

jahresbericht 2021



centre for financial research
cologne

www.cfr-cologne.de



centre for financial research
cologne

Impressum

Herausgeber: Centre for Financial Research (CFR)
Universität zu Köln
Albertus-Magnus-Platz
50923 Köln

Telefon: +49 (0)221 470-6995

Telefax: +49 (0)221 470-3992

E-Mail: info@cfr-cologne.de

Internet: www.cfr-cologne.de

Redaktion: Dr. Alexander Pütz

Druck: Druckhaus Optiprint GmbH
Sinzig/Rhein

Der Jahresbericht 2021 des Centre for Financial Research (CFR) ist als Druckversion auf Anfrage kostenlos erhältlich. Der Bericht steht auch im Internet als PDF-Dokument unter www.cfr-cologne.de in der Rubrik „Presse“ zum Download bereit.

Soweit in diesem Bericht personenbezogene Bezeichnungen verwendet werden, beziehen sie sich auf alle Geschlechter in gleicher Weise.

JAHRESBERICHT

2021

Vorwort	1
Personen	2
Forschungsprojekte	7
Working Paper.....	14
Veröffentlichungen	16
Veranstaltungen	18

Kurzportrait

Das CFR ist ein Forschungsinstitut an der Universität zu Köln, das unabhängige, angewandte Spitzenforschung im Bereich der Finanzmärkte betreibt. Aktuelle Forschungsschwerpunkte liegen im Asset und Risk Management. Das CFR wurde 2004 auf Initiative der Professoren Dr. Alexander Kempf und Dr. Drs. h.c. Axel A. Weber gegründet. Zentrales Anliegen ist es, neues Wissen im Bereich der Finanzmärkte zu generieren und hierdurch zur Lösung praktisch relevanter Fragestellungen beizutragen. Für dieses Ziel arbeiten am CFR renommierte Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler verschiedener Universitäten aus dem In- und Ausland

mit Nachwuchswissenschaftlerinnen und -wissenschaftlern sowie Persönlichkeiten aus der Praxis zusammen.

Das CFR wird finanziell getragen von der gemeinnützigen Fördergesellschaft Finanzmarktforschung e.V. Die Fördergesellschaft hat derzeit 32 Mitglieder, von denen sich neun Institute als fördernde Mitglieder in besonderer Weise engagieren.

Die Leitung des CFR obliegt Professor Dr. Alexander Kempf, Direktor des Seminars für Finanzierungslehre an der Universität zu Köln. Ihm steht ein Beirat mit Persönlichkeiten aus Wissenschaft und Praxis zur Seite.

Liebe Freunde und Förderer des CFR,

Nachhaltigkeit ist seit einigen Jahren eines der wichtigsten, wenn nicht sogar das wichtigste Thema im Finanzbereich. Angetrieben durch ehrgeizige Ziele der Politik und ein Umdenken in der Gesellschaft finden massive Umwälzungen im Finanzwesen statt, um Nachhaltigkeitskriterien bei finanziellen Entscheidungen zu berücksichtigen und Finanzprodukte entsprechend zu gestalten.

Da solche enormen Veränderungen aber auch mit vielen offenen Fragen einhergehen, entstand am CFR die Idee, an der Universität zu Köln eine Juniorprofessur Sustainable Finance einzurichten, um damit einen Beitrag zur Erforschung und Beantwortung dieser Fragen zu leisten. Diese Idee wurde Anfang des Jahres 2021 vom Vorstand der Fördergesellschaft Finanzmarktforschung aufgegriffen und in die Tat umgesetzt: Innerhalb kürzester Zeit konnten weitere Förderer gewonnen, die Stelle an der Universität zu Köln geschaffen und schließlich im Dezember 2021 mit Herrn Dr. Bauckloh hochkarätig besetzt werden. Wir sind sehr froh über diesen Erfolg und begrüßen Herrn Dr. Bauckloh herzlich im Research Team des CFR! Eine Vorstellung von Herrn Dr. Bauckloh und seinen aktuellen Forschungsvorhaben finden Sie auf Seite 4.



Außerdem gibt es noch eine weitere erfreuliche Nachricht aus dem CFR Research Team: Unser CFR-Juniorprofessor für Investments, Dr. Peter Limbach, hat einen Ruf als ordentlicher Professor an die Universität Bielefeld erhalten und ist dort seit Mitte Mai 2021 Inhaber des Lehrstuhls für Corporate Finance und Governance. Wir gratulieren herzlich zu dieser tollen Entwicklung, die einmal mehr zeigt: Die Nachwuchsarbeit am CFR zahlt sich aus!

Daher möchte ich Ihnen, liebe Freunde und Förderer, an dieser Stelle noch einmal ganz herzlich für Ihre Unterstützung im vergangenen Jahr danken! Ohne Sie wäre die erfolgreiche Arbeit des CFR so nicht möglich. Ich bin zuversichtlich, dass wir auch das kommende Jahr mit seinen neuen Herausforderungen wieder gemeinsam meistern werden und freue mich auf eine weiterhin gute Zusammenarbeit.

Köln, im März 2022

Prof. Dr. Alexander Kempf
Direktor des CFR

Research Fellows



**Prof. Vikas Agarwal,
Ph.D.**
Georgia State
University



Prof. Dr. Olaf Korn
Universität Göttingen



**Prof. Gjergji Cici,
Ph.D.**
University of Kansas



**Prof. Dr. Peter
Limbach**
Universität Bielefeld



**Prof. Dr. Monika
Gehde-Trapp**
Universität
Hohenheim



**Prof. Laura Starks,
Ph.D.**
University of Texas



**Prof. Dr. Joachim
Grammig**
Universität Tübingen



**Prof. Dr. Erik
Theissen**
Universität Mannheim



Prof. Dr. Dieter Hess
Universität zu Köln



**Prof. Dr. Florian
Weigert**
Universität Neuchâtel



**Prof. Dr. Alexander
Kempf**
Universität zu Köln



**Prof. Russ Wermers,
Ph.D.**
University of Maryland

Research Fellows



**Prof. Pradeep Yadav,
Ph.D.**
University of Oklahoma



**Prof. Dr. Tom
Zimmermann**
Universität zu Köln

Juniorprofessoren

- **Jun.-Prof. Dr. Tobias Bauckloh**
Forschung: Sustainable Finance.

Postdocs

- **Dr. Mario Hendriock**
Forschung: Verhalten von Fondsmanagern.
- **Dr. Mathias Hoffmann**
Forschung: Geldpolitik, internationale Makroökonomie.
- **Dr. Alexander Pütz**
Forschung: Verhalten von Fondsmanagern, Hedgefonds, Investmentfonds.

Doktoranden

- **Sebastian Knüchel**
Forschung: Investmentfonds.

Neu am CFR: Juniorprofessor für Sustainable Finance Dr. Tobias Bauckloh



Seit Dezember 2021 verstärkt Dr. Tobias Bauckloh das CFR als neuer Juniorprofessor für Sustainable Finance. Er hat zuvor zum Thema Nachhaltigkeit am Kapitalmarkt promoviert und ist Mitglied der Forschungsinitiative des Vereins für Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage (CRIC^{TANK}) sowie assoziiertes Mitglied der Wissenschaftsplattform Sustainable Finance.

In seiner Forschung interessiert sich Juniorprofessor Bauckloh vor allem für den Einfluss von Nachhaltigkeit auf die finanzielle Performance von Geldanlagen und den Erfolg freiwilliger Initiativen und Regulierungen zur Förderung von Nachhaltigkeit im Investitionsprozess.

So untersucht Juniorprofessor Bauckloh in einem aktuellen Forschungsprojekt, ob und wie sich der Ausschluss umweltschädlicher Industrien aus dem Anlageuniversum

nachhaltiger Investoren auf die finanzielle Performance von Aktien betroffener Unternehmen auswirkt. In einer weiteren Studie untersucht er, ob Aktionärsanträge ein geeignetes Instrument sind, um die Nachhaltigkeitsanstrengungen von Unternehmen zu erhöhen und welche Konsequenzen daraus für den unternehmerischen Erfolg entstehen.

Seine bisherigen wissenschaftlichen Arbeiten hat Juniorprofessor Bauckloh bereits in renommierten, internationalen Fachzeitschriften veröffentlicht, wie „The Accounting Review“ und „Journal of Business Ethics“.

Die Juniorprofessur für Sustainable Finance wurde auf Initiative des CFR neu an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln eingerichtet. Ermöglicht wurde dies durch großzügige Spenden der nachfolgenden Institute: Ampega Asset Management, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Gothaer Stiftung, HSBC Trinkaus & Burkhardt, NRW.BANK, Quoniam Asset Management, Kreissparkasse Köln, Stadtparkasse Düsseldorf sowie Sparkasse KölnBonn.

Sponsoren der Juniorprofessur für Sustainable Finance



Vorstand der Fördergesellschaft Finanzmarktforschung e.V.



Dr. Rudolf Apenbrink
(Präsident)
HSBC Trinkaus & Burkhardt



Harry Ploemacher
Ampega Asset
Management



Michael Stölting
NRW.BANK



Ulrich Voigt
Sparkasse KölnBonn

Mitglieder des Beirats

- **Prof. Dr. Axel Freimuth**
Universität zu Köln
 - **Dr. Walter Herzog**
 - **Thomas Kieselstein**
Quoniam Asset Management
 - **Margarete Müller**
Deutsche Bundesbank
 - **Dr. Stefan Nellshen**
Bayer-Pensionskasse
 - **Ulrich Sommer**
Deutsche Apotheker- und
Ärztebank
 - **Werner Taiber**
Oddo BHF Asset Management
 - **Prof. Ulrich Thonemann, Ph.D.**
Universität zu Köln
 - **Prof. Dr. Drs. h.c. Axel A. Weber**
-

Aktuelle Forschung am CFR

Nachfolgend möchten wir Ihnen kurz die neu entstandenen CFR Working Paper des Jahres 2021 präsentieren – beginnend mit vier Papieren, die sich alle mit dem wichtigen Thema der Liquidität auf Finanzmärkten auseinandersetzen.

In den ersten beiden Arbeitspapieren beschäftigt sich unser CFR Research Fellow Vikas Agarwal mit den Problemen, die drohen, wenn offene Investmentfonds in illiquide Wertpapiere investieren.

In den letzten Jahren haben sich große Startup-Unternehmen wie Uber, Airbnb und Pinterest dafür entschieden, oft Jahre vor einem Börsengang große Mengen an Kapital zu beschaffen, indem sie private Wertpapiere an offene Investmentfonds verkauft haben. Die Beteiligung von Investmentfonds an solchen Startup-Finanzierungen ist einerseits zu begrüßen, da dadurch die Beteiligung von Kleinanlegern an Startups durch Investmentfonds überhaupt erst ermöglicht wird. Andererseits entstehen dadurch aber auch Probleme. Denn private Wertpapiere werden per Definition nicht an Börsen gehandelt, sodass sie bei Bedarf nur schwer zu veräußern sind. Damit einher geht ein zweites Problem: Aufgrund fehlender Transaktionspreise und fehlender Of-

fenlegungspflichten ist es für Investmentfonds schwierig, ihre Bestände an privaten Wertpapieren zu bewerten. Mit diesen Problemen beschäftigt sich Vikas Agarwal mit Coautoren im CFR Working Paper 21-09. Die Bewertungsproblematik – so zeigt es die Studie – führt dazu, dass unterschiedliche Investmentfonds für dieselben privaten Wertpapiere unterschiedliche Preise ansetzen – und die Preisabweichungen sind beträchtlich. Im Mittel beträgt die Preisdiskrepanz 10%, in manchen Fällen aber auch 25% und mehr. Auch passen Investmentfonds ihre Bewertungen nur selten an, im Mittel weniger als einmal pro Halbjahr. Da sich diese Bewertungsproblematik natürlich in den Net Asset Values der Investmentfonds widerspiegelt, stellt sich die Frage, inwieweit sich Fondsinvestoren noch darauf verlassen können, zu fairen Preisen in einen Fonds ein- und wieder aussteigen zu können. Doch bringen private Wertpapiere in Fonds für Fondsinvestoren ein weiteres Problem mit sich: Ziehen Anleger nämlich – aus welchem Grund auch immer – Geld aus einem Fonds ab, kann der Fonds seine illiquiden Wertpapiere nur mit hohen Abschlägen verkaufen. Die Kosten dafür tragen aber die im Fonds verbliebenen Anleger. Wenn diese sich dessen bewusst sind, werden sie besonders

sensibel auf eine schlechte Performance des Fonds reagieren und selbst möglichst schnell ihr Geld abziehen, damit ihnen andere Anleger nicht zuvorkommen und sie die damit einhergehenden Kosten tragen müssen. Es droht ein „Fonds Run“. In ihrer empirischen Studie finden die Autoren tatsächlich Anzeichen für ein solches Verhalten: Anleger reagieren bei Investmentfonds auf eine schlechte Fondsperformance besonders stark mit Mittelabflüssen, wenn diese Fonds große Positionen in privaten und damit illiquiden Wertpapieren halten.

Die fehlende Liquiditätskongruenz zwischen einem Fonds und seinen Wertpapierpositionen, d.h. die Abweichung zwischen der Liquidität der Wertpapiere im Portfolio des Fonds und der Liquidität, die offene Investmentfonds ihren Anlegern durch die jederzeitige Möglichkeit zur Rücknahme der Fondsanteile bieten, ist ein grundsätzliches Problem offener Investmentfonds. Um diesem Problem zu begegnen, vereinbaren manche Fonds mit ihren Anlegern, dass sie bei Rückgabe von Fondsanteilen nicht Geld an die Anleger liefern müssen, sondern ein Portfolio an Wertpapieren liefern können. Mit solchen „Redemptions-in-Kind“-Vereinbarungen (RIK-Vereinbarungen) vermeiden Investmentfonds also Transaktionen und damit einhergehende Transaktionskosten. Vielmehr werden

diese verursachungsgerecht den Anlegern aufgebürdet, die den Fonds verlassen. Dies kann zwar ein Problem für diese Anleger sein, besonders wenn der Fonds relativ illiquide Wertpapiere liefert, RIK-Vereinbarungen schützen aber die im Fonds verbleibenden Anleger. Im CFR Working Paper 21-11 untersuchen die Autoren um Vikas Agarwal Fonds mit RIK-Vereinbarungen. Sie zeigen zunächst, dass die Verbreitung von RIK-Vereinbarungen unter US-amerikanischen Investmentfonds zwischen 1997 und 2017 stark gestiegen ist. Insbesondere Fonds, die in sehr illiquide Wertpapiere investieren, treffen solche Vereinbarungen häufig. Und tatsächlich scheinen sich RIK-Vereinbarungen für Investmentfonds auszuzahlen: Fondsinvestoren reagieren weniger sensibel auf eine schlechte Performance und ziehen bei schlechter Performance nicht so schnell Geld aus dem Fonds ab, wenn der Fonds RIK-Vereinbarungen getroffen hat – konsistent mit der Idee, dass Fondsanleger in diesem Fall weniger besorgt über einen möglichen „Fonds Run“ sind. Allerdings hat es einen Preis für die Fonds, wenn sie von der RIK-Vereinbarung tatsächlich Gebrauch machen. Im Vergleich zu vergleichbaren Fonds, die RIK-Vereinbarungen aber nicht nutzen, erhalten sie weniger Mittel von den Anlegern. Fondsinvestoren scheinen sich also des Risikos und

der Kosten bewusst zu sein, wenn sie im Fall der Rückgabe der Anteilscheine kein Bargeld, sondern einen Korb aus möglicherweise illiquiden Wertpapieren erhalten.

Von dem Problem einer möglichen Liquiditätsinkongruenz aufgrund der jederzeitigen Handelbarkeit eines Fonds und der möglicherweise eingeschränkten Handelbarkeit der vom Fonds gehaltenen Wertpapiere wenden wir uns nun der Frage zu, wie Fonds die Liquidität der gehaltenen Wertpapiere beeinflussen. Konkret beschäftigen sich die folgenden beiden CFR Working Paper mit dem Einfluss, den ETFs auf die Aktienmarktliquidität haben.

Im CFR Working Paper 21-03 gehen Russ Wermers und seine Coautoren der Frage nach, wie ETFs die Liquidität der von ihnen gehaltenen Aktien beeinflussen. Ex-ante sind zwei Effekte denkbar: Einerseits könnten Anleger ohne spezifische Informationsvorsprünge, die bisher in Einzelaktien investiert haben, ihr Geld aus den Einzelaktien abziehen und es stattdessen in ETFs investieren. Die Aktienmarktliquidität sollte sinken. Andererseits könnten kostengünstige ETFs auch solche Anleger überhaupt erst in die Märkte locken, wodurch die Menge der Anleger, die in den zu Grunde liegenden Aktien investiert sind, steigt – und damit letztlich auch die Liquidität dieser Aktien. Um zu

untersuchen, welcher Effekt dominiert, betrachten die Autoren Fälle, in denen sich die Gewichte von Aktien in Indices ändern. Denn wenn eine Aktie ein höheres Gewicht in einem Index erhält, dann müssen ETFs auf diesen Index entsprechend stärker in diese Aktie investieren. Die Ergebnisse der Studie sind sehr eindeutig: Wenn ETFs aufgrund einer Änderung der Indexgewichtung verstärkt in eine Aktie investieren, gewinnt diese Aktie an Liquidität – und zwar in beträchtlichem Umfang. Die häufig geäußerte Sorge, dass der enorme Anstieg des Investitionsvolumens in ETFs negative Auswirkungen auf die Liquidität der zu Grunde liegenden Aktien hat, kann durch diese Studie also entkräftet werden.

Im CFR Working Paper 21-04 beschäftigen sich die Autoren um Vikas Agarwal ebenfalls mit dem Einfluss von ETFs auf die Liquidität von Aktien – hier allerdings nicht mit dem Einfluss auf das Niveau der Liquidität einzelner Aktien, sondern mit dem Einfluss auf den Gleichlauf der Liquidität verschiedener Aktien. Die Idee dahinter ist, dass Wertpapiere, die vom selben ETF gehalten werden, auch zur gleichen Zeit gehandelt werden – begründet durch den ETF-spezifischen Arbitragemechanismus, der dafür sorgt, dass sich der Preis eines ETF-Anteils und der Preis seines Wertpapierportfolios angleicht. Deshalb sollte sich die Liquidität der Ak-

tien im ETF-Portfolio ähnlich verändern. Die Ergebnisse der Studie bestätigen die Hypothese: Aktien, die sich vermehrt im Besitz von ETFs befinden, zeigen einen verstärkten Gleichlauf in ihrer Liquidität. Dies ist eine schlechte Nachricht für Aktienanleger. Denn der verstärkte Gleichlauf der Liquidität von Aktien macht es für Anleger schwieriger, das Liquiditätsrisiko zu diversifizieren. In der Zusammenschau mit den Ergebnissen von Working Paper 21-03 zeigt sich also, dass der Einfluss von ETFs auf die Liquidität der zugrundeliegenden Aktien vielschichtig ist. Insofern überrascht es nicht, dass die Diskussion um Vor- und Nachteile von ETFs für die Märkte weiter intensiv geführt wird.

Seit vielen Jahren beschäftigen wir uns am CFR mit den Fähigkeiten von Fondsmanagern. Was zeichnet erfolgreiche Fondsmanager aus und wie kann man diese identifizieren? Auch in diesem Jahr gibt es zu diesem Themengebiet zwei neue Studien.

In CFR Working Paper 21-05 entwickelt unser Research Fellow Gjergji Cici mit seinem Coautor ein neues Maß für die Fähigkeiten der Manager von Unternehmensanleihen-Fonds, das eine Besonderheit des Anleihemarktes ausnutzt: Oft sind gleichzeitig mehrere Anleihen desselben Emittenten im Umlauf, aber diese Anlei-

hen sind relativ zueinander nicht immer fair bewertet. Die Idee hinter dem neu vorgeschlagenen Maß für die Qualität eines Managers von Unternehmensanleihen-Fonds besteht nun darin, dass sehr gute Manager in der Lage sein sollten, solche Fehlbewertungen zu erkennen und gezielt unterbewertete Anleihen zu kaufen. Die Fähigkeit eines Fondsmanagers wird also anhand des Anteils von unterbewerteten Anleihen in seinem Portfolio beurteilt. Je mehr unterbewertete Anleihen ein Manager im Portfolio hat, desto höher sollte seine Fähigkeit und desto besser sollte auch seine zukünftige Performance sein. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass das neue Qualitätsmaß für Manager in der Tat die zukünftige Rendite der von ihnen verwalteten Unternehmensanleihe-Fonds vorhersagt. Allerdings wird es – so zeigen die Autoren auch – mit der Zeit immer schwieriger, eine Outperformance zu erzielen. Das Ausmaß an Fehlbewertungen von Unternehmensanleihen ist nämlich in den letzten Jahren stark zurückgegangen, der Markt für Unternehmensanleihen ist zunehmend effizienter geworden

Von den Fähigkeiten der Manager von Unternehmensanleihen-Fonds kommen wir im nächsten Papier, dem CFR Working Paper 21-01, zu den Fähigkeiten von Hedgefonds-Managern. Dort zeigen die Autoren um Florian Weigert, dass Hedge-

fonds mit hoher idiosynkratischer Volatilität eine um 7,2 Prozentpunkte höhere Rendite als vergleichbare Hedgefonds mit niedriger idiosynkratischer Volatilität erwirtschaften. Die Autoren erklären diesen Zusammenhang mit einer besonders cleveren Aktienselektion der Fondsmanager. Denn wenn ein Fondsmanager Aktienselektion betreibt, so geht er grundsätzlich idiosynkratisches Risiko ein – und wenn er gute Aktienselektion betreibt, so erzielt er dadurch gleichzeitig eine besonders gute Performance. Interessanterweise ist der positive Zusammenhang zwischen idiosynkratischer Volatilität und Rendite besonders stark, wenn die Hedgefondsmanager hohe erfolgsabhängige Vergütungen erhalten – ein weiteres Indiz dafür, dass der gefundene Zusammenhang auf den Einsatz und die Fähigkeiten der Manager zurückzuführen ist.

Neben liquiditäts- und fondsbezogenen Themen haben wir uns am CFR im vergangenen Jahr auch wieder mit der Prognose und Erklärung von Wertpapierrenditen beschäftigt.

Im CFR Working Paper 21-08 untersuchen die Autoren um unseren Research Fellow Florian Weigert, ob sich die Renditen einzelner Optionen mittels Methoden des maschinellen Lernens vorhersagen lassen. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass dies der Fall ist. Als wichtigste Fakto-

ren für die Vorhersage einer Optionsrendite erweisen sich die implizite Volatilität und die Liquidität der Option. Die Vorhersagekraft ist am höchsten für Optionen auf von Profis vernachlässigte Aktien, also für Optionen auf Aktien, die nur zu einem geringen Anteil von institutionellen Investoren gehalten und nur von wenigen Analysten beobachtet werden. Mit den Prognosen der Optionsrenditen lässt sich auch Geld verdienen. Die Autoren implementieren eine Handelsstrategie, bei der sie Optionen mit der am höchsten prognostizierten Rendite kaufen und im Gegenzug Optionen mit der am niedrigsten prognostizierten Rendite verkaufen. Selbst unter Berücksichtigung realistischer Transaktionskosten liefert eine solche Handelsstrategie eine Outperformance von 1,33% pro Monat.

Das CFR Working Paper 21-07, ebenfalls verfasst von Florian Weigert und Coautoren, behandelt den Einfluss von Crash-Risiken auf Aktienrenditen. Dieses Thema hat in den letzten Jahren angesichts oft starker Kursausschläge an Märkten deutlich an Bedeutung gewonnen. In den frühen Studien wurde dabei untersucht, wie das Crash-Risiko einer Aktie – definiert als die Wahrscheinlichkeit für extrem niedrige Renditen dieser Aktie – die erwartete Rendite der Aktie beeinflusst. Spätere Studien haben dann den Zusammen-

hang zwischen dem Crash-Risiko einzelner Aktien und dem Crash-Risiko des Marktes als Erklärungsfaktor für erwartete Renditen von Aktien verwendet. Die vorliegende Studie geht nun noch einen Schritt weiter und berücksichtigt zusätzlich zum Markt weitere Risikofaktoren, d.h. sie betrachtet multidimensionale Crash-Risiken. Wie die Autoren zeigen, sind solche multidimensionalen Crash-Risiken mit einer positiven Risikoprämie verbunden und können den Querschnitt erwarteter Aktienrenditen erklären.

Im CFR Working Paper 21-02 untersuchen die Autoren um unseren Research Fellow Peter Limbach, wie sich Gerüchte im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen auf die Produktivität und den Aktienkurs betroffener Unternehmen auswirken. Die grundlegende Idee ist, dass Übernahmeerüchte bei Arbeitnehmern Ängste vor Arbeitsplatzverlusten schüren und durch diese Ablenkung die Produktivität der Arbeitnehmer sinkt. Tatsächlich zeigt sich in der empirischen Studie, dass die Produktivität eines Unternehmens nach dem Aufkommen eines Übernahmeerüchtes signifikant sinkt. Damit einher geht auch eine negative Performance des Unternehmens am Aktienmarkt. Die gefundenen Effekte sind besonders ausgeprägt bei Unternehmen aus Ländern, in denen Mitarbeiter weniger Kündigungs-

schutz besitzen – ein Indiz dafür, dass Übernahmeerüchte bei Mitarbeitern tatsächlich Ängste vor Arbeitsplatzverlust schüren und auf diesem Weg die Produktivität negativ beeinflussen.

Im letzten Themenblock untersuchen zwei Arbeiten das Verhalten von Investoren, konkret deren Marktpartizipation.

Im CFR Working Paper 21-10 gehen die Autoren um Russ Wermers der Frage nach, wie sich die Verfügbarkeit mobiler Internettechnologie durch Smartphones etc. auf die Marktpartizipation von Investoren auswirkt. Zum einen erlauben mobile Internetgeräte Marktteilnehmern die einfache und schnelle Suche nach Informationen und jederzeitiges Handeln auf Märkten. Zum anderen sind solche Geräte aber häufig auch Quellen der Ablenkung für Marktteilnehmer. Dementsprechend ist der Einfluss von mobilen Internetgeräten auf Märkte nicht klar. Auf der einen Seite können sie den Handel und die Preisbildung an den Wertpapiermärkten fördern (Informations-Effizienz-Hypothese), auf der anderen Seite kann die Technologie auch negative Auswirkungen haben, indem sie die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf weniger wichtige Marktinformationen lenkt oder sogar ganz von den Aktivitäten an der Börse ablenkt (Hypothese der begrenzten Aufmerksamkeit). Die Au-

toren befassen sich mit diesen potenziell widersprüchlichen Kräften, indem sie Veränderungen der Aktienmarktaktivitäten im Zusammenhang mit Ausfällen des BlackBerry Internet Service (BIS), eines während des Stichprobenzeitraums der Studie weit verbreiteten mobilen Internetsystems, untersuchen. Die Ergebnisse der Studie stützen die Hypothese der begrenzten Aufmerksamkeit. An Tagen, an denen der BIS ausgefallen ist, Anleger also in der Nutzung der mobilen Internettechnologie eingeschränkt waren, verzeichnet die Studie einen starken Anstieg des Aktienhandels. Insgesamt warnt die Studie also vor einer allzu positiven Bewertung mobiler Internettechnologie: Auch, wenn deren Nutzen in Form schnellen und einfachen Zugangs zu Informationen und Märkten unstrittig ist, müssen die Kosten in Form des Ablenkungspotentials berücksichtigt werden.

Im CFR Working Paper 21-06 untersuchen Vikas Agarwal und Coautoren, wie sich politische Unsicherheit auf die Aktienmarktbeteiligung privater Haushalte auswirkt. Zunächst leiten sie in einem theoretischen Modell die Hypothese ab, dass private Haushalte bei größerer politischer Unsicherheit weniger am Aktienmarkt investieren werden. Dies hat zwei Gründe: Zum einen führt mehr politische Unsicherheit zu einem grundsätzlich höheren Risiko am Aktienmarkt. Zum anderen macht mehr po-

litische Unsicherheit auch das eigene Arbeitseinkommen unsicherer, so dass private Haushalte im Gegenzug ihr Risiko am Aktienmarkt reduzieren. Die Vorhersagen des theoretischen Modells bestätigen die Autoren anschließend in einer empirischen Untersuchung. Dazu betrachten sie politische Unsicherheiten, die im Zusammenhang mit Gouverneurswahlen in den USA entstehen. Im Vorfeld der Wahlen, solange der Wahlausgang und damit die zukünftige politische Richtung also noch unsicher sind, schichten private Haushalte von Aktien in weniger riskante Anlageformen um. In den meisten Fällen kehren die Haushalte zwar nach der Wahl an den Aktienmarkt zurück, in manchen Fällen jedoch nicht. Dieses dauerhafte Fernbleiben kann für die Haushalte, aber auch für Unternehmen spürbare Folgen haben: Denn es beeinträchtigt den Vermögensaufbau der Haushalte langfristig und macht es gleichzeitig für Unternehmen schwieriger, an frisches Kapital zu kommen.

Alle hier angesprochenen CFR Working Paper finden Sie auf unserer Homepage zum Download. Wir laden Sie ein, sich dort weiter in unsere Forschungsarbeiten zu vertiefen.

CFR Working Paper 2021

CFR Working Paper 21-01

T.G. Bali, F. Weigert: *Hedge Funds and the Positive Idiosyncratic Volatility Effect.*

CFR Working Paper 21-02

C. Andres, D. Bazhutov, D. Cumming, P. Limbach: *Does Speculative News Hurt Productivity? Evidence from Takeover Rumors.*

CFR Working Paper 21-03

M. Saglam, T. Tuzun, R. Wermers: *Do ETFs Increase Liquidity?*

CFR Working Paper 21-04

V. Agarwal, P. Hanouna, R. Mousawi, C.W. Stahel: *Do ETFs Increase the Commonality in Liquidity of Underlying Stocks?*

CFR Working Paper 21-05

G. Cici, P. Zhang: *On the Valuation Skills of Corporate Bond Mutual Funds.*

CFR Working Paper 21-06

V. Agarwal, H. Aslan, L. Huang, H. Ren: *Political Uncertainty and Household Stock Market Participation.*

CFR Working Paper 21-07

F. Chabi-Yo, M. Huggenberger, F. Weigert: *Multivariate Crash Risk.*

CFR Working Paper 21-08

T.G. Bali, H. Beckmeyer, M. Moerke, F. Weigert: *Option Return Predictability with Machine Learning and Big Data.*

CFR Working Paper 21-09

V. Agarwal, B. Barber, S. Cheng, A. Hameed, A. Yasuda: *Private Company Valuations by Mutual Funds.*

CFR Working Paper 21-10

N.C. Brown, W. B. Elliott, R. Wermers, R. M. White: *News or Noise: Mobile Internet Technology and Stock Market Activity.*

CFR Working Paper 21-11

V. Agarwal, H. Ren, K. Shen, H. Zhao: *Redemption in Kind and Mutual Fund Liquidity Management.*

Alle CFR Working Paper stehen online unter www.cfr-cologne.de zum Download bereit.



CFR Veröffentlichungen 2021

CFR Working Paper 21-07

F. Chabi-Yo, M. Huggenberger, F. Weigert: *Multivariate Crash Risk*, erscheint in: Journal of Financial Economics.

CFR Working Paper 16-11

F. Brochet, P. Limbach, M. Schmid, M. Scholz-Daneshgari: *CEO Tenure and Firm Value*, Accounting Review, Vol. 96, 2021, pp. 47-71.

CFR Working Paper 21-06

V. Agarwal, H. Aslan, L. Huang, H. Ren: *Political Uncertainty and Household Stock Market Participation*, erscheint in: Journal of Financial and Quantitative Analysis.

CFR Working Paper 18-03

T. Rischen, E. Theissen: *Underpricing in the Euro Area Corporate Bond Market: New Evidence from Post-Crisis Regulation and Quantitative Easing*, Journal of Financial Intermediation, Vol. 46, 2021, Article 100871.

CFR Working Paper 18-01

G. Cici, M. Hendriock, A. Kempf: *The Impact of Labor Mobility Restrictions on Managerial Actions: Evidence from the Mutual Fund Industry*, Journal of Banking and Finance, Vol. 122, 2021, Article 105994.

CFR Working Paper 19-01

A. Betzer, P. Limbach, P. R. Rau, H. Schuermann: *Till Death (or Divorce) Do Us Part: Early-Life Family Disruption and Investment Behavior*, Journal of Banking and Finance, Vol. 124, 2021, Article 106057.

CFR Working Paper 18-04

G. Cici, A. Kempf, C. Peitzmeier: *Knowledge Spillovers in the Mutual Fund Industry through Labor Mobility*, erscheint in: Journal of Banking and Finance.

CFR Working Paper 20-14

V. Agarwal, Y. Lu, S. Ray: *Are Hedge Funds' Charitable Donations Strategic?* Journal of Corporate Finance, Vol. 66, 2021, Article 101842.

CFR Working Paper 14-06

J. Grammig, J. Sönksen: *Empirical Asset Pricing with Multi-Period Disaster Risk: A Simulation-Based Approach*, Journal of Econometrics, Vol. 222, 2021, pp. 805-832.

CFR Working Paper 19-03

G. Cici, M. Hendriock, S. Jaspersen, A. Kempf: *#MeToo Meets the Mutual Fund Industry: Productivity Effects of Sexual Harassment*, Finance Research Letters, Vol. 40, 2021, Article 101687.

CFR Working Paper 18-05

F. Brochet, P. Limbach, D. Bazhutov, A. Betzer, M. Doumet: *The Supply and Effectiveness of Investor Relations in Insider- vs. Outsider-oriented Markets*, erscheint in: Management Science.

BVI-CFR Event 2021

Das CFR richtet seit vielen Jahren gemeinsam mit dem Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) eine Tagung aus, auf der Forscherinnen und Forscher des CFR vor Führungskräften der Mitgliedsgesellschaften des BVI über aktuelle Trends in der Forschung zum Asset Management berichten.

Nachdem die Tagung im Dezember 2020 aufgrund der Corona-Pandemie erstmals sehr erfolgreich virtuell stattgefunden hat, wurde das Online-Format auch im Jahr 2021 beibehalten, um so möglichst vielen Interessierten die Möglichkeit zu geben, ohne Reiseaufwand an der Tagung teilzunehmen und aus erster Hand von den neuesten Erkenntnissen aus der Forschung zu profitieren.

Die Vorträge beschäftigten sich mit der Nutzung von maschinellem Lernen zur Vorhersage von Optionsrenditen, dem Zusammenhang zwischen Kundenzufriedenheit und Aktienrendite sowie der Frage, welche Auswirkungen die starke Nachfrage nach nachhaltigen Firmen auf die Renditen von nicht-nachhaltigen Firmen hat.

Programm der Veranstaltung

Prof. Dr. Alexander Kempf: *CFR - Forschung im Bereich Asset Management.*

Prof. Dr. Florian Weigert: *Vorhersagbarkeit von Optionsrenditen mit maschinellem Lernen und Big Data.*

Prof. Dr. Erik Theissen: *Machen zufriedene Kunden die Aktionäre reich?*

Jun.-Prof. Dr. Tobias Bauckloh: *Lohnt es sich, in schmutzige Firmen zu investieren? – Neue Erkenntnisse zur Shunned-Stock-Hypothese.*

CFR Research Seminare 2021

Die CFR Research Seminare bieten die Möglichkeit zu einem kontinuierlichen Austausch zwischen Wissenschaft und Praxis. Hier stellen Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler aus dem In- und Ausland sowie Mitglieder des CFR Research Teams aktuelle Forschungsprojekte und neue Ideen vor. Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Förderinstitute sind als Gäste stets willkommen. Das CFR Research Seminar wurde als Online-Seminar abgehalten.

Nachfolgend eine Übersicht der im Berichtszeitraum gehaltenen Vorträge:

Vikas Agarwal

Georgia State University & CFR
Perils of Fame and Fortune: Are Mega Hedge Funds Front-Run by Institutional Investors?

Andrew Y. Chen

Federal Reserve Board
Do T-Stat Hurdles Need to Be Raised?

Mario Hendriock

Universität zu Köln & CFR
Cross-Sectional Estimation of Earnings' Conditional Probability Density Functions.

Peter Limbach

Universität Bielefeld & CFR
The ESG Trade-off.

Erik Theissen

Universität Mannheim & CFR
Earnings Autocorrelation and the Post-Earnings-Announcement Drift – Experimental Evidence.

Florian Weigert

Université de Neuchâtel & CFR
Back to the Roots: Ancestral Origin and Mutual Fund Manager Portfolio Choice.

Russ Wermers

University of Maryland & CFR
International Characteristic-Based Asset Pricing.

Pradeep Yadav

University of Oklahoma & CFR
Post-Bid Takeover Resistance: Anti-takeover Mechanisms, Initial Offer Quality, and Managerial Motivations.

Pei Zhang

University of Kansas
On the Valuation Skills of Corporate Bond Fund Managers.

CFA Fördermitglieder

