

Isa Schulz

Die Europäische Währungsunion und das Management von Aktienportfolios

**Auswirkungen für europäische
Investoren**

Mit einem Geleitwort
von Prof. Dr. Heinz Rehkugler

Deutscher Universitäts-Verlag

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	IX
Abkürzungsverzeichnis.....	XIII
Symbolverzeichnis.....	XVII
Abbildungsverzeichnis.....	XXI
Tabellenverzeichnis.....	XXIV
1 Einleitung.....	1
1.1 Motivation und Zielsetzung.....	1
1.2 Aufbau der Arbeit.....	2
2 Die Europäische Währungsunion - Motive, Umsetzung, Folgen.....	5
2.1 Hauptmotive für die Europäische Währungsunion.....	5
2.2 Umsetzung der Europäischen Währungsunion.....	6
2.3 Folgen der Europäischen Währungsunion.....	10
2.3.1 Folgen für die europäischen Volkswirtschaften.....	10
2.3.2 Folgen für den europäischen Aktienmarkt.....	14
2.4 Fazit für Portfoliomanager.....	16
3 Überblick über die moderne Portfolio- und Kapitalmarkttheorie.....	17
3.1 Normative und Prognosemodelle.....	17
3.1.1 Das Modell von Markowitz.....	17
3.1.2 Indexmodelle (=Faktormodelle).....	26
3.2 Gleichgewichtsmodelle.....	34
3.2.1 Das Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	35
3.2.2 Die Arbitrage-Pricing-Theory (APT).....	42
3.3 Fazit: Der Einsatz der Modelle im Rahmen dieser Arbeit.....	47
4 Anlagestrategien.....	49
4.1 Beschreibung der verschiedenen Anlagestrategien.....	49
4.1.1 Passives Portfoliomanagement.....	50
4.1.2 Aktives Portfoliomanagement.....	51
4.1.3 Semiaktives Portfoliomanagement.....	52
4.2 Überlegungen zum Grad der Informationseffizienz in der Realität.....	54
4.3 Auswirkung der EWU auf die Entscheidung zwischen den verschiedenen Managementstilen.....	55

5 Passives Portfoliomanagement	59
5.1 Die Integration des europäischen Kapitalmarkts.....	59
5.1.1 Vergleich der Konsummöglichkeiten sowie der Konsumgüterpräferenzen.....	60
5.1.1.1 Bisherige Unterschiede bei der Kaufkraftentwicklung in Europa.....	61
5.1.1.2 Künftige Unterschiede bei der Kaufkraftentwicklung in Europa.....	63
5.1.1.2 Quantitative Bedeutung der Unterschiede in der Konsummöglichkeitenmenge für das Portfoliomanagement.....	72
5.1.2 Vergleich der Investitionsmöglichkeitenmengen.....	77
5.1.2.1 Derzeitige Unterschiede bei der Besteuerung von Kapitaleinkommen in Europa.....	79
5.1.2.2 Künftige Unterschiede bei der Besteuerung von Kapitaleinkommen in Europa.....	88
5.1.2.3 Quantitative Bedeutung der steuerlichen Divergenzen für das Portfoliomanage- ment.....	90
5.1.3 Fazit.....	90
5.2 Die Umsetzung im Portfoliomanagement.....	91
5.2.1 Überblick über die verschiedenen europäischen Aktienindizes.....	91
5.2.2 Replikation europäischer Aktienindizes.....	102
5.2.2.1 Füll Replication.....	102
5.2.2.2 Stratified Sampling.....	105
5.2.2.2.1 Bisherige empirische Untersuchungen zum Stratified Sampling.....	105
5.2.2.2.2 Eigene empirische Studie zum Stratified Sampling.....	106
5.2.2.3 Optimized Sampling.....	118
5.2.2.3.1 Eigene empirische Untersuchung zur ersten Variante des Optimized Samplings.....	118
5.2.2.3.2 Bisherige empirische Untersuchung zur zweiten Variante des Optimized Samplings.....	122
5.2.2.4 Synthetic index funds.....	124
5.3 Fazit.....	126
6 Semiaktives Portfoliomanagement	127
6.1 Bisherige empirische Untersuchungen zum Thema: „Länder- versus Branchen- allokation“.....	127
6.1.1 Tabellarische Zusammenfassung der einzelnen Studien.....	129
6.1.2 Diskussion der Ergebnisse.....	143
6.2 Eigene empirische Studie: Dynamische Analyse der Länder-, Branchen- und Europa- bzw. Welteffekte.....	144
6.2.1 Versuchsaufbau.....	144
6.2.1.1 Auswahl eines geeigneten Modellansatzes.....	144
6.2.1.2 Auswahl eines geeigneten Regressionsverfahrens.....	145

6.2.1.3 Aufbereitung der Ergebnisse.....	148
6.2.2 Datenbasis.....	150
6.3 Untersuchungsergebnisse.....	155
6.3.1 Darstellung der Ergebnisse.....	155
6.3.2 Vergleich der Resultate mit denen der bisher veröffentlichten Studien.....	172
6.4 Prognose für die Entwicklung nach der Euroeinführung.....	173
6.5 Schlußfolgerungen für das Portfoliomanagement.....	174
7 Aktives Portfoliomanagement.....	176
7.1 Bisherige theoretische und empirische Erkenntnisse über europäische Multifaktor- modelle.....	177
7.1.1 Theoretischer Hintergrund.....	177
7.1.2 Tabellarische Zusammenfassung der einzelnen empirischen Studien.....	180
7.1.3 Diskussion der Ergebnisse.....	196
7.2 Eigene Empirische Studie: Ein europäisches Multifaktormodell.....	198
7.2.1 Versuchsaufbau.....	198
7.2.1.1 Konstruktion eines geeigneten Modells.....	198
7.2.1.2 Auswahl eines geeigneten Regressionsverfahrens.....	201
7.2.2 Datenbasis.....	202
7.2.2.1 Beschreibung der Daten.....	202
7.2.2.2 Analyse der Daten und Zusammenfassung zu Clustern.....	207
7.3 Untersuchungsergebnisse.....	210
7.3.1 Darstellung der Ergebnisse.....	210
7.3.2 Konsequenzen für den Euro-Kapitalmarkt.....	218
7.4 Schlußfolgerungen für das Portfoliomanagement: Konzentration auf mikroökono- mische Charakteristika.....	226
7.4.1 Potentielle Verfahren.....	227
7.4.1.1 Mikroökonomische Multifaktormodelle.....	227
7.4.1.2 Comparative Valuation.....	229
7.4.1.3 Fazit.....	230
7.4.2 Die Problematik der divergierenden Rechnungslegung in Europa.....	231
7.4.2.1 Überblick über die wichtigsten Rechnungslegungsunterschiede in der EU.....	231
7.4.2.1.1 Zusammenfassende Erläuterung der wichtigsten Problemkreise.....	231
7.4.2.1.2 Tabellarischer Überblick über die wichtigsten Regelungen in den einzelnen europäischen Ländern.....	235
7.4.2.1.3 Die künftige Entwicklung der Europäischen Rechnungslegung.....	248
7.4.2.2 Demonstration der Rechnungslegungsunterschiede an einem fiktiven Unternehmen.....	249

7.4.2.2 Auswirkung der divergierenden Rechnungslegung auf die Bewertung des Unternehmens aus mikroökonomischer Sicht.....	254
7.4.2.3 Lösungsansätze.....	258
7.4.2.3.1 Umskalierung der Kennzahlen durch einen Skalar.....	258
7.4.2.3.2 Umskalierung der Kennzahlen durch ihre makroökonomische Risikosensitivität.....	259
7.4.2.3.3 Geeignete Auswahl der Kennzahlen.....	261
7.4.2.3.4 Einsatz der Kapitalflußrechnung.....	266
7.4.2.3.5 Intuitive Betrachtung.....	268
7.4.3 Fazit.....	268
8 Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick.....	270
Literaturverzeichnis.....	273
Annex.....	287
A) Mathematische Herleitungen.....	287
A1) Zusammenhang zwischen ständiger Kaufkraftparität und einheitlicher Entwicklung der Kaufkraft.....	287
A2) Zusammenhang zwischen Tracking Error, Beta-Faktor und Korrelationskoeffizient.....	288
A3) Herleitung der dem E(r)-LPM2-Prmzip äquivalenten Nutzenfunktion.....	289
B) Beispielunternehmen zur Demonstration der divergierenden Rechnungslegung in Europa.....	290
C) Daten: Liste der verwendeten Aktienkurse.....	329
Index.....	329