

## **Inhaltsübersicht**

<b>1 Einleitung</b> .....	1
1.1 Motivation.....	1
1.2 Problemstellung und Zielsetzung.....	5
1.3 Vorgehensweise.....	7
<b>2 Grundlagen zur Analyse von Hedgefonds</b> .....	11
2.1 Vorbemerkungen.....	11
2.2 Hedgefonds-Begriff und -Eigenschaften.....	11
2.3 Hedgefonds-Markt und -Instrumente.....	19
<b>3 Analyse der Strategien von Hedgefonds</b> .....	29
3.1 Vorbemerkungen.....	29
3.2 Systematisierung und Überblick.....	29
3.3 Das Parent Company Puzzle am deutschen Aktienmarkt.....	60
<b>4 Analyse der Performance von Hedgefonds</b> .....	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
<b>5 Analyse der Performance und der Eignung von Hedgefonds im Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie</b> .....	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
<b>6 Zusammenfassung und Ausblick</b> .....	183

## **Inhaltsverzeichnis**

Geleitwort.....	V
Vorwort.....	VII
Inhaltsübersicht.....	IX
Inhaltsverzeichnis.....	XI
Abbildungsverzeichnis.....	VXII
Tabellenverzeichnis.....	XIX
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIII
Symbolverzeichnis.....	XXV
<b>1 Einleitung.....</b>	<b>1</b>
1.1 Motivation.....	1
1.2 Problemstellung und Zielsetzung.....	5
1.3 Vorgehensweise.....	7
<b>2 Grundlagen zur Analyse von Hedgefonds.....</b>	<b>11</b>
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
<b>3 Analyse der Strategien von Hedgefonds.....</b>	<b>29</b>
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

<b>4 Analyse der Performance von Hedgefonds</b> .....	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
<b>5 Analyse der Performance und der Eignung von Hedgefonds im Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie.....</b>	<b>137</b>
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
<b>6 Zusammenfassung und Ausblick.....</b>	<b>183</b>
<b>Anhang.....</b>	<b>189</b>
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