

gjergji cici • scott gibson • nan qin • alex zhang

**the performance of corporate bond mutual funds and
the allocation of underpriced new issues**

CFR working paper 22-11

Immer mehr Unternehmensanleihen werden von Investmentfonds gehalten. Von 2010 bis 2020 hat sich der Wert der von Investmentfonds gehaltenen Unternehmensanleihen mehr als verdoppelt. Auch Investoren stehen Anleihefonds positiv gegenüber: Aktiven Anleihefonds fließen netto Mittel zu, während aus aktiven Aktienfonds netto Gelder abfließen. Diese Entscheidungen der Anleger sind angesichts der unterschiedlichen Performance der beiden Fondskategorien nachvollziehbar: Die risikobereinigten Renditen für aktive Anleihefonds waren vor Gebühren signifikant positiv. Im Gegensatz dazu unterschieden sich die risikobereinigten Renditen für aktive Aktienfonds vor Gebühren nur unwesentlich von Null.

In dem vorliegenden CFR Working Paper untersuchen die Autoren eine potenzielle Quelle für das positive Alpha von aktiven Unternehmensanleihefonds: Den stetigen Strom von Neuemissionen von Unternehmensanleihen, die im Durchschnitt unterbewertet sind. Im Gegensatz zu Aktien werden Unternehmensanleihen fällig und daher sehr viel häufiger und in einem viel größeren Umfang als Aktien begeben. Die Autoren gehen davon aus, dass die starke Präsenz der Fonds am Anleihemarkt sie in die Lage versetzt, einen großen Teil der Gewinne aus dem Underpricing von Anleihen bei der Ausgabe am Primärmarkt abzuschöpfen, was den Fonds eine wichtige Alpha-Quelle bietet.

Für ihre Stichprobe aktiv verwalteter US-Investment-Grade-Anleihefonds finden die Autoren Belege dafür, dass die risikobereinigte Rendite aktiver Anleihefonds, die die meisten Primärmarktallokationen erhalten, etwa 32,2 Basispunkte pro Jahr höher ist als die der Anleihefonds mit den wenigsten Primärmarktallokationen. Dieser Unterschied ist wirtschaftlich signifikant, wenn man bedenkt, dass der durchschnittliche aktive Unternehmensanleihefonds im gleichen Zeitraum ein jährliches Alpha von 33,0 Basispunkten erzielt.

In weiteren Untersuchungen stellen die Autoren fest, dass die Allokationen zwischen den Fonds ungleichmäßig verteilt sind, was die Frage aufwirft, wie die Emissionsbanken die typischerweise überzeichneten und unterbewerteten Neuemissionen den Fondsfamilien zuweisen und wie die Familien diese Allokationen dann auf die Mitgliedsfonds verteilen. Sie finden Anhaltspunkte dafür, dass die Zuteilung wiederholt an Fondsfamilien erfolgt, zu denen die Emissionsbanken stärkere Beziehungen unterhalten. Außerdem deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die Familien die Gewinne besonders an die Mitgliedsfonds weiterleiten, die sich im letzten Jahr schlechter entwickelt haben als ihre Konkurrenten, und zwar auf Kosten derjenigen, die sich besser entwickelt haben.