

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	I
Abkürzungsverzeichnis.....	VIII
Symbolverzeichnis.....	X
A. Einleitung.....	1
B. Grundlagen zur Analyse der Performance aktiv verwalteter Wertpapierportfolios.....	8
I. Einordnung der Performance-Analyse.....	8
1. Zur Effizienz des Kapitalmarktes.....	8
2. Ziele und Anwendungsbereiche.....	11
3. Externe und interne Performance-Analyse.....	14
II. Rendite und Risiko als zentrale Bestandteile der Performance-Analyse.....	18
1. Die Ermittlung der Anlagerendite.....	18
2. Die Notwendigkeit der Einbeziehung des Risikos.....	21
3. Definition und Messung von Wertpapierrisiken.....	22
a. Grundlagen der Risikomessung.....	22
aa. Die Charakterisierung des Risikos.....	22
(1) Die quantitative Erfassung über die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Renditen.....	22
(2) Die Einstellung des Investors zum Risiko.....	23
bb. Risikodefinitionen im Überblick.....	26
b. Risikomaße auf der Basis einzelner Momente der Rendite-wahrscheinlichkeitsverteilungen.....	27
aa. Risikomaße auf der Grundlage der ersten beiden Momente.....	27
(1) Die Varianz als Maß zur Erfassung des Gesamtrisikos.....	27
(2) Die Ermittlung des Risikos im Rahmen von Modellen.....	30
(a) Faktormodelle.....	30
(b) Bewertungsmodelle zur Bestimmung des theoretisch relevanten Risikos.....	34
(aa) Das Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	34
(bb) Die Arbitrage Pricing Theory (APT).....	38
(3) Asymmetrische Risikomaße zur Erfassung des Verlustrisikos.....	41
bb. Die Berücksichtigung höherer Momente der Wahrscheinlichkeitsverteilung.....	47
c. Die Einbeziehung des Risikos auf der Grundlage der gesamten Renditewahrscheinlichkeitsverteilung.....	49

III. Determinanten des Anlageerfolges und ihre Identifikation	51
1. Informationsasymmetrie als Grundlage der Timing- und Selektionsfähigkeit	51
2. Bestimmung der auf Basis öffentlicher Informationen zu erwartenden Rendite.....	55
a. Benchmarkkonzepte zur Abbildung passiver Strategien.....	55
b. Zur Problematik der Performance-Messung auf der Grundlage kapitalmarkttheoretischer Modelle	58
aa. Theoretische Inkonsistenzen	58
bb. Die empirische Relevanz der Modelle.....	62
c. Die Trennung der Performance-Messung von Bewertungsmodellen	63
aa. Die Identifikation privater Information mit relativ μ/σ -effizienten Portfolios	63
bb. Die Relevanz von Anomalien im Rahmen der Bestimmung des Benchmarkportfolios	67
3. Schlussfolgerungen für die Performance-Messung und -Analyse.....	71

C. Methodische Ansätze der Performance-Messung und -Analyse 72

I. Die Verfahren im Überblick 72

II. Externe Performance-Analyse unter Verwendung der Renditen als einziger Informationsquelle..... 76

1. Ansätze basierend auf dem μ/σ -Prinzip	76
a. Klassische Methoden unter alleiniger Berücksichtigung von Selektionsfähigkeiten	76
aa. Die Berücksichtigung des Gesamtrisikos bei Sharpe.....	76
bb. Performance-Analyse auf der Basis des systematischen Risikos	79
cc. Beurteilung.....	83
b. Verfahren zur Identifikation und Berücksichtigung von Timingaktivitäten	85
aa. Die Nichtstationarität der Risikomaße und ihre Konsequenzen	85
bb. Die Identifikation von Timingfähigkeiten durch Regressionsansätze	89
(1) Quadratische Regressionsansätze	89
(a) Das Verfahren von Treynor/Mazuy	89
(b) Der Ansatz von Pfeleiderer/Bhattacharya	92
(2) Dummy-Variablen-Regressionsansätze	95
(3) Modellierung der Betafaktoren als Zufallsvariable	102

X	c.	Ansätze zur Messung der Gesamtpformance	106
	aa.	Die Berücksichtigung künstlichen Timings bei Connor/Korajczyk	106
	bb.	Das Positive Period Weighting-Maß von Grinblatt/Titman	109
		(1) Theoretischer Bezugsrahmen.....	109
		(2) Die Konkretisierung der Gewichte.....	112
	cc.	Das Treynor/Mazuy-Totalmaß.....	116
	d.	Performance-Analyse auf der Basis von Mehrfaktorenmodellen.....	117
	aa.	Ziele der Verwendung mehrdimensionaler Benchmarks	117
	bb.	Die APT als Benchmark.....	121
	cc.	Der Einsatz von Multiindexmodellen als Benchmarks.....	123
		(1) Indexkombinationen als alternative Benchmarkportfolios zur Messung der Performance	123
		(2) Risikoanalyse und Performance-Attribution.....	124
		(3) Die Berücksichtigung der Anlagepolitik durch Asset-Allocation-Modelle.....	126
		(a) Die Charakterisierung des Anlagestils.....	126
		(b) Der Einsatz im Rahmen der Performance-Messung.....	129
		(c) Beurteilung	131
	2.	Die Einbeziehung der Schiefe der Renditewahrscheinlichkeitsverteilung in die Performance-Messung.....	132
	3.	Die Berücksichtigung des Risikos auf der Grundlage der gesamten Renditewahrscheinlichkeitsverteilung.....	136
	a.	Risikobegriff.....	136
	b.	Ausprägungen der stochastischen Dominanz.....	137
	c.	Test auf Signifikanz.....	140
	d.	Vor- und Nachteile der stochastischen Dominanz im Rahmen der Performance-Messung.....	147
	III.	Performance-Messung unter Berücksichtigung zusätzlicher Informationen	149
	1.	Ziele der Ansätze	149
	2.	Methoden unter Verwendung von Portfoliogewichten.....	150
	a.	Bestimmung der Portfolio-Betas mit Hilfe der Wertpapieranteile	150
	b.	Modellunabhängige Performance-Maße.....	152
	aa.	Grundidee.....	152
	bb.	Ansätze	154
	cc.	Beurteilung.....	158
	3.	Nichtparametrische Verfahren zur Identifikation von Timingfähigkeiten unter Verwendung von Managerprognosen	160

IV. Bisherige empirische Untersuchungen	165
1. Zur Relevanz der Risikomaße und Bewertungsmodelle	165
2. Die Robustheit von Performance-Maßen	167
3. Performance-Analyse von Investmentfonds	171
a. Internationale Studien	171
aa. Studien zur Performance-Messung	171
bb. Weiterführende Untersuchungen	192
(1) Die Konstanz der Performance und ihr Prognosewert	192
(2) Einflußfaktoren auf die Performance	195
(3) Zum Einfluß der Performance auf das Mittelaufkommen	198
b. Untersuchungen der Performance deutscher Fonds	199
4. Implikationen für die eigene Vorgehensweise	202

D. Empirische Untersuchung von Ansätzen zur Performance-Messung und Analyse des Anlageerfolges deutscher Aktieninvestmentfonds	206
I. Ziel und Aufbau der empirischen Untersuchung	206
II. Die Datenbasis und ihre Modellierung	207
1. Einbezogene Daten	207
2. Zur Relevanz von Survivorship-Bias	210
3. Bestimmung der Parameter für die empirischen Analysen	212
a. Renditeberechnung und Renditefristigkeit	212
b. Festlegung der Analyseperioden	214
c. Wahl des risikolosen Zinssatzes	216
d. Spezifizierung der Benchmarkportfolios	218
aa. Zur Bestimmung des relativ μ/σ -effizienten Portfolios	218
bb. Wahl der Indizes im Rahmen des Einsatzes von Mehrfaktorenmodellen	227
e. Besonderheiten bei der Schätzung der Betafaktoren	233
f. Statistische Anwendungsprobleme und ihre Behandlung	235
4. Deskriptive Statistik der Fonds und Indizes	243

III. Die Auswahl der Verfahren zur Performance-Messung	251
1. Anforderungen an Performance-Maße.....	251
2. Datenverfügbarkeit als Restriktion bei der Auswahl der Verfahren.....	252
3. Empirische Voruntersuchungen als Entscheidungshilfe.....	254
a. Die empirische Verteilung der Investmentfondsrenditen.....	254
b. Die Eignung der Verfahren zur Identifikation überdurchschnittlicher Performance und ihrer Determinanten.....	259
aa. Konstruktion von Zufallsportfolios und die Simulation privater Informationen.....	259
(1) Grundlegende Vorgehensweise.....	259
(2) Simulation von Timingfähigkeiten.....	263
(3) Simulation von Selektionsfähigkeiten.....	266
(4) Simulation von Timing- und Selektionsfähigkeiten.....	267
(5) Zufallsportfolios.....	268
(6) Überblick und deskriptive Statistik der simulierten Portfolios.....	268
bb. Übersicht der getesteten Ansätze und Kriterien zu ihrer Beurteilung.....	272
cc. Empirische Ergebnisse über die Robustheit der Verfahren.....	278
(1) Die Identifikation superiorer Selektions- und Timing- Performance.....	278
(a) Ergebnisse der kapitalmarkttheoretisch fundierten Maße in Abhängigkeit der simulierten Informationen.....	278
(b) Analyse der Bedeutung des Einsatzes alternativer Risikomaße.....	288
(c) Die Eignung der Verfahren im Vergleich.....	297
(2) Die Identifikation von Performance-Unterschieden.....	304
(a) Vergleich der relativen Performance.....	304
(aa) Selectivity-Maße.....	304
(bb) Timing-Maße.....	308
(cc) Gesamtperformance-Maße.....	311
(dd) Lower Partial Moments.....	314
(ee) Stochastische Dominanz.....	319
(b) Statistische Signifikanz der ermittelten Rankings....	322
(3) Zusammenhänge zwischen den verschiedenen Maßen.....	326
dd. Zusammenfassung der Ergebnisse.....	337
4. Konsequenzen für die Performance-Analyse der Investmentfonds.....	338

IV. Analyse des Anlageerfolges von Investmentfonds	340
1. Die Identifikation von Selektions- und Timingfähigkeiten der Manager.....	340
a. Performance-Messung mit Hilfe auf dem μ/σ -Prinzip basierender Ansätze.....	340
aa. Traditionelle Maße unter alleiniger Berücksichtigung der Selektivität	340
(1) Resultate beim Einsatz der Sharpe-Ratio	340
(2) Klassische Performance-Maße auf der Basis des systematischen Risikos	343
bb. Die Identifikation und Berücksichtigung von Timingfähigkeiten	349
cc. Die Messung der Gesamtpformance	355
dd. Vergleich der Ergebnisse	362
b. Ergebnisse bei der Verwendung alternativer Risikobegriffe.....	366
aa. Die Lower Partial Moments	366
bb. Die Kriterien der stochastischen Dominanz	371
c. Rückgriff auf zusätzliche Daten aus den Rechenschafts- und Zwischenberichten.....	382
aa. Die Kassen- und Rentenposition als Proxy für Timingaktivitäten	382
(1) Umschichtungsaktivitäten der Fondsmanager im Vergleich zur Indexrenditeentwicklung	382
(2) Der Einfluß des Mittelaufkommens auf die Liquiditätsposition	387
bb. Das nichtparametrische Verfahren von Henriksson/Merton	393
cc. Der modifizierte Ansatz von Cumby/Modest.....	398
d. Schlußfolgerungen	402
2. Performance-Analyse und Identifikation der Risikostruktur und Anlagepolitik mit Mehrfaktorenmodellen.....	403
a. Die Verwendung eines Dreindexmodells.....	403
b. Performance-Attribution mit Branchenindizes	407
c. Das Asset-Allocation-Modell zur Berücksichtigung des Investmentstils	412
aa. Modellimplementierung	412
bb. Die Identifikation des Anlagestils	418
cc. Die Messung der Performance	427
d. Schlußfolgerungen	431
3. Zusammenfassende Analyse der Ergebnisse und ihre ökonomischen Implikationen.....	432

V. Einflußfaktoren auf die Performance und die Relevanz der Ergebnisse für Anlageentscheidungen	443
1. Strukturelle Merkmale der Fonds als Einflußfaktoren auf die Performance	443
2. Zur Relevanz der Schätzparameter als Grundlage von Anlageentscheidungen	451
a. Die Konstanz der Performance	451
b. Die Höhe und Konstanz des Risikos vor dem Hintergrund der Fondszielsetzungen	461
c. Die Beziehung zwischen der Höhe des Risikos und der Performance der Fonds	466
E. Schlußbetrachtung	469
Anhang	477
F: Herleitung von Formeln	478
A: Abbildungen	481
T: Tabellen	497
Abbildungsverzeichnis	549
Tabellenverzeichnis	554
Abkürzungsverzeichnis für Literaturquellen	562
Literaturverzeichnis	563