

Y. WU • R. WERMERS • J. ZECHNER

**governance and shareholder value in delegated portfolio
management: the case of closed-end funds**

CFR working paper 12-11

Warum gibt es in der Fondsindustrie weitaus mehr offene als geschlossene Investmentfonds? Und warum werden geschlossene Fonds häufig mit einem Preisabschlag zum Net Asset Value (NAV) gehandelt?

Mit diesen beiden Fragen beschäftigt sich die vorliegende Studie. Konkret wird untersucht, inwiefern Manager und Investoren über die erzielten Renten geschlossener Fonds verfügen können. Zugleich wird der Frage nachgegangen, ob und wie die Anteilseigner Manager mit geringen Fähigkeiten und einer schlechteren Performance disziplinieren können.

Zu diesem Zweck werden hier zwei konkurrierende Hypothesen überprüft. Die *Shareholder Control Hypothese* postuliert, dass Marktfriktionen den Investoren ermöglichen, die Überschüsse durch fähige Manager abzuschöpfen. Gleichzeitig soll effektive Governance dazu führen, dass unfähige Manager den Anteilseignern nicht schaden können. Demgegenüber steht die *Manager Control Hypothese*, nach der gute Manager die erzielten Renten gänzlich abschöpfen können und schlechte Manager aufgrund von schwacher Governance nicht abgestraft werden.

Die Ergebnisse sprechen wesentlich für letztere, nämlich die *Manager Control Hypothese*. So generieren die fähigen Manager hohe Preisaufläge auf den NAV und können die erzielten Renten abschöpfen, indem sie sowohl das von ihnen verwaltete Vermögen als auch ihre Managementgebühren erhöhen. Auf der anderen Seite werden Manager mit einem hohen Preisabschlag nicht entsprechend bestraft. Insbesondere diejenigen Manager mit langem Tenure haben kaum Rückgänge in den von ihnen verwalteten Assets zu beobachten. Demnach haben Anteilseigner kaum die Chance, Renten selbst abzuschöpfen oder schlecht performende Manager zu disziplinieren. Diese mangelnde Kontrollmöglichkeit wird von den Autoren der Studie als potentielle Ursache dafür gesehen, dass geschlossene Fonds weitaus seltener auftreten als offene und dass erstere oft mit einem Preisabschlag gehandelt werden.

Zuletzt zeigt die Studie das Vorhandensein fallender Skalenerträge im Management geschlossener Fonds. So führt ein Anstieg der verwalteten Assets zu einem starken Rückgang der NAV Performance und der Fondsprämie.