

v. Agarwal • G. D. Gay • L. Ling

Window Dressing in Mutual Funds

CFR Working Paper 11-07

Als „Window-Dressing“ bezeichnet man das im institutionellen Fondsmanagement beobachtete Verhalten, „Verliereraktien“ zum Quartalsende, dem Berichtstermin, zu verkaufen und „Gewinneraktien“ zu kaufen. Eine Erklärung hierfür wird in dem Bestreben von Fondsmanagern gesehen, zum Berichtstermin tendenziell „Gewinneraktien“ ausweisen zu wollen, da diese bei den Fondsinvestoren populär sind. Die vorliegende Arbeit untersucht, ob sich bei US-amerikanischen Aktienfondsmanagern im Zeitraum Januar 1984 bis Dezember 2008 Window-Dressing-Aktivitäten beobachten lassen.

Die Arbeit kommt zu dem Ergebnis, dass dies der Fall ist. Insbesondere schlecht ausgebildete Fondsmanager neigen dazu, zum Quartalsende Verliereraktien zu verkaufen und Gewinneraktien zu kaufen. Sie hoffen darauf, dass die Fondsinvestoren ihre Fondsanteile trotz einer schlechten Fondsperformance nicht zurückgeben, wenn sie sehen, dass der Fonds zum Berichtstermin in „Gewinneraktien“ investiert ist. Gut ausgebildete Fondsmanager haben dagegen Vertrauen in ihre Fähigkeiten und greifen nicht auf Window-Dressing-Aktivitäten zurück, um ihr Portfolio zum Quartalsende kurzfristig aufzuhübschen. Window-Dressing-Aktivitäten lassen sich auch bei denjenigen Fonds beobachten, die vergleichsweise hohe Gebühren aufweisen und für die eine vergleichsweise hohe Handelsaktivität kennzeichnend ist. Das ist plausibel: Bei hohen Fondsgebühren hat der Manager ein ausgeprägtes Interesse, dass sein Fonds keine Abflüsse erleidet, und Window-Dressing geht im Allgemeinen mit einer erhöhten Handelsaktivität einher.

Aus Sicht der Fondsinvestoren sind Window-Dressing-Aktivitäten eine schlechte Nachricht: Sie schaden der Fondsperformance, weil Window-Dressing-Aktivitäten mit vergleichsweise hohen Handelskosten einhergehen. Trotz der Performanceeinbußen können Fondsmanager ein vitales Interesse daran haben, Window-Dressing zu betreiben. Vor dem Hintergrund, dass Fondsmanager in den USA erst mit 60 Tagen Verspätung ihre Portfoliopositionen am Quartalsende offenlegen müssen, zeigen die Autoren der Studie, dass Fondsmanager, die Window-Dressing betreiben, von erhöhten Mittelzuflüssen profitieren, wenn sie innerhalb dieser 60 Tage eine gute Performance erwirtschaften. Diese Wette zahlt sich aber nur im Fall einer guten Performance aus. Im Fall einer schlechten Performance innerhalb der 60 Tage werden Window-Dressing-Aktivitäten von den Fondsinvestoren mit vergleichsweise hohen Mittelabflüssen quittiert.