

Klaus Kreuzberg

# Offenlegungspolitik von Investmentfonds

Fondsrisiko, Portfoliooptimalität  
und Performance

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Alexander Kempf

Deutscher Universitäts-Verlag

# Inhaltsverzeichnis

<b>Geleitwort</b>	<b>V</b>
<b>Vorwort</b>	<b>VII</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>XIII</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b>	<b>XV</b>
<b>Symbolverzeichnis</b>	<b>XVII</b>
<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1 Motivation und Beitrag . . . . .	1
1.2 Aufbau der Arbeit . . . . .	4
<b>2 Modellannahmen</b>	<b>7</b>
2.1 Wertpapiere . . . . .	7
2.2 Akteure . . . . .	8
2.3 Informationsstruktur . . . . .	9
2.4 Zeitstruktur . . . . .	12
<b>3 Portfolioselektion des Fondsmanagers</b>	<b>13</b>
3.1 Modell mit einer Aktie . . . . .	14
3.1.1 Portfolioselektion mit perfektem Portfoliosignal . . . . .	15
3.1.2 Portfolioselektion ohne Portfoliosignal . . . . .	17
3.1.3 Portfolioselektion mit allgemeinem Portfoliosignal . . . . .	24
3.1.4 Einfluß der Offenlegungspolitik auf das Anlageverhalten . . . . .	29
3.2 Modell mit mehreren Aktien . . . . .	31
3.2.1 Portfolioselektion mit allgemeinem Portfoliosignal . . . . .	31
3.2.2 Kapitalgeber mit unterschiedlichen Portfoliosignalen . . . . .	34
3.3 Zwischenfazit . . . . .	36

<b>4</b>	<b>Performancemessung des Kapitalgebers</b>	<b>39</b>
4.1	Unverzerrtheit von Performancemaßen . . . . .	42
4.2	Defizite rein renditebasierter Performancemaße . . . . .	45
4.2.1	Verzerrung des Jensen-Maßes . . . . .	47
4.2.2	Verzerrung der Sharpe-Ratio . . . . .	50
4.2.3	Verzerrung bei beliebiger Risikokorrektur nur auf Basis von Renditeinformationen . . . . .	52
4.3	Defizite rein gewichtsbasierter Performancemaße . . . . .	55
4.4	Performancemaße auf Basis von Rendite- und Gewichtsinformationen . . . . .	57
4.4.1	Gewichtsbasiertes Alpha . . . . .	58
4.4.2	Gewichtsbasierte Sharpe-Ratio . . . . .	62
4.4.3	Kritische Würdigung des “Bias-in-Beta“-Arguments . . . . .	65
4.5	Auswirkungen der Offenlegungspolitik auf die Performance . . . . .	72
4.6	Zwischenfazit . . . . .	74
<b>5</b>	<b>Optimale Offenlegungspolitik</b>	<b>77</b>
5.1	Modifizierte Modellannahmen . . . . .	80
5.1.1	Wertpapiere . . . . .	80
5.1.2	Akteure . . . . .	81
5.1.3	Informationsstruktur . . . . .	82
5.1.4	Zeitstruktur . . . . .	84
5.2	Erlöse und Kosten einer Portfoliooffenlegung . . . . .	85
5.3	Optimales Anlageverhalten der Fonds . . . . .	87
5.3.1	Portfolioselektion des informierten Fonds $k$ . . . . .	87
5.3.2	Portfolioselektion des uninformierten Fonds $l$ . . . . .	90
5.3.3	Portfolioselektion im Nash-Gleichgewicht . . . . .	91
5.4	Optimales Offenlegungsverhalten der Fonds . . . . .	100
5.5	Zwischenfazit . . . . .	103
<b>6</b>	<b>Empirische Untersuchungen</b>	<b>105</b>
6.1	Datenbasis und deskriptive Statistiken . . . . .	107
6.2	Methodik . . . . .	119
6.2.1	Gewichtsbasiertes Alpha . . . . .	120
6.2.2	Gewichtsbasiertes Vier-Faktor-Alpha . . . . .	124
6.2.3	Jensen (1968)-Alpha . . . . .	126
6.2.4	Carhart (1997)-Alpha . . . . .	127
6.2.5	Portfolio-Change-Maß von Grinblatt und Titman (1993) . . . . .	127
6.2.6	Characteristics-Maß von Daniel et al. (1997) . . . . .	128

6.3	Performance offener amerikanischer Aktienfonds im Zeitraum 1983 bis 2003	129
6.3.1	Performance des gesamten Fondssegments . . . . .	130
6.3.2	Persistenz der Performance einzelner Fonds . . . . .	142
6.4	Zwischenfazit . . . . .	150
<b>7</b>	<b>Schlußbemerkungen</b>	<b>151</b>
<b>Anhang</b>		<b>157</b>
A.1	Herleitung des optimalen Fondsportfolios . . . . .	157
A.2	Erwartungsnutzen bei Wahl des Portfolios $w_{\text{Full}}^*(\bar{s})$ ohne Portfoliosignal . . .	160
A.3	Eigenschaften der Erwartungsnutzenfunktion bei Optimalverhalten des Fondsmanagers . . . . .	161
A.4	Verzerrung von Jensen-Maß und Sharpe-Ratio . . . . .	166
A.5	Unverzerrtheit des gewichtsbasierten Alphas . . . . .	168
A.6	Unverzerrtheit der gewichtsbasierten Sharpe-Ratio . . . . .	170
A.7	Herleitung von Gleichung (4.35) . . . . .	172
A.8	Beweis der Monotonie der Performancemaße . . . . .	173
A.9	Herleitung des bei imperfekter Liquidität optimalen Fondsportfolios . . . . .	174
<b>Literaturverzeichnis</b>		<b>177</b>