

jahresbericht 2023



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 2023 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

2023

Vorwort	1
Personen	2
Forschungsprojekte	7
Working Paper.....	13
Veröffentlichungen	14
Veranstaltungen	16

Kurzportrait

Das CFR ist ein Forschungsinstitut an der Universität zu Köln, das unabhängige, angewandte Spitzenforschung im Bereich der Finanzmärkte betreibt. Aktuelle Forschungsschwerpunkte liegen in den Bereichen Asset Management und Sustainable Finance. 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 Forschende verschiedener Universitäten aus dem In- und Ausland mit Nachwuchswissenschaftler-

innen 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 acht 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,

im Jahr 2023 hat sich am CFR wieder einiges getan, über das ich Sie auf den folgenden Seiten gerne informieren möchte. Dabei kann ich mit einer sehr erfreulichen Nachricht beginnen: Die derzeit vakante CFR-Juniorprofessur für Investments wird wieder besetzt. Im letzten Jahr hat der Vorstand der Fördergesellschaft Finanzmarktforschung e.V. die weitere Finanzierung dieser Juniorprofessur zugesagt, sodass wir im Herbst den Berufungsprozess starten konnten. Die Juniorprofessur Investments war die erste vom CFR finanzierte Juniorprofessur an der Universität zu Köln. Sie wurde 2009 eingerichtet und mit Frau Professorin Monika Gehde-Trapp besetzt. Nach einer sehr erfolgreichen Zeit in Köln ist Frau Professorin Gehde-Trapp im Jahr 2015 von hier aus zunächst an die Universität Hohenheim gegangen und hat mittlerweile den Lehrstuhl Financial Institutions an der Universität Tübingen inne. Auch unser zweiter CFR-Juniorprofessor für Investments, Herr Professor Peter Limbach, der diese Stelle von 2016-2021 innehatte, konnte das CFR als Sprungbrett für eine wissenschaftliche Karriere nutzen und hat mittlerweile eine Professur für Finance und Corporate Governance an der Universität Bielefeld übernommen. Wir sind deshalb guter Dinge, dass wir neben der CFR-Juniorprofessur für Sustainable



Finance bald auch wieder die CFR-Juniorprofessur für Investments hochkarätig besetzt haben werden und damit das CFR weiter stärken können.

Daneben gab es eine personelle Veränderung im Research Team: Herr Frederik Simon wurde im letzten Jahr neu als Doktorand an das CFR berufen. Er ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Unternehmensfinanzen der Universität zu Köln und beschäftigt sich in seiner Forschung mit Themen des Asset Pricing und des Machine Learning.

Näheres zur inhaltlichen Arbeit des CFR finden Sie wie immer in dem hier vorliegenden Bericht. Daher bleibt mir an dieser Stelle nur, mich herzlich bei allen zu bedanken, die zur positiven Entwicklung des CFR beigetragen haben, darunter insbesondere dem Vorstand der Fördergesellschaft, den Mitgliedern des Beirats und natürlich dem gesamten CFR Research Team. Auf die weitere Zusammenarbeit freue ich mich sehr!

Köln, im April 2024

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'A' followed by a 'K' and a flourish.

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 Tübingen



**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. Mathias Hoffmann**
Forschung: Geldpolitik, internationale Makroökonomie.
- **Dr. Alexander Pütz**
Forschung: Investmentfonds, Hedgefonds.

Doktoranden

- **Paula Kirsch**
Forschung: Sustainable Finance.
- **Andre Vieren**
Forschung: Investmentfonds.
- **Frederik Simon**
Forschung: Asset Pricing und Machine Learning.
- **Yannick Voshardt**
Forschung: Investmentfonds.

Aktuelles von der Juniorprofessur für Sustainable Finance



Die Juniorprofessur für Sustainable Finance wurde auf Initiative des CFR neu an der Universität zu Köln eingerichtet und Ende 2021 mit Dr. Tobias Bauckloh besetzt. Wir möchten Sie an dieser Stelle über die aktuellen Entwicklungen informieren.

Aus der Forschung gibt es wieder einige Erfolge zu vermelden. So wurden im Jahr 2023 gleich zwei der Arbeitspapiere von Juniorprofessor Bauckloh in wissenschaftlichen Fachzeitschriften zur Veröffentlichung angenommen. Zum einen erscheint das CFR Working Paper 23-02 „In Partnership for the Goals? The Level of Agreement Between SDG Ratings“ im Journal of Economic Behavior and Organization, zum anderen wird das CFR Working Paper 23-03 "ESG Criteria and the Credit Risk of Corporate Bond Portfolios" im Journal of Asset Management veröffentlicht.

Außerdem hat die Arbeit von Juniorprofessor Bauckloh besondere Anerkennung auf dem 7. Liechtenstein Workshop of Sustainable Finance erhalten. Dort wurde das CFR Working Paper 23-02 mit dem "Impact Award" der LIFE Klimastiftung ausgezeichnet. Der Impact Award kürt das

Papier mit der höchsten Relevanz für Klimaschutz und Nachhaltigkeit.

Neben den bereits veröffentlichten und damit abgeschlossenen Arbeiten wurden einige vielversprechende neue Projekte begonnen. In einem aktuellen Projekt, das Juniorprofessor Bauckloh gemeinsam mit seiner Mitarbeiterin Paula Kirsch sowie Professor Kempf vorantreibt, wird untersucht, wie sich die Zunahme nachhaltigen Investierens auf die Preiseffizienz von Märkten auswirkt. In einem weiteren Projekt, an dem Herr Bauckloh zusammen mit Sofia Brito-Ramos von der ESSEC Business School und Paul-Adrien Lambillon von der Universität Zürich arbeitet, stehen nachhaltige Anleihefonds im Fokus.

All dies ist nur möglich durch die Unterstützung unserer Förderer. Wir bedanken uns an dieser Stelle ganz herzlich bei den Instituten, die die Juniorprofessur Sustainable Finance im Jahr 2023 wieder mit großzügigen Spenden bedacht haben: Ampega Asset Management, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Gothaer Stiftung, HSBC Deutschland, Kreissparkasse Köln, NRW.BANK, Sparkasse KölnBonn und Stadtsparkasse Düsseldorf.

Förderer der Juniorprofessur für Sustainable Finance

ampega.
Talanx Investment Group

 **GDV** Gesamtverband
der Versicherer

Gothaer
STIFTUNG

 **HSBC**

 **Kreissparkasse
Köln**

 **NRW.BANK**
Wir fördern Ideen

 **Sparkasse
KölnBonn**

 **Stadtsparkasse
Düsseldorf**

Vorstand der Fördergesellschaft Finanzmarktforschung e.V.



Dr. Rudolf Apenbrink
(Präsident)



Dr. Andreas Dartsch
Sparkasse KölnBonn



Harry Ploemacher



Michael Stölting
NRW.BANK

Mitglieder des Beirats

- **Stefan Kampmeyer**
Ampega Asset Management
 - **Peter Lellmann**
Deloitte
 - **Jochen Metzger**
Deutsche Bundesbank
 - **Prof. Dr. Joybrato Mukherjee**
Universität zu Köln
 - **Dr. Stefan Nellshen**
Bayer-Pensionskasse
 - **Matthias Schellenberg**
Deutsche Apotheker- und
Ärztebank
 - **Dr. Stefan Steurer**
Oddo BHF Asset Management
 - **Prof. Ulrich Thonemann, Ph.D.**
Universität zu Köln
 - **Prof. Dr. Drs. h.c. Axel A. Weber**
-

Aktuelle Forschung am CFR

Auf den folgenden Seiten stellen wir Ihnen die neu erschienenen CFR Working Paper des Jahres 2023 vor. Hier sind zunächst drei Arbeiten aus dem Bereich Sustainable Finance zu nennen, von denen die ersten beiden aus der Feder unseres CFR-Juniorprofessors Tobias Bauckloh stammen.

Die Berücksichtigung von ESG-Kriterien, also von Aspekten des Umweltschutzes, sozialer Kriterien und guter Unternehmensführung, spielt bereits seit einigen Jahren eine immer größere Rolle bei Anlageentscheidungen. Entsprechend hat sich auch die Forschung intensiv damit beschäftigt, welche Auswirkungen die Berücksichtigung von ESG-Kriterien auf das Rendite-Risiko-Profil von Portfolios hat. Die überwiegende Mehrheit dieser Studien hat sich dabei auf Aktienportfolios konzentriert und festverzinsliche Anlagen ignoriert. Mit dem CFR Working Paper 23-03 zielen die Autoren um Tobias Bauckloh darauf ab, diese Forschungslücke zu schließen. Dabei gehen sie konkret der Frage nach, wie sich die Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei der Auswahl von Unternehmensanleihen auf das Kreditrisiko des resultierenden Anleiheportfolios auswirkt. Die Autoren zeigen, dass es einen deutlich negati-

ven Zusammenhang zwischen der Nachhaltigkeit eines Unternehmensanleiheportfolios und seinem Kreditrisiko gibt: je höher das Nachhaltigkeitsrating des Anleiheportfolios, desto geringer sein Kreditrisiko. Besonders bemerkenswert ist hierbei, dass dieses Ergebnis nicht einfach daraus resultiert, dass nachhaltige Anleihen ein besonders gutes Kreditrating aufweisen, sondern daraus, dass nachhaltige Anleihen ein geringeres Kreditrisiko besitzen als nicht-nachhaltige Anleihen mit demselben Kreditrating. Durch Nachhaltigkeitsratings werden also Unterschiede im Kreditrisiko sichtbar, die durch das Kreditrating nicht erfasst werden. Dies hat Implikationen für die Praxis: Denn mit einer stärkeren Gewichtung nachhaltiger Anleihen im Portfolio wird auch das Kreditrisiko verringert – was einerseits gut sein mag, andererseits aber möglicherweise dazu führt, dass der Tracking Error des Anleiheportfolios steigt, wenn es mit einer Benchmark verglichen wird, in der Nachhaltigkeitsgesichtspunkte keine Rolle spielen.

Auch wenn ESG-Ratings immer wichtiger für das Portfoliomanagement werden, sind damit auch Probleme verbunden. Denn ESG-Ratings verschiedener Ratingagenturen für dasselbe Unternehmen unterscheiden

sich oft erheblich voneinander. Neben den bereits etablierten ESG-Ratings gibt es seit neuestem auch SDG-Ratings, die den Beitrag eines Unternehmens zu den 17 Zielen der Vereinten Nationen für eine nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, SDG) erfassen. Es stellt sich daher die Frage, ob auch hier die Ratings verschiedener Ratingagenturen für dasselbe Unternehmen voneinander abweichen. Während die Divergenz von ESG-Ratings durch ein fehlendes gemeinsames Verständnis von Nachhaltigkeit erklärt werden kann, würde man erwarten, dass SDG-Ratings weniger divergieren, da sie alle auf demselben Rahmenwerk beruhen. Im CFR Working Paper 23-02 nehmen sich die Autoren um Tobias Bauckloh dieser Fragestellung an und untersuchen die Divergenz von SDG-Ratings verschiedener Anbieter. Sie dokumentieren dabei ein beträchtliches Maß an Divergenz, wie man es schon von ESG-Ratings kennt. Um die ökonomischen Auswirkungen dieser Divergenz für das Portfoliomanagement zu erfassen, bilden die Autoren Aktienportfolios auf Basis der SDG-Ratings verschiedener Anbieter und analysieren deren Rendite und Risiko. Dabei zeigen sich signifikante Unterschiede zwischen den Portfolios – in Bezug auf die Rendite und auf das Risiko. Für das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios ist es also von Bedeutung,

welches SDG-Rating ein Portfoliomanager zur Auswahl der Wertpapiere nutzt – ein ernstzunehmendes Problem für die Nutzer solcher Ratings.

Während sich die ersten beiden Papiere mit Nachhaltigkeitsratings und deren Konsequenzen für Anlageentscheidungen beschäftigt haben, geht es im dritten Papier aus dem Bereich Sustainable Finance, dem CFR Working Paper 23-08, um die Frage, ob und wie sich Auswirkungen des Klimawandels in Form extremer Wetterereignisse in den von Anlegern geforderten Risikoprämien und damit den Kapitalkosten von Unternehmen niederschlagen. Dabei konzentrieren sich die Autoren um Florian Weigert auf extreme Wetterereignisse in Form schwerer Gewitterstürme, weil diese häufig auftreten, geografisch weit verbreitet sind und große ökonomische Auswirkungen haben können. Da Unternehmen in der Regel nicht gegen solche extremen Wetterereignisse versichert sind, stellen die dadurch verursachten Verluste ein relevantes Risiko dar, für welches Investoren eine Risikoprämie fordern sollten. In ihrer empirischen Untersuchung ermitteln die Autoren, wie stark die Renditen amerikanischer Aktien in der Vergangenheit auf eine allgemeine Zunahme von Sturmschäden reagiert haben. Anschließend werden die durchschnittlichen Renditen der Aktien in Abhängigkeit dieser Sensitivität verglichen. Dabei zeigt

sich: Für Aktien, die bei einer Zunahme von Sturmschäden geringere Renditen erzielen, also sehr von Sturmrisiken betroffen sind, verlangen Anleger im Mittel eine höhere Risikoprämie und damit höhere Renditen als für Aktien, die einem geringeren Sturmrisiko ausgesetzt sind. Auf das Jahr umgerechnet entspricht dieser Renditeunterschied einer Risikoprämie von etwa 6,5 Prozentpunkten und dokumentiert damit deutlich höhere Eigenkapitalkosten für Unternehmen, die vom Sturmrisiko stark bedroht sind, als für weniger betroffene Unternehmen. Angesichts des zunehmenden Klimawandels ist davon auszugehen, dass die Auswirkungen des Sturmrisikos weiter zunehmen werden und die Prämie somit auch langfristig bestehen bleiben wird. Anleger sollten sie deshalb als wichtigen Faktor bei der Bestimmung der erwarteten Renditen von Aktien berücksichtigen.

Auch im zweiten Kernforschungsbereich des CFR, dem Asset Management, waren die Forscher im Jahr 2023 sehr aktiv, es sind fünf neue Arbeitspapiere entstanden. Die ersten beiden Papiere aus diesem Bereich beschäftigen sich mit den Themen Portfoliooptimierung und Handelsstrategien.

Im CFR Working Paper 23-01 nutzen Tom Zimmermann und Frederik Simon Methoden des maschinellen

Lernens, um damit Aktienportfolios zu optimieren. Ausgangspunkt des Papiers ist, dass viele der traditionellen Ansätze (wie beispielsweise der Markowitz-Ansatz) Schwächen in der Umsetzung aufweisen, welche die Autoren mit ihrem neuartigen Ansatz beheben wollen. So ist beim traditionellen Markowitz-Ansatz die Anzahl der zu schätzenden Parameter sehr hoch, was die Schätzung fehleranfällig macht. Die Autoren stellen daher einen neuen Ansatz zur Optimierung von Aktienportfolios vor. Sie nehmen hierfür zunächst einen in der Literatur etablierten Ansatz, bei der das Portfoliogewicht für jede Aktie direkt als eine Funktion der Charakteristika der Aktie modelliert und damit die Zielfunktion des Anlegers optimiert wird, und kombinieren diesen Ansatz mit Verfahren des maschinellen Lernens. Die resultierende Methode, welche die Autoren als Deep Parametric Portfolio Policy bezeichnen, erlaubt die Berücksichtigung von verschiedenartigen Beziehungen zwischen Portfoliogewichten und Firmencharakteristika, Anlagerestriktionen und Transaktionskosten, sowie die Modellierung unterschiedlicher Zielfunktionen und Risikoeinstellungen von Anlegern. In ihren empirischen Untersuchungen zeigen die Autoren, dass ihre Methode bessere Ergebnisse erzielt als traditionelle Verfahren – unabhängig von der konkreten Zielfunktion der Investoren. Insgesamt han-

delt es sich hier also um einen vielversprechenden Ansatz, der insbesondere für Investoren und Portfoliomanager von großem Nutzen ist.

Im CFR Working Paper 23-06 geht es um Handelsstrategien zur Vereinnahmung der Varianzrisikoprämie, also der Prämie, die für das Halten von Anlagen gezahlt wird, die bei einer plötzlichen Erhöhung der Marktvarianz an Wert verlieren. Varianzrisikoprämien finden sich insbesondere auf Optionsmärkten. In ihrem Papier gehen die Autoren um Olaf Korn der Frage nach, ob und wie langfristige Investoren von der Varianzrisikoprämie profitieren können. Dabei beleuchten sie zunächst die Entscheidungen, die bei der Auswahl von Strategien zur möglichen Vereinnahmung der Varianzrisikoprämie zu treffen sind, wie beispielsweise, welche Instrumente eingesetzt werden sollen, welches Risikoniveau gewählt werden sollte, wie das Varianzrisiko verschiedener Strategien gemessen und verglichen werden kann und welche Optionslaufzeiten gewählt werden sollten. Darauf aufbauend schlagen die Autoren verschiedene Strategien zur Vereinnahmung der Varianzrisikoprämie vor und vergleichen diese in einer empirischen Studie. Dabei zeigt sich unter anderem, dass sich die verschiedenen Varianzstrategien in Bezug auf Rendite und Risiko erheblich voneinander unterscheiden. Auch die stark unterschiedlichen Im-

plementierungskosten tragen dazu bei. Gemeinsam haben die Varianzstrategien jedoch, dass diese während des gesamten Stichprobenzeitraums positive Prämien lieferten. Auch erholten sich diese Strategien recht schnell von großen Drawdowns. Als Fazit der Studie bleibt somit festzuhalten, dass Varianzstrategien, wenn sie richtig konzipiert und umgesetzt werden, für langfristig orientierte Anleger durchaus attraktiv sind.

Die letzten drei Papiere aus dem Bereich Asset Management beschäftigen sich mit Investmentfonds.

In den Jahren nach der Finanzkrise 2008 ist der Mittelzufluss in Start-up-Unternehmen in den USA dramatisch angestiegen, insbesondere auch durch Direktinvestitionen von Investmentfonds, welche eigentlich nicht zu den traditionellen Start-up-Investoren gehören. Da Direktinvestitionen in Start-ups jedoch einige Besonderheiten aufweisen, stellt sich die Frage, ob Investmentfonds als neue, nicht-traditionelle Investoren diese Besonderheiten angemessen berücksichtigen. In den USA werden bei der Finanzierung von Start-ups nämlich fast immer Vorzugsaktien unterschiedlicher Serien eingesetzt, wobei Vorzugsaktien einer späteren Serie (Senior-Aktien) gegenüber früheren Serien (Junior-Aktien) bei der Liquidation des Unternehmens bevorzugt werden. Der Wert von Junior- und

Senior-Aktien sollte sich also unterscheiden. Die Frage ist, ob Investmentfonds diese Unterschiede in ihrer Bewertung dieser Aktien angemessen berücksichtigen. Im CFR Working Paper 23-04 finden die Autoren um Vikas Agarwal, dass dies nicht der Fall ist. Investmentfonds bewerten Junior-Aktien im Mittel deutlich zu hoch. Damit unterscheidet sich der Wert, den Investmentfonds den Junior-Aktien zuweisen, kaum von dem Wert der Senior-Aktien. Dies deutet darauf hin, dass Investmentfonds die Wahrscheinlichkeit negativer Ergebnisse, bei denen für Junior-Aktien weniger gezahlt wird als für Senior-Aktien, zu niedrig einschätzen. Dies kann sich bei Marktabschwüngen als teurer Fehler erweisen, weil negative Ergebnisse beim Ausstieg aus den privaten Start-ups wahrscheinlicher werden und Anleger Geld aus Fonds abziehen. Denn dann können die Investmentfonds die (zu) hoch bewerteten Junior-Aktien nur noch zum niedrigeren Marktpreis verkaufen.

Von der Bewertung von Start-ups durch Aktienfonds geht es mit dem nächsten Papier zum Handelsverhalten von Rentenfonds – und dabei zur näheren Analyse einer bekannten Börsenweisheit, nämlich “Buy the rumor, sell the news”. Bei dieser Empfehlung geht es darum, ein Wertpapier aufgrund von positiven Gerüchten zu kaufen und es zu verkaufen,

wenn die (guten) Nachrichten veröffentlicht werden. In CFR Working Paper 23-07 untersuchen die Autoren um Russ Wermers, ob Manager von Rentenfonds tatsächlich nach dieser Devise handeln. Die Ergebnisse bestätigen die Vermutungen der Autoren: Rentenfonds reagieren schnell auf Nachrichten und verkaufen (kaufen) Anleihen nach guten (schlechten) Nachrichten. Damit handeln Rentenfonds also entgegen der Nachrichtenrichtung, d.h. sie kaufen bei schlechten Nachrichten und verkaufen bei guten Nachrichten, und erleichtern so anderen Marktteilnehmern, entsprechend der Nachrichtenrichtung zu handeln. Für die Rentenfonds lohnt sich diese Handelsstrategie, da neue Nachrichten zunächst oft kurzfristige Überreaktionen der Anleihekurse hervorrufen, die dann in den folgenden Wochen korrigiert werden. Die Rentenfonds profitieren durch ihr Handeln entgegen der Nachrichtenrichtung von diesen Kurskorrekturen und generieren hierdurch eine Outperformance.

Anders als bei den vorangegangenen beiden Papieren geht es bei dem dritten Papier zu Investmentfonds nicht um die Handelsstrategie von Fonds, sondern um die Person des Fondsmanagers. Konkret wird im CFR Working Paper 23-05 untersucht, wie sich eine rassistische Stimmung in der Gesellschaft gegen bestimmte Gruppen auf die Arbeitsleistung von

Fondsmanagern auswirkt, die diesen Gruppen angehören. Die Autoren um Vikas Agarwal betrachten hierzu den in der Literatur bereits dokumentierten Anstieg sozialer Feindseligkeit und Hassverbrechen gegen asiatisch aussehende Menschen, die von manchem für die COVID-19-Pandemie mitverantwortlich gemacht wurden. Die Frage ist also, ob die Leistung von asiatisch aussehenden Fondsmanagern von dieser rassistischen Stimmung in der Gesellschaft beeinflusst wird. Die Autoren führen hierzu eine Ereignisstudie durch und vergleichen die Leistung asiatisch aussehender Fondsmanager vor und nach dem Ausbruch der Pandemie (und dem dadurch hervorgerufenen Anstieg der Feindseligkeit ihnen gegenüber). Die Ergebnisse zeigen, dass der Anstieg der Feindseligkeit zwar keine statistisch signifikante negative Auswirkung auf die Arbeitsleistung von männlichen asiatisch aussehenden Managern hat, aber sehr wohl auf die von weiblichen asiatisch aussehenden Managern. Dieser Kontrast zwischen Männern und Frauen steht im Einklang mit einer Fülle anekdotischer Evidenz, dass asiatisch aussehende Frauen häufiger Zielscheibe von Hassverbrechen auf der Straße sind, was zu Ablenkung, Angst und Stress führt und letztlich die Arbeitsproduktivität beeinträchtigen kann. Das Fazit ist daher eindeutig: Rassistische Feindseligkeit hat

einen deutlichen Einfluss auf die betroffene Personengruppe und verursacht erhebliche wirtschaftliche Schäden.

Durch die hier vorgestellten Arbeiten haben Sie einen kurzen Einblick in die aktuelle Forschung am CFR erhalten. Die vollständigen Arbeiten finden Sie wie immer auch auf der Homepage des CFR zum Download. Vertiefen Sie sich dort gerne weiter in unsere Forschungsarbeiten, wir freuen uns auf Ihr Feedback.

CFR Working Paper 2023

CFR Working Paper 23-01

F. Simon, S. Weibels, T. Zimmermann: *Deep Parametric Portfolio Policies*.

CFR Working Paper 23-02

T. Bauckloh, J. Dobrick, A. Höck, S. Utz, M. Wagner: *In Partnership for the Goals? The Level of Agreement Between SDG Ratings*.

CFR Working Paper 23-03

T. Bauckloh, M. Dumrose, A. Höck, C. Klein: *ESG Criteria and the Credit Risk of Corporate Bond Portfolios*.

CFR Working Paper 23-04

V. Agarwal, B. Barber, S. Cheng, A. Hameed, H. Shanker, A. Yasuda: *Do Investors Overvalue Startups? Evidence from the Junior Stakes of Mutual Funds*.

CFR Working Paper 23-05

V. Agarwal, W. Jiang, Y. Luo, H. Zou: *The Real Effect of Sociopolitical Racial Animus: Mutual Fund Manager Performance During the AAPI Hate*.

CFR Working Paper 23-06

J. Dörries, O. Korn, G. J. Power: *How Should the Long-term Investor Harvest Variance Risk Premiums?*

CFR Working Paper 23-07

A. G. Huang, R. Wermers, J. Xue: *"Buy the Rumor, Sell the News": Liquidity Provision by Bond Funds Following Corporate News Events*.

CFR Working Paper 23-08

A. Braun, J. Braun, F. Weigert: *Extreme Weather Risk and the Cost of Equity*.

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



CFR Veröffentlichungen 2023



CFR Working Paper 20-07

V. Agarwal, S. Ruenzi, F. Weigert: *Unobserved Performance of Hedge Funds*, erscheint in: Journal of Finance.



CFR Working Paper 21-08

T. G. Bali, H. Beckmeyer, M. Moerke, F. Weigert: *Option Return Predictability with Machine Learning and Big Data*, Review of Financial Studies, Vol. 36, 2023, S. 3548–3602.



CFR Working Paper 21-11

V. Agarwal, H. Ren, K. Shen, H. Zhao: *Redemption in Kind and Mutual Fund Liquidity Management*, Review of Financial Studies, Vol. 36, 2023, S. 2274-2318.



CFR Working Paper 18-05

D. Bazhutov, A. Betzer, F. Brochet, M. Doumet, P. Limbach: *The Supply and Effectiveness of Investor Relations in Insider- vs. Outsider-oriented Markets*, Management Science, Vol. 69, 2023, S. 660-683.



CFR Working Paper 21-09

V. Agarwal, B. Barber, S. Cheng, A. Hameed und A. Yasuda: *Private Company Valuations by Mutual Funds*, Review of Finance, Vol. 27, 2023, S. 693-738.



CFR Working Paper 20-05

P. Limbach, P. R. Rau, H. Schuermann: *The Decline of Trust Across the U.S. Finance Industry*, Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 213, 2023, S. 324-344.



CFR Working Paper 23-02

T. Bauckloh, J. Dobrick, A. Höck, S. Utz, M. Wagner: *In Partnership for the Goals? The Level of Agreement Between SDG Ratings*, erscheint in: Journal of Economic Behavior and Organization.



CFR Working Paper 22-10

E. Theissen, C. Westheide: *One for the Money, Two for the Show? The Number of Designated Market Makers and Liquidity*, Economics Letters, Vol. 224, 2023, Artikel 110992.



CFR Working Paper 16-04

P. Gomber, S. Sagade, E. Theissen, M. C. Weber, C. Westheide: *Spoilt for Choice: Determinants of Market Shares in Fragmented Equity Markets*, Journal of Financial Markets, Vol. 64, 2023, Artikel 100816.



CFR Working Paper 13-10

V. Agarwal, L. Ma, K. Mullally: *Managerial Multitasking in the Mutual Fund Industry*, Financial Analysts Journal, Vol. 79, 2023, S. 65-75.



CFR Working Paper 23-03

T. Bauckloh, M. Dumrose, A. Höck, C. Klein: *ESG Criteria and the Credit Risk of Corporate Bond Portfolios*, Journal of Asset Management, Vol. 24, 2023, S. 572–580.



CFR Working Paper 22-01

T. Bauckloh, C. Klein, T. Pioch und F. Schiemann: *Under Pressure: The Link between Mandatory Climate Reporting and Firms' Carbon Performance*, Organization & Environment, Vol. 36, 2023, S. 126-149.

CFR Research Seminare 2023

In den CFR Research Seminaren stellen Forschende aus dem In- und Ausland sowie Mitglieder des CFR Research Teams aktuelle Forschungsprojekte und neue Ideen vor.

Die Seminarreihe bietet die Möglichkeit zu einem kontinuierlichen Austausch zwischen Wissenschaft und Praxis. Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Förderinstitute sind als Gäste stets willkommen.

Die Seminare wurden jeweils online abgehalten. Nachfolgend eine Übersicht der im Berichtszeitraum gehaltenen Vorträge:

Stefano Ramelli

University of St. Gallen

Revealed Beliefs about Responsible Investing: Evidence from Mutual Fund Managers.

Ilias Filippou

Washington University in St. Louis
ETFs, Anomalies and Market Efficiency.

Philippe van der Beck

École Polytechnique Fédérale de Lausanne
Flow-Driven ESG Returns.

Javier Gil-Bazo

Universitat Pompeu Fabra and
Barcelona School of Economics
Defining Greenwashing.

Maxime Bonelli

London Business School
Displaced by Big Data: Evidence from Active Fund Managers.

Falko Fecht

Deutsche Bundesbank; Frankfurt
School of Finance & Management
Liquidity Support and Distress Resilience in Bank-Affiliated Mutual Funds.

Yuekun Liu

School of Business, Aalto University
Factor Investing Funds: Replicability of Academic Factors and After-Cost Performance.

Shuaiyu Chen

Mitchell E. Daniels, Jr. School of
Business, Purdue University
Machine-Learning about ESG Preferences: Evidence from Fund Flows.

Gianpaolo Parise

EDHEC Business School
Green Window Dressing.

CFR Research Workshop 2023

Der CFR Research Workshop dient dem Zweck, den Austausch zwischen den Forschenden am CFR und den Vertretern der Förderinstitute zu intensivieren. Dazu findet der Workshop einmal im Jahr im Hause eines CFR-Förderers statt. Hier berichten die Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler des CFR im Rahmen von Vorträgen oder Posterpräsentationen aus ihrer laufenden Forschung und diskutieren diese mit den Vertretern der Förderinstitute. So erhalten die Forschenden hilfreiches Feedback aus der Praxis und die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Förderinstitute neue Impulse für ihre Arbeit.

Im Juni 2023 fand der CFR Research Workshop in den Räumlichkeiten der Deutschen Bundesbank in Düsseldorf statt.

Das vorherrschende Thema in diesem wie auch bereits im vorherigen Jahr war das nachhaltige Investieren. Im Jahr 2022 hatte Professor Kempf einen Übersichtsvortrag zur Performance nachhaltiger Anlagen gehalten und Juniorprofessor Bauckloh anschließend darüber berichtet, wie sich die zunehmende Berücksichtigung von Nachhaltigkeitspräferenzen im

Investitionsprozess auf die Preise von Aktien in einzelnen Branchen auswirkt.

Im Jahr 2023 wurde der Workshop von einem Vortrag von Vertretern der Bundesbank zu den aktuellen Herausforderungen für Konjunktur und Geldpolitik eingeleitet. Anschließend berichtete Juniorprofessor Bauckloh über seine aktuellen Forschungsprojekte zum nachhaltigen Investieren, unter anderem über die Auswirkungen von ESG-bezogenen Aktionärsanträgen auf die ESG-Performance sowie den Wert von Unternehmen; die Auswirkungen der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitspräferenzen auf das Kreditrisiko von Anleiheportfolios; oder den Einfluss der Zunahme nachhaltigen Investierens auf die Preiseffizienz der Märkte.

An dieser Stelle möchten wir uns herzlich bei allen Teilnehmerinnen und Teilnehmern bedanken, die durch ihre Diskussionsbeiträge zu einer gelungenen Veranstaltung beigetragen haben. Unser besonderer Dank gilt der Deutschen Bundesbank für die Unterstützung bei der Organisation der Veranstaltung.

BVI-CFR Event 2023

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 Projekte aus ihrer Forschung berichten.

Zwei der vorgestellten Forschungsprojekte kamen in diesem Jahr aus dem Bereich der nachhaltigen Investitionen (Sustainable Finance). Im ersten Fachvortrag referierte Juniorprofessor Tobias Bauckloh zur Divergenz von Ratings, die den Beitrag von Unternehmen zu den Zielen für eine nachhaltige Entwicklung messen – die Sustainable Development Goals (SDG). Insbesondere stand hier im Fokus, wie sich solche Divergenzen auf das Portfoliomanagement auswirken. Im zweiten Vortrag ging Professor Peter Limbach auch auf Divergenzen in Ratings ein, in diesem Fall aber auf Divergenzen von Ratings, die sich auf ökologische, soziale und Governance-Kriterien (ESG) beziehen. Im dritten Vortrag beschäftigte sich Professor Tom Zimmermann schließlich mit dem Einsatz

von künstlicher Intelligenz im Portfoliomanagement.

Das BVI-CFR-Event wurde wieder als Online-Seminar abgehalten und traf mit über 130 Anmeldungen auf sehr großen Zuspruch.

Programm der Veranstaltung

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

Jun.-Prof. Dr. Tobias Bauckloh: *In Partnership for the Goals? Die (Un-) Eindeutigkeit von SDG-Ratings.*

Prof. Dr. Peter Limbach: *Ein kritischer Blick auf die Divergenz von ESG-Ratings.*

Prof. Dr. Tom Zimmermann: *Deep Learning in der parametrischen Portfoliooptimierung.*

CFR Student Group Events 2023

Ziel der CFR Student Group ist es, universitäre Ausbildung und praktische Tätigkeit zu verknüpfen. Die Mitglieder der Student Group organisieren dazu selbstständig Fachvorträge, Case Studies oder Workshops mit ausgewählten Unternehmen. Auch Mitarbeitende unserer CFR Förderinstitute bringen sich hier immer wieder als Experten aus der Praxis ein. Neben dem fachlichen Input erhalten die Studierenden hier auch die Gelegenheit, sich über Einstiegsmöglichkeiten bei dem jeweiligen Unternehmen zu informieren.

Nachfolgend eine Übersicht der Vorträge, die 2023 im Rahmen der Student Group Events gehalten wurden:

HSBC Deutschland

Optionen und Zertifikate.

Referent: Christian Köker.

Quoniam Asset Management

Quantitative Fixed Income Portfolio Management/Trading.

Referent: Sebastian Dudziak.

Flossbach von Storch

Ein aktueller Blick auf die Märkte.

Referent: Thomas Lehr.

Deloitte

Vorstellung des Asset Management Trend Radars.

Referenten: Karl-Nils Rolfes und Simon Röhr.

zeb consulting

Zins- und Zeitenwende im Finanzbereich.

Referent: Benno Mantke.

Goldman Sachs

Risk Culture & An Introduction to Goldman Sachs: Your Way to Us.

Referent: Dr. Hagen Rafeld.

fördermitglieder



institutionelle mitglieder



Stiftung für die Wissenschaft

