

Inhaltsübersicht

| | |
|--|-----|
| 1 Einleitung | 1 |
| 1.1 Motivation..... | 1 |
| 1.2 Problemstellung und Zielsetzung..... | 5 |
| 1.3 Vorgehensweise..... | 7 |
| 2 Grundlagen zur Analyse von Hedgefonds | 11 |
| 2.1 Vorbemerkungen..... | 11 |
| 2.2 Hedgefonds-Begriff und -Eigenschaften..... | 11 |
| 2.3 Hedgefonds-Markt und -Instrumente..... | 19 |
| 3 Analyse der Strategien von Hedgefonds | 29 |
| 3.1 Vorbemerkungen..... | 29 |
| 3.2 Systematisierung und Überblick..... | 29 |
| 3.3 Das Parent Company Puzzle am deutschen Aktienmarkt..... | 60 |
| 4 Analyse der Performance von Hedgefonds | 89 |
| 4.1 Vorbemerkungen..... | 89 |
| 4.2 Hat die Wahl des Performancemaßes einen Einfluss auf die Beurteilung von Hedgefonds?..... | 89 |
| 4.3 Autokorrelation, Bias und Fat Tails – Sind Hedgefonds wirklich attraktive Investments?..... | 115 |
| 5 Analyse der Performance und der Eignung von Hedgefonds im Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie | 137 |
| 5.1 Vorbemerkungen..... | 137 |
| 5.2 Kapitalanlagepolitik und Performance im Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie..... | 137 |
| 5.3 Eignung von Hedgefonds für das Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie..... | 165 |
| 6 Zusammenfassung und Ausblick | 183 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----------|
| Geleitwort..... | V |
| Vorwort..... | VII |
| Inhaltsübersicht..... | IX |
| Inhaltsverzeichnis..... | XI |
| Abbildungsverzeichnis..... | VXII |
| Tabellenverzeichnis..... | XIX |
| Abkürzungsverzeichnis..... | XXIII |
| Symbolverzeichnis..... | XXV |
| 1 Einleitung..... | 1 |
| 1.1 Motivation..... | 1 |
| 1.2 Problemstellung und Zielsetzung..... | 5 |
| 1.3 Vorgehensweise..... | 7 |
| 2 Grundlagen zur Analyse von Hedgefonds..... | 11 |
| 2.1 Vorbemerkungen..... | 11 |
| 2.2 Hedgefonds-Begriff und -Eigenschaften..... | 11 |
| 2.2.1 Begriff..... | 11 |
| 2.2.2 Eigenschaften..... | 16 |
| 2.3 Hedgefonds-Markt und -Instrumente..... | 19 |
| 2.3.1 Marktentwicklung, -struktur und -teilnehmer..... | 19 |
| 2.3.2 Instrumente..... | 22 |
| 3 Analyse der Strategien von Hedgefonds..... | 29 |
| 3.1 Vorbemerkungen..... | 29 |
| 3.2 Systematisierung und Überblick..... | 29 |
| 3.2.1 Einführung..... | 29 |
| 3.2.2 Ansätze zur Systematisierung von Hedgefonds-Strategien..... | 31 |
| 3.2.3 Systematisierung nach dem individuellen Risiko und Überblick über Hedgefonds-Strategien..... | 34 |
| 3.2.3.1 Marktneutrale Strategien..... | 34 |
| 3.2.3.1.1 Überblick..... | 34 |

| | |
|---|----|
| 3.2.3.1.2 Strategien..... | 38 |
| 3.2.3.1.2.1 Fixed Income Arbitrage..... | 38 |
| 3.2.3.1.2.2 Convertible Arbitrage..... | 40 |
| 3.2.3.1.2.3 Equity Market Neutral..... | 42 |
| 3.2.3.2 Ereignisgetriebene Strategien..... | 43 |
| 3.2.3.2.1 Überblick..... | 43 |
| 3.2.3.2.2 Strategien..... | 46 |
| 3.2.3.2.2.1 Distressed Securities..... | 46 |
| 3.2.3.2.2.2 Risk Arbitrage..... | 47 |
| 3.2.3.3 Opportunistische Strategien..... | 50 |
| 3.2.3.3.1 Überblick..... | 50 |
| 3.2.3.3.2 Strategien..... | 51 |
| 3.2.3.3.2.1 Global Macro..... | 51 |
| 3.2.3.3.2.2 Dedicated Short Bias..... | 53 |
| 3.2.3.3.2.3 Emerging Markets..... | 54 |
| 3.2.3.3.2.4 Long/Short Equity..... | 55 |
| 3.2.4 Zusammenfassung..... | 57 |
| 3.3 Das Parent Company Puzzle am deutschen Aktienmarkt..... | 60 |
| 3.3.1 Einführung..... | 60 |
| 3.3.2 Ermittlung negativer Stub Values..... | 63 |
| 3.3.2.1 Vorgehensweise: Identifikation negativer Stub Values..... | 63 |
| 3.3.2.2 Ergebnis: Unternehmen mit negativen Stub Values..... | 65 |
| 3.3.3 Investments auf der Grundlage negativer Stub Values..... | 68 |
| 3.3.3.1 Implementierung negativer Stub Value Investments..... | 68 |
| 3.3.3.2 Performance negativer Stub Value Investments..... | 70 |
| 3.3.4 Erklärungsansätze für negative Stub Values..... | 75 |
| 3.3.4.1 Überblick..... | 75 |
| 3.3.4.2 Steuern..... | 75 |
| 3.3.4.3 Liquidität..... | 78 |
| 3.3.4.4 Agency-Kosten..... | 81 |
| 3.3.4.5 Noise Trading..... | 82 |
| 3.3.4.6 Nicht bilanzierte Ansprüche Dritter..... | 85 |
| 3.3.5 Zusammenfassung..... | 87 |

| | |
|---|-----|
| 4 Analyse der Performance von Hedgefonds | 89 |
| 4.1 Vorbemerkungen..... | 89 |
| 4.2 Hat die Wahl des Performancemaßes einen Einfluss auf die Beurteilung von Hedgefonds?..... | 89 |
| 4.2.1 Einführung..... | 89 |
| 4.2.2 Klassische und neuere Ansätze der Performancemessung..... | 92 |
| 4.2.2.1 Klassische Performancemessung – die Sharpe-Ratio..... | 92 |
| 4.2.2.2 Neuere Ansätze der Performancemessung..... | 93 |
| 4.2.2.2.1 Überblick..... | 93 |
| 4.2.2.2.2 Performancemessung auf der Grundlage der Lower Partial Moments..... | 94 |
| 4.2.2.2.3 Performancemessung auf der Grundlage des Drawdown..... | 96 |
| 4.2.2.2.4 Performancemessung auf der Grundlage des Value at Risk..... | 97 |
| 4.2.3 Performancemessung von Hedgefonds..... | 98 |
| 4.2.3.1 Daten und Vorgehen..... | 98 |
| 4.2.3.2 Untersuchungsergebnisse..... | 99 |
| 4.2.3.3 Robustheit der Untersuchungsergebnisse..... | 106 |
| 4.2.3.3.1 Überblick..... | 106 |
| 4.2.3.3.2 Variation des Untersuchungsgegenstands..... | 107 |
| 4.2.3.3.3 Variation des Untersuchungszeitraums..... | 107 |
| 4.2.3.3.4 Variation von Mindestrendite, Anzahl der Drawdowns und Signifikanzniveau..... | 108 |
| 4.2.3.3.5 Elimination von Ausreißern..... | 110 |
| 4.2.3.3.6 Simulation..... | 112 |
| 4.2.4 Zusammenfassung..... | 113 |
| 4.3 Autokorrelation, Bias und Fat Tails – Sind Hedgefonds wirklich attraktive Investments?..... | 115 |
| 4.3.1 Einführung..... | 115 |
| 4.3.2 Hedgefonds-Datenbasis..... | 117 |
| 4.3.3 Klassische Performancemessung und Portfoliooptimierung..... | 117 |
| 4.3.3.1 Analyse der Performance von Hedgefonds..... | 117 |
| 4.3.3.2 Analyse im Kontext der Portfoliobildung..... | 119 |
| 4.3.4 Probleme der Performancemessung von Hedgefonds: Autokorrelation, Bias und Fat Tails..... | 123 |

| | |
|---|------------|
| 4.3.5 Ansätze zur Berücksichtigung der Probleme..... | 125 |
| 4.3.6 Implikationen für die Beurteilung von Hedgefonds..... | 129 |
| 4.3.6.1 Analyse der angepassten Performance von Hedgefonds..... | 129 |
| 4.3.6.2 Analyse im Kontext der angepassten Portfoliobildung..... | 131 |
| 4.3.7 Zusammenfassung..... | 134 |
| 5 Analyse der Performance und der Eignung von Hedgefonds im Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie..... | 137 |
| 5.1 Vorbemerkungen..... | 137 |
| 5.2 Kapitalanlagepolitik und Performance im Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie..... | 137 |
| 5.2.1 Einführung..... | 137 |
| 5.2.2 Asset Management der deutschen Lebensversicherer..... | 140 |
| 5.2.2.1 Analyse der Kapitalanlageregulierung und des Wettbewerbsumfelds..... | 140 |
| 5.2.2.2 Analyse der Kapitalanlagepolitik..... | 143 |
| 5.2.2.3 Ableitung repräsentativer Assetklassen..... | 146 |
| 5.2.3 Performance im Asset Management der deutschen Lebensversicherer..... | 150 |
| 5.2.3.1 Auswahl repräsentativer Indizes..... | 150 |
| 5.2.3.2 Analyse der Performance..... | 152 |
| 5.2.3.3 Vergleich der theoretischen und tatsächlichen Kapitalanlagepolitik und Performance..... | 157 |
| 5.2.3.4 Analyse der Wirkung von Regulierungsmaßnahmen auf die Performance..... | 160 |
| 5.2.4 Zusammenfassung..... | 163 |
| 5.3 Eignung von Hedgefonds für das Asset Management der deutschen Versicherungs- industrie..... | 165 |
| 5.3.1 Einführung..... | 165 |
| 5.3.2 Analyse der Eignung von Hedgefonds..... | 167 |
| 5.3.2.1 Klassische Performancemessung und Portfoliooptimierung..... | 167 |
| 5.3.2.1.1 Analyse der Performance von Hedgefonds..... | 167 |
| 5.3.2.1.2 Analyse im Kontext der Portfoliobildung..... | 169 |
| 5.3.2.2 Angepasste Performancemessung und Portfoliooptimierung..... | 172 |
| 5.3.2.2.1 Analyse der angepassten Performance von Hedgefonds..... | 172 |
| 5.3.2.2.2 Analyse im Kontext der angepassten Portfoliobildung..... | 174 |

| | |
|--|------------|
| 5.3.3 Beurteilung der Eignung von Hedgefonds..... | 177 |
| 5.3.4 Zusammenfassung..... | 182 |
| 6 Zusammenfassung und Ausblick..... | 183 |
| Anhang..... | 189 |
| Anhang A: Auswertung der Hedgefonds-Literatur..... | 189 |
| Anhang B: Aufbau der Indizes..... | 197 |
| Anhang C: Verteilungsanpassung..... | 199 |
| Anhang D: Ergebnisse der erweiterten Optimierung..... | 201 |
| Anhang E: Auswertung für verschiedene Versicherungszweige..... | 203 |
| Literaturverzeichnis..... | 205 |

Tabellenverzeichnis

| | | |
|------|--|-----|
| 2.1 | Abgrenzung traditionelle und alternative Investments..... | 12 |
| 2.2 | Ansätze zur Definition von Hedgefonds..... | 15 |
| 2.3 | Merkmale von traditionellen Investmentfonds und Hedgefonds..... | 16 |
| 3.1 | Ansätze zur Systematisierung von Hedgefonds-Strategien..... | 31 |
| 3.2 | Marktneutrale Hedgefonds-Strategien..... | 36 |
| 3.3 | Ereignisgetriebene Hedgefonds-Strategien..... | 45 |
| 3.4 | Opportunistische Hedgefonds-Strategien..... | 51 |
| 3.5 | Stichprobe der Mutter/Tochter-Paare mit negativen Stub Values..... | 66 |
| 3.6 | Negative Stub Values im Untersuchungszeitraum..... | 67 |
| 3.7 | Kauf- und Verkaufssignale für Investments auf der Grundlage negativer Stub Values..... | 68 |
| 3.8 | Anlagestrategien und Berechnung der Überrendite..... | 69 |
| 3.9 | Investments für das Standard Kauf- und Verkaufssignal..... | 71 |
| 3.10 | Investments für das Standard Kauf- und Verkaufssignal bei unterschiedlichem Marktumfeld..... | 73 |
| 3.11 | Vergleich der Kauf- und Verkaufssignale..... | 73 |
| 3.12 | Volatilität der Aktien in der Stichprobe im Untersuchungszeitraum..... | 78 |
| 3.13 | Absolutes und relatives Handelsvolumen der Aktien in der Stichprobe im Untersuchungszeitraum..... | 80 |
| 3.14 | Streubesitz der Aktien in der Stichprobe zum 30.12.2002..... | 84 |
| 3.15 | Tatsächliche und potenzielle Aktien der Unternehmen in der Stichprobe zum 30.12.2002..... | 86 |
| 4.1 | Analyse der Renditeverteilung..... | 100 |
| 4.2 | Performance der Indizes..... | 101 |
| 4.3 | Rangfolge der Indizes..... | 102 |
| 4.4 | Rangkorrelation der Performancemaße..... | 103 |
| 4.5 | Hotelling/Pabst-Statistik..... | 105 |
| 4.6 | Rangkorrelation der Performancemaße bei einer Variation des Untersuchungsgegenstands..... | 107 |
| 4.7 | Rangkorrelation der Performancemaße bei einer Variation des Untersuchungszeitraums..... | 108 |

Abbildungsverzeichnis

| | | |
|-----|---|-----|
| 1.1 | Rahmenbedingungen in der Auseinandersetzung mit Hedgefonds..... | 2 |
| 1.2 | Aufbau der Arbeit..... | 7 |
| 2.1 | Entwicklung des Hedgefonds-Markts von 1990 bis 2004..... | 19 |
| 2.2 | Aufbau und Abbau einer Leerverkaufsposition..... | 23 |
| 3.1 | Wert einer Wandelanleihe in Abhängigkeit vom Aktienkurs..... | 40 |
| 3.2 | Stub Value im Fall 1 (Mobilcom und Freenet)..... | 79 |
| 4.1 | Rangkorrelation der Performancemaße bei einer Variation von Mindestrendite, Anzahl der Drawdowns und Signifikanzniveau..... | 109 |
| 4.2 | Optimierungsergebnisse am Beispiel des CSFB Hedge Fund Index (Standardabweichung)..... | 121 |
| 4.3 | Optimierungsergebnisse am Beispiel des CSFB Hedge Fund Index (angepasster modifizierter Value at Risk)..... | 133 |
| 5.1 | Optimierungsergebnisse mit Kapitalanlagerestriktionen..... | 156 |
| 5.2 | Optimierungsergebnisse ohne und mit Kapitalanlagerestriktionen..... | 161 |
| 5.3 | Optimierungsergebnisse ohne und mit Kapitalanlagerestriktionen (Ausschnitt)..... | 162 |
| 5.4 | Optimierungsergebnisse am Beispiel des CSFB Hedge Fund Index (Standardabweichung)..... | 171 |
| 5.5 | Optimierungsergebnisse am Beispiel des CSFB Hedge Fund Index (angepasster modifizierter Value at Risk)..... | 175 |
| A.1 | Optimierungsergebnisse (erweiterte Optimierung)..... | 202 |

| | | |
|------|---|-----|
| 4.8 | Rangkorrelation der Performancemaße bei einer Elimination von Ausreißern..... | 111 |
| 4.9 | Rangkorrelation der Performancemaße auf Basis simulierter Renditen..... | 112 |
| 4.10 | Ergebnisse der Performancemessung (Sharpe-Ratio)..... | 118 |
| 4.11 | Bravais/Pearson-Korrelationskoeffizienten (Hedgefonds, Aktien und Anleihen)..... | 119 |
| 4.12 | Verbesserung der Portfolio-Performance (Sharpe-Ratio)..... | 122 |
| 4.13 | Autokorrelation und höhere Momente der Renditeverteilung..... | 124 |
| 4.14 | Annualisierte Standardabweichung und modifizierte Sharpe-Ratio..... | 126 |
| 4.15 | Ergebnisse der angepassten Performancemessung (angepasste modifizierte Sharpe-Ratio)..... | 130 |
| 4.16 | Verbesserung der Portfolio-Performance (angepasste modifizierte Sharpe-Ratio)..... | 134 |
| 5.1 | Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherer (Buchwerte)..... | 144 |
| 5.2 | Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherer (Zeitwert im Verhältnis zum Buchwert)..... | 146 |
| 5.3 | Zuordnung der Kapitalanlagepositionen zu den Assetklassen..... | 147 |
| 5.4 | Vermögen der Versicherungsunternehmen in inländischen Spezialfonds..... | 148 |
| 5.5 | Aggregation zu Assetklassen..... | 149 |
| 5.6 | Auswahl der Benchmark-Indizes..... | 151 |
| 5.7 | Ergebnisse der Performancemessung..... | 153 |
| 5.8 | Bravais/Pearson-Korrelationskoeffizienten (Aktien, Anleihen, Geldmarkt und Immobilien)..... | 154 |
| 5.9 | Optimierungsergebnisse für verschiedene vorgegebene erwartete Renditen..... | 157 |
| 5.10 | Gesamtrendite versus Nettoverzinsung der Kapitalanlagen..... | 160 |
| 5.11 | Ergebnisse der Performancemessung (Sharpe-Ratio)..... | 168 |
| 5.12 | Bravais/Pearson-Korrelationskoeffizienten (Hedgefonds, Aktien, Anleihen, Geldmarkt und Immobilien)..... | 169 |
| 5.13 | Verbesserung der Portfolio-Performance (Sharpe-Ratio)..... | 172 |
| 5.14 | Ergebnisse der angepassten Performancemessung (angepasste modifizierte Sharpe-Ratio)..... | 173 |
| 5.15 | Verbesserung der Portfolio-Performance (angepasste modifizierte Sharpe-Ratio)..... | 176 |

| | | |
|------|---|-----|
| 5.16 | Beurteilung der Eignung von Hedgefonds für das Asset Management..... | 181 |
| A.1 | Auswertung der Literatur..... | 196 |
| A.2 | Ergebnisse der Verteilungsanpassung..... | 200 |
| A.3 | Ergebnisse der Performancemessung (erweiterte Optimierung)..... | 200 |
| A.4 | Bravais/Pearson-Korrelationskoeffizienten (erweiterte Optimierung)..... | 200 |
| A.5 | Aggregation zu Assetklassen (Pensionskassen)..... | 203 |
| A.6 | Aggregation zu Assetklassen (Sterbekassen)..... | 203 |
| A.7 | Aggregation zu Assetklassen (Krankenkassen)..... | 204 |
| A.8 | Aggregation zu Assetklassen (Schaden-/Unfallversicherer)..... | 204 |
| A.9 | Aggregation zu Assetklassen (Rückversicherer)..... | 204 |