

Zusammenfassung "Hedgefonds-Strategien und ihre Performance"

Als Alternative zu traditionellen Investments in Aktien oder Anleihen haben Hedgefonds in den vergangenen Jahren eine hohe Popularität erreicht und sind zugleich Gegenstand kontroverser Diskussionen in Wissenschaft und Praxis. Aufgrund gesetzlicher Restriktionen wurden Hedgefonds in Deutschland erst Ende der 1990er-Jahre über indirekte Beteiligungsformen wie zum Beispiel Zertifikate oder Genussscheine zugänglich gemacht. Mit der Einführung des Investmentmodernisierungsgesetzes zum Januar 2004 hat sich die Behandlung von Hedgefonds am deutschen Kapitalmarkt jedoch grundlegend gewandelt, da eine direkte Investition in diese Anlageform für private wie für institutionelle Investoren grundsätzlich möglich ist.

Aufbau der Arbeit

Die Arbeit "Hedgefonds-Strategien und ihre Performance" betrachtet die Anlageform Hedgefonds aus verschiedenen Blickwinkeln der empirischen Kapitalmarktforschung: Zunächst werden der Begriff und die Eigenschaften von Hedgefonds diskutiert (Abschnitt 2), dann werden Einblicke in die Strategien von Hedgefonds gegeben (Abschnitt 3) und schliesslich wird die Performance von Hedgefonds untersucht (Abschnitt 4). Darauf aufbauend wird eine Analyse der Eignung von Hedgefonds im Asset Management am Beispiel der deutschen Versicherungsindustrie vorgenommen (Abschnitt 5). Die Arbeit vermittelt damit privaten und institutionellen Investoren sowohl einen grundlegenden Überblick als auch neue wissenschaftliche Erkenntnisse zur Anlageklasse Hedgefonds.

Forschungsmethodik

Jedes der vier Hauptkapitel der Arbeit ist in drei Abschnitte untergliedert: Nach einem kurzen Abschnitt mit Vorbemerkungen werden in den zwei folgenden Abschnitten jeweils zwei konkrete Forschungsfragen betrachtet. Sämtliche Fragestellungen werden anhand empirischer Forschungsmethoden analysiert und sind von hoher praktischer Relevanz. Dabei wird ein umfangreiches statistisches Analyseinstrumentarium eingesetzt, wie zum Beispiel Hypothesentests und Regressionsanalysen, aber auch Methoden der Simulation und Verteilungsanpassung. Im Folgenden werden die zentralen Ergebnisse dieser sechs Beiträge dargestellt.

Ergebnisse

Abschnitt 3.2: Hedgefonds-Strategien - Systematisierung und Überblick

In Abschnitt 3.2 werden zunächst verschiedene Einteilungsmöglichkeiten für Hedgefonds-Strategien verglichen und es wird gezeigt, welche Systematisierung sich in Wissenschaft und Praxis zunehmend durchsetzt. Die sich dabei als vorherrschend ergebende Einteilung – die Systematisierung nach dem individuellen Risiko von Credit Suisse First Boston/Tremont – sowie die zugehörigen Investmentstrategien werden anschließend detailliert erklärt, um so einen strukturierten Rahmen zur Analyse von Hedgefonds zu geben. Zu den analysierten Investmentstrategien gehören zahlreiche Strategien, die auf fundamentale Bewertungskriterien aufbauen, wie zum Beispiel Global Macro oder Long/Short Equity. Auszüge dieses Abschnitts sind veröffentlicht in *BankArchiv (ÖBA)*, 54. Jg., 2006, Heft 8.

Abschnitt 3.3: Das Parent Company Puzzle am deutschen Aktienmarkt

In Abschnitt 3.3 folgt eine detaillierte Analyse von Konstruktion, Performance und Erklärungsansätzen einer ausgewählten Hedgefonds-Strategie. Diese Strategie baut dabei auf value-orientierten Bewertungskriterien auf: Wenn der Marktwert der börsennotierten Beteiligungen einer Muttergesellschaft den Marktwert ihrer Aktien übersteigt, wird in der Literatur von einem „Negative Stub Value“ oder einem „Parent Company Puzzle“ gesprochen. Nach Mitchell/Pulvino/Stafford (*Journal of Finance*, 2002) bieten diese eindeutige Arbitragemöglichkeiten. Hedgefonds, die das so genannte „Stub Trading“ verfolgen, kaufen Aktien der Muttergesellschaft und verkaufen Aktien der Tochtergesellschaft leer. Ein Gewinn kann dann erzielt werden, wenn sich die Preisrelationen wieder annähern. In Abschnitt 3.3 wird eine Stichprobe von elf dieser „Negative Stub Values“ zwischen 1999 und 2003 am deutschen Kapitalmarkt ermittelt und es wird analysiert, ob und wenn ja, wie diese Fehlbewertungen beseitigt werden. Auszüge dieses Abschnitts sind veröffentlicht in *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 19, 2005, No. 1.

Abschnitt 4.2: Hat die Wahl des Performancemaßes einen Einfluss auf die Beurteilung von Hedgefonds?

Das vierte Kapitel behandelt die Performancemessung von Hedgefonds, widmet sich also dem Erfolg dieser Anlagestrategien. In Abschnitt 4.2 werden traditionelle und neuere Ansätze der Performancemessung von Hedgefonds vorgestellt und miteinander verglichen. In der Literatur ist die Meinung verbreitet, dass Hedgefonds aufgrund ungewöhnlicher Ausprägungen der höheren Renditeverteilungsmomente nicht anhand der klassischen Sharpe-Ratio beurteilt werden sollten. Vielmehr wird die Verwendung neuerer Performancemaße, die das Verlustrisiko eines Investments abbilden, empfohlen. Im Rahmen einer empirischen Untersuchung wird das kritisierte Performancemaß mit den neueren Ansätzen der Performancemessung verglichen. Dabei zeigt sich, dass die Wahl des Performancemaßes keinen entscheidenden Einfluss auf die Beurteilung der Hedgefonds hat. Das heißt, die analysierten Ansätze führen zu weitgehend identischen Reihungen der verschiedenen Hedgefonds. Hervorzuheben ist die hohe praktische Relevanz dieses Untersuchungsergebnisses für die Analyse und Beurteilung verschiedener Anlagestrategien. Auszüge dieses Abschnitts sind veröffentlicht in *Kredit und Kapital*, 39. Jg., 2006, Heft 3.

Abschnitt 4.3: Autokorrelation, Bias und Fat Tails – Sind Hedgefonds wirklich attraktive Investments?

Die in Abschnitt 4.2 betrachteten Maße ermöglichen durch eine Konzentration auf das Verlustrisiko eine adäquate Abbildung der höheren Renditeverteilungsmomente in der Performancemessung. Dadurch wird jedoch nur einer von insgesamt drei Problembereichen der Hedgefonds-Performancemessung abgebildet. In Abschnitt 4.3 werden mit der Autokorrelation und der systematischen Verzerrung (so genanntes Bias-Problem) der Hedgefonds-Renditen zwei weitere Problembereiche aufgedeckt, analysiert und in die Performancemessung integriert. Werden alle drei Problembereiche in die Analyse einbezogen, verlieren Hedgefonds einen großen Teil ihrer Attraktivität. Eine Outperformance von Hedgefonds gegenüber traditionellen Investments kann dann grundsätzlich nicht mehr festgestellt werden. Auszüge dieses Abschnitts sind veröffentlicht in *Derivatives Use, Trading & Regulation*, Vol. 12, 2006, No. 1.

Abschnitt 5.2: Kapitalanlagepolitik und Performance im Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie

Aufbauend auf den Ergebnissen der Kapitel 2, 3 und 4 wird in Kapitel 5 die Performance und die Eignung von Hedgefonds im Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie untersucht. In Abschnitt 5.2 werden Hedgefonds zunächst ausgeblendet und es wird die Kapitalanlagepolitik und Performance im Asset Management am Beispiel der deutschen Lebensversicherer betrachtet. Informationen zur Kapitalanlagepolitik und zur Performance der Kapitalanlagen deutscher Lebensversicherer sind kaum zu finden, da im Allgemeinen lediglich Bilanzgrößen veröffentlicht werden. Der Abschnitt 5.2 widmet sich diesem Informationsmangel und gibt einen Einblick sowohl in die Kapitalanlagepolitik als auch in die Performance im Asset Management der Lebensversicherer. Zunächst werden aus zahlreichen Bilanzgrößen repräsentative Anlageklassen abgeleitet, die einen Eindruck der tatsächlichen Asset Allocation geben. Auf dieser Grundlage werden dann repräsentative Indizes ausgewählt, mit denen eine Performancemessung durchgeführt wird. Dies erlaubt schließlich einen Vergleich der theoretischen und tatsächlichen Kapitalanlagepolitik und -performance sowie eine Analyse der Wirkung verschiedener Regulierungsmaßnahmen auf die Performance im Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie. Auszüge dieses Abschnitts sind veröffentlicht in der *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 95. Bd., 2006, Heft 2.

Abschnitt 5.3: Eignung von Hedgefonds für das Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie

In Abschnitt 5.3 wird die Eignung von Hedgefonds für das Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie analysiert, indem Hedgefonds in den Analyserahmen des Abschnitts 5.2 integriert werden. Seit der Einführung des Investmentmodernisierungsgesetzes wird auch in deutschen Versicherungsunternehmen über Möglichkeiten und Grenzen von Hedgefonds intensiv diskutiert. Auf der einen Seite scheinen Hedgefonds viele Chancen zu bieten, da ihre Renditen durch eine geringe Korrelation zu Anleihe- und Aktienmärkten gekennzeichnet sind und sie daher eine verbesserte Portfoliodiversifikation ermöglichen. Auf der anderen Seite sind Hedgefonds komplexe und intransparente Investments, was viele Versicherer von einer Anlage in Hedgefonds abhält. In Abschnitt 5.3 wird vor dem Hintergrund der aktuellen Rahmenbedingungen in der deutschen Versicherungswirtschaft die Frage diskutiert, ob sich Hedgefonds für das Asset Management deutscher Versicherungsgesellschaften eignen. Dazu werden die im § 54 VAG formulierten Anforderungen an die Kapitalanlagepolitik der Versicherer (Sicherheit, Rentabilität, Liquidität, Mischung, Streuung) und die Möglichkeiten der Hedgefonds gegenübergestellt. Dabei ergibt sich ein gemischtes Bild: Einerseits erscheinen Hedgefonds als rentable Investments, die eine angemessene Mischung und Streuung ermöglichen. Andererseits gewähren sie keine hohe Sicherheit und jederzeitige Liquidität. Insgesamt sind Hedgefonds damit nur bedingt für das Asset Management von Versicherungsunternehmen geeignet. Auszüge dieses Abschnitts sind veröffentlicht in der *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 93. Bd., 2004, Heft 3.