

v. agarwal • h. zhao

interfund lending in mutual fund families: role of internal capital markets

CFR working paper 15-09

Im Rahmen des Investment Company Act of 1940 (1940 Act) werden offene Investmentfonds dazu veranlasst, ihren Investoren täglich Liquidität bereitzustellen. Investitionen dieser Fonds in illiquide Anlagen sind dann mit unterschiedlichen Kosten für den Fondsmanager verbunden, z.B. dann, wenn sie verstärkt Liquiditätspuffer (u.a. Cash) aufbauen, die kaum Rendite generieren. Der 1940 Act untersagt direkte Transaktionen zwischen Fonds einer Fondsfamilie, wie die gegenseitige Kreditvergabe, obwohl die Fondsgesellschaft als interner Kapitalmarkt Transaktionen zwischen den Fonds kostengünstiger, und demnach auch im Sinne der Investoren, abwickeln könnte. Das Gesetz erlaubt daher in Ausnahmefällen solche Transaktionen im Rahmen von sog. Interfund Lending Programmen (ILP), wenn diese im Sinne der Öffentlichkeit sind und den Schutz der Investoren nicht gefährden. Unter diesen ILP ist die gegenseitige Kreditvergabe gestattet, um den Liquiditätsbedarf zu decken.

In der vorliegenden Studie untersuchen die Autoren die Performancekonsequenzen dieser ILPs und setzen diese in Beziehung zu weiteren Governance-Mechanismen innerhalb der Gesellschaft. Zuletzt gehen die Autoren der Frage nach, wie sich das Verhalten von Fondsmanagern und –investoren nach Aufnahme des Programms ändert. So führt das ILP dazu, dass Transaktionskosten gespart werden, da die Anlagen intern günstiger gehandelt werden können. Zudem können Notverkäufe vermieden werden, sofern ein Fonds von starken Mittelabflüssen betroffen ist, da ihm ggf. andere Fonds der Gesellschaft Liquidität bereitstellen. Trotz dieser Vorteile durch das ILP, ist dieses zeitgleich mit Kosten verbunden. Zum einen fordert die SEC zur Einhaltung des Investorenschutzes gezielte Kontrollmechanismen und stellt Anforderungen an Zeitraum, Zweck und Umfang der Kreditvergabe. Zum anderen haben Manager mehr Anreize zur Risikoübernahme, da sie durch das ILP stärker abgesichert sind. Dies wäre mit Performanceeinbußen verbunden.

Die Ergebnisse der Autoren deuten darauf hin, dass nur diejenigen Fonds mit guter Governance nach Aufnahme des Programms ihre Performance steigern können. Fonds, die am ILP teilnehmen, reduzieren zudem ihre Bargeldhaltung, investieren aber stärker in illiquide Anlagen. Zugleich erhöht sich ihre Risikobereitschaft, welches sich in einem höheren unsystematischen und Gesamtrisiko widerspiegelt. Konsistent mit der Vermutung, dass Fondsinvestoren sich weniger um Abflüsse durch andere Investoren sorgen, finden die Autoren zuletzt eine geringere Performance-Zufluss-Sensitivität bei Fonds mit Beteiligung am ILP.