

A. Kempf • S. Auenzi • T. Thiele

**employment risk, compensation incentives
and managerial risk taking:
evidence from the mutual fund industry**

CFR working paper 07-02

In dieser Arbeit wird das geplante Risikoverhalten von Investmentfondsmanagern unter Berücksichtigung von zwei diametralen Anreizen analysiert, denen Fondsmanager bei ihrer Investitionsentscheidung ausgesetzt sind. Zum einen unterliegen sie Entlohnungsanreizen, die durch eine positiv konvexe Beziehung zwischen Jahresendperformance und Zuflüssen in Kombination mit einer vom verwalteten Vermögen abhängigen Entlohnung entstehen. Die Entlohnungsanreize sollten dazu führen, dass hinten liegende Manager ihr Risiko stärker erhöhen als Manager mit einer guten Halbjahresperformance, um sich die Chance auf eine Top-Position am Jahresende und somit die Möglichkeit hoher Zuflüsse zu erhalten. Vorne liegende Manager sollten dagegen versuchen ihre Position durch eine Risikoreduktion zu verteidigen. Zum anderen wollen Fondsmanager ihren Arbeitsplatz nicht verlieren, da dies mit Kosten, wie z.B. Gehaltsausfällen und Reputationsverlusten, verbunden wäre. Da die Wahrscheinlichkeit einer ungewollten Kündigung umso höher ist, je schlechter die vergangene Performance ist und mit einer Erhöhung des Risikos noch steigt, sollten Entlassungsrisiken dazu führen, dass hinten liegende Manager ihr Risiko stärker senken als vorne liegende Manager.

Anhand von Daten über Portfoliozusammensetzungen von US Investmentfonds für den Zeitraum 1980 bis 2003 zeigen wir empirisch, dass das Risikoverhalten der Fondsmanager von der relativen Stärke der beiden Anreize abhängt. Als Proxy für die jeweilige Stärke der beiden Anreize verwenden wir die Marktrendite. Im Anschluss an Bärenmärkte sind die aggregierten Zuflüsse in Fonds niedrig. Dies führt zu mehr Fondsschließungen und weniger Fondsneugründungen, so dass die Entlassungsrisiken besonders relevant sind und die ohnehin relativ niedrigen Entlohnungsanreize dominieren. Entsprechend beobachten wir, dass die in Bärenmärkten vorne liegenden Manager ihr Risiko stärker erhöhen als hinten liegende. Hingegen sind in Bullenmärkten die Entlohnungsanreize aufgrund hoher Zuflüsse sehr groß. Zudem ist die Arbeitsplatzsituation selbst im Fall einer Kündigung, die in Bullenmärkten unwahrscheinlicher ist, aufgrund vieler Fondsneueröffnungen relativ gut. Somit dominieren die Entlohnungsanreize die Entlassungsrisiken in Bullenmärkten und die hinten liegenden Manager erhöhen ihr Risiko stärker als die vorne liegenden.

Wir können außerdem zeigen, dass diese Ergebnisse zeitlich stabil sowie unabhängig von Fonds- und Familiencharakteristika sind und weiterhin Bestand haben, wenn wir zusätzlich Risikolimits berücksichtigen. Obgleich Fondsmanager Abweichungen zwischen realisiertem und geplantem Risiko (Risikoüberraschungen) ausgleichen, bleibt das diametrale Risikoverhalten bestehen.

Diese Ergebnisse zeigen, dass das Wechselspiel zwischen Entlohnungsanreizen und Entlassungsrisiken bei der Beurteilung des Risikoverhaltens von Fondsmanagern eine wichtige Rolle spielt und daher nicht vernachlässigt werden sollte.