

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XX
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Einführung	1
A. Problemstellung	1
B. Zielsetzung der Untersuchung	3
C. Gang der Untersuchung	4
Erster Teil: Grundlagen des Investmentsparens	7
A. Idee der Investmentanlage	7
B. Historische Entwicklung der Investmentanlage	11
C. Rechtsstrukturen der Investmentgesellschaften	14
D. Investmentsparen in Deutschland	24
E. Harmonisierung des Investmentwesens in der EG	39
F. Zum gegenwärtigen Stand des Investmentsparens	44
Zweiter Teil: Grundsätzliche Überlegungen zur Performancemessung bei Investmentfonds	50
A. Inhalt der Performancemessung	50
B. Adressaten einer Performancemessung	51
C. Ausgestaltung der Performancemessung	72

Dritter Teil: Vorgehensweisen der Renditeermittlung	76
A. Vorbemerkungen	76
B. Konzepte der Renditeermittlung	76
C. Ausschüttungsberücksichtigung	86
D. Einflußfaktoren der Renditeermittlung	88
E. Zusammenfassung	148
Vierter Teil: Risikomessung	150
A. Risikobegriff und Untersuchungsfelder	150
B. Traditionelle (implizite) Risikobewältigung	160
C. (Explizite) Risikomessung durch isolierte Maßzahlen	163
D. Risikomessung und Moderne Kapitalmarkttheorie	180
E. Weitere Risiko- und Performancemaße	239
F. Ausgewählte Einflußfaktoren auf die Risikomessung	255
G. Zusammenfassung	261
Fünfter Teil: Besteuerung des Investmentsparens	263
A. Überblick	263
B. Besteuerung der Kapitalanlagegesellschaft	264
C. Besteuerung auf Ebene des Sondervermögens	265
D. Besteuerung auf Anteilseignerebene	273
E. Steuerliche Transparenz von Investmentfonds	294

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	VII
Abbildungsverzeichnis	XX
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Einführung	1
A. Problemstellung	1
B. Zielsetzung der Untersuchung	3
C. Gang der Untersuchung	4
Erster Teil: Grundlagen des Investmentsparens	7
A. Idee der Investmentanlage	7
B. Historische Entwicklung der Investmentanlage	11
C. Rechtsstrukturen der Investmentgesellschaften	14
I. Vertragstyp versus Gesellschaftstyp	14
1. Entwicklung in Großbritannien	14
2. Entwicklung in Kontinentaleuropa	16
II. Open-end versus Closed-end Prinzip	21
D. Investmentsparen in Deutschland	24
I. Geschichtliche Entwicklung	24
1. Entwicklung vor Gründung der Bundesrepublik Deutschland	24
2. Entwicklung nach Gründung der Bundesrepublik Deutschland	29
II. Aufbau in Deutschland vertriebener Investmentunternehmen	31
1. Vertragstyp nach Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften	32
2. Gesellschaftstyp	35
E. Harmonisierung des Investmentwesens in der EG	39
F. Zum gegenwärtigen Stand des Investmentsparens	44

Zweiter Teil: Grundsätzliche Überlegungen zur Performancemessung bei Investmentfonds	50
A. Inhalt der Performancemessung	50
B. Adressaten einer Performancemessung	51
I. Potentielle Adressaten	51
II. Performancemessung aus Sicht der Kapitalanleger	52
1. Zielsetzungen von Kapitalanlegern	52
2. Aufbau eines Zielsystems	54
3. Zielhierarchie	60
a. Rendite	60
b. Risiko	63
c. Flexibilität	67
d. Nichtmonetäre Ziele	67
4. Investmentfonds im Zielsystem der Kapitalanleger	70
III. Performancemessung aus Sicht des Fondsmanagements	71
C. Ausgestaltung der Performancemessung	72
Dritter Teil: Vorgehensweisen der Renditeermittlung	76
A. Vorbemerkungen	76
B. Konzepte der Renditeermittlung	76
I. Einfache Rendite	76
II. Interne Rendite	80
III. Zeitgewichtete Rendite	83
IV. BVI-Methode	85
C. Ausschüttungsberücksichtigung	86
D. Einflußfaktoren der Renditeermittlung	88
I. Prinzip der verursachungsgerechten Erfolgsermittlung	88
II. Entscheidungsträgerbezogene Erfolgsdeterminanten	89

1. Überblick	89
2. Quantitative Einflußfaktoren	91
a. Betrachtungszeitraum	91
b. Währungseinflüsse	99
c. Gebührenbelastung	106
aa. Arten von Fondsgebühren	107
bb. Berücksichtigung von Gebühren in der Performancemessung	113
cc. Verwaltungseffizienz von Investmentfonds	116
dd. Auswirkungen von Fondsgebühren	118
ee. Umbrellafonds	121
ff. Dachfonds	123
3. Qualitative Einflußgrößen	127
a. Gesetzliche Rahmenbedingungen	127
aa. Investmentgesetze	127
bb. Insiderstellung von Investmentfonds	128
cc. Unabhängigkeit der Kapitalanlagegesellschaft	130
b. Fondskonzeption und Fondsmanagement	131
aa. Anlagegrundsätze	131
bb. Anlagestrategie	133
cc. Managementstandort	136
dd. Managementwechsel	138
ee. Selektion und Timing	139
ff. Umschlaghäufigkeit	140
c. Sonstige Einflußgrößen	141
aa. Fondsgröße	141
bb. Anlegerstruktur und Anlegerverhalten	146
E. Zusammenfassung	148
Vierter Teil: Risikomessung	150
A. Risikobegriff und Untersuchungsfelder	150
I. Überblick	150
II. Informationsorientierter versus sequentieller Risikobegriff	151
III. Schwankung versus Verlustgefahr	154

IV. Risikomessung bei Investmentfonds	157
V. Untersuchungsfelder	159
B. Traditionelle (implizite) Risikobewältigung	160
I. Ziel der Fondskategorisierung	160
II. Kritik	162
C. (Explizite) Risikomessung durch isolierte Maßzahlen	163
I. Beschreibung von Wahrscheinlichkeitsverteilungen	163
1. Momente einer Wahrscheinlichkeitsverteilung	164
2. Normalverteilung	165
3. Die Annahme der Normalverteilung für Kapitalmarktrenditen	166
II. Risikomessung durch statistische Maßzahlen	169
1. Überblick	169
2. Maßzahlen der Streuung	170
a. Spannweite	170
b. Quantilabstände	171
c. Varianz	171
d. Standardabweichung	173
e. Mittlere absolute Abweichung	175
3. Maßzahlen der Verlustgefahr	175
a. Semivarianz	175
b. Ausfallwahrscheinlichkeit	176
4. Maßzahlen der Schiefe	177
5. Maße der Wölbung (Kurtosis, Exzeß)	179
III. Kombination von Rendite und Risiko	180
D. Risikomessung und Moderne Kapitalmarkttheorie	180
I. Diversifikation als Grundlage der Modernen Kapitalmarkttheorie	181
1. Formen der Diversifikation	181
a. Naive Diversifikation	181
b. Markowitz Diversifikation	184
2. Diversifikationsebenen	189

3. Zusammenhang der Märkte	191
4. Investmentfonds als risikodiversifizierte Wertpapierportfolios	193
5. Umsetzungsprobleme der Portfolio Selection Theorie	196
II. Capital Asset Pricing Model (CAPM)	198
1. Grundlagen des CAPM	198
a. Prämissen des CAPM	198
b. Herleitung und Implikationen des CAPM	200
c. Beta-Faktor als Risikomaß	204
2. Performancemessung auf Basis des CAPM	205
a. Reward-to-Variability Ratio von Sharpe	206
b. Reward-to-Volatility Ratio von Treynor	209
c. Jensen's Alpha	211
d. Mehrparametrischer Ansatz nach Fama	214
e. Konzept der Potentiellen Performance	217
f. Beurteilung der Maßzahlen	218
3. Kritik am CAPM und den entsprechenden Performancemaßen	219
a. Variables Beta nach Merton	220
b. Einseitige Risikobetrachtung nach Bower/Wipperfurth	224
4. Weitere Kritik und Modellerweiterungen	225
III. Arbitrage Pricing Theory (APT)	228
1. Grundlagen der Arbitrage Pricing Theory	228
a. Prämissen der Arbitrage Pricing Theory	229
b. Aufbau und Implikationen der APT	229
2. Performancemessung auf Basis der APT	233
3. Kritik an der Verwendung der APT zur Performancemessung	234
IV. Zusammenfassung	236
E. Weitere Risiko- und Performancemaße	239
I. Messung des Zinsänderungsrisikos	239
1. Duration	239
2. Konvexität	241
3. Beurteilung	243

II. Rating von Fonds	244
1. Grundgedanken des Ratings	244
2. Fondsrating	245
III. Stochastische Dominanz	248
1. Vorgehensweise der Stochastischen Dominanzregeln	248
2. Formen der Stochastischen Dominanz	249
a. Stochastische Dominanz 1. Grades	249
b. Stochastische Dominanz 2. Grades	250
3. Empirische Ergebnisse und Kritik der Stochastischen Dominanzregeln	252
IV. Praktische Ansätze	254
F. Ausgewählte Einflußfaktoren auf die Risikomessung	255
I. Währungsrisiko	256
II. Risikominderung durch Garantien	256
III. Verlustausgleich durch die Kapitalanlagegesellschaft	261
G. Zusammenfassung	261
Fünfter Teil: Besteuerung des Investmentsparens	263
A. Überblick	263
B. Besteuerung der Kapitalanlagegesellschaft	264
C. Besteuerung auf Ebene des Sondervermögens	265
I. Besteuerung deutscher Sondervermögen	265
II. Besteuerung von Investmentunternehmen in ausgewählten Staaten	269
III. Zusammenfassung	272
D. Besteuerung auf Anteilseignerebene	273
I. Erträge aus Anteilen inländischer Investmentfonds	273
1. Inländische Anteilseigner	273
2. Ausländische Anteilseigner	278

II. Erträge aus Anteilen ausländischer Investmentfonds	280
1. Inländische Anteilseigner	280
2. Ausländische Anteilseigner	283
III. Zwischengewinnbesteuerung	283
IV. Zinsabschlagsteuer bei Fondserträgen	287
E. Steuerliche Transparenz von Investmentfonds	294
F. Sonderprobleme der Investmentfondsbesteuerung	303
I. Ertragsausgleich	303
II. Kapitalverkehrsteuern bei Investmentanlagen	308
III. Substanzsteuerliche Behandlung von Investmentanteilen	310
IV. Besteuerung von Garantiefonds	311
G. Besteuerungsberücksichtigung in der Performancemessung	313
I. Steuergestaltende Fondskonstruktionen	313
II. Empirische Untersuchungen zur Bedeutung der Besteuerung	316
III. Besteuerungsberücksichtigung bei der Renditeermittlung	318
1. Steuerberücksichtigung bei der BVI-Methode	318
2. Fonds-Performance bei exakter Steuerberücksichtigung	319
a. Anforderungen an eine steuerorientierte Performancemessung	319
b. Informationspflichten des Investmentfonds	322
c. Einbeziehung der Besteuerung am Beispiel Gemischter Fonds	324
IV. Risikowirkungen der Besteuerung	331
H. Zusammenfassung	332

Sechster Teil: Relativierung der Erfolgsmaße	334
A. Relative Erfolgsmaße	334
I. Verwendung von Plangrößen	334
1. Eindimensionale versus zweidimensionale Plangrößen	334
2. Allgemeine versus individualisierte Plangrößen	335
II. Überblick über relative Erfolgsmaße	336
B. Alternative Vergleichsmaße	336
I. Absolutgröße	336
II. Alternativanlage	337
III. In-Sich-Vergleich (Universum vergleichbarer Portfolios)	338
IV. Effiziente Portfolios	339
V. Marktvergleich	340
1. Marktportfolio	341
2. Index	342
VI. Benchmark-Portfolios	350
VII. Zufallsdepots	354
C. Zusammenfassung	358
Siebter Teil: Prognoseeignung der Verfahren	361
A. Prognoseeignung der untersuchten Verfahren	361
B. Prognose von Fondsergebnissen	362
I. Zusammensetzung von Fondsergebnissen	362
1. Überblick	362
2. Primärtrend	363
3. Sekundärtrend	363
3. Konsequenzen aus den Trendanalysen	365
II. Informationsquellen für Privatanleger	367

	XIX
III. Prognoseverfahren	369
1. Klassische Verfahren	370
a. Technische Analyse	370
b. Fundamentalanalyse	371
c. Random Walk Hypothese	373
d. Standardisierte Investitionsverfahren	374
2. Moderne Prognoseverfahren	376
a. Neuronale Netze	376
b. Chaostheorie	379
c. Fuzzy Logic	381
3. Beurteilung von Prognosemethoden	381
C. Durchführung der Fondsauswahl durch Anleger	383
I. Überblick	383
II. Selektion und Timing als Entscheidungsebenen	384
III. Methoden der Selektion und des Timings	385
1. Fremdselektion und Fremdtiming	386
2. Eigenselektion und Eigentiming	388
IV. Gemischte Fonds versus Vermögensverwaltung	389
1. Vorbemerkungen	389
2. Konzeptionen Gemischter Fonds	390
3. Konzeptionen der fondsorientierten Vermögensverwaltung	393
3. Konzeptionsvergleich	398
4. Performancevergleich	403
D. Ergebnis	405
Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse	407
Anhang	409
Literaturverzeichnis	422
Sonstige Quellen	481
Rechtsquellenverzeichnis	484

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Abgrenzung eines Investmentfonds	10
Abb. 2:	Grundtypen von Fonds i.e.S.	11
Abb. 3:	Rechtsstrukturen von Investmentunternehmen	20
Abb. 4:	Aufbau- und Ablauforganisation eines Investmentunternehmens	35
Abb. 5:	Investmentgesellschaft nach luxemburgischen Recht (SICAV)	37
Abb. 6:	Harmonisierung des Investmentwesens in der EG	40
Abb. 7:	Mittelaufkommen von Publikumsfonds	47
Abb. 8:	Nutzen-Indifferenzkurven	64
Abb. 9:	Ausgestaltung der Performancemessung	74
Abb. 10:	Einfache versus Interne Rendite	81
Abb. 11:	Interne Rendite versus Zeitgewichtete Rendite bei Zertifikatsausgabe	84
Abb. 12:	Interne Rendite versus Zeitgewichtete Rendite bei Dividendenzahlung	85
Abb. 13:	Möglichkeiten der Ausschüttungsberücksichtigung	87
Abb. 14:	Verursachungsgerechte Zuordnung der Erfolgsdeterminanten	90
Abb. 15:	Adressatenorientierte Performancemessung	91
Abb. 16:	Betrachtungszeiträume	92
Abb. 17:	Renditedreieck	93
Abb. 18:	Performance-Permanenzen	95
Abb. 19:	Zeitabhängige Variablen der Renditeermittlung	97
Abb. 20:	Wechselkurswirkungen bei zwei Währungen	102
Abb. 21:	Wechselkurswirkungen bei drei Währungen	103
Abb. 22:	Aufteilung von Anlage- und Währungserfolg	104
Abb. 23:	Gebührenarten auf Anleger und Fondsebene	107
Abb. 24:	Alternative Formen der Verwaltungsgebühr	113
Abb. 25:	Aufwandsgliederung in Rechenschaftsberichten	116
Abb. 26:	Gebührenmodelle bei Investmentfonds	119
Abb. 27:	Gebührenmodelle bei Aktienfonds	120
Abb. 28:	Anlagestrategien	135
Abb. 29:	Auswirkung des Managementstandorts	137
Abb. 30:	Managementleistung und Anlegerrendite	149
Abb. 31:	Objekt der Risikomessung	159
Abb. 32:	Traditionelle Performancemessung bei Investmentfonds	160

Abb. 33: Risikodefinition und Risikomaß	169
Abb. 34: Risikoreduktion durch Diversifikation	183
Abb. 35: Menge effizienter Portfolios	186
Abb. 36: Optimales Portfolio	187
Abb. 37: Korrelationen der Aktien- und Rentenmärkte	192
Abb. 38: Portfoliowahl mit Kapitalmarktlinie (Tobin Separation)	202
Abb. 39: Wertpapierlinie	203
Abb. 40: Reward-to-Variability Ratio	207
Abb. 41: Jensen's Alpha	211
Abb. 42: Mehrparametrischer Ansatz nach Fama	215
Abb. 43: Korrelationen der Performancemaße	218
Abb. 44: Variables Beta nach Merton	223
Abb. 45: Modellerweiterungen	228
Abb. 46: Überblick über die Performancemaße	238
Abb. 47: Rating-Aufbau der Financial World	247
Abb. 48: Stochastische Dominanz 1. Grades	250
Abb. 49: Stochastische Dominanz 2. Grades	251
Abb. 50: Prognosegüte der Stochastischen Dominanzregeln	253
Abb. 51: Garantieförmern	257
Abb. 52: Schematische Übersicht zur Besteuerung des Investmentsparens	264
Abb. 53: Möglichkeiten der Fondsbesteuerung	273
Abb. 54: Besteuerung der Erträge inländischer Fondanleger	277
Abb. 55: Zwischengewinnbesteuerung	286
Abb. 56: Zinsabschlag	289
Abb. 57: Mittelaufkommen von Inlands- und Auslandsfonds seit 1985	292
Abb. 58: Steuerliche Behandlung des Investmentkonstrukts	298
Abb. 59: Wirkung des Ertragsausgleichs	304
Abb. 60: Wirkung eines Ertragsausgleichs mit Besteuerung	306
Abb. 61: Wirkung eines Ertragsausgleichs bei Zwischengewinnbesteuerung	307
Abb. 62: Steuerwirkung bei 50% Steuersatz (PEH Universal Fonds IR)	314
Abb. 63: Marktvolumen und Mittelaufkommen 1994	315
Abb. 64: Steuerwirkungen und BVI-Methode	319
Abb. 65: Fondsergebnisse 1992	326
Abb. 66: Fondsergebnisse 1993	327
Abb. 67: Fondsergebnisse 1994	328
Abb. 68: Wertentwicklung 1992 bis 1994	329

Abb. 69: Renditen 1995 mit und ohne Zwischengewinnberücksichtigung	330
Abb. 70: Managementleistung und Anlegerrendite bei Steuerberücksichtigung	333
Abb. 71: Vergleichsmaße zur Performancemessung	336
Abb. 72: Marktportfolio	341
Abb. 73: Indizes vor und nach Steuern (vereinfacht)	345
Abb. 74: Untersuchungen auf Basis von Indexvergleichen	348
Abb. 75: Arten von Zufallsdepots	354
Abb. 76: Ergebnisübersicht zu den Vergleichsmaßstäben	359
Abb. 77: Abweichungsanalyse	364
Abb. 78: Vom Primärtrend zum Anlegererfolg	366
Abb. 79: Technische versus Fundamentale Analyse	372
Abb. 80: Risikoberücksichtigung	384
Abb. 81: Selektion und Timing von Fonds	385
Abb. 82: Fondspicking-Modelle	394