

Wirtschaftspolitisches Symposium

Hedgefonds, Private Equity-Gesellschaften, Carry Traders:

Was bedeuten sie für die Stabilität der Finanzmärkte?

Dr. Udo Schmidt-Mohr

„Deka
Investmentfonds



**„Während der französischen Revolution
bezeichnete man solche Spekulanten
als Agitatoren und führte sie zur Guillotine.“**

Michel Sapin, ehem. französischer Finanzminister zu spekulativen
Investments gegen den französischen Franc (1998)

Hedgefonds

Mythos und Realität

“Hedgefonds sind schuld an den hohen Ölpreisen, der Entwicklung am Goldmarkt und dem schwachen US-\$...”

Aber wo waren Hedgefonds in den 70ern, als ein Barrel Öl von 12\$ (1972) auf 58\$ (1981) stieg?

Und wo waren Hedgefonds als Gold von 32\$ (1970) auf 850\$ (1980) per Unze gestiegen ist?



Was war mit Hedgefonds als der US-Dollar in den 80ern kollabiert ist? (50% Rückgang US-\$ vs. Yen von 1985-88)

Ach ja, und was war mit Hedgefonds als die Märkte 1987 eingebrochen sind?

- Es gab solche Marktkräfte auch schon bevor Hedgefonds populär wurden
- Diese Marktkräfte bewegen die Märkte auch heute
- Hedgefonds als ideales „Opferlamm“

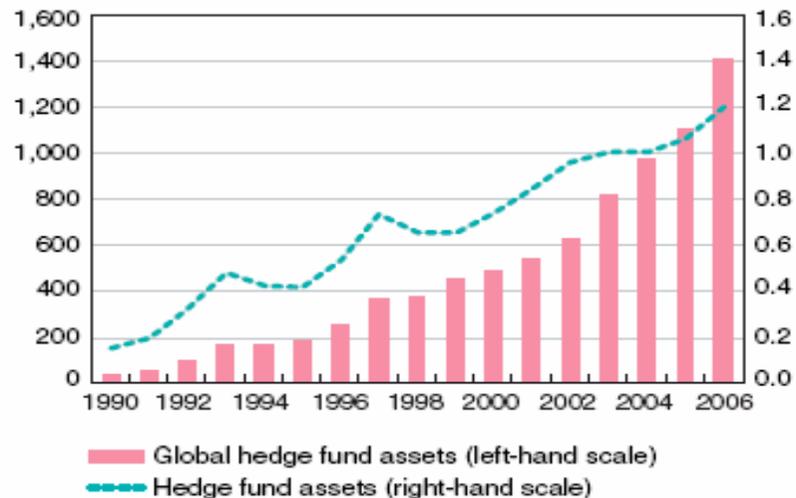
- Aber:
 - Handelsvolumina von Hedgefonds 30% der US-Junk Bonds und Credit Derivatives
 - 70 % der US-ETFs & Convertibles
 - 80 % der US-Distressed Securities

Hedgefonds

Hohes Volumenswachstum hält an

- Nachfrage vornehmlich durch Institutionelle gespeist
- Durchschnittlicher Hebel ca. 2,4 (FSA, Oct. 2006)
- Neue Instrumente und Anlagestrategien

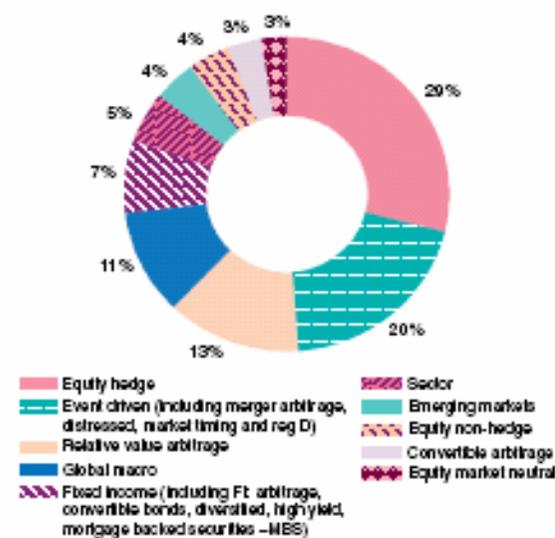
Chart 1
Hedge fund assets have been growing rapidly
(USD billions) (as a % of global debt and equity outstanding)



Sources: Hedge Fund Research, World Federation of Exchanges (FIBV), Bank for International Settlements (BIS) and Swiss Re Economic Research & Consulting.

Quelle: Swiss Re

Chart 2
Global hedge fund strategies by assets under management
 Total: 1,427 billion dollars



Source: HFR.

Quelle: JPMorgan Chase Int.

Hedgefonds

Bedeutung von Dach-Hedgefonds nimmt zu

- Ca. 1/3 der Investments in Hedgefonds durch Dach-Hedgefonds
- „Institutionalisierung“ der Industrie

Chart 4a
Funds of funds assets under management growth
(USD billions)

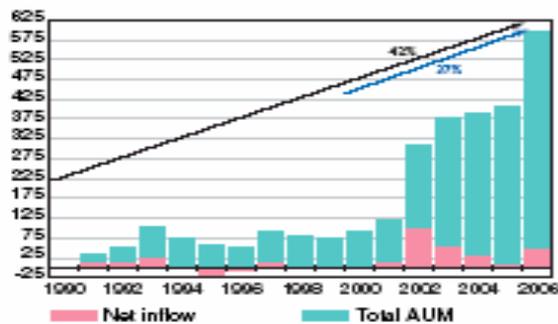
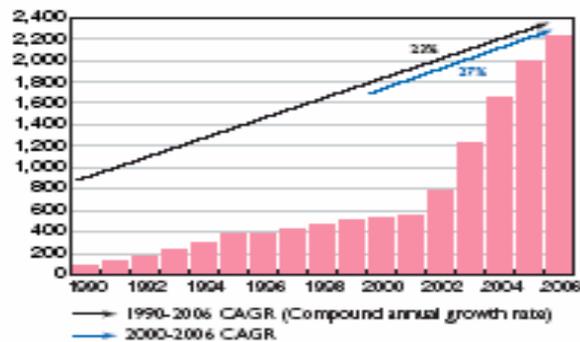


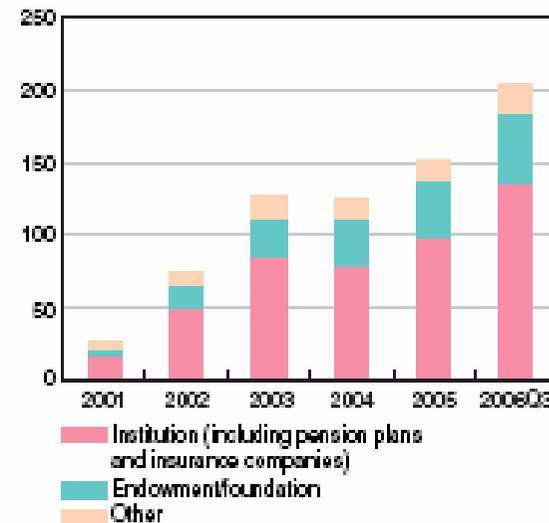
Chart 4b
Number of funds of funds



Source: HFIR.

Quelle: JPMorgan Chase Int.

Chart 5
Funds of funds' institutional sources of capital
(USD billions)



Source: Goldman Sachs Prime Brokerage Survey (2005)

Quelle: JPMorgan Chase Int.

Hedgefonds

Trend zur stärkeren Konzentration

- Große Fonds (> \$ 500 Mio.) verwalten mehr als 50% des Gesamtvolumens
- Anteil der 100 größten Hedgefonds am Gesamtvolumen seit 2003 von 54% auf fast 70% gestiegen

Table 1
The ten largest hedge fund managers
Year-end 2005
(assets in USD billions)

Fund manager	Location	Assets
Goldman Sachs Asset Management	New York, NY	21.0
Bridgewater Associates	Westport, CT	20.9
D.E. Shaw Group	New York, NY	19.9
Farallon Capital Management	San Francisco, CA	16.4
ESL Investments	Greenwich, CT	15.0
Barclays Global Investors	London, UK	14.3
Och-Ziff Capital Management Group	New York, NY	14.3
Man Investments	London, UK	12.7
Tudor Investment Group	Greenwich, CT	12.7
Caxton Associates	New York, NY	12.5

Source: Rose-Smith (I.) (2006): 'The hedge fund 100', Institutional Investor's Alpha, June.

Table 10: Distribution of the assets of hedge funds by size (\$ Millions)

	Share of Total Assets						
	Total Assets	<= \$10 million	>\$10 million, <=\$50 million	>\$50 million, <=\$100 million	>\$100 million, <= \$500 million	>\$500 million, <= \$1 billion	>\$1 billion
1981	57	0	100	0	0	0	0
1982	78	10	23	67	0	0	0
1983	228	2	30	0	68	0	0
1984	531	4	14	0	82	0	0
1985	944	1	16	6	22	55	0
1986	1,177	2	17	9	21	51	0
1987	1,486	2	13	25	16	44	0
1988	2,328	3	10	23	22	43	0
1989	3,254	3	14	13	31	0	39
1990	5,006	2	14	11	35	11	27
1991	7,569	3	11	9	41	15	22
1992	9,553	3	11	12	55	0	19
1993	17,182	2	9	9	35	27	18
1994	19,697	2	13	10	29	29	17
1995	25,497	4	15	13	33	25	11
1996	35,535	3	16	13	32	26	10
1997	58,261	2	13	14	43	14	13
1998	76,906	3	15	13	39	16	14
1999	140,265	2	13	10	33	16	26
2000	170,494	2	13	11	39	20	15
2001	237,871	2	11	12	41	21	14
2002	281,837	2	11	12	42	19	14
2003	508,811	1	7	8	34	18	32
2004	698,593	1	6	8	36	19	31
2005	839,069	1	6	7	37	18	32
June 2006	968,690	1	5	6	37	17	35

Quelle: Swiss Re

Quelle: Milken Institute

Hedgefonds

Korrelationsrisiken

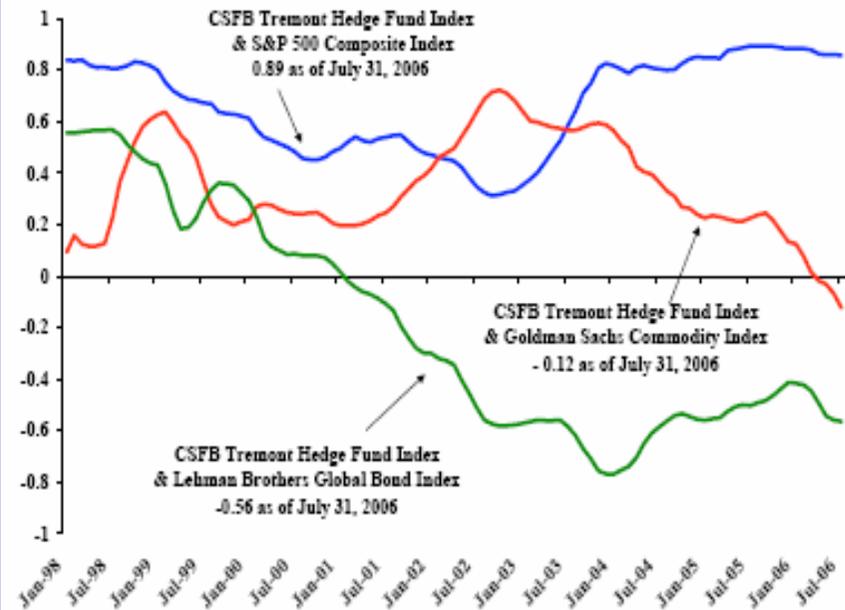
- Prime brokerage auf globale Investmentbanken konzentriert
- Zunehmende Korrelation mit Aktien:
Verringerte Diversifikation vs. gute Managementleistung

Table 48: Top 15 brokerage firms servicing hedge funds

Prime Broker	Share of Total (%)	
	Number	Assets
1 Morgan Stanley	8.8	9.9
2 Goldman Sachs Group Inc.	9.5	7.5
3 Bear Stearns & Co.	7.0	7.3
4 Citigroup Global Prime Brokerage	1.9	3.4
5 UBS	4.7	3.3
6 Merrill Lynch & Co. Inc.	1.7	2.1
7 Deutsche Bank AG	2.0	1.9
8 Banc of America Securities LLC	3.4	1.9
9 HSBC	0.7	1.9
10 Lehman Brothers	1.6	1.2
11 Credit Suisse	1.5	1.0
12 Finmat Alternative Investor Solutions	0.9	0.9
13 Citco	0.4	0.8
14 Calyon Financial	0.6	0.5
15 Smith Barney	0.4	0.5 </td
Other	17.5	14.9
None listed	37.3	41.0
Total number and assets	6,445	\$968,690 Million

Quelle: Milken Institute

Chart 12: Five-year rolling correlation on 12-month returns
(January 1998 – July 2006)



Quelle: Milken Institute

Hedgefonds

Ausgewählte Hedgefondspleiten: Ursachenanalyse

- Global Macro und Fixed Income Arbitrage weit überproportional betroffen
- In über 40% der Fälle hat Betrug eine Rolle gespielt
- Kein erkennbarer Impact auf Finanzmärkte. Ausnahme: LTCM

Table 2

Selected hedge fund disasters and large losses

(Estimated loss in USD millions)

Fund	Strategy	Year	Estimated loss	What went wrong?
Amaranth	Multistrategy	2006	-6,400	Excessive exposure to energy prices
Long-Term Capital Management	Fixed-income arbitrage	1998	3,600	Excess leverage during Russian default crisis
Tiger Management	Macro	2000	2,600	Bad bet on yen lost USD 2 billion
Soros Fund	Macro	2000	2,000 -5,000	Major losses on Internet and technology stocks
Fenchurch Capital	Fixed-income arbitrage	1995	1,264	Failed shift from US - only to European markets
Princeton Economics Inter'l	Macro	1999	950	Market losses, fraud
Vairocana Ltd.	Fixed-income arbitrage	1994	700	Market losses, bet on falling rates
Lipper	Convertible arbitrage	2001	700	Market losses, fraud
Askin Capital Management	Fixed-income arbitrage (mortgage-backed)	1994	660	Failed hedge, market losses, margin calls
Lancer	Long/short equity	2003	600	Fraud
Beacon	Fixed income arbitrage	2002	500	Losses on mortgage derivatives, failed to mark to market
Manhattan Investment Fund	Long/short equity	1999	400	Fraud
MotherRock	Energy Fund	2006	230	Loss from natural gas market
Global Systems Fund	Macro	1997	125	Wiped out by collapse of Thai baht
Argonaut Capital Management	Macro	1994	110	Market losses
Maricopa Investment	Long/short equity	2000	59	Market losses, fraud
Cambridge Partners	Long/short equity	2000	45	Fraud
HL Gestion/Volter	Managed futures	2000	40	Market losses, regulatory intervention
Ashbury Capital Partners	Long/short equity	2001	40	Fraud
ETJ Partners	Relative value	2001	21	Market losses, fraud
Ballyunion Capital	Long/short equity	2000	7	Fraud

Sources: Alexander Inetchen, UBS Warburg (2001): "The Myth of hedge funds: are hedge funds the fireflies ahead of the storm?", *Journal of Global Financial Markets* 2(4), p. 34-46; Jeff Joseph Rydex Capital, "Investing in a hedge fund of funds: what really matters," *Senior Consultant*, 7(8), p.1; Berkshire Asset Management writer, "Hedge Funds", July 2003; *New York Times*, September 2006; Swiss Re Economic Research & Consulting.

Quelle: Swiss Re

Hedgefonds

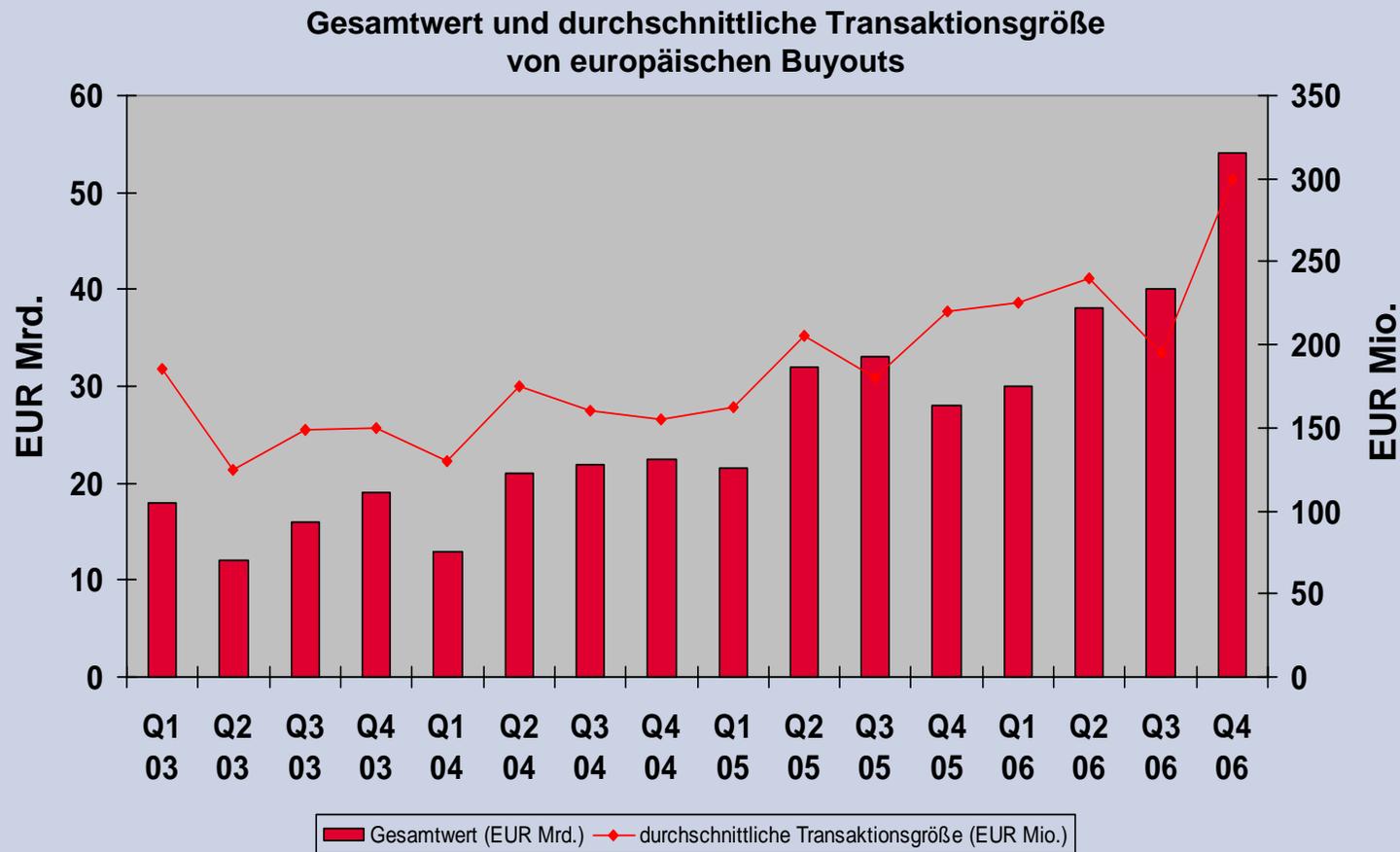
Ein Risiko für die Stabilität der Finanzmärkte?

- Hedgefonds betreiben aktiv Arbitrage, tragen zur Finanzinnovation und Effizienz von Preisbildungsprozessen bei und erhöhen die Liquidität der Märkte
- Historie liefert wenig Anhaltspunkte für systemisches Risiko
- Verbessertes Risikomanagement bei Banken, prime brokern und Hedgefonds
- Wachsende Bedeutung institutioneller Anleger erzwingt weitere Professionalisierung des Risikomanagements
- Leverage bei der Mehrzahl der Hedgefonds gering (Van Hedge Fund Adv)

- Risikofaktoren:
 - Häufiges, zeitnahes Handeln und leverage erhöhen impact auf Kapitalmarkt
 - Ähnliche Tradingstrategien erhöhen „herding-Risiko“
 - Hedgefonds als Verkäufer von Volatilität/Versicherung gegen Kreditausfälle

Private Equity

Die Transaktionsgrößen von europäischen LBO's steigen

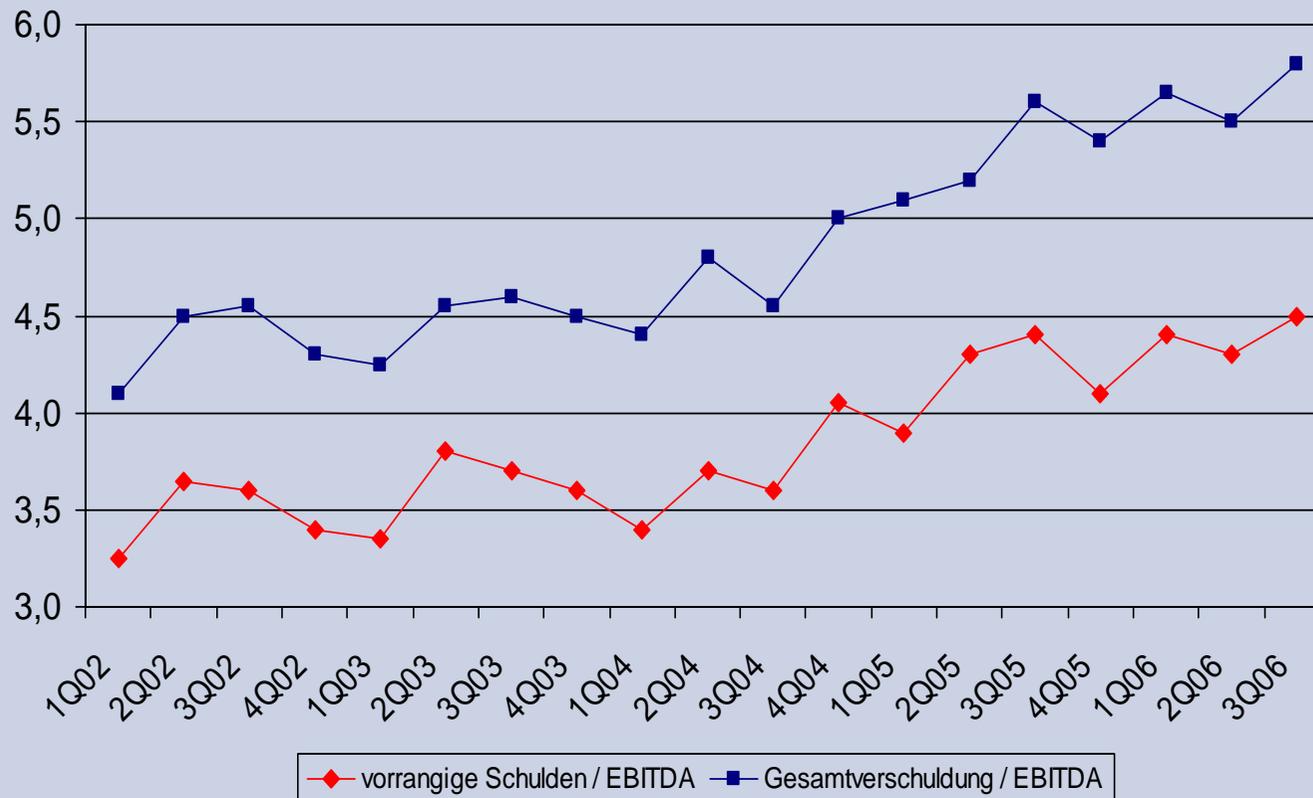


Quelle: FERl; Incisive Financial Publishing Limited

Private Equity

Der Verschuldungsgrad im europäischen Markt steigt

Leverage-Multiples bei europäischen LBOs



Quelle: FERl; Loan Pricing Corporation

Private Equity

Eine explosive Gemengelage für die Stabilität der Finanzmärkte ?

- Verschuldung des Unternehmenssektors insgesamt gering im historischen Vergleich
- Kapitalstruktur vieler Unternehmen suboptimal angesichts niedriger Zinsen, hoher cash flows, hoher Profitabilität
- Leverage-Faktor bei LBO's im Durchschnitt (noch) moderat im historischen Vergleich
- Ausfallrisiken von Übernahmekrediten im historischen Vergleich breit gestreut und leichter hedgebar