

A. Kempf • S. Auenzi
Tournaments in Mutual Fund Families
CFR Working Paper 04-02

Dieses Papier beschäftigt sich mit dem Risikoverhalten von Fondsmanagern. Unsere empirische Untersuchung zum amerikanischen Fondsmarkt liefert folgende Hauptergebnisse:

1. Wir zeigen, dass Fondsmanager ihr Risiko im Verlaufe eines Jahres in Abhängigkeit ihrer aktuellen relativen Performance innerhalb ihrer Familie anpassen. Damit versuchen sie ihre Chance zu erhöhen, am Jahresende eine Top-Position einzunehmen. Fondsmanager haben starke Anreize sich so zu verhalten, weil sie von einer Top-Position innerhalb ihrer Familie stark profitieren. So steigt z.B. die Wahrscheinlichkeit einer Beförderung. Außerdem werden Top-Fonds stark beworben und wachsen daher schneller als andere Fonds. Auch hiervon profitieren Fondsmanager, die in der Regel nach dem verwalteten Vermögen bezahlt werden.
2. Die Richtung der von den Fondsmanagern durchgeführten Risikoanpassung hängt ganz wesentlich von der Wettbewerbssituation innerhalb der Fondsfamilie ab. In Familien mit vielen Fonds erhöhen hintenliegende Fonds ihr Risiko stärker als solche Fonds, die bereits eine gute Position einnehmen. Dies lässt sich damit erklären, dass vorne liegende Fonds versuchen, durch Risikoreduktion ihre Position abzusichern. Hintenliegende Fonds erhöhen dagegen ihr Risiko, um vielleicht doch noch eine gute Position zu erreichen. In Familien mit wenig Fonds beobachten wir dagegen, dass Fonds mit einer guten unterjährigen Performance ihr Risiko stärker erhöhen als schlechtere Fonds. In diesem Fall ist es den einzelnen Fonds möglich, das Verhalten ihrer Konkurrenten in ihr Kalkül mit einzubeziehen und strategisch zu handeln. Daher antizipieren die vorneliegenden Fonds die Risikoerhöhung der hintenliegenden Fonds und erhöhen ihr Risiko sogar noch stärker. Letztere können daher durch eine Risikoerhöhung ihre Chancen auf eine Topposition nicht erhöhen.

Wir können außerdem zeigen, dass bei Fonds mit unterschiedlichsten Charakteristika dieses Risikoverhalten zu beobachten ist. Unabhängig von der Größe, dem Alter, der Handelsaktivität, der Organisationsstruktur und den Gebühren finden wir die gleichen Unterschiede im Risikoverhalten zwischen Fonds in großen und kleinen Familien. Auch über die Zeit sind unsere Ergebnisse sehr stabil.

Unsere Studie zeigt zum ersten Mal, dass Fondsmanager um die beste Position innerhalb ihrer Familie konkurrieren. Damit liefern wir eine alternative Sichtweise der Fondsindustrie. Die einzelnen Fonds einer Familie sollten nicht – wie bislang in der Literatur üblich – als koordinierte Einheiten angesehen werden. Die von uns dokumentierte Risikoanpassung von Fonds beweist vielmehr, dass Fondsmanager sich in einem starken intra-firmen Wettbewerb engagieren. Dies kann weder aus Sicht der Fondsgesellschaft noch aus Sicht der Anleger optimal sein.