Die zwei Gesichter der deutschen Fondsbranche

Cut-Off-Zeit und Zeitzonearbitrage

von **Johannes Gomolka**

FRANKFURTER SCHRIFTEN ZU BANKING AND FINANCE

Herausgegeben von Prof. Dr. Ralf Jasny

ISSN 1861-096X

Johannes Gomolka

DIE ZWEI GESICHTER DER DEUTSCHEN FONDSBRANCHE

Cut-Off-Zeit und Zeitzone Arbitrage

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Bibliographic information published by the Deutsche Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek lists this publication in the Deutsche Nationalbibliografie; detailed bibliographic data are available in the Internet at <http://dnb.d-nb.de>.

Dieser Titel ist als Printversion im Buchhandel
oder direkt bei *ibidem* (www.ibidem-verlag.de) zu beziehen unter der

ISBN 978-3-89821-833-7.

∞

ISSN: 1861-096X

ISBN-13: 978-3-8382-5833-1

© *ibidem*-Verlag
Stuttgart 2012

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und elektronische Speicherformen sowie die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in or introduced into a retrieval system, or transmitted, in any form, or by any means (electronical, mechanical, photocopying, recording or otherwise) without the prior written permission of the publisher. Any person who does any unauthorized act in relation to this publication may be liable to criminal prosecution and civil claims for damages.

FÜR ANJA, IN LIEBE.

„Die Straftat eines Bankraubes
steht in keinem Verhältnis
zur Untat einer Bankgründung.“
(Feststellung eines bekannten deutschen Bankiers)

Diese pointierte Feststellung, die eine Variation eines Ausspruchs Bertolt Brechts darstellt, hörte ich erstmals in meinem Leben als Achtjähriger auf einer Gartenparty, noch dazu aus berufenem Munde. Ich saß unbeschwert und vergnügt, wenn auch völlig unbeachtet, zwischen einigen älteren Herren mit gewichtiger Stimme und dicken Hornbrillen. Der Unterhaltung folgte ich zwar mit gläubigem Staunen, ohne allerdings auch nur ein Wort wirklich zu verstehen.

Und heute? Es geht in unseren Tagen doch selbst gebildeten Menschen genauso wie damals dem kleinen Jungen, wenn es um das Thema Banken und Geld geht. Wir beachten mehr misstrauisch als wohlwollend das Treiben unserer Banken auf den Finanzmärkten und tragen dennoch unser sauer Ersparnes in die Tempel des Mammon. Dies geschieht nicht ohne ein ungutes Gefühl oder gar mit dem stillen Verdacht, dass der eine oder andere Hohe Priester, seinen höheren Weihen zum Trotz, diesen nicht so ganz gerecht wird.

Das vorliegende Buch von **Johannes Gomolka** will einem Markt, der für so viele von wesentlicher Bedeutung ist, zu mehr kritischer Transparenz verhelfen. Denn Transparenz ist nicht nur eine Voraussetzung für eine wirksame Kontrolle, sondern bildet auch eine Grundlage für das Vertrauen des Publikums, dessen der Markt und vor allem die Marktteilnehmer bedürfen.

Sebastian Ratjen,
MdL Mecklenburg-Vorpommern.

VORWORT

Die vorliegende Studie entstand in einem Zeitraum von März bis September 2006 während meines Studiums der Betriebswirtschaftslehre an der Humboldt-Universität Berlin. Ziel dieser Studie war es, herauszufinden, ob der Kauf- oder Verkauf von Fondsanteilen für Privatanleger im Börsenhandel an den deutschen Regionalbörsen günstiger war, als direkt bei den Fondsgesellschaften. Im Verlaufe dieser Arbeit wurde auch die Möglichkeit sogenannter *Zeitzone-arbitrage* (engl.: Market Timing und Late Trading) an deutschen Regionalbörsen untersucht. Ich danke vor allem meinen Eltern, Alfred und Maria Gomolka, die mich während meines Studiums finanziell sehr unterstützt und ermutigt haben.

Als Datenbasis dieser Arbeit dienten die DATASTREAM Kursdatenbank von Thomson Financial, Kursdaten der Datenbank des Bundesverbandes Investment und Asset Management e.V. (BVI) sowie die XONTRO-Orderbuchdaten der Berliner Börse, welche über das öffentlich zugängliche Orderbuch der Berliner Börse im Internet abgerufen werden können.

Besonders problematisch gestaltete sich im Verlauf dieser Arbeit die Recherche und Strukturierung von Informationen über den intransparenten deutschen Investmentfondsmarkt, insbesondere die Fondsvertriebswege. Aus Mangel an wissenschaftlicher Literatur nutzte ich deshalb Fachmagazine und Zeitungsartikel über Investmentfonds, um mir einen Überblick über die Branche zu erarbeiten. *Zeitzonearbitrage* hat einen wesentlichen Einfluss auf die Organisationsabläufe im Fondsvertrieb. Mit dem Forward Pricing ergreift die deutsche Investmentbranche, von der Öffentlichkeit unbemerkt, stark anlegerschädliche Maßnahmen, um ein Ausnutzen von fehlerhaften Fondsanteilspreisen durch private- und institutionelle Anleger zu verhindern. Diese Arbeit lässt den Schluss zu, dass Fondsgesellschaften gleichzeitig indirekt in den Fondshandel eingreifen und dabei, gewollt oder ungewollt, selbst von Zeitzonearbitrage profitieren.

Berlin den 17. Juli 2007

INHALTSVERZEICHNIS

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	XIV
SYMBOLVERZEICHNIS	XVI
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	XVIII
TABELLENVERZEICHNIS	XIX
1 PROBLEMSTELLUNG UND GANG DER UNTERSUCHUNG	1
1.1 PROBLEMSTELLUNG UND ABGRENZUNG DES THEMAS	1
1.2 GANG DER UNTERSUCHUNG.....	2
2 GRUNDLAGEN	3
2.1 EINGRENZUNG BETRACHTETER FONDS	3
2.2 RECHTLICHER RAHMEN	3
2.2.1 Rechtsnormen	3
2.2.2 Kapitalanlagegesellschaft	3
2.2.3 Definition des Sondervermögens.....	4
2.2.4 Fondsanteil	4
2.3 AUFGABEN UND FUNKTIONEN DER DEPOTBANK.....	5
2.3.1 Funktionen der Depotbank.....	5
2.3.2 NAV-Bestimmung einmal börsentäglich	6
2.3.3 Jederzeitige Rücknahme der Anteile	7
2.4 AUSGABE- UND RÜCKGABEAUFSCHLAG	7
3 FONDSVERTRIEB UND BÖRSENHANDEL	9
3.1 DER DEUTSCHE PRIMÄRMARKT.....	9
3.1.1 Direkter und indirekter Fondsvertrieb.....	9
3.1.2 Übersicht zu den Fondsvertriebswegen	9
3.1.3 Verankerung des Ausgabeaufschlages im Fondsvertrieb	11
3.1.4 Trend zur vollständigen Rabattierung der Ausgabeaufschläge.....	17
3.2 DER DEUTSCHE SEKUNDÄRMARKT.....	19
3.2.1 Aufgabe des Sekundärmarktes	19
3.2.2 Funktionen einer Börse	19
3.2.3 Kein Ausgabeaufschlag im Börsenhandel.....	23
3.2.4 Abgrenzung zum Primärmarkt	26
3.3 GRUND FÜR DIE GERINGE BEDEUTUNG DES BÖRSENHANDELS	27
3.4 DAS ANLEGER-DILEMMA	30

4 LATE TRADING UND MARKET TIMING.....	31
4.1 DER INVESTMENT COMPANY ACT 1940.....	31
4.2 RELEVANZ FÜR DEUTSCHE INVESTMENTFONDS.....	33
4.3 ZEITZONENARBITRAGE	33
4.4 EXISTENZ VON LATE TRADING UND MARKET TIMING	36
4.4.1 <i>Verbreitung von Late Trading in US-Fonds</i>	36
4.4.2 <i>Die Mutual Fund Wild Card Option</i>	38
4.4.3 <i>Drei konkrete Market Timing Strategien für US-Fonds</i>	41
4.5 DILUTION - SCHADEN FÜR LANGFRISTIG INVESTIERENDE ANLEGER	43
4.6 LÖSUNGSMÖGLICHKEITEN	45
4.6.1 <i>Lösungsmöglichkeit für Late Trading</i>	45
4.6.2 <i>Lösungsmöglichkeiten für Market Timing</i>	46
4.7 ZEITZONENARBITRAGE IN DEUTSCHEN FONDS	52
4.7.1 <i>Gefährdung deutscher Fonds durch Market Timing</i>	52
4.7.2 <i>Maßnahmen gegen Market Timing in Deutschland</i>	53
4.8 ZWISCHENFAZIT.....	61
4.8.1 <i>Primärmarkt</i>	61
4.8.2 <i>Sekundärmarkt</i>	62
5 VERGLEICH DER RAHMENBEDINGUNGEN	65
5.1 TRANSAKTIONS-KOSTEN	65
5.2 EXPLIZITE TRANSAKTIONS-KOSTEN	65
5.3 IMPLIZITE TRANSAKTIONS-KOSTEN.....	66
5.4 VERGLEICH AUF BASIS DER TRANSAKTIONS-KOSTEN.....	67
5.4.1 <i>Explizite Transaktionskosten zwischen BSX und Fondsvertrieb</i>	67
5.4.2 <i>Implizite Transaktionskosten zwischen BSX und Fondsvertrieb</i>	69
5.4.3 <i>Der Spread</i>	70
5.5 TRANSAKTIONS-KOSTEN IN EINER EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG	75
5.5.1 <i>Einbeziehung von Spread und Ausgabeaufschlag</i>	75
5.5.2 <i>Zusammenfassung der Börsenpreise</i>	76
6 EMPIRISCHER VERGLEICH.....	77
6.1 DATENQUELLEN.....	77
6.2 EINBEZIEHUNG DER CUT-OFF ZEITEN	79
6.3 MODELL: KAUF- UND VERKAUFVORTEIL	80
6.4 KAUF- UND VERKAUFVORTEILE EINZELERGEBNISSE	81
6.4.1 <i>Verkaufsvorteile Einzelergebnisse</i>	81
6.4.2 <i>Kaufvorteile Einzelergebnisse</i>	83
6.5 GRUND FÜR POSITIVE KAUFVORTEILE.....	85
6.6 SPREAD	86
6.6.1 <i>Spread als Vergleichsfaktor für den Börsenhandel ungeeignet</i>	86
6.6.2 <i>Spread im Periodenvergleich</i>	87

6.7 VOLUMEN	89
6.7.1 Überblick.....	89
6.7.2 Einfluss des Volumens auf den Spread.....	90
6.7.3 Einfluss des Volumens auf Kauf- und Verkaufsvorteil.....	91
6.8 KAUFVORTEIL ALS KOSTENSPIELRAUM DES ENDKUNDEN	92
6.9 MARKET TIMING AN DEUTSCHEN REGIONALBÖRSEN	93
6.9.1 Fragestellung.....	93
6.9.2 Methode der Untersuchung.....	93
6.9.3 Ergebnisse	94
6.9.4 Fair Value Modelle verhindern Market Timing im Fondshandel.....	98
6.9.5 Ablehnung von Fair Value Modellen durch die KAG.....	99
7 ZUSAMMENFASSUNG	101
ANHANG	103
A.1 BEREINIGUNG DER DATEN	103
A.2 FONDSANGEBOT IN DEUTSCHLAND INTRANSPARENT	104
A.3 DEUTSCHE FONDSPLATTFORMEN IM ÜBERBLICK	107
A.4 PRESSEBERICHTE ZUM MARKET TIMING UND LATE TRADING IN DEUTSCHLAND.....	108
A.5 BESONDERE ENTWICKLUNG DES SPREAD IN 2005.....	110
LITERATUR- UND QUELLENVERZEICHNIS	125

Abkürzungsverzeichnis

ADR	American Depositary Receipts
Ask	Briefkurs im Börsenhandel (Kurs zu dem der Anleger kauft)
BAFIN	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bid	Geldkurs im Börsenhandel (Kurs zu dem der Anleger verkauft)
BSX	Berliner Wertpapierbörse (engl.: Berlin Stock Exchange)
BVI	Bundesverband für Investment und Asset Management e.V.
CME	Chicago Mercantile Exchange
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier (luxembourgsche Finanz-Aufsichtsbehörde)
ET	Uhrzeit der amerikanischen Ostküste (engl. Eastern Time)
ETF	Exchange Traded Funds
FCP	Communs de Placement (französische Investment-Fonds Kategorie)
FEFSI/ EFAMA	European Fund and Asset Management Association
ICA	Investment Company Act von 1940
InVG	Investmentgesetz vom 15. Dezember 2003
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (Weltverband der Finanz-Aufsichtsbehörden)
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LRI	LRI Fund Management Company S.A. Luxembourg
MEZ	Mitteleuropäische Zeit
NAV	Nettoinventarwert (engl.: Net Asset Value)
OGAW	EU-Richtlinie für Organismen Gemeinsamer Wertpapieranlagen des Europäischen Rates von 1985 (85/611/EWG)
SEC	Securities and Exchanges Commission (US-amerikanische Wertpapier- und Börsen-Aufsicht)
SICAV	Sociétés d'Investissement à Capital Variable (französische Investment-Fonds-Kategorie)
TER	Total Expense Ratio

UCI/UCIT's Undertakings for Collective Investments (europäische
Fondskategorie)

Symbolverzeichnis

α_i	Konstanter Parameter.
a_{t-1}	Wert aller Fonds-Assets aus der Vorperiode.
Ask_t	Briefkurs im Börsenhandel (Kurs zu dem der Anleger kauft).
Bid_t	Geldkurs im Börsenhandel (Kurs zu dem der Anleger verkauft).
b_1, b_2	Reaktionsparameter.
β_i	Regressionsparameter.
$\beta_0, \beta_0^{ask}, \beta_0^{bid}$	Konstanter Parameter.
$\beta_1^{ask}, \beta_2^{ask}, \beta_3^{ask}$	Regressionskoeffizienten für den KAG-Ausgabepreis in $t+1$, t , $t-1$.
$\beta_1^{bid}, \beta_2^{bid}, \beta_3^{bid}$	Regressionskoeffizient für den KAG-Rücknahmepreis in $t+1$, t , $t-1$.
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$	Regressionskoeffizient für die Rendite des S&P 500 Index Futures.
β_{nk}	Beta der Aktie n relativ zum Faktor k .
β_n^m	Sensitivität der Aktie n zum Markt m .
β_n^s	Sensitivität der Aktie n zum Sektor s .
c	Rendite-Schwelle.
δ_{t-1}	Dilution.
δ_n^m	Standardabweichung der Marktrendite.
δ_n^s	Standardabweichung der Sektorenrendite.
ε_t	Nicht erklärte Residuen.
f_k	Rendite des Einflussfaktors k .
$flow_t$	Nettozuflüsse und -abflüsse in das Fondsvermögen.
$FUT_{t,4pm}$	Preis des Nikkei-Future an der CME um 4 p.m. ET.
$Hedged_{-}\bar{r}_{t+1}$	Durchschnittl. Rendite der Wild Card Option mit Hedging.
i	Laufvariable für Investmentfonds $i = 1 \dots N$.
I_t	Indikatorvariable (Kauf- und Verkaufssignal).
k	Laufvariable, für Aktien $k = 1 \dots K$.
$K_{BSX}^{Anleger}$	Anlegervorteil beim Fondskauf an der BSX.
m	Marktrendite.
N	Anzahl Investmentfonds in der Stichprobe.
$NAV_{i,t}$	Nettoinventarwert des Fonds i .
$NAV_{i,t}^*$	Adjustierter Nettoinventarwert ein Fonds i , ohne Stale Prices.
$NIK_{t,1am}$	Preis des Nikkei-Index um 1 a.m. ET.