren.

Ist die Stelle in Gefahr?

Doch wann ist die Entlohnung der größere Anreiz und wann die Angst vor dem Jobverlust? „Die Stärke der Anreize hängt vom Markt ab“, sagte Stefan Ruenzi, einer der Autoren der Studie „Employment Risk, Compensation Incentives and Managerial Risk Taking“ (Studie als pdf-Download), gegenüber den Fondsanalysten von e-fundresearch.com.

Der Beschäftigungsanreiz sei besonders in der Abschwungsphase des Konjunkturzyklus bedeutend. Der „midyear loser“, also ein Manager, dessen Fonds hinter den Wettbewerbern herhinkt, sieht während eines Abschwungs eher seine Stelle in Gefahr. In einem fallenden Markt wird er bei künftigen Investments Vorsicht walten lassen, um am Jahresende, wenn abgerechnet wird, kein zu großes Minus zu riskieren.

Im Aufschwung zählt das Geld

In der Hausse sei der Zusammenhang genau umgekehrt: Der „midyear loser“ wird mehr riskieren, um bis zum Jahresende verlorenes Terrain aufzuholen. Angst um seinen Job hat der Fondsmanager während des Aufschwungs kaum, der Entlohnungsanreiz steht im Vordergrund.

Dieser Zusammenhang gelte zumindest für Amerika. Die Studie stützt sich auf Daten aus den Vereinigten Staaten von 1980 bis 2003. „In Deutschland ist die Bezahlung in größerem Ausmaß von der Performance der ganzen Fondsgesellschaft abhängig, das gilt in gewissem Ausmaß auch für die Beschäftigungsanreize“, wird Ruenzi weiter zitiert.

Kontinuierliche Wertentwicklung ist wichtig

Die Wissenschaftler zitieren in ihrer Untersuchung andere Studien, denen zufolge die Risikosteuerung der Fondsmanager nach Entlohnungsanreizen für Anleger nicht optimal ist. Das gleiche gelte für die Risikosteuerung nach Beschäftigungsanreizen. „Sie zielen nicht

darauf ab, ein Portfolio mit aus Anlegersicht optimalen Risiko-Rendite-Kriterien aufzubauen und erzeugen zusätzliche Handelskosten, die die Wertentwicklung schmälern können“; schreiben die Autoren.

Was also sollen Anleger tun. Ruenzi empfiehlt, auch auf risikoadjustierte Kennzahlen wie die Sharpe Ratio zu achten. „Wenn man sich auf die risikoadjustierten Kennzahlen konzentriert, fällt man nicht auf die Risiko-Spielchen einiger Manager herein“, sagte Ruenzi e-fundresearch.com. Außerdem sei eine kontinuierlich gute Wertentwicklung des Fonds wichtig. Ferner sollten Anleger nicht immer den allerbesten Fonds wählen, weil diese sehr schnell zu groß werden. Was Fondsgesellschaft und -manager freut, kann für Anleger sinkende Renditen bedeuten.

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>).