

Inhaltsübersicht

1	Einleitung	1
1.1	Problemstellung.....	1
1.2	Gang der Untersuchung.....	5
2	Integration der europäischen Finanzmärkte für Investmentfonds	7
2.1	Theoretische Einordnung der europäischen Finanzmarktintegration.....	9
2.2	Entwicklung eines einheitlichen europäischen Finanzmarktes für Investmentfonds.....	30
2.3	Europäische Pässe als Instrumente zur Finanzmarktintegration für Investmentfonds.....	69
2.4	Zwischenergebnis.....	87
3	Die Gebührenstruktur von Investmentfonds am europäischen Finanzmarkt	89
3.1	Gebühren- und Kostenstruktur von Investmentfonds.....	90
3.2	Erwartete Ausgestaltung der Gebührenstruktur von Investmentfonds durch die Finanzmarktintegration.....	98
3.3	Gebührenstruktur von Investmentfonds im europäischen Ländervergleich.....	110
3.4	Untersuchungsergebnisse zur Gebührenstruktur.....	152
4	Die Performance von Investmentfonds am europäischen Finanzmarkt	155
4.1	Performance von europäischen Investmentfonds.....	155
4.2	Erwartete Divergenzen der Performancemaße und deren Einflussfaktoren am europäischen Finanzmarkt.....	167
4.3	Performance von Investmentfonds im europäischen Ländervergleich.....	178

4.4	Zusammenhang Gebührenstruktur und Performance am europäischen Finanzmarkt.....	216
4.5	Untersuchungsergebnisse zur Performance.....	240
5	Die Persistenz der Performance von Investmentfonds am europäischen Finanzmarkt.....	243
5.1	Bedeutung der Persistenz in Europa im Vergleich zu den USA..	243
5.2	Performance-Persistenz von europäischen Investmentfonds.....	252
5.3	Untersuchungsergebnisse zur Performance-Persistenz.....	264
6	Zusammenfassende Schlussbetrachtung und Ausblick.....	267
6.1	Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse.....	267
6.2	Ausblick.....	271

Inhaltsverzeichnis

Anhangsverzeichnis	XIX
Tabellenverzeichnis	XXI
Abbildungsverzeichnis	XXIII
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Symbolverzeichnis	XXVII
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Gang der Untersuchung	5
2 Integration der europäischen Finanzmärkte für Investmentfonds	7
2.1 Theoretische Einordnung der europäischen Finanzmarktintegration	9
2.1.1 Finanzmarktintegration, Finanzsystem und theoretischer Bezugsrahmen	11
2.1.1.1 Die Begriffe „Finanzmarktintegration“ und „Finanzsystem“	11
2.1.1.2 „Finance and growth“ und „financial diversity“ Diskussion	13
2.1.1.3 Ökonomie der Regulierung	15
2.1.2 Finanzintermediäre – Existenz und Bedeutung im Investmentfondsmarkt	17
2.1.2.1 Transaktionskosten, Existenz und Aufgaben von Finanzintermediären	17
2.1.2.2 Finanzintermediäre in der Investmentfondsbranche	18
2.1.3 Finanzintermediäre und Finanzmarktintegration im Investmentfondsmarkt – mögliche Auswirkungen und Effekte	20
2.1.3.1 Skalen- und Verbundeffekte	20
2.1.3.2 Netzwerkeffekte	21

2.1.3.3 Kapitalmarkteffizienz.....	22
2.1.4 Vor- und Nachteile einer zunehmenden Finanzmarktintegration.....	24
2.1.4.1 Positive Effekte einer zunehmenden Finanzmarktintegration	24
2.1.4.2 Negative Effekte einer zunehmenden Finanzmarktintegration	26
2.1.4.3 Effekte und Besonderheiten der europäischen Finanzmarktintegration	28
2.2 Entwicklung eines einheitlichen europäischen Finanzmarktes für Investmentfonds	30
2.2.1 Gesetzliche Entwicklungen.....	30
2.2.1.1 Gesetzgebungsverfahren	31
2.2.1.2 Gesetzgebungsmaßnahmen	35
2.2.2 Institutionelle Entwicklungen	40
2.2.2.1 Sondervermögen und Verwaltungsorgan	41
2.2.2.2 Verwahrungsorgan.....	43
2.2.3 Sonstige Entwicklungen	46
2.2.3.1 Vertriebsstruktur.....	46
2.2.3.2 Vertriebsmarkt.....	50
2.2.3.3 Politische Förderung von Anlagen in Investmentfonds	51
2.2.3.4 Vermögenssituation der privaten Haushalte.....	52
2.2.4 Implikationen eines einheitlichen Investmentfondsmarktes .	54
2.2.4.1 Konsolidierung des Investmentfondsmarktes und Intensivierung des Wettbewerbs.....	55
2.2.4.2 Vertriebsmarkt und Marketingmaßnahmen	57
2.2.5 Integrationsbarrieren	58
2.2.5.1 Uneinheitliche steuerliche Rahmenbedingungen	59
2.2.5.2 Uneinheitliche Regulierungs- und Aufsichtsstruktur	62
2.2.5.3 Vertrags- und Zivilrecht.....	63
2.2.5.4 Gesellschaftsrecht	65
2.2.5.5 Vertriebswege	66
2.2.5.6 Uneinheitliche Behandlung von Investmentfondsarten	67

2.2.5.7 Uneinheitliche Aufgabenteilung bei Verwahrstellen	67
2.3 Europäische Pässe als Instrumente zur Finanzmarktintegration für Investmentfonds _____	69
2.3.1 Der Europäische Pass für den Vertrieb von Investmentfondsanteilen (Produktpass).....	70
2.3.1.1 Aufgaben und Ausgestaltung des Produktpasses.....	70
2.3.1.2 Restriktionen bei der Einführung des Produktpasses.....	72
2.3.2 Weitere Europäische Pässe und Privatinitiativen der Investmentfondsindustrie	76
2.3.2.1 Europäischer Pass für Verwaltungsgesellschaften (Gesellschaftspass)	76
2.3.2.2 Europäischer Pass für Dienstleistungen (Verwahrerpass).	77
2.3.2.3 Europaweiter Fondsverarbeitungsnachweis.....	78
2.3.2.4 Fusionen und Pooling	79
2.3.3 Motive für die Anwendung des Produktpasses	80
2.3.3.1 Größenvorteile	81
2.3.3.2 Marketingmaßnahmen	83
2.3.3.3 Sitz der Verwaltungsgesellschaft.....	85
2.3.3.4 Erschließung neuer Märkte.....	85
2.3.3.5 Kostendeckung	86
2.4 Zwischenergebnis _____	87
3 Die Gebührenstruktur von Investmentfonds am europäischen Finanzmarkt _____	89
3.1 Gebühren- und Kostenstruktur von Investmentfonds _____	90
3.1.1 Gebühren und Kosten im Innen- und Außenverhältnis	90
3.1.1.1 Gebühren im Außenverhältnis	91
3.1.1.2 Kosten im Außenverhältnis	92
3.1.1.3 Gebühren im Innenverhältnis.....	93
3.1.1.4 Kosten im Innenverhältnis	95
3.1.2 Abgrenzung der zu untersuchenden Gebühren eines Investmentfonds	96

3.2 Erwartete Ausgestaltung der Gebührenstruktur von Investmentfonds durch die Finanzmarktintegration	98
3.2.1 Gebührenstruktur, Länderunterschiede und Produktpass ...	98
3.2.1.1 Gebührenstruktur und Produktpass	98
3.2.1.2 Länder und Produktpass	101
3.2.1.3 Heimatland vs. Vertriebsland	102
3.2.2 Erklärungsansätze für unterschiedliche Gebührenstrukturen von Investmentfonds	105
3.2.2.1 Fondskategorien und Anlageschwerpunkte	105
3.2.2.2 Einflussfaktoren auf die Gebührenstruktur	107
3.3 Gebührenstruktur von Investmentfonds im europäischen Ländervergleich	110
3.3.1 Daten und deskriptive Statistiken	110
3.3.2 Statistische Methoden	116
3.3.3 Gebührenstruktur und Fondskategorien	120
3.3.4 Gebührenstruktur, Heimat- und Vertriebsland eines Investmentfonds	126
3.3.4.1 Mitgliedsstaaten der EU und Anzahl an Investmentfonds	126
3.3.4.2 Gebührenstruktur und Vertriebsland	127
3.3.4.3 Gebührenstruktur und Heimatland	133
3.3.5 Die Wirkung verschiedener Einflussfaktoren auf die Gebührenstruktur	134
3.3.5.1 Deskriptive Statistik der unabhängigen Variablen	134
3.3.5.2 Fondskategorien und Anlageschwerpunkte	138
3.3.5.3 Heimatland und Vertriebsland	144
3.3.5.4 Fondsvolumen und Größe der Verwaltungsgesellschaft..	145
3.3.5.5 Alter und Mindestanlagesumme	146
3.3.5.6 Produktpass, Anzahl und Marktgröße der Vertriebsländer und Übereinstimmung Heimat-/Vertriebsland	147
3.3.5.7 Unterschiede für Investmentfonds mit und ohne Produktpass	149
3.4 Untersuchungsergebnisse zur Gebührenstruktur	152

4	<i>Die Performance von Investmentfonds am europäischen Finanzmarkt</i>	155
4.1	Performance von europäischen Investmentfonds	155
4.1.1	Performancemaße	155
4.1.1.1	Externe Performanceanalyse	157
4.1.1.2	Interne Performanceanalyse.....	159
4.1.2	Performance im internationalen Vergleich	161
4.1.3	Abgrenzung der zu untersuchenden Performance	163
4.2	Erwartete Divergenzen der Performancemaße und deren Einflussfaktoren am europäischen Finanzmarkt	167
4.2.1	Unterscheidungsmerkmale von Investmentfonds am europäischen Finanzmarkt.....	167
4.2.2	Divergenzen für Investmentfonds mit und ohne Produktpass	170
4.2.3	Einflussfaktoren auf die Performance von europäischen Investmentfonds	172
4.3	Performance von Investmentfonds im europäischen Ländervergleich	178
4.3.1	Daten und Methodik	178
4.3.1.1	Daten.....	178
4.3.1.2	Problembereiche im Datensatz zur Berechnung der Performancemaße	181
4.3.1.3	Methodik	187
4.3.2	Performance und Fondskategorien	190
4.3.2.1	Deskriptive Statistik des Gesamtsamples	190
4.3.2.2	Absolute Rendite, Überrendite, Sharpe Ratio, Jensens Alpha, Information Ratio nach Abzug von Gebühren im Hinblick auf Fondskategorien	192
4.3.2.3	Absolute Rendite, Überrendite, Sharpe Ratio, Jensens Alpha, Information Ratio nach Abzug von Gebühren im Hinblick auf Fondskategorien und Ausstattung mit dem Produktpass	196

4.3.2.4 3- und 4-Faktorenmodell nach Abzug von Gebühren im Hinblick auf Fondskategorien und Ausstattung mit dem Produktpass	200
4.3.2.5 Performancemaße vor Abzug von Gebühren bzgl. Fondskategorien und Produktpass	203
4.3.3 Implikationen des Einflussfaktors Heimatland vs. Vertriebsland auf die Fonds-Performance	206
4.3.3.1 Performancemaße im Hinblick auf das Heimatland eines Investmentfonds.....	206
4.3.3.2 Performancemaße im Hinblick auf das Vertriebsland eines Investmentfonds.....	211
4.3.3.3 Heimatland vs. Vertriebsland und Ausstattung eines Investmentfonds mit Produktpass.....	213
4.4 Zusammenhang Gebührenstruktur und Performance am europäischen Finanzmarkt	216
4.4.1 Daten und Methodik	216
4.4.1.1 Deskriptive Statistik der Regressionsvariablen	216
4.4.1.2 Methodik	220
4.4.2 Die Wirkung der Gebührenstruktur auf die Fonds-Performance	223
4.4.2.1 Wirkung der Gebührenstruktur auf die Fonds-Performance im Heimatland	223
4.4.2.2 Wirkung der Gebührenstruktur auf die Fonds-Performance im Vertriebsland	229
4.4.3 Die Wirkung weiterer Einflussfaktoren auf die Fonds-Performance	231
4.4.3.1 Fondskategorien und Anlageschwerpunkte	234
4.4.3.2 Heimatland, Vertriebsland und Offshore-Staaten.....	235
4.4.3.3 Gesamtgebühren, Fondsvolumen und Größe der Verwaltungsgesellschaft.....	236
4.4.3.4 Alter und Mindestanlagesumme	237
4.4.3.5 Produktpass, Anzahl und Marktgröße der Vertriebsländer und Übereinstimmung Heimat-/Vertriebsland.....	238

4.4.3.6 Unterschiede für Investmentfonds mit und ohne Produktpass	239
4.5 Untersuchungsergebnisse zur Performance _____	240
5. Die Persistenz der Performance von Investmentfonds am europäischen Finanzmarkt _____	243
5.1 Bedeutung der Persistenz in Europa im Vergleich zu den USA _____	243
5.1.1 Definition von Performance-Persistenz	243
5.1.2 Persistenz im US-amerikanischen Raum	246
5.1.3 Persistenz im europäischen Raum	247
5.2 Performance-Persistenz von europäischen Investmentfonds _____	252
5.2.1 Abgrenzung der zu untersuchenden Performance-Persistenz	252
5.2.2 Daten und statistische Methoden	253
5.2.3 Performance-Persistenz am europäischen Finanzmarkt ...	256
5.3 Untersuchungsergebnisse zur Performance-Persistenz _____	264
6 Zusammenfassende Schlussbetrachtung und Ausblick _____	267
6.1 Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse _____	267
6.2 Ausblick _____	271
Anhang _____	273
Literaturverzeichnis _____	317

Anhangsverzeichnis

A1: Handhabung der Aufgaben von Verwahrstellen in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Union.....	273
A2: Die Wertschöpfungskette einer Verwaltungsgesellschaft nach CRA International, 2006.....	274
A3: Die Total Expense Ratio, ihre Bestandteile und ihre Empfänger	276
A4: Geographischer Anlageschwerpunkt der Investmentfonds.....	277
A5: Gebührenstruktur und Fondskategorien.....	278
A6: Regressionsergebnisse Investmentfonds mit und ohne Produktpass.....	303
A7: Einfluss unterschiedlicher Faktoren auf die Performance von Investmentfonds mit und ohne Produktpass	308
A8: Literaturüberblick Performance-Persistenz	315

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Positive und negative Effkte zunehmender Finanzmarktintegration... ..	27
Tab. 2:	Anzahl an Investmentfonds in den Ländern der Europäischen Union... ..	112
Tab. 3:	Deskriptive Statistik des Gesamtsamples.....	116
Tab. 4:	Gebührenstruktur und Fondskategorien	121
Tab. 5:	Investmentfonds mit und ohne Produktpass nach Fondskategorien und Gebührenstruktur	122
Tab. 6:	Anzahl Investmentfonds nach Heimat- und Vertriebsland...	124
Tab. 7:	Deskriptive Statistik der Investmentfonds in Heimat- und Vertriebsland	129
Tab. 8:	Deskriptive Statistik der unabhängigen Variablen der Regression	136
Tab. 9:	Eregbnisse der Regression für das Gesamtsample	140
Tab. 10:	Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse zur Gebührenstruktur	153
Tab. 11:	Deskriptive Statistik des Gesamtsamples für die Performance	191
Tab. 12:	Performancemaße nach Fondskategorien.....	193
Tab. 13:	Performancemaße von Investmentfonds mit und ohne Produktpass nach Fondskategorien.....	199
Tab. 14:	3- und 4-Faktoren-Modell nach Fondskategorie vor Gebühren	201
Tab. 15:	Performancemaße vor Abzug der Verwaltungsvergütung, aufgeschlüsselt nach Fondskategorien.....	204
Tab. 16:	Performancemaße in Heimat- und Vertriebsland	207
Tab. 17:	Deskriptive Statistik unabhängiger Variablen	219
Tab. 18:	Deskriptive Statistik der Investmentfonds in Heimat- und Vertriebsland	224
Tab. 19:	Ergebnisse der Regression für das Gesamtsample	233
Tab. 20:	Zusammenfassung der Ergebnisse zur Performance	241

Tab. 21:	Auswertungsergebnisse der Performance-Persistenz.....	259
Tab. 22:	Zusammenfassung der Ergebnisse zur Performance-Persistenz.....	264
Tab. 23:	Zusammenfassung der Ergebnisse	269
Tab. 24:	Geographische Anlageschwerpunkt der Investmentfonds ..	277
Tab. 25:	Gebührenstruktur und Fondskategorien nach Heimat- und Vertriebsland	277
Tab. 26:	Ergebnisse der Regression für Investmentfonds ohne Produktpass	305
Tab. 27:	Ergebnisse der Regression für Investmentfonds mit Produktpass	308
Tab. 28:	Ergebnisse der Regression der Performance für Investmentfonds ohne Produktpass.....	311
Tab. 29:	Ergebnisse der Regression der Performance für Investmentfonds mit Produktpass	314
Tab. 30:	Literaturüberblick Performance-Persistenz.....	315

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Problemstellung der Arbeit.....	4
Abb. 2: Gang der Untersuchung.....	6
Abb. 3: Einordnung der Finanzmarktintegration für Investmentfonds....	8
Abb. 4: Theoretischer Bezugsrahmen der Finanzmarktintegration.....	10
Abb. 5: Definition von Finanzinstitutionen	12
Abb. 6: Finanzintermediäre nach ihrer Transparenz für den Anleger ..	18
Abb. 7: Stufen der Kapitalmarkteffizienz	22
Abb. 8: Gesetzgebungsverfahren und Gesetzgebungsmaßnahmen...	31
Abb. 9: Die vier Stufen des Lamfalussy-Verfahrens	33
Abb. 10: Maßnahmen und Instrumente zur Finanzmarktintegration.....	38
Abb. 11: Abgrenzung der Institutionen am Investmentfondsmarkt	40
Abb. 12: Die Struktur nach der OGAW-Richtlinie am Beispiel Deutschland	42
Abb. 13: Verwahrstellen	44
Abb. 14: Gesetzgebungsverfahren und Gesetzgebungsmaßnahmen...	46
Abb. 15: Struktur der Vermögensverteilung eruopäischer Haushalte in %	53
Abb. 16: Instrumente, Maßnahmen und Implikationen des Weissbuchs	55
Abb. 17: Integrationsbarrieren	59
Abb. 18: Entwicklung des Europäischen Investmentfondsmarktes	72
Abb. 19: Mögliche Kosteneinsparungspotentiale in der Prozesskette einer Verwaltungsgesellschaft aufgrund des Produktpasses ..	81
Abb. 20: Gebühren- und Kostenstruktur eines Investmentfonds	91
Abb. 21: Informationsanforderungen in der Performanceanalyse	156
Abb. 22: Performancemaße zur Bestimmung der Selektion und ihre Merkmale.....	158
Abb. 23: Ansätze zur Berücksichtigung von Timing-Fähigkeiten	159
Abb. 24: Systematisierung der Event Study-Maße	161
Abb. 25: Mögliche Einflussfaktoren auf die Investmentfonds- Performance.....	172
Abb. 26: Europäische Studien zur Performance-Persistenz	248

Abb. 27: Basis- und Testperiode für die Paneluntersuchung der Performance-Persistenz.....	255
Abb. 28: Handhabung der Aufgaben von Verwahrstellen in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Union	273
Abb. 29: Komponenten der Wertschöpfungskette	275
Abb. 30: Die Total Expense ratio, ihre Bestandteile und ihre Empfänger..	276