Hedgefonder – orosstiftare?

Av Per Walter och Pär Krause
Per Walter och Pär Krause är verksamma vid penning- och valutapolitiska avdelningen respektive betalningssystemavdelningen.

Höstens globala turbulens på de finansiella marknaderna accentuerades av den oro hedgefonden Long-Term Capital Management (LTCM) spred. Fondens kraftiga förluster i kölvattnet på Rysslands inställda utlandsbetalningar i augusti 1998 och den påföljande kapitalflykten från bland annat Emerging Markets fick både marknadens aktörer och Federal Reserve att oroa sig för konsekvenserna av en okontrollerad avveckling av utestående positioner. Det är i praktiken endast systemriskerna vid ett fallissemang på finansmarknaden som motiverar att en centralbank griper in. I detta sammanhang finns det mycket som talar för att problemen främst berodde på bankernas bristande riskkontroll.

Bankers till synes generösa utlåning till hedgefonderna har fått bedömare att förorda skärpta regleringar.

De mytomspunna hedgefonderna har kommit i fokus efter oron hösten 1998 på de finansiella marknaderna. De kraftiga förlusterna för hedgefonden Long-Term Capital Management (LTCM) och bankers till synes generösa utlåning till hedgefonderna har fått flertalet bedömare att förorda regleringar för att få bukt med problemet. Men vad är det grundläggande problemet? Vad är en hedgefond? Vad låg bakom kollapsen för LTCM? Vad kan centralbanker och andra offentliga myndigheter göra för att förhindra att systemrisken återuppstår? Syftet med denna artikel är att i görligaste mån söka klara ut dessa frågeställningar.

Artikeln är upplagd enligt följande: inledningsvis ges en schematisk bild av hedgefonder i allmänhet, följd av en rekapitulering av den finansiella turbulensen hösten 1998 med tonvikt på problemen relaterade till LTCM. Därefter diskuteras i detalj varför betalningssystemet var hotat av så kallad systemrisk, samt möjliga orsaker till denna utveckling. Avslutningsvis diskuteras i korthet policyimplikationer och argument för ökad myndighetsreglering av hedgefonder och banker.

Hedgefonder – en överblick

Vad är en hedgefond? Det finns ingen enkel, enhetlig definition av begreppet hedgefond, och placeringsstrategierna varierar kraftigt. Hedgefonderna har dock en hel del karakteristika gemensamt.

- **Bolagskonstruktionen** är ofta så kallat *limited partnership* där andelsägarnas antal inte överstiger 100. De huvudansvariga (General Partners) har ansvaret för den dagliga förvaltningen, medan åtagandet för övriga deltagare (Limited Partners) är begränsat till det satsade kapitalet (dock utan direkt inflytande över förvaltningen). Till skillnad från vid andra fondtyper riskerar förvaltarna sina egna pengar i bolaget. Detta bidrar till att hedgefonder ofta fokuserar på att optimera avkastning och risk i absoluta termer, och inte som andra fonder relativt ett jämförelseindex (benchmarking). Konstruktionen bidrar således till att ge förvaltaren ett påtagligt incitament att kontrollera risk/avkastning, något som förstärks av höga avgifter relaterade till avkastningen (ofta upp till 20 procent av densamma).[1]
- **Begränsad tillsyn och stora frihetsgrader.** Omkring hälften av alla hedgefonder har USA som sitt ursprungsland, men på grund av den amerikanska lagstiftningen är många fonder registrerade i länder med ett mindre omfattande regelverk och avsaknad av tillsyn – bland annat i Cayman Islands och Bermuda. I USA står exempelvis en fond med mer än 100 andelsägare under tillsyn av SEC (Securities and Exchange Commission). Så är inte fallet i de så kallade offshore-fonderna som vanligen kan ha ett obegränsat antal andelsägare (så kallad open ended funds) eller i amerikanska fonder strukturerade som *limited partnerships*. Begränsad tillsyn bidrar till stor frihet när det gäller risktagande och placeringsstrategier, vilket är utmärkande för hedgefonder. Förvaltarnas valfrihet ökas dessutom av att delägarna ofta låser sitt kapital för en längre tid, ibland i flera år. Svenska hedgefonder – som ZENIT och NEKTAR – står dock under Finansinspektionens tillsyn.[2]
- **Begränsad insyn**. Hedgefonderna är hemliga till sin natur, och ofta känner endast ett fåtal förvaltare till portföljens totala exponering och innehåll. Del-

[1] De vinstrelaterade förvaltningsavgifterna medför dock att förvaltaren allt annat lika inte delar övriga aktieägares förlust vid negativ avkastning. Denna asymmetri kan ge incitament till ökat risktagande, vilket dock motverkas av att förvaltarna satsat eget kapital i fonden.

[2] Förändringen av lagstiftningen 1994 introducerade begreppet nationella fonder och gjorde det möjligt att bilda en svensk hedgefond. Lagrummet och huvudkriterier för placeringsregler etc är desamma som för andra värdepappersbolag, men via tillstånd från Finansinspektionen kan hedgefonden avvika från dessa regler i preciserade avseenden. Förutsättningen är att de vänder sig enbart till professionella placerare och inte marknadsför sina produkter till en bred allmänhet. Vissa riskbegränsningar har formellt ålagts, och portföljen måste redovisas öppet kvartalsvis. Dessutom har Finansinspektionen möjlighet att utan förvarning göra kontroller på plats.

ägare och långivare får ofta hålla till godo med mycket knapphändig information. Den begränsade tillsyn som flertalet hedgefonder åtnjuter underlättar hemlighetsmakeriet. Naturligtvis försvåras även forskning på området på grund av den begränsade informationen.[3]

- **Inget för småsparare**. Minimiinsatsen är ofta 1 miljon dollar. Investerarkollektivet består främst av rika privatpersoner, även om institutionella placerare blivit allt vanligare de senaste åren.

Varierande placeringsstrategier

Trots att hedgefondernas placeringsstrategier varierar kraftigt kan två huvudkategorier skönjas.

Trots att hedgefondernas placeringsstrategier varierar kraftigt kan enligt vår mening två huvudkategorier skönjas. Den första kategorin kan betecknas som urtypen för traditionella hedgefonder. Fonden kombinerar till exempel försäljning (kort position) och köp (lång position) av en under- respektive övervärderad tillgång och söker en avkastning som är oberoende av utvecklingen för marknaden som helhet. Förenklat är fonden därmed skyddad mot den så kallade marknadsrisken, genom att till exempel ett generellt prisfall bidrar till att värdeförändringarna för de långa och korta positionerna tar ut varandra. Därav namnet hedgefond, eftersom hedge betyder skydd, gardering, på engelska. Avkastning och risk härrör från prisskillnaden mellan tillgångarna och den hävstångseffekt som kan uppnås via lånefinansiering och derivat (se exempel sid 27–29). LTCM tillhör denna kategori av hedgefonder.

Den andra huvudkategorin av hedgefonder tar spekulativa positioner utifrån bedömningar av riktningen för prisutvecklingen på enskilda tillgångar (till exempel en aktie i ett bolag under konkurshot) eller för en marknad som helhet (till exempel ett generellt börsfall). Ofta analyserar därför fonderna påtagliga förändringar i den globala ekonomin likaväl som mikroförhållanden i detalj. Poängen är att dessa fonder inte systematiskt skyddar sig (”hedgar”) mot alla övriga risker. Därmed kan fonderna knappast betecknas som hedgefonder i traditionell mening utan snarare som fonder som utnyttjar hedgefondens typiska bolagskonstruktion och dess frihetsgrader i rent spekulativa syften. I rutan nedan finns en klassificering av olika typer av hedgefonder och deras placeringsstrategier.

För att uppnå önskad exponering använder sig hedgefonderna av en mängd olika finansiella instrument inom i stort sett samtliga marknader, det vill säga va-

[3] Det finns dock några institut som löpande följer hedgefondernas utveckling. Exempel på dessa är MAR/Hedge, Van Hedge Fund Advisors, TASS och Financial Risk Management Limited.

luta-, ränte- och aktiemarknaderna. Genom att utnyttja till exempel derivat – ett instrument där ett avtal ingås i dag om ett framtida pris på en tillgång – kan riskprofilen på placeringarna renodlas genom att en del risker säljs och andra behålls.

Hedgefonderna agerar globalt. De senaste åren har de exempelvis varit mycket aktiva på de ”nya” marknaderna i Ryssland, Asien och Sydamerika. Hedgefonderna har dock gett sig till känna tidigare, bland annat genom att spekulera i valutor vid ERM-krisen 1992 och Mexikokrisen 1994–95, i konvergenshandeln för statsobligationsräntor inför EMU-starten samt vid fallet för den thailändska valutan i juli 1997.

Olika typer av hedgefonder[4]

Market-Neutral
Fonder som agerar på i stort sett samtliga typer av finansiella marknader och som försöker utnyttja tillfälliga ”felprissättningar”. Avkastningen är således till stor del oberoende av riktningen på marknadsutvecklingen. Detta är urtypen för en hedgefond i traditionell mening.

Macro
Spekulerar i globala förändringar på makroplanet vilka reflekteras i räntor, valutor och aktier. Tar positioner på den direkta marknadsutvecklingen. Försök till maximering av avkastningen via den så kallade hävstångseffekten som kan åstadkommas via belånade placeringar och derivat.

Global
Som Macro fast mer inriktade på utvecklingsmarknader och andra specifika regioner i världen.

Event-driven (händelsedriven)
Fonder som spekulerar i specifika händelser – företagssammanslagningar, fallissemang med mera – och som tar positioner utifrån dessa spekulationer.

Long Only
Traditionella aktiefonder strukturerade som hedgefonder (arbetar med lånefinansierade innehav för sina långa positioner).

Dedicated Short Sales
Tar korta positioner i värdepapper. Lånar värdepapper och säljer dem direkt i hopp om att köpa tillbaka dem till ett lägre pris och på så sätt tjäna pengar då priserna faller.

Sectorial
Tar positioner i aktier utifrån ett branschperspektiv.

Fund of Funds
Investerar sin portfölj i andra hedgefonder. Minimiinsatserna i dessa fonder är mycket höga, ofta över 1 miljon dollar

[4] Denna klassifikation är hämtad från företaget MAR/Hedge som löpande publicerar fakta om hedgefonder. Andra klassifikationer finns.

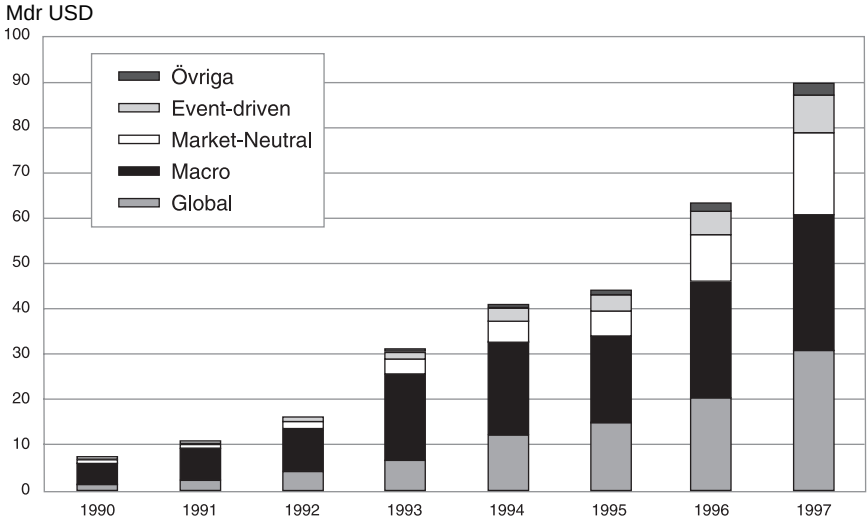
Hedgefonder – en växande industri

I dag finns det ca 3 000–5 000 hedgefonder som förvaltar ett kapital motsvarande cirka 100–400 miljarder dollar.

Eftersom tillgången till information om hegdefonder är mycket begränsad och osäker varierar uppgifterna om deras omfattning mycket. En sak är dock säker: hedgefondernas verksamhet har vuxit mycket kraftigt de senaste åren. I dag finns det ca 3 000–5 000 hedgefonder som förvaltar ett kapital motsvarande cirka 100–400 miljarder dollar. Som en jämförelse fanns det i början av 1990-talet endast något hundratal hedgefonder med cirka 10 miljarder dollar under förvaltning. I diagram 1 ser vi att det kapital som placerats i hedgefonder har vuxit kraftigt under 1990-talet. Kategorierna *Macro*, *Global* och *Market-Neutral* dominerar och svarade 1997 för cirka 90 procent av de totala, förvaltade tillgångarna.[5]

I kategorin *Macro* återfinns George Soros välkända Quantum Fund och Robertsons Tiger Management vilka enligt uppgift för närvarande förvaltar sammanlagt omkring 30 miljarder dollar.[6] Förutom ett mindre antal stora fonder är dock de flesta hedgefonder relativt små, och cirka 50 procent av fonderna förvaltar mindre än 100 miljoner dollar.[7] Relativt det dominerande investerarkollektivet

Diagram 1. Förvaltade tillgångar* uppdelade på olika typer av hedgefonder 1990–97



Källa: MAR/Hedge. Vid varje års slut (ultimo).

[5] MAR/Hedge, exklusive Fund of Funds.
[6] Steinberger [augusti 1998], Euromoney.
[7] TASS, P. COTTIER.

på de globala finansiella marknaderna förvaltar hedgefonderna dessutom en mindre del av det totala sparkapitalet.

Delvis på grund av bristande insyn samt rykten om högt belånade spekulationsstrategier och förmåga att påverka marknadsutvecklingen, har hedgefonderna ofta kommit att utses till syndabock vid dramatiska händelser på de finansiella marknaderna. De beskylls för att ha profiterat på och orsakat – eller åtminstone förvärrat – händelser som börsfallet i oktober 1987 och fallet för den thailändska bahten 1997, för att ge ett par exempel. Det har dock hittills varit vanskligt att belägga att hedgefonderna de facto profiterat på eller orsakat dessa händelser, vilket bland annat framgår av studier publicerade av IMF och NBER 1998.[8] Det är svårt att finna empiriskt stöd för tesen att hedgefonderna i allmänhet systematiskt kan driva marknader och utnyttja flockbeteenden till sin fördel. Dessutom behöver det faktum att Soros hedgefond gjorde stora vinster i samband med fallet för det brittiska pundet 1992 inte nödvändigtvis betyda att det var fondens agerande som fick valutan att falla.

Det är svårt att finna empiriskt stöd för tesen att hedgefonderna kan driva marknader och utnyttja flockbeteenden till sin fördel.

En annan utbredd uppfattning är, som framgått, att hedgefonderna i allmänhet är mer riskfyllda och belånade än andra fonder och finansiella aktörer. Det finns dock en del uppgifter som nyanserar denna bild (se ruta nedan).

LTCM – uppgång och fall

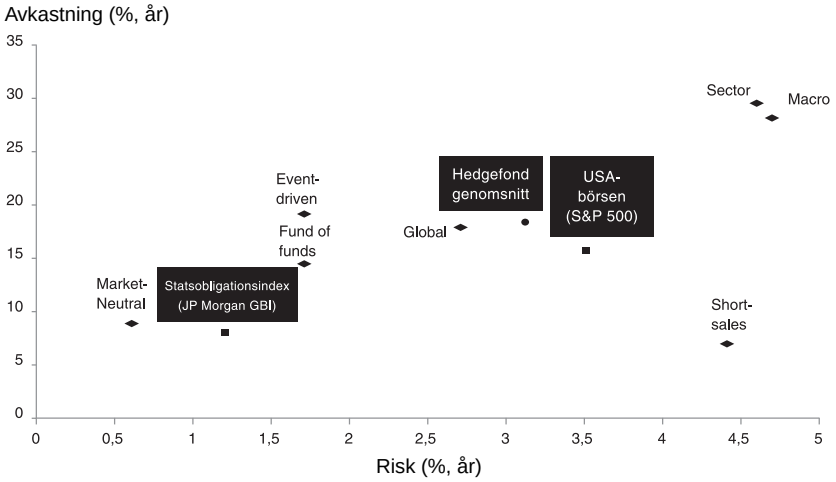
Hedgefonden Long-Term Capital Management (LTCM) startades 1994 av bland andra den välkände finansstrategen John Meriweather. Fonden fick sitt säte i USA (Greenwich, Connecticut) och undvek myndighetstillsyn genom bolagskonstruktionen (limited partnership). De förmögna privatpersoner som investerade i fonden var tvungna att låsa sitt kapital för en längre tid och samtidigt finna sig i att inte informeras om LTCM:s riskexponering. LTCM karakteriserade sig själv som en fond av typen Market-Neutral. LTCM:s affärsidé var bland annat att söka utnyttja statistiska/matematiska modeller för att hitta ”felprissättningar” mellan tillgångar – främst på räntemarknader – och att exploatera dessa med hjälp av finansiella derivat och belånade investeringar i värdepapper. Denna strategi underlättades sannolikt av den kompetens som 1997 års

LTCM:s affärsidé var bland annat att söka utnyttja statistiska/matematiska modeller för att hitta ”felprissättningar” mellan tillgångar.

[8] Se Chadha, B. & Jansen, A [maj 1998], IMF, samt Brown, Goetzmann & Park [februari 1998], NBER.

Risk och avkastning – en överraskning?

En vanlig uppfattning är att avkastningen, men också riskerna, är betydligt högre för hedgefonder jämfört med övriga finansiella placeringar, såsom aktiefonder, enskilda aktier eller ränteplaceringar. Av diagrammet nedan framgår dock att under perioden 1990–97 var den amerikanska börsen mer riskfylld (mätt som annualiserad volatilitet) än flertalet hedgefonder, inklusive den genomsnittliga hedgefonden. Trots detta har flertalet hedgefonders genomsnittliga årsavkastning varit högre. Med andra ord indikerar detta att hedgefonder i allmänhet har förvaltat kapitalet väl. Alla hedgefondtyper – utom *Short Sales* – har haft högre riskjusterad avkastning (avkastning/risk) än USA-börsen under den aktuella perioden.



Källa: MAR/Hedge. Hedgefondgenomsnittet innefattar inte Long Only och Fund of Funds. Uppgifter saknas för Long Only, men kategorin förvaltar mindre än 1 procent av investerarnas totala insatta kapital i hedgefonder.

Statistiken kan dock vara något missvisande. Placeringsstrategierna och resultatutvecklingen varierar relativt mycket inom varje hedgefondkategori, med låg korrelation som följd. Därmed kan risken i en enskild hedgefond vara mycket stor (fallet LTCM är ett bra exempel på detta). Den låga korrelationen i kombination med att hedgefonderna i allmänhet uppvisar en låg korrelation med traditionella placeringar, är faktorer som medför att investeringar i hedgefonder kan utnyttjas av portföljförvaltare i diversifieringssyfte.

En bidragande orsak till att hedgefonderna i allmänhet inte är så riskfyllda som ofta görs gällande kan vara att omfattningen av belånade placeringar överdrivs. Forskningsinstitutet Van Hedge Fund Advisors uppger att cirka 30 procent av hedgefonderna inte använder belånade placeringar över huvud taget, att 54 procent har en kvot (skulder/eget kapital) på mindre än 2 och att en belåningsgrad på 10 gånger är mycket sällsynt.[9] Som en jämförelse finns uppgifter om att en belåningsgrad på 20 och därutöver är vanligt förekommande bland investmentbankernas egna portföljplaceringar. LTCM uppges i augusti 1998 ha haft lånefinansierade placeringar som översteg det egna kapitalet hela 50 gånger. Detta indikerar att LTCM tog extremt stora risker. Leverage – mätt som skulder i förhållande till eget kapital i balansräkningen – är dock ett trubbigt mått på risken i portföljen, eftersom hänsyn inte tas till positioner utanför balansräkningen (derivat) som kan verka i riskreducerande riktning.

[9] Se Statement to Members of Congress (USA) av S.A. Londsdorf, VHA President (1998-10-01).

nobelpristagare i ekonomi – Myron Scholes[10] och Robert Merton – kunde bidra med. Åren 1995 och 1996 gav fonden (efter avdrag för förvaltarnas avgifter) en avkastning på mer än 40 procent per år – klart mer än den amerikanska börsen – och ryktet om framgångarna spred sig.[11]

Vad fick utvecklingen att vända?

Under 1998 uppges LTCM främst ha spekulerat i ränteskillnader på obligationsmarknaderna i USA, Europa och Japan. Den bärande tanken var förväntningar om att de ”onormalt” stora ränteskillnaderna skulle minska mellan obligationer med olika likviditets- och kreditrisk, bland annat mellan bostads-, företags- och statsobligationer. Marknadsutvecklingen 1998 gick dock emot LTCM (se exempel i rutan nedan). I spåren av Asienkrisen och sommarens börsfall blev finansmarknadens aktörer allt mer försiktiga. Den ryska devalveringen samt moratoriet på delar av utlandsskulden den 17 augusti bidrog till stora förluster för flertalet aktörer och inledde en allt sämre utveckling på finansmarknaderna. Behovet att sälja tillgångar för att täcka förluster tilltog generellt och bidrog, tillsammans med en minskad riskvilja bland placerare, till stigande likviditets- och kreditriskpremier på världens räntemarknader samt massiv kapitalflykt från Emerging Markets och andra riskfyllda placeringar. Under denna oroliga period ansågs endast obligationer, som till exempel 10-åriga amerikanska och tyska statsobligationer, säkra. Stigande efterfrågan fick räntorna på dessa obligationer att falla kraftigt. ”Flykt till kvalitet och likviditet” blev det dominerande temat på de finansiella marknaderna och innebar slutet för LTCM.

”Flykt till kvalitet och likviditet” blev det dominerande temat på de finansiella marknaderna och innebar slutet för LTCM.

[10] Scholes utvecklade tillsammans med Black den så kallade Black & Scholes-modellen för prissättning av optioner som ännu i dag är den modell som de flesta marknadsaktörer använder sig av.

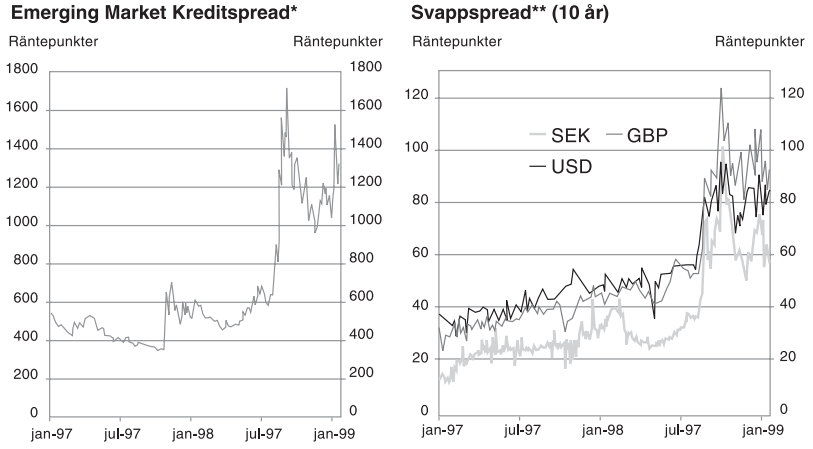
[11] Som en jämförelse var avkastningen i S&P 500 34 procent 1995 (LTCM 43 procent) och 20 procent 1996 (LTCM 41 procent).

LTCM – ett praktiskt exempel

Hur gick LTCM till väga? Med hjälp av lånefinansierade investeringar i värdepapper och finansiella derivat kunde LTCM med ett begränsat eget kapital spekulera i minskade räntedifferenser på obligationsmarknaden. Enligt uppgift var merparten av positionerna tämligen enkla till sin konstruktion, snarare än komplexa kombinationer med optionsegenskaper. Förenklat kan LTCM:s strategi illustreras med att fonden tog långa terminspositioner (som ökar i värde när priset stiger) i mer riskfyllda tillgångar som bedömdes vara undervärderade, till exempel

Vad hade LTCM spekulerat i?

LTCM hade bland annat spekulerat i konvergens mellan amerikanska statsobligationer med olika benchmarkstatus – så kallad on-the-runs (benchmark) och off-the-runs (ej benchmark) – med en viss likviditetsriskrelaterad ränteskillnad trots i princip samma löptid.[12] I likhet med flertalet andra hedgefonder uppges LTCM dessutom ha satsat på minskade ränteskillnader – så kallade kreditspreadar – mellan bland annat amerikanska statsobligationer och dollardenominerade statsobligationer utgivna av utvecklingsländer (däribland Ryssland).[13] LTCM påstås ha kryddat sin portfölj med positioner i aktieoptioner som speglade förväntningar om att volatiliteten på aktiemarknaden var överdriven och borde minska.[14] LTCM:s spekulationer gick stick i stäv med den utveckling som noterades på världens finansmarknader under sommaren och hösten 1998, med ökade ränteskillnader samt ökad volatilitet och försämrad likviditet generellt som följd (se diagram nedan).



Källa: ECOWIN

* Skillnaden i ränta mellan en viktad statsobligationsränta (obligationer denominerade i USD) för Emerging Markets och den amerikanska långräntan. De utvecklingsländer som ingår är Argentina, Brasilien, Bulgarien, Ecuador, Mexiko, Panama, Peru, Polen, Ryssland och Venezuela.

** Svappspreaden är skillnaden mellan den fasta räntan i en räntesvapp och statsobligationsräntan för samma löptid. Den ger en grov uppskattning av marknadens prissättning av skillnaden i kreditrisk mellan privat och statlig sektor.

amerikanska företags- eller bostadsobligationer, och samtidigt tog korta terminspositioner (som ökar i värde när priset sjunker) i tillgångar som bedömdes vara övervärderade relativt de förra tillgångarna, till exempel amerikanska statsobligationer. Den totala positionen (långa plus korta) ökar i värde om räntedifferensen minskar och sjunker i värde om differensen ökar. Däremot är den totala positionen skyddad mot *generella* ränterörelser – marknadsrisken – då terminstillgång och terminsskuld är lika stora.[15] Risk och avkastning är således enbart relaterade till räntedifferensen.

LTCM använde repomarknaden för att i praktiken åstadkomma dessa positioner med mycket liten kapitalinsats. Nedan följer ett något förenklat exempel på hur detta kan ha gått till.

LTCM använde repomarknaden för att i praktiken åstadkomma positioner med mycket liten kapitalinsats.

Lång position i bostadsobligationer (se figur).

LTCM köper en bostadsobligation (BOBL) avista på marknaden. Betalningen finansieras via ett kortfristigt lån i bank. Fonden lämnar sedan obligationen till banken som säkerhet för lånet. Rent formellt säljer fonden obligationen till banken med ett avtal att köpa tillbaka papperet till ett förutbestämt pris (så kallad repa[16]). Således ingen kapitalinsats för hedgefonden.

När lånet, det vill säga repan, förfaller (en vanlig löptid på repomarknaden är två–tre dagar[17]) sker det omvända: fonden betalar tillbaka lånet och får tillbaka säkerheten (köper tillbaka bostadsobligationen). Samtidigt säljs obligationen på marknaden, och det är den betalning som fonden erhåller för obligationen som gör att fonden kan lösa lånet i banken (transaktionerna görs således samtidigt). Om bostadsobligationsräntan fallit (kursen stigit) under repans löptid, erhålls så-

[12] Obligationer med benchmarkstatus (on-the-run) ingår i obligationsindex som flertalet investerare placerar i. När obligationen faller ur index (off-the-run) minskar därför ofta handeln och därmed likviditeten.

[13] Dessa placeringar torde dock ha utgjort endast en mindre del av portföljen. Enligt LTCM:s egna uppgifter till sina investerare i september var endast cirka 16 procent av fondens förluster direkt relaterade till Emerging Markets.

[14] Denna position kan åstadkommas genom att till exempel utfärda en så kallad strut där köp och säljoptioner utfärdas på aktieindex med samma lösenpris och löptid. Förenklat har aktören därmed ”sålt volatilitet” och tagit en kort position som blir lönsam om den framtida faktiska volatiliteten blir lägre än marknadens genomsnittliga förväntningar.

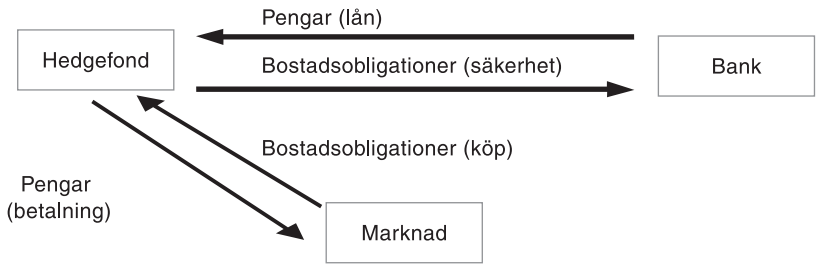
[15] Gäller under förutsättning av att priserna för obligationerna reagerar exakt lika på generella ränterörelser. Detta kräver att obligationerna har samma duration (och konvexitet).

[16] En repa definieras som en försäljning av värdepapper avista (i dag) i kombination med köp på termin (i framtiden) som innebär en skyldighet att genomföra köpet till ett pris som bestäms redan i dag. Då avista- och terminspriser är kända på förhand kan räntan enkelt beräknas på de pengar som aktören de facto lånar. Affären kan således också ses som ett tidsbegränsat lån mot säkerhet där en aktör lånar pengar i dag och lämnar ett värdepapper som säkerhet. När lånet förfaller sker återbetalning inklusive ränta samtidigt som säkerheterna återlämnas.

[17] I praktiken förnyas reporna löpande (”rullas” vidare), vilket innebär att löptiden i själva verket blir längre.

Lång terminsposition i statsobligationer

Figuren avser avistaleden



SUMMERAT

* Köp avista på marknaden (lång position)
* Sälj avista till banken (kort position)
* Återköpsavtal med banken (lång position), dvs ett köp på termin (syns ej i figuren)

Netto: **LÅNG TERMINSPOSITION**

ledes ett högre avistapris på marknaden vid försäljningen, jämfört med vad fonden betalade vid köpet några dagar tidigare. Om denna kursvinst överstiger reporäntan som fonden betalar till banken, har hedgefonden gjort en vinst på sin långa position i BOBL.

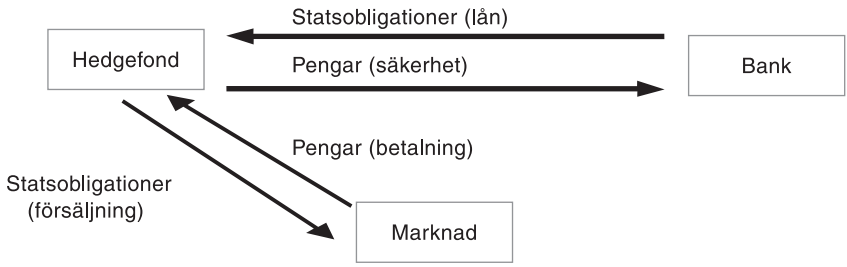
Kort position i statsobligationer (se figur).

LTCM lånar en statsobligation (SOBL) av banken och lämnar pengar som säkerhet till banken, det vill säga köper en obligation med ett avtal om att sälja tillbaka denna till ett förutbestämt pris (en så kallad omvänd repa). Inlåningen i banken, det vill säga säkerheten, finansieras via en avistaförsäljning av statsobligationen på marknaden. Således ingen kapitalinsats för hedgefonden.

När lånet, det vill säga den omvända repan, förfaller, lämnar hedgefonden tillbaka statsobligationen till banken, det vill säga säljer tillbaka denna till banken. Den obligation, som säljs till banken, köps således avista på marknaden och köpet finansieras med de pengar som fonden får tillbaka från banken. Om statsobligationsräntan stigit (kursen fallit) under den omvända repans löptid blir det pris som fonden betalar på marknaden för obligationen lägre än vad fonden betalat banken för obligationen några dagar tidigare. Hedgefonden gör således en vinst på sin korta position i SOBL.

Kort terminsposition i statsobligationer

Figuren avser avistaleden



SUMMERAT

* Sälj avista på marknaden (kort position)
* Köp avista av banken (lång position)
* Återförsäljningsavtal med banken (kort position), dvs en försäljning på termin (syns ej i figuren)

Netto: **KORT TERMINSPOSITION**

Risken är relaterad till räntedifferensen[18]

Stora förluster kan uppstå trots att fonden försäkrat sig mot marknadsrisken, förluster som måste täckas upp med eget kapital.

Terminspositionerna ger stor risk/chans (utväxling) vad gäller utvecklingen av räntedifferensen per egen satsad krona (här noll) – dvs. en kraftig hävstångseffekt (leverage) skapas. Anledningen är att positionen åstadkommits utan kapitalinsats. En minskad räntedifferens ger en hög avkastning på investerat kapital. Hävstångseffekten medför dock snabbt stora förluster vid ökad räntedifferens (till exempel som en följd av flykt till kvalitet och likviditet). Därmed kan stora förluster uppstå trots att fonden försäkrat sig mot marknadsrisken, förluster som måste täckas upp med till exempel eget kapital. Det grundläggande problemet är därför att hedgefonden snabbt kan bygga upp mycket stora risker och att det egna kapitalet snabbt kan förverkas. Konkurshotet kan därmed uppenbara sig mycket hastigt, även om nya lån kanske tidsmässigt kan förlänga processen.

Bankerna kräver extra säkerheter. I praktiken krävs det initialt en liten kapitalinsats i förhållande till i exemplet. Banken som erhållit bostadsobligationer som sä-

[18] Om obligationerna hålls till förfall erhåller hedgefonden en tämligen säker avkastning. Förenklat låses då ränteskillnaden mellan obligationerna in. Denna avkastning kan ses som ersättning för kreditrisken, då sannolikheten för att bostatsinstitutet fallerar bedöms vara högre än för att staten gör det.

kerhet för lånet till hedgefonden löper vid fallissemang risken att värdet på säkerheterna inte längre täcker utlåningen. För att gardera sig mot detta kräver banken till exempel bostadsobligationer till ett värde av 105 kronor för att motparten initialt ska få låna 100 kronor, det vill säga en så kallad *haircut* på 5 procent tillämpas. Om bostadsobligationerna skulle falla med mer än 5 procent kan banken komma att reagera med att kräva in ytterligare säkerheter, så kallade *margin calls*, för att kompensera sig för den ökade kreditrisken. Fullföljs ej detta åtagande kan banken (beroende på avtalskonstruktion) ha rätt att sälja säkerheterna (bostadsobligationerna) för att täcka den uppkomna kreditrisken. Bankens internt satta motpartslimiter kan sedan tvinga fram att alla affärer med hedgefonden bryts. Ytterst kan banken begära fonden i konkurs.

Vissa hävdar att LTCM försökte ge varje bank intrycket att den var en exklusiv motpart.

I konkurrensen om statuskunder som LTCM uppges bankerna ha gett fonden mycket generösa villkor för haircuts och margin calls. Mycket generösa motpartslimiter och osäkrad kreditgivning förekom dessutom. Eftersom insyn i fondens risktagande saknades kunde bankerna inte heller överblicka den mycket kraftiga riskexponering som LTCM byggde upp genom att använda sig av en mängd banker. Vissa anser att LTCM försökte ge varje bank intrycket att den var en exklusiv motpart. Därmed lurades kanske vissa banker att tro att åtminstone de hade en någorlunda god bild av LTCM:s riskexponering totalt sett.

LTCM:s fall

Den 2 september 1998 meddelade LTCM sina delägare att fondens värde sjunkit med hela 44 procent i augusti och med 52 procent dittills under året.

Eftersom utvecklingen gick åt fel håll, utifrån LTCM:s perspektiv, och räntedifferenserna ökade, föll värdet på fondens totala position. Därmed blev LTCM konkursmässig relativt snabbt, eftersom möjligheterna att täcka stora förluster med ett begränsat eget kapital var små. I ett brev daterat den 2 september 1998 meddelade LTCM sina delägare att fondens värde sjunkit med hela 44 procent i augusti och med 52 procent dittills under året. Nu spreds rykten och oro som en löpeld på marknaden. LTCM:s gigantiska positioner, jämförelsevis extrema risktagande (se ruta sid 24) och potentiella prispåverkan vid en avveckling bidrog till ökad osäkerhet och volatilitet samt till förstärkta flockbeteenden på de finansiella marknaderna. Enligt en grov uppskattning i tidningen Risk hade LTCM positioner kopplade till räntesvappmarknaden motsvarande 1 250 miljarder dollar, eller ca 5 procent av den globala marknaden.

Enbart *ryktet* om att LTCM hade en position på en viss marknad skapade oro och föranledde aktörerna att gå ur sina positioner, med bland annat stigande ränteskillnader på flertalet räntemarknader som följd. I det allmänt oroliga klimatet på finansmarknaderna, med minskad riskvilja/ökad risk, torde flertalet aktörer ha tagit det säkra före det osäkra och valt att inte vänta på tillförlitlig information. Detta kan vara en förklaring till varför svappspreadarna ökade kraftigt på flertalet räntemarknader hösten 1998 (se diagram sid 26). Oron förstärktes av farhågor om hur bankerna skulle agera i samband med problemen för LTCM.

Värdet på bostads- och företagsobligationer (och andra mer riskfyllda värdepapper) föll och väntades fortsätta att falla kraftigt. Bankerna kräver som påpekats in extra säkerheter, så kallade margin calls, då värdet på en obligation inte längre täcker utlåningen, det vill säga en kreditrisk uppstår. Dessa krav blev allt svårare för LTCM att möta, och fonden hamnade därför i en akut likviditetskris som ansågs snabbt skulle tvinga fonden att ta av det egna kapitalet för att möta åtagandena. Om bankerna således inte får in extra säkerheter i sina repo-affärer kan de (beroende på avtalskonstruktion) ha rätt att sälja befintliga säkerheter, låt vara kanske med förlust på krediterna om bostads- och företagsobligationer etc fallit i värde. Föreskrivna riskmandat för motpartrisker kan också tvinga dem som arbetar på bankens repo-avdelning att sälja säkerheterna. Dessutom fanns i det aktuella fallet risken att obligationerna i den allmänna turbulensen skulle falla än mer i värde. Sannolikt resonerade många banker som så, att det gällde att inte sälja för sent, detta för att begränsa förlusterna. Samtidigt minskade likviditeten på marknaderna, och den allmänna neddragningen av riskexponeringen väntades fortsätta. Allt detta bidrog till att skapa förväntningar om ökad flykt till kvalitet och likviditet. Detta förstärkte flockbeteendet, samtidigt som sannolikheten för att LTCM skulle gå i konkurs ökade.

På initiativ av Federal Reserve kom 14 banker överens om att tillsammans skjuta till 3,65 miljarder dollar för att undvika en systemkris.

I slutet av september 1998 var LTCM verkligen på randen till konkurs. Det egna kapitalet hade då sjunkit från cirka 4,8 miljarder dollar i januari till 600 miljoner dollar, det vill säga med nära 90 procent på bara nio månader.[19] På initiativ av Federal Reserve kom 14 banker överens om att tillsammans skjuta till 3,65 miljarder dollar för att driva LCTM vidare i form av ett konsortium och att avveckla fondens positioner på ett kontrollerat sätt. Faran var att effekterna av ett fallissemang och en okontrollerad avveckling av LTCM:s positioner skulle kunna hota de finansiella marknadernas funktionsätt och därmed skapa en systemkris.

[19] IMF [1998], World Economic Outlook, december 1998.

Varför systemrisk?

Systemrisk – en definition

Systemrisker inom det finansiella systemet uppstår när kreditproblem eller likviditetsproblem hos en aktör skapar betydande kredit- eller likviditetsproblem hos andra aktörer. De senare kan därmed fallera, trots att de egentligen inte har andra problem än att den förstnämnda aktören inte klarar av sina betalningar. I förlängningen kan detta leda till allvarliga störningar inom hela det finansiella systemet. Systemrisker uppstår i första hand i samband med mycket stora betalningar mellan aktörer på de finansiella marknaderna. Exempelvis kan ett viktigt finansinstitut hotas av att en stor betalning från en motpart uteblir eller försenas. I fallet LTCM var det risken för allvarliga störningar inom det finansiella systemet – att vissa marknader i stort sett skulle upphöra att fungera – som var det centrala problemet och som gjorde att den amerikanska centralbanken såg sig tvungen att agera.

Systemrisker inom det finansiella systemet uppstår när kreditproblem eller likviditetsproblem hos en aktör skapar betydande kredit- eller likviditetsproblem hos andra aktörer.

I detta sammanhang är det i första hand bankernas *motpartsrisker* som är aktuella utifrån systemriskperspektivet. Motpartsrisker är den kreditrisk som uppstår via bankernas exponering gentemot andra aktörer på finansmarknaden. Det som skiljer motpartsrisk från exempelvis ”vanlig” kreditrisk, som uppkommer i samband med utlåning till hushåll och företag, är att de enskilda exponeringarna vid motpartsrisker är mycket stora, medan sannolikheten för förluster är förhållandevis låg. De stora exponeringarna, tillsammans med låg diversifiering, gör emellertid att konsekvenserna av en enstaka betalningsinställelse ofta blir mycket stora. Risken för spridningseffekter inom det finansiella systemet – systemrisken – är därför stor. Inom exempelvis banktillsynsverksamheten har motpartsrisken länge varit mindre uppmärksammad, men de senaste årens ofta återkommande turbulens har gjort att inte minst centralbankerna uppmärksammar motpartsrisker i allt större utsträckning. I fallet LTCM är konsekvenserna av hög exponeringskoncentration för bankerna gentemot en enda aktör tydliga.

Motpartsriskerna kan delas in i *full kreditrisk* och *ersättningskostnadsrisk*. Full kreditrisk föreligger då kredit beviljats utan säkerhet, vilket innebär att hela det utlånade beloppet kan gå förlorat. Ersättningskostnadsrisk föreligger vid utlåning mot säkerhet. Risken är då att värdet av säkerheten minskar, så att säkerheten inte fullt täcker det utlånade beloppet. Huruvida förlust uppstår beror således på marknadsrörelserna.

En tredje typ av motpartsrisk är *likviditetsrisk*, som uppstår när en finansiering för en marknadsaktör plötsligt dras tillbaka och därmed försätter aktören i likviditetsbrist. Detta kan uppstå genom att en betalning – lån eller återbetalning av ett lån – från en motpart uteblir men också på grund av att ett värdepapper i portföljen inte går att omvandla till likvida medel, det vill säga går att sälja på marknaden. I fallet LTCM var det främst det sistnämnda som blev en realitet för många aktörer, eftersom marknaden för flera typer av värdepapper i stort sett upphörde, eller åtminstone riskerade att upphöra.

Många aktörer drabbades av akut likviditetskris när marknaderna i stort sett upphörde att fungera.

Det faktum att LTCM räddades efter det att en rad investmentbanker, på inrådan av Federal Reserve i New York, skjutit till kapital till fonden, visar att hedgefonder av LTCM:s storlek de facto kan ge upphov till systemrisker om de får problem. Systemrisken i detta fall härrör från bankernas riskexponering gentemot fonderna

Bankernas exponering mot hedgefonder

Bankernas exponeringar mot hedgefonder kan indelas i två grupper: direkta och indirekta exponeringar.

Direkta exponeringar. Direkta exponeringar omfattar de exponeringar som uppstår genom att bankerna agerar som hedgefondernas motparter på framför allt repo- och derivatmarknaden. Direkta exponeringar uppstår också genom investeringar i, samt utlåning direkt till fonderna. I detta fall är det av vikt att skilja mellan utlåning mot säkerhet och utlåning utan säkerhet.

Den risk som är förknippad med utlåning mot säkerhet är detsamma som ersättningskostnadsrisk, det vill säga risken för att värdet av säkerheten minskar så att säkerheten inte fullt täcker det utlånade beloppet. Denna risk är således speciellt förknippad med repomarknaden, där all utlåning sker mot säkerhet. För att en förlust ska uppstå krävs således både att motparten fallerar och att värdet på säkerheten, värdepapperet, minskar. För utlåning utan säkerhet har banken däremot full kreditrisk. I fallet LTCM finns det flera uppgifter som gör gällande att en förhållandevis stor del av utlåningen skedde utan säkerhet, även om huvuddelen av utlåningen var säkrad. För att minska ersättningskostnadsrisken är det, som påpekats, många banker som kräver så kallad haircut vid utlåning mot säkerhet, vilket innebär att värdet av säkerheten redan i utgångsläget överstiger värdet av lånet.

Storleken på bankernas direkta exponeringar är i allmänhet lätt för bankerna att beräkna.

Indirekta exponeringar. I de fall då hedgefonder får problem med att fullfölja sina betalningar måste fondens motparter, investmentbankerna, ofta avveckla sina positioner gentemot fonden, vilket i sig kan leda till att förlust uppstår.

Indirekta exponeringar handlar till stor del om motparternas exponeringar mot vissa marknader som hedgefonderna är aktiva på.

Indirekta exponeringar handlar således till stor del om motparternas exponeringar mot vissa *marknader*, det vill säga de marknader som den aktuella hedgefonden är aktiv på. Riskerna för förluster och hur stora dessa eventuella förluster blir beror i huvudsak på två faktorer.

Dels kan de aktuella fonderna vara aktiva på marknader som redan i utgångsläget kännetecknas av bristande likviditet. Därmed uppstår en omedelbar risk för de banker som exponerar sig mot vissa hedgefonder. Detta lär också ha varit fallet vad gäller LTCM, som hade stora placeringar i marknader/instrument kännetecknade av hög volatilitet och låg likviditet. (Bland annat gällde detta vissa OTC-derivat.) LTCM, och därmed också dess motparter bankerna, var dessutom ofta mycket stora aktörer på de marknader de var exponerade emot.

Dels kan den generella marknadsutvecklingen vid tillfället för positionsavvecklingarna vara ogynnsam. I fallet LTCM var detta tydligt, då finansmarknaderna under hösten 1998 kännetecknades av oro till följd av Asien- och Ryssland-skriserna. Följderna blev bland annat en flykt till säkrare placeringar och den lägre likviditet på många marknader som detta i sin tur gav upphov till.

Storleken på den risk som ligger i de indirekta exponeringarna är således densamma som risken för att den aktuella banken inte ska kunna avveckla sina positioner på denna marknad på ett tillfredsställande sätt, eller att marknaden i värsta fall upphör att fungera. Denna risk stiger, ju större bankernas positioner är i förhållande till marknadens totala storlek.

Kännetecknande för de indirekta exponeringarna är att de, i motsats till de direkta, är mycket svåra att beräkna för bankerna.

Finansiell stabilitet/instabilitet

Ett fallissemang eller risken för ett fallissemang för en stor aktör kan i sig leda till instabilitet på de finansiella marknaderna. Detta kan bidra till att eventuella förluster till följd av de ovan beskrivna exponeringarna blir än större. Än värre, ur ett centralbanksperspektiv, är att hela finansmarknaden, eller stora delar av denna, kan upphöra att fungera. (Notera skillnaden jämfört med ovan beskrivna indirekta exponeringar som bara gällde de banker som har exponeringar gentemot hedgefonder.) Det kan på sikt få långtgående negativa effekter på ekonomin i stort.[20]

[20] Om finansmarknaden upphör att fungera upphör även den allokeringsfunktion som är dess främsta uppgift.

Oro på marknaderna till följd av att en hedgefond av LTCM:s storlek får problem uppstår som tidigare beskrivits dels genom en allmän neddragning av riskexponering, dels genom en ”flykt till kvalitet”. Detta leder till att likviditeten i marknaden snabbt minskar och volatiliteten ökar. Ett fallissemang för en hedgefond kan leda till att fondens motparter blir tvungna att avveckla sina positioner på marknaden, vilket leder till ett överutbud av vissa tillgångar på samma marknad. Detta leder till att oron på marknaden ökar än mer. Enbart *förväntningar* om att stora positionsavvecklingar är nära förestående kan leda till ökad oro. Att likviditeten minskar drastiskt innebär ofta att spreadarna, det vill säga skillnaderna mellan köp- och säljkurser, kraftigt ökar, vilket gör det väldigt dyrt och ibland omöjligt för en bank att avveckla en position på marknaden.

Det var främst risken för en turbulent finansmarknad med alla dess negativa konsekvenser samt risken för att LTCM:s motparter, investmentbankerna, skulle göra stora förluster på en icke fungerande marknad som gjorde att Federal Reserve tog initiativet till en räddningsaktion för hedgefonden. Att vissa av LTCM:s motparter bland bankerna riskerade att göra förluster på krediter som lämnats till fonden spelade med största säkerhet en underordad roll i det här sammanhanget. I den amerikanska centralbankens intresse ligger ju inte minst att värna om stabiliteten på finansmarknaden. Utan tvekan hade instabiliteten och turbulensen på denna blivit än större och fått mer långtgående effekter om det blivit fråga om en okontrollerad avveckling av LTCM.

Värt att observera är att även marknader som egentligen ligger utanför den initiala oroshärden ofta drabbas vid global oro och en ty åtföljande ”flykt till kvalitet”. Även aktörer som inte haft någon exponering mot den problemtyngda hedgefonden riskerar därför att drabbas av stora förluster till följd av det förändrade marknadsläget.

Värt att observera är att även marknader som egentligen ligger utanför den initiala oroshärden ofta drabbas vid global oro.

Hur kunde detta hända?

Enligt vår mening var det flera faktorer som särskilt bidrog till kollapsen för LTCM och den påföljande turbulensen på de finansiella marknaderna: *bristande insyn, överdrivet förtroende för de välrenommerade fondförvaltarna, bankernas bristande riskkontroll, modellers oförmåga att progno-*

Faktorer som bidrog till kollapsen: bristande insyn, överdrivet förtroende för de välrenommerade fondförvaltarna, bankernas bristande riskkontroll, med mera.

stisera oväntade händelser, samt de internationella investmentbankernas stora positioner, liknande den som LTCM hade.

Bristande insyn i LTCM:s portfölj och riskexponering är en uppenbar förklaring till varför långivare med flera inte upptäckte faran i tid. Överdrivet förtroende för LTCM:s finansiella stjärnlag och fondens höga avkastning fick dessutom bankerna att kompromissa med riskkontrollen. I hård konkurrens om statuskunder som LTCM uppges bankerna ha gett fonden mycket generösa villkor för säkerheter som lämnats vid repo-affärer och handel med OTC-derivat. Mycket väl tilltagna motpartslimiter och en del osäkrad kreditgivning förekom dessutom. Eftersom insyn i fondens riskexponering saknades kunde bankerna inte heller överblicka den i realiteten mycket kraftiga riskexponering som LTCM byggde upp genom att använda sig av ett stort antal banker. Vissa bedömare anser, som påpekats, att LTCM försökte ge intrycket att varje bank var en exklusiv motpart. med en hyfsad bild av fondens samlade riskexponering.

Frågan kvarstår dock, varför ingen misstänkte att LTCM:s höga historiska avkastning också var förknippad med hög risk, särskilt som Meriweather redan tidigare gjort sig känd för att ta mycket stora risker. En del bedömare anser å andra sidan att den snabba utvecklingen av de finansiella marknaderna och hedgefondernas framfart de senaste åren bidragit till att minska antalet ”felprissättningar” (prisskillnader för tillgångar som teoretiskt bör handlas till samma pris) och således till mer effektiva marknader. Därmed tvingades LTCM med flera hedgefonder att öka risken för att kunna förbättra avkastningen.

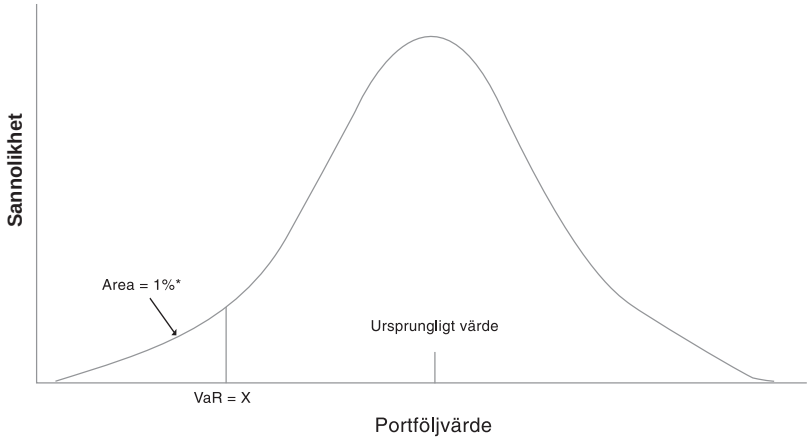
Statistiska modeller baserade på historiska data har svårt för att förutspå extrema händelser. Sannolikheten för att det ryska moratoriet skulle inträffa, med påföljande panikflykt till kvalitet och likviditet på de finansiella marknaderna, var säkert mycket liten, enligt beräkningar baserade på historiska data – men ändå hände det. Historiska korrelationer bröts och plötsligt var till exempel priserna på i princip alla riskfyllda tillgångar fullständigt korrelerade, eftersom kapitalflykten eskalerade och koncentrerades i tiden. Vissa indikationer, bland annat av Scholes själv, ger vid handen att tilltron till prognosförmågan hos avancerade statistiska/matematiska modeller delvis bidrog till LTCM:s fall, även om placeringsbeslut och val av riskexponering vanligen kombineras med andra bedömningskriterier och inte baseras enbart på modellresultat.[21] Redan tidigt under sommaren 1998 kunde ”onormalt” stora avvikelser från det historiska genomsnittet i olika finansiella priser noteras. Den aktör som fortfarande litade på modellernas prognosförmåga – vilket LTCM uppges ha gjort – fick därför signalen att öka exponeringen,

[21] Se Affärsvärlden [2 december 1998].

Value at Risk – en modellrisk?

VaR anger den förlust som med en given sannolikhet (vanligen 5 procent eller 1 procent) kommer att överskridas under en specificerad tidsperiod.[22] Flertalet varianter av VaR utgår från antagandet att portföljavkastningen är approximativt normalfördelad och att historisk volatilitet är en bra prediktor på framtida volatilitet. När det gäller riskexponering under turbulenta marknadsförhållanden är det dock inte normala utan extrema händelser som är de intressanta. Således är det olämpligt att använda normalfördelningsantagande och för snäv konfidensnivå, eftersom det är svansarna på fördelningen som är de relevanta – det vill säga extrema fall med låg sannolikhet men med potentiellt allvarliga konsekvenser ur risksynpunkt (tailrisk). Utvecklingen under sommaren och hösten 1998 var varken normal eller förutsägbar. Bland annat utgår beräkningen av VaR för en tradingportfölj från en viss horisont (normalt en till fem dagar) för vilken det ska vara möjligt att gå ur positionerna – det vill säga fungerande likvida marknader förutsätts. Problemet i detta sammanhang var sannolikt inte själva modellen utan dess tillämpning. En ökad användning av stresstester – där portföljen utsätts för en stor mängd av möjliga utfall – kanske kan ge en bättre vägledning ur risksynpunkt.

Value at Risk



** Tolkning: sannolikheten är 1 procent (givet) för en större förlust än X (för en specificerad tidsperiod) eller förenklat den maximala förlusten är X vid normala marknadsförhållanden (givet antagande)*

Användandet av VaR-modeller kan också i viss mån ha bidragit till att förstärka volatiliteten och flockbeteendet på marknaderna hösten 1998. Modellerna används ofta för att sätta tradinglimiter – riskgränser som en handlare tvingas följa. VaR lägger större vikt vid rörelser som ligger nära i tiden när den historiska volatiliteten beräknas. Vid kraftiga marknadsrörelser kan handlarnas risklimiter snabbt överskridas, med påföljd att de måste minska risken – till exempel genom att sälja tillgångar. När flertalet aktörer samtidigt agerar på detta sätt riskerar därför volatiliteten att öka.

[22] Se "Value at Risk", Jahel, Perraudin och Sellin, Riksbankens kvartalstidskrift 1998:2.

eftersom till exempel ryska tillgångar blivit särskilt ”billiga”. För LTCM, som spekulerade i minskade räntedifferenser, krävdes troligen absolut sett så små räntedifferenser på en del marknader att positionerna måste lånefinansieras för att ge en ordentlig avkastning. Samtidigt betydde det att riskexponeringen ökade.

Sannolikt bidrog i viss mån tillämpningen av den populära Value at Risk-modellen (VaR) till marknadsutvecklingen.

Investmentbankerna hade enligt uppgift tagit stora spekulativa positioner liknande LTCM:s, i tron att bland annat räntedifferenser relaterade till kredit- och likviditetsrisk skulle minska.

Det är dock fel att beskylla hedgefonder i allmänhet för att ha orsakat turbulensen på de finansiella marknaderna hösten 1998. Flertalet hedgefonder producerade också bättre resultat än olika aktieindex och traditionella fondförvaltare under andra halvåret 1998. LTCM var ett extremfall, och att låta en hedgefond gå omkull bör i normalfallet inte ställa till problem för det världsomspännande finansiella systemet. Problemet var inte heller bankernas direkta utlåning till LTCM, som till en stor del var säkrad. Däremot bidrog de stora internationella investmentbankernas indirekta exponering mot LTCM till att förstärka oron på de finansiella marknaderna.

Investmentbankerna hade enligt uppgift tagit stora spekulativa positioner liknande LTCM:s, i tron att bland annat räntedifferenser relaterade till kredit- och likviditetsrisk skulle minska. LCTM:s historiskt mycket höga avkastning kan ha lockat investmentbankerna att tro att det fanns utrymme för fler aktörer för att göra vinster på konvergenshandel i obligationsräntor. Vissa pressuppgifter gör gällande att investmentbankerna i sina strategiska positioner bundit omkring 3 000 miljarder dollar på den amerikanska obligationsmarknaden, medan LTCM hade positioner motsvarande cirka 80 miljarder dollar.[23] En anonym – men välkänd – hedgefondförvaltare uttrycker det så här: ”The proprietary trading desks of the brokerage firms and banks are the biggest hedge funds of all. If one of them goes bust, we are all in the soup.”

Policyåtgärder

Viktigt att påpeka är att det främst är hedgefondernas motparter, det vill säga investmentbankerna, som brustit i sin riskhantering.

Händelseutvecklingen hösten 1998 i samband med problemen för LTCM har givit upphov till en rad diskussioner om vad som kan/bör göras för att minska risken för en upprepning. Krav på hårdare regleringar, bå-

[23] Economist [1998], ”The risk business”, 17 oktober 1998.

de för investmentbankerna och hedgefonderna, har förekommit. De flesta bedömare är överens om att bristen på insyn i hedgefondernas placeringar är ett problem och att ökad insyn skulle vara en fördel. Viktigt att påpeka är dock att det främst är hedgefondernas motparter, det vill säga investmentbankerna, som brustit i sina rutiner. Därför borde flertalet åtgärder och förändringar i första hand röra just bankerna – en ståndpunkt som delas av flertalet bedömare. Detta också på grund av att det är när de större aktörerna på marknaderna, det vill säga bankerna, får problem som systemrisk uppkommer och stabiliteten på marknaden hotas. (Det är just systemriskaspekten som förs fram av tillsynsmyndigheter och centralbanker.) En arbetsgrupp tillsatt av Baselkommittén för banktillsyn kom också fram till att möjliga åtgärder främst rör bankerna.[24]

Eventuella åtgärder kan indelas i *indirekta*, som rör hedgefondernas motparter, och *direkta*, som rör hedgefonderna.

Bland de *indirekta åtgärderna* rörande bankerna som diskuterats är det främst en förbättring av bankernas riskhantering (*risk management*) som förs fram. Bedömningarna av kreditrisker måste bli bättre, det är flertalet bedömare ense om. Något som ofta efterlyses i diskussionerna är regelbundet återkommande så kallade stresstester av bankernas positioner gentemot fonderna. Genom stresstester görs uppskattningar av hur olika typer av marknadsutveckling hypotetiskt påverkar marknadsvärdet på positionerna. Genom dessa tester ges således en bild av positionernas riskprofil. Stresstester bör kopplas ihop med VaR-analyser och bör ses som ett *nödvändigt* komplement till VaR. Med största säkerhet skulle bankernas riskmedvetenhet öka om stresstester användes oftare. En tänkbar konsekvens av en bättre riskhantering hos bankerna är att detta i förlängningen också leder till att fondernas risktagande blir något lägre, det vill säga att deras belåningsgrad inte får överstiga en viss gräns.

Stresstester bör kopplas ihop med VaR-analyser och bör ses som ett nödvändigt komplement till VaR.

Vad gäller förslag om ändringar av formella regelverk, exempelvis BIS:s regler för kapitaltäckning, är det helt klart svårt att införa specifika regler för just hedgefonder. Däremot behövs säkerligen en genomgång av gällande regelverk. Dagens regler borde inte fungera så att de på ett felaktigt sätt favoriserar en viss typ av risktagande. Det skulle i så fall (eventuellt) skapa incitament till ”osunda” placeringar och ”osund” utlåning.

Att införa nya, differentierade regler för bankernas exponering gentemot hedgefonderna, utan att först utvärdera dagens regler, skulle annars kunna ge just sådana effekter.

[24] ”Banks interactions with highly leveraged institutions”, Basle Committee on Banking Supervision, BIS (Basel 1999).

Även vad gäller eventuella krav på att bankerna ska redovisa sina aktuella exponeringar gentemot hedgefonder uppstår frågan huruvida särskilda regler bör gälla för exponeringar mot just hedgefonder. Problemet blir ju hur detta ska relateras till andra regler vad gäller en banks högsta exponering mot en och samma motpart. Det blir helt enkelt svårt att särskilja hedgefonder från en banks motparter i övrigt.

Skärpta krav på öppenhet hos bankerna, i syfte att värna om stabiliteten på finansmarknaden, är önskvärda.

Mer generella regler om öppenhet hos investmentbankerna kan dock vara önskvärda, just i syfte att värna om stabiliteten på finansmarknaderna.

Vid exempelvis riskvägningen av bankernas exponeringar finns också en del frågor som bör belysas närmare. En är den förhållandevis låga riskvägningen av många OTC-derivat vad gäller kapitaltäckningen. Bankernas repotransaktioner visavi hedgefonderna, det vill säga där bankerna lånar ut med värdepapper som säkerhet, är ett annat exempel. I dag finns inget formellt krav på att begära extra säkerhet (*haircut*) för risken att värdet på säkerheten faller och därmed inte fullt ut täcker det utlånade beloppet.

Vad gäller *direkta åtgärder* riktade mot hedgefonderna finns vissa möjligheter, låt vara också svårigheter, att genomföra dessa. Lämpliga åtgärder skulle exempelvis kunna vara krav på bättre riskhantering hos fonderna samt eventuellt också krav på information till berörda myndigheter. Även här finns emellertid problemet med att särskilja hedgefonder från övriga aktörer. Bland annat måste det finnas klara kriterier om vilka fonder som ska klassas som just hedgefonder. Ett annat problem är att hedgefonderna ofta är verksamma, eller snarare registrerade, i länder som har mer liberala regelverk. Hårdare krav i USA och i större delen av Europa skulle därmed vara helt verkningslösa. Bättre riskhantering hos hedgefonderna skulle emellertid utan tvekan minska riskerna för stora förluster.

En del bedömare menar att hedgefonderna i själva verket är långt ifrån helt okontrollerade och oreglerade.

En del bedömare, speciellt bland dem som själva är verksamma i branschen, menar att hedgefonderna i själva verket är långt ifrån helt okontrollerade och oreglerade. De har ju gentemot sina klienter, placerarna, förbundit sig att agera efter en viss strategi – en strategi som måste fullföljas.

Slutsatser

Denna artikel har tagit upp hedgefondernas verksamhet och den oro som fallissemanget för fonden LTCM gav upphov till, vilken roll dessa fonder spelar på marknaden, konsekvenser därav samt vilka förändringar i regelverken som är möjliga och troliga.

Efter denna genomgång kan följande slutsatser dras:

- Hedgefondernas placeringar är generellt sett mindre riskfyllda än vad som ofta görs gällande. Mycket tyder på att LTCM i sitt risktagande var ett extremfall.
- Riskerna med fallissemanget i LTCM hösten 1998 rörde främst de finansiella marknadernas stabilitet och inte de direkta kreditförluster som bankerna stod inför vid en eventuell konkurs för LTCM.
- Den viktigaste anledningen till fallissemanget var att LTCM:s motparter, det vill säga bankerna, brustit i sina rutiner, främst vad gäller riskhanteringen.
- Eventuella förändringar av gällande regelverk bör därför i första hand gälla bankerna, och inte hedgefonderna. Det som talar emot omfattande regleringar är att de riskerar att bli ineffektiva med avseende på både syftet och en smidig allokering av krediter.

Avslutningsvis är det värt att påpeka att hedgefonderna normalt bidrar till att förbättra likviditeten på marknaderna, bland annat genom att söka exploatera ”onormalt” stora ränteskillnader så som LTCM gjorde. Därmed spelar hedgefonderna i normalfallet en viktig roll på de finansiella marknaderna.

Det som talar emot omfattande regleringar är att de riskerar att bli ineffektiva med avseende på både syftet och en smidig allokering av krediter.

Referenser

Affärsvärlden [1998], ”Vad verkligheten lärde nobelpristagaren”, 2 december 1998.

BIS [1999], ”Banks´ Interactions with Highly Leveraged Institutions”, Basel Committee on Banking Supervision, BIS [Basel 1999]

Brown, S., Goetzmann, W. och Park, J., [1998], ”Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997”, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper 6427, februari 1998.

Chadha, B. och Jansen, A. [1998], ”The Hedge Fund Industry: Structure, Size and Performance”, i ”Hedge Funds and Financial Market Dynamics”, Occasional Paper 166, IMF, maj 1998

Economist [1998], ”Long-term sickness?” 3 oktober 1998.

Economist [1998], ”The risk business”, 17 oktober 1998.

Eichengreen, B. och Mathieson, D., m. fl., [1998], ”Hedge Funds and Financial Market Dynamics”, Occasional paper 166, Maj 1998.

El Jahel, L., Perraudin W. och P. Sellin, [1998], ”Value at Risk”, Penning- och valutapolitik, 1998: 2, Sveriges riksbank.

IMF, [1998], ”World Economic Outlook and International Capital Markets Interim Assessment”, december 1998.

Londsdorf, S.A. [1998], ”Statement to Members of Congress ”, Van Hedge Fund Advisors (VHA), USA, 1998-10-01.

Pension & Endowment [1998], ”Hedge Funds Demystified”, Goldman, Sachs & Co. och Financial Risk Management Ltd, juli 1998.

Ragnartz, C. och Östberg, J., [1997], ”Den svenska repomarknaden”, Penning- och valutapolitik, 1997: 3/4, Sveriges riksbank.

Riksbanken: Finansmarknadsrapport 1, november 1997 [Sveriges riksbank 1997].

Riksbanken: Finansmarknadsrapport 1, maj 1998 [Sveriges riksbank 1998].

Riksbanken: Finansmarknadsrapport 2, november 1998 [Sveriges riksbank 1998].

Risk [1998], ”Meriwether’s meltdown”, oktober 1998.

Steinberger, M., [1998], ”Overgrown and full of deadwood”, Euromoney, augusti 1998.

The Banker [1998], ”Behind the hedges”, november 1998, [Financial Times, London 1998].67