



ANFÖRANDE

DATUM: 2006-11-24
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: Nordea, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Är hedgefonderna farliga?

Jag vill börja med att tacka för att jag får komma hit till Nordea och the CFA Society of Sweden för att utveckla några tankar om nytta och risker med hedgefonder. Efter flera år av kraftig tillväxt är ju hedgefonderna ett hett ämne bland marknadsaktörer och myndigheter. Även om hedgefondernas andel av totalt förvaltad kapital är liten, runt fem procent, så står de för en stor del av likviditeten på vissa marknader. Många uttrycker en oro för vilka effekter hedgefonderna kan ha på den finansiella stabiliteten och efter höstens uppmärksammade kollaps i den amerikanska hedgefonden Amaranth har debatten om reglering tagit ny fart.

Som ni kanske vet handlade Amaranth framförallt med olika gas- och energiderivat. Efter sommaren 2005 hade Amaranth gigantiska positioner på gasmarknaden - man trodde på en prisökning. Mellan augusti och oktober 2005 steg priset på naturgas med 50 procent, bland annat till följd av den svåra orkansäsongen. Fonden tjänade stora pengar och förvaltarna trodde även denna höst på höga energipriser under vinterhalvåret. Man köpte bland annat terminskontrakt för november och mars och sålde (bländade eller gick kort i) kontrakt för oktober och april. Men i år blev utvecklingen inte den förväntade. Från augusti till mitten av september sjönk priset på naturgas med 40 procent och på ett par veckor förlorade Amaranth 6 miljarder dollar, motsvarande två tredjedelar av sitt kapital. Trots beloppets storlek var marknadseffekterna i stort sett obefintliga och någon oro för den finansiella stabiliteten uppstod aldrig. Den privata sektorn klarade också att avveckla positionerna utan någon inblandning från ansvariga myndigheter. Betyder det att oron för hedgefonder är överdriven? Eller behövs det en ökad reglering? Innan jag diskuterar dessa frågor vill jag emellertid göra en liten tillbakablick över hedgefondernas utveckling under senare år.¹

En tillbakablick

På den svenska marknaden är hedgefonder en relativt ny företeelse. Men den första hedgefonden skapades i USA redan för 60 år sedan. Det var i slutet av 1940-talet som den amerikanske journalisten Alfred Winslow Jones köpte aktier som han tyckte var undervärderade och samtidigt gick kort i aktier som han tyckte var övervärderade. Hans idé var att priset på undervärderade aktier borde stiga relativt mer på en stigande

¹ För en utförligare genomgång av hedgefonderna kan hänvisas till artikeln i Riksbankens rapport Finansiell Stabilitet 2006:1.

marknad och priset på övervärderade aktier sjunka relativt mer på en fallande marknad. Om förvaltarna gjorde ett hyggligt urval betydde det här att fonden skulle tjäna pengar oavsett om marknaden gick upp eller ner – fonden var med andra ord skyddad, eller hedgad, mot systematisk marknadsrisk.

Från början var alltså tanken med hedgefonder att ta positioner baserade på prisförhållanden mellan värdepapper, samtidigt som man begränsade eller tog bort marknadsrisken. Många förknippar fortfarande begreppet hedgefond med denna strategi, men idag är den här så kallade marknadsneutrala strategin endast en av många. Begreppet hedgefond är dessutom missvisande eftersom många av fonderna inte alls hedgar sig utan tar stora nettositioner.

Det som är gemensamt för hedgefonderna är de har absoluta avkastningsmål - snarare än att relatera avkastningen till ett jämförelseindex. Placeringsreglerna är också mycket friare än för traditionella fonder. Utöver att köpa värdepapper kan hedgefonderna gå kort, det vill säga sälja värdepapper som den inte äger. För att öka eller minska risken i förvaltningen kan hedgefonder dessutom använda sig av belåning eller av derivatinstrument. Investeringar i hedgefonder är ofta låsta under en längre tidsperiod, vilket gör att fonden kan ta på sig ganska illikvida positioner. Avgifterna är prestationsbaserade vilket ger förvaltarna ett tydligt incitament till att eftersträva en god avkastning. Det är också vanligt att förvaltarna själva investerar betydande belopp i den egna hedgefonden.

Men hedgefonder är långt ifrån en homogen grupp av aktörer. Man kan grovt skilja på tre övergripande investeringsstrategier: marknadsneutrala, "directional" och "event-driven". Marknadsneutrala strategier försöker, som jag var inne på tidigare, att utnyttja skillnaden i värdering av olika värdepapper samtidigt som de försöker skydda sig mot övergripande marknadsrisk. Directional går ut på att hitta makroekonomiska trender och försöka förutsäga kommande marknadsrörelser. Event-driven försöker att identifiera värdepapper vars pris kan komma att påverkas av specifika affärshändelser som förvärv, samgåenden och konkurser. Ingen av de två senare investeringsstrategierna är alltså hedgade i Jones' ursprungliga mening. Många hedgefonder beskriver sig som "multi-strategy" – de kombinerar olika strategier över tiden för att nå högsta avkastning. Detta gällde också Amaranth, men faktum var att hälften av fondens tillgångar var investerade i terminskontrakt för naturgas. Många hedgefonder använder sig också av komplexa handelsstrategier, där man försöker hitta avvikelser mellan olika derivatpriser eller löptider och deras teoretiska värden. Den välkända hedgefonden Long Term Capital Management (LTCM), som kraschade 1998, var en sådan fond.

Utvecklingen internationellt och i Sverige

Under de senaste tio åren har hedgefonderna vuxit kraftigt, både sett till antal och till förvaltad kapital. Internationellt har det förvaltade kapitalet vuxit med nästan 30 procent per år sedan 1998. Idag förvaltar hedgefonder ungefär 1 000 miljarder dollar, motsvarande runt 5 procent av det totala förvaltade kapitalet internationellt, fördelat på 8 000 fonder. De flesta hedgefonder är relativt små, majoriteten har mindre än 800 miljoner kronor i förvaltad kapital och nästan hälften har mindre än 200 miljoner kronor. Men det finns undantag. LTCM - som var gigantisk - hade som mest ett kapital på runt 70 miljarder kronor. Det kan till exempel jämföras med de allmänna pensionsfonderna i Sverige som vardera förvaltar kapital i storleksordningen 150 miljarder kronor.

Även i Sverige har marknaden för hedgefonder utvecklats snabbt. Här var Brummer & Partners först med hedgefonden Zenit, sommaren 1996. Nektar, som arbetar i ränte-

och valutamarknaden ursprungligen helt enligt Jones' idéer, kom strax därefter. Sedan dess har det tillkommit närmare 60 fonder och det förvaltade kapitalet har successivt ökat. I dag står hedgefonderna för drygt sex procent av det totala förvaltade kapitalet i svenskregistrerade fonder. Den andelen har mer än fördubblats under de senaste fem åren och motsvarar nu drygt 85 miljarder kronor.² Storleken på de svenska hedgefonderna varierar kraftigt. Den största svenska hedgefonden hade i slutet av juni 2005 ett marknadsvärde på hela 26 miljarder kronor, ett ansevärt belopp även i ett internationellt perspektiv. Den minsta fonden hade samtidigt ett negativt marknadsvärde på 5 miljoner kronor. Medianfonden hade vid samma tidpunkt ett marknadsvärde runt 225 miljoner kronor. [Diagram 1]

Hedgefondernas avkastning under de senaste tio åren tycks kanske inte så fantastisk vid första anblick. Ett av de största hedgefundsindexen, Credit Suisse/Tremont, har under de senaste 12 åren haft en genomsnittlig värdeökning på cirka 8 procent, ungefär som S&P 500. Men om man tar hänsyn till den låga risken i de flesta hedgefonderna blir bilden en helt annan. Det svenska hedgefundsindexet visar till exempel en betydligt lägre volatilitet än generalindex. [Diagram 2 och 3]

Till en början bestod investerarna nästan uteslutande av förmögna privatpersoner. Efter hand har även institutionella investerare som pensionsfonder, stiftelser och försäkringsbolag börjat investera i hedgefonder. Sedan en tid tillbaka har marknaden öppnats upp också för småspararna, efter att ett antal hedgefonder nu har en lägre minimigräns för investerat kapital. Dessutom sker en stor del av kapitalinflödet idag genom fonder som investerar i andra hedgefonder, så kallade Funds of HedgeFunds (FOHFs), som även de tillåter relativt låga investeringsbelopp. Dessa samlingsfonder innebär också en fördel eftersom investeraren inte behöver ha specifik kompetens om varje enskild fond. Å andra sidan blir placeringen dyrare eftersom samlingsfonden i allmänhet tar ut avgifter utöver hedgefondernas egna.

Vad är det då som drivit och driver hedgefondernas explosionsartade utveckling? En viktig förklaring är förstås att hedgefonderna, som jag nyss beskrev, blivit mer tillgängliga för en bredare krets. Hedgefonderna har en rad positiva egenskaper varav en av de viktigaste är att de hjälper investerarna att diversifiera sina portföljer. Genom att komplettera en befintlig investeringsportfölj med en hedgefond kan investeraren både minska risken och öka avkastningen, vilket i sig kan verka motsägelsefullt. Men det hänger ihop med hedgefondernas låga korrelation med traditionella tillgångsslag som aktier och räntepapper. Med hedgefonders hjälp kan investeraren både skydda sin portfölj vid nedgångar och dämpa effekterna av en svängig marknad. Den kraftiga börsnedgången strax efter millennieskiftet gav hedgefonderna ett extra uppsving eftersom många sökte sig till alternativa placeringar. De senaste åren har de långa räntorna successivt sjunkit till historisk låga nivåer vilket har lett till en "jakt på avkastning", investerarna söker nya tillgångsslag, vilket inledningsvis också gynnade hedgefonderna.

Hedgefonder och de finansiella marknaderna

Hedgefonder fyller flera värdefulla funktioner på de finansiella marknaderna: de tillför likviditet, de förbättrar prissättningen och de ökar genomlysningen. Att hedgefonder bidrar till en förbättrad likviditet märks speciellt tydligt på nya och mer komplexa marknader, som marknaden för kreditderivat där hedgefonderna i dag står för uppskattningsvis 25 procent av aktiviteten hos de stora aktörerna. De hedgefonder som specialiserat sig på att hitta felprissättningar – det vill säga klassisk arbitrageverksamhet – bidrar ofta till ett mer korrekt marknadspris, vilket i sin tur leder till en mer effektiv

² Uppgifterna om svenska hedgefonder är hämtade från Fondbolagens Förening

■ resursallokering och en bättre riskhantering. Detta är ett väsentligt bidrag till effektiviteten på de finansiella marknaderna.

Men som jag konstaterade inledningsvis har den kraftiga tillväxten av hedgefonder skapat en internationell debatt om riskerna med deras verksamhet och eventuella negativa effekter för det finansiella systemet. Det finns en oro dels för hedgefondernas roll som motparter till andra aktörer, dels för hedgefondernas egen verksamhet. När det gäller motpartsriskerna rör de framför allt bankernas exponeringar mot hedgefonder och de indirekta risker de kan ge genom spridningseffekter på marknaderna. Stora och komplexa positioner på vissa marknader kan göra att spridningsriskerna är svåra att överblicka.

När det gäller hedgefondernas egen verksamhet bygger oron på tre uppfattningar:

- Hedgefondernas verksamhet är inte genomlyst.
- Hedgefonder är högt belånade.
- Hedgefonder är spekulativa och benägna till flockbeteende.

Låt mig kommentera de här punkterna i tur och ordning. Det är riktigt att hedgefondernas verksamhet på de flesta håll (dock inte i Sverige) är illa genomlyst. Myndigheterna i många länder har liten eller ingen insyn i fondernas verksamhet eller vilka personer som verkar i dem. Det gäller speciellt fonder som är placerade off-shore, som på Bermudas eller Cayman Islands. Detta leder inte bara till att riskkoncentrationer kan byggas upp, det bäddar också för legala oegentligheter i hedgefonderna. Antalet fall där hedgefonder misstänks ha varit inblandade i olika former av bedrägerier har vuxit dramatiskt under de senaste åren i USA. Min åsikt på denna punkt är klar: Hedgefonder ska naturligtvis underkastas genomlysningsskrav på samma sätt som andra finansiella institut.

Den andra källan till oro gäller skuldsättningen. Till skillnad från mer reglerade institut kan hedgefonder i princip vara hur högt belånade som helst. Detta kan verka oroande ur ett stabilitetsperspektiv. En hög skuldsättning ökar givetvis både sannolikheten för och effekten av ett fallissemang. Skuldsättningsgraden varierar men faktum är att de flesta hedgefonder inte belånar sig särskilt mycket. Ett förenklat sätt att bilda sig en uppfattning om skuldsättningen hos en fond är att ta marknadsvärdet och dela det med fondens förmögenhet. En internationell studie från 2003 visar att skuldsättningsgraden var lägre än 200 procent hos över 80 procent av de undersökta fonderna. Beräkningar visar också att i den högst skuldsatta svenska hedgefonden ligger detta mått på 320 procent, jämfört med en median på 80 procent. I jämförelse med andra finansiella institut är detta blygsamma nivåer. De svenska storbankerna har till exempel en skuldsättningsgrad på 2300 procent i genomsnitt.

För det tredje anklagas hedgefonder ofta för att uppvisa flockbeteende, det vill säga att imitera varandras beteende och ta liknande positioner. Sådana strategier riskerar att förstärka marknadsvängningar och ha en destabiliserande effekt. Detta gäller särskilt makrofonder som tar positioner och investeringsbeslut som grundar sig på en förväntan om den makroekonomiska utvecklingen. Exempelvis förs det ofta fram att hedgefonder var delaktiga i och förstärkte effekterna under ERM-kriserna. Bevisen är inte entydiga här. Jag tror det är svårt att hävda att hedgefonder i större utsträckning än andra investerare bara följer den rådande trenden. Traditionella investerare har ofta limiter som tvingar dem att sälja när det sker ett kraftigt prisfall i en tillgång. Detta kan i sin tur leda till en självförstärkande spiral. De absoluta, snarare än relativa, avkastningskraven i hedgefonder borde faktiskt minska incitamenten till flockbeteende. Där emot är det sant att hedgefonderna är mycket snabba på att utnyttja felprissättningar

och obalanser i företags eller länders ekonomi, som till exempel en ohållbar växelkurs – men det är det naturligtvis svårt att ställa sig särskilt kritisk till.

När vi diskuterar hedgefondernas effekter på de finansiella marknaderna tycker jag att det kan vara på sin plats att jämföra krisförloppet i Amaranth, som jag beskrev inledningsvis, med krisförloppet i LTCM. Effekterna på de finansiella marknaderna blev i högsta grad olika. Trots att Amaranths förlust var betydligt större än den hos LTCM behövde ingen myndighet ingripa, Amaranth kunde gå ur sina positioner på egen hand och under ordnade former. De stora positionerna såldes (med betydande rabatt får man anta) till JP Morgan och Citadel, en annan stor hedgefond. I LTCM var situationen en annan. Ett antal händelser under 1998 (bland annat den ryska skuldskrisen) hade skapat en stor oro på de finansiella marknaderna och LTCM låg helt fel positionerad för en sådan utveckling. När investerarnas tillgångar hade sjunkit från 5 miljarder US dollar till 1,5 på ett drygt halvår ingrep den amerikanska centralbanken. Fondens storlek i kombination med det faktum att så många finansiella aktörer var involverade gjorde att Federal Reserve såg ett hot mot den finansiella stabiliteten. För att undvika en okontrollerad kollaps sammankallade Fed en grupp av LTCM:s största fordringsägare som tog över fondens positioner.

En viktig skillnad mellan de båda hedgefonderna var hur mycket de lånat i förhållande till sitt kapital. Skuldsättningsgraden låg hos LTCM mellan 25 och 30 medan den hos Amaranth låg runt 5. Ett ytterligare problem för LTCM var att fonden delvis var involverad i mycket komplexa positioner på derivatmarknaden som var svåra att gå ur. Många andra fonder och banker hade samma typ av positioner. Amaranth däremot var i stort sett ensam på sin sida av marknaden – de flesta andra hade inga eller motsatta positioner i energiderivat. Det gjorde avvecklingen lättare om än inte billigare. Ytterligare en förklaring är sannolikt att Amaranths förluster skedde under mycket gynnsamma konjunkturella och finansiella förhållanden, där marknaden hade god tillgång till riskbenäget kapital. Det var långt ifrån fallet då LTCM mitt under rysslandskrisen skulle avveckla sina positioner. Under mer ansträngda förutsättningar kanske förloppet för Amaranth hade blivit ett helt annat och riskerna för det finansiella systemet väsentligt större.

Att det finansiella systemet klarade av att hantera problemen i Amaranth kan emellertid också tolkas som att det blivit mer motståndskraftigt. Marknaderna har ju visat sig klara av en hel del större påfrestningar under senare år, både makroekonomiska störningar och oväntade marknadshändelser, utan att funktionen nämnvärt påverkats. Bankernas hantering av risk och deras krav på säkerheter är av allt att döma stramare än de var 1998. En vidare diskussion om det finansiella systemets motståndskraft återkommer vi till i samband med Riksbankens stabilitetsrapport i början av december.

Behöver marknaden för hedgefonder mer reglering?

I takt med hedgefondernas tillväxt höjs röster med mer omfattande krav på reglering av verksamheten. Vanliga investeringsfonder regleras av det så kallade UCITS-direktivet. UCITS reglerar till exempel vilken sorts tillgångar en fond får investera i, vilken information som skall ges till investerarna och spridning av risker.³ Hedgefonderna är däremot helt oreglerade i många länder. I gengäld kräver ofta myndigheterna att investeringar i hedgefonder överskrider en viss miniminivå.⁴ På så sätt vill man begränsa hedgefondernas investerarkrets till förmögna och, troligtvis, mer välinformerade in-

³ Se "Hedge Funds Regulation in Europe – A comparative study", European fund and asset management association, November 2005 och "The regulation and distribution of hedge funds in Europe – Changes and challenges", Pricewaterhousecoopers, Juni 2005.

⁴ I Italien är minimigränsen för en investering 500 000 euro, i Irland 250 000 euro och i Spanien 50 000 euro.

divider och därmed skydda "vanliga" konsumenter. De flesta hedgefonder är konstruerade så att investeraren, under olyckliga omständigheter, kan förlora hela eller i alla fall stora delar av sitt kapital.

I USA har Securities and Exchange Commission länge försökt att öka insynen i hedgefonder. I februari i år införde man en ny reglering som innebar registreringskrav för de flesta större hedgefonder - även sådana placerade off-shore. Regleringen ogiltigförklarades emellertid av en federal domstol i juni.

I Sverige är hedgefonder skyldiga att registrera sig hos Finansinspektionen och löpande redovisa något eller några mått som beskriver risken i fonden, till exempel ett value-at-risk mått eller något mått på likviditetsrisk och skuldsättning. Huvudregeln är att fondens medel, precis som med värdepappersfonder, ska placeras med hänsyn till principen om riskspridning. Något minimikrav för investering har mot denna bakgrund inte ansetts nödvändigt. Tidigare var svenska hedgefonder skyldiga att redovisa alla sina innehav till Finansinspektionen, men detta befanns inte vara särskilt meningsfullt.

Det finns två huvudsakliga argument för att reglera hedgefondernas verksamhet. Det första bygger på att skydda konsumenterna från fonder som tar för stora risker. Amaranths gigantiska förluster drabbade till exempel ett flertal pensionsfonder. Men ett sådant argument ter sig enligt min mening märkligt. Om man vill skydda pensionsspareares investeringar borde det vara pensionsfondernas placeringsmöjligheter som begränsas, inte hedgefondernas verksamhet.

Det andra argumentet är kopplat till den finansiella stabiliteten och den allt större roll som hedgefonderna spelar. Skulle ett stort antal fonder falla och samtidigt vara högt belånade finns det naturligtvis en risk att de finansiella marknaderna påverkas. Men detta utgör knappast ett skäl till att begränsa hedgefondernas investeringsfrihet eller införa någon form av kapitalkrav. Som jag ser det skulle en sådan reglering snarare kunna innebära att likviditet försvinner från de marknader där hedgefonderna arbetar precis när den behövs som mest. Ökad insyn i fondernas risker kan däremot hjälpa marknaden att fungera effektivt. Om hedgefondernas riskpositioner kan bedömas utifrån ökar rimligen marknadsdisciplinen.

Jag tycker att både LTCM och Amaranth är bra exempel på att genomlysning snarare än reglering är problemet. Som jag redan nämnt var LTCM en mycket stor fond och samtidigt extremt högt belånad. Att de inblandade bankerna accepterade en sådan hög skuldsättning är i sig anmärkningsvärt - en förklaring var säkert förtroendet för de prominenta personerna bakom LTCM, inklusive Robert Merton och Myron Scholes. Men bankerna hade heller ingen överblick över fondens storlek och samlade riskposition. Man borde i eget intresse ha krävt en bättre genomlysning - och myndigheterna borde krävt detta av bankerna.

När det gäller positionerna i Amaranth finns liknande frågor. Hur kom det sig att inte marknadsplatser och clearinginstitut reagerat mot den starka riskuppbyggnaden? Och varför hade inte långivarna justerat sina så kallade "margin calls" så att de motsvarade riskkoncentrationen? En bättre genomlysning av Amaranths riskprofil, både hos myndigheter, handelsplatser, clearinginstitut och enskilda långgivare, skulle sannolikt ha ökat chansen att upptäcka den riskposition som byggts upp.

Avslutning

Nya finansiella kriser kommer att inträffa och hedgefonder, som blivit en integrerad del av de moderna finansiella marknaderna, kommer förmodligen att vara inblandade. Det stora kapitalflödet till branschen har icke oväntat medfört att lönsamheten fallit och

■ det är inte orimligt att vänta sig att ett antal fonder till följd av detta tvingas stänga efter mer eller mindre betydande förluster. Men fördelarna med hedgefondernas verksamhet överstiger riskerna i ett samhällsekonomiskt perspektiv. Riksbankens syn i frågan om ytterligare reglering är att fokus bör ligga på att hedgefondernas motparter - framförallt de systemviktiga bankerna – kan kontrollera sina risker. Att förbättra bankernas riskhantering vis-à-vis hedgefonder har också varit föremål för en rad initiativ från Baselkommittén för banktillsyn och andra organisationer ända sedan LTCM-krisen 1998. Ur stabilitssynvinkel är det centrala att de systemviktiga bankerna hanterar sina motpartsexponeringar korrekt - tar tillräckliga säkerheter, har befogade limiter och är kapabla att hantera eventuella likviditetsproblem. Argumenten för ytterligare reglering av hedgefonder är i detta sammanhang svaga.