

**R. Wermers • Y. Wu • J. Zechner**

**portfolio performance, discount dynamics, and the turnover of  
closed-end fund managers**

**CFR working paper 06-12**

Im Unterschied zum deutschen Markt existieren in den USA Aktienfonds, dessen Anteile nicht über eine Fondsgesellschaft erworben und verkauft, sondern an der Börse gehandelt werden. Bei diesen so genannten „Closed-End Funds“ (CEFs) ist häufig zu beobachten, dass ihr Marktpreis nicht ihrem Nettoinventarwert (NAV) entspricht. Der Fonds wird folglich im Vergleich zu dem ihm zu Grunde liegenden Aktienportfolio unterschiedlich bewertet. Dieses Phänomen wird in der Literatur als das „Closed-End Fund Puzzle“ bezeichnet. In der Regel werden die Fondsanteile dabei mit einem Abschlag auf den NAV gehandelt. Zu der beobachteten Diskrepanz zwischen dem Börsenwert von CEFs und dessen NAVs bestehen einige Erklärungsansätze. Lee et al. (1991) führen die Unterschiede beispielsweise auf die Existenz von beschränkt rational agierenden Privatanlegern zurück. Seltzer (1989) macht mangelnde Liquidität als Ursache aus, Barclay et al. (1993) argumentieren mit Hilfe von Agency Kosten, Fredman et al. (1991) über Steuereffekte.

Das vorliegende Papier erörtert, ob die Abschläge auf US-amerikanische CEFs im Zeitraum von 1985 bis 2002 rationale Erwartungen der Investoren über die Fähigkeiten des Fondsmanagements oder eine eventuell bald bevorstehende Ablösung desselben widerspiegeln. Dazu werden die CEF-Abschläge mit der Performance des Fonds gegenüber seiner Vergleichsgruppe und dem Wechsel des Fondsmanagements in Beziehung gesetzt. Während des genannten Untersuchungszeitraums wiesen 44 Prozent aller US-amerikanischen CEFs einen Managementwechsel auf. Im Rahmen einer Ereignisstudie wird gezeigt, dass der CEF-Abschlag zwei Jahre vor dem Managementwechsel mit schlechter (relativer) Fondsperformance signifikant zunimmt. Die (unzureichenden) Fähigkeiten des Fondsmanagements werden entsprechend gepreist. Im Jahr vor dem Managementwechsel verändert sich der Abschlag jedoch nicht mehr – obwohl der Fonds auch weiterhin eine unterdurchschnittliche Performance erwirtschaftet. Die Investoren scheinen rational zu antizipieren, dass das Fondsmanagement in naher Zukunft (durch ein besseres) ersetzt wird.