

TRUER HEDGEFOND DEN FINANSIELLE STABILITET?

Kristine Andenæs Axelsen, konsulent i Avdeling for finansielle instrumenter og betalingsystemer i Norges Bank¹

Det har i den senere tid vært mye fokus på såkalte hedgefond og deres innvirkning på de finansielle markedene. De er kjent for å gjøre investeringer med høy risiko, bruke mange typer finansielle instrumenter og være «flokkledere» i de finansielle markedene. De har fått rykte på seg for å skape ustabile markeder gjennom sin virksomhet både i fremvoksende og utviklede markeder. Antall hedgefond har økt sterkt, og de er i stand til å ta store posisjoner. Dette har ført til at det nå blir arbeidet mye med å kartlegge deres aktiviteter. Det er videre en diskusjon om behovet for å regulere dem.

1 Innledning

Hedgefondene er blitt beskyldt for å forsterke den turbulensen som har vært i mange fremvoksende økonomier. Bl.a. anklaget Malaysias statsminister Mohamad Mahatir hedgefondforvaltere som Georg Soros for at den malayiske valutaen (ringgit) deprimerte kraftig i 1997. Den australske sentralbanken har anklaget hedgefondene for regelrett å angripe den australske dollaren. Høsten 1998 ble Long-Term Capital Management (LTCM), et hedgefond basert i USA, reddet etter initiativ fra den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, etter at egenkapitalen nesten var gått tapt. Federal Reserve var bekymret for at en konkurs i LTCM ville forsterke den finansielle uroen som var i markedet.

Artikkelen er organisert på følgende måte. Kapittel 2 beskriver hva et hedgefond er, og ser på omfanget av virksomheten. Kapittel 3 tar for seg strategiene deres og implikasjoner for de finansielle markedene. Kapittel 4 ser på noen episoder med finansiell uro der hedgefond angivelig har deltatt. I kapittel 5 beskrives bankenes eksponering overfor hedgefond, fulgt av kapittel 6 om problemene rundt en mulig regulering. Til slutt oppsummeres artikkelen i kapittel 7.

2 Hva er et hedgefond?

Det finnes ingen presis definisjon av et hedgefond. Det engelske ordet hedge betyr å sikre, men i motsetning til hva navnet antyder, tar flere av fondene spekulative posisjoner. De er vanligvis organisert som partnerskap med begrenset ansvar.

På denne måten unngår de direkte regulering. De er således ikke under tilsyn, har ikke informasjonsplikt og er ikke underlagt restriksjoner med hensyn til hva slags transaksjoner de kan foreta seg. Forvalternes inntekt er basert på avkastningen i selskapet, noe som oppmuntrer forvalterne til å ta stor risiko for å øke selskapets egen avkastning. Rundt halvparten av verdens hedgefond er registrert i USA. De resterende er stort sett registrert i såkalte «offshore» sentre².

Minimumsplassering i et hedgefond er ofte over USD 1 million. For Tiger Fund, et av de største hedgefondene, er minimumsinnsatsen USD 5 millioner. Mange hedgefond krever at investorene binder kapitalen sin for en viss tid, vanligvis mellom fire måneder og ett år. Dette gir forvalterne større fleksibilitet til å investere på lengre sikt og til å kunne investere i mindre likvide instrumenter. Selv om hedgefond tradisjonelt har vært for private investorer, har det p.g.a. den høye avkastningen enkelte fond har hatt, vært en økende interesse for dem blant institusjonelle investorer som pensjonsfond, verdipapirfond, forsikringsselskaper og også banker. Rundt 80 prosent av investorene i hedgefond består av private investorer og 20 prosent består av institusjonelle investorer³.

Det eksisterer lite informasjon om hedgefond, og det meste av det som finnes, er basert på frivillig rapportering til selskaper som Van Hedge Fund Advisors, Hedge Fund Research og MAR/Hedge⁴. Det begrensede omfanget av infor-

² Land/byer som på grunn av gunstige skattebetingelser og lite eller ingen regulering er attraktive å drive finansiell virksomhet fra.

³ OECD (februar 1999).

⁴ Disse selskapene selger informasjon om hedgefond og deres utvikling til investorer.

¹ Takk til Arild Lund, Karsten Stæhr og Sindre Weme for mange innspill og kommentarer.

masjon er delvis knyttet til at de ikke er underlagt tilsyn eller informasjonsplikt. Van Hedge Fund Advisors har estimert at antall fond har økt fra 1.373 i 1988 til 5.830 i 1998, og at forvaltningskapitalen har økt fra USD 42 milliarder til USD 311 milliarder i samme periode, jf. tabell 1. De fleste av dem er små med under USD 100 millioner i forvaltningskapital. Et fåtall har en forvaltningskapital på USD 5-12 milliarder⁵. Sammenlignet med forvaltningskapitalen til institusjonelle investorer i OECD-land, som i 1996 var USD 26.001 milliarder, er midlene som forvaltes av hedgefond svært små. Grunnen til den store veksten i antall hedgefond kan delvis være den økte interessen fra institusjonelle investorer. I 1998 har veksten vært avtagende, trolig som en følge av turbulensen i noen fremvoksende økonomier og de foran nevnte problemene i LTCM. Anslagene for antall fond varierer sterkt avhengig av hvilken kilde som blir brukt. I 1997 var det i overkant av 1.000 fond, med en forvaltningskapital på USD 109 milliarder, som rapporterte til MAR/Hedge.

2.1 Investorenes og forvalternes insentiver

Hedgefond er attraktive for kapitalsterke investorer som ønsker å oppnå høy avkastning og samtidig diversifisere porteføljen. Det har historisk vært lav korrelasjon mellom avkastningen i aksje- og obligasjonsmarkedet og avkastningen til hedgefond⁶. Ved å inkludere hedgefond i porteføljen kan investorene få et bedre forholdstall mellom avkastning og risiko. Det faktum at forvalterne har svært

sterke insentiver til å maksimere avkastningen både gjennom egne innskudd og høye avkastningsbaserte honorarer, gjør hedgefond til et attraktivt investeringsobjekt.

Normalt mottar forvalterne 15-20 prosent av avkastningen dersom fondet har en høyere avkastning enn en på forhånd bestemt referanseindeks⁷, samt et administrasjonshonorar på 1 prosent av forvaltningskapitalen. Forvalterne er opptatt av høy avkastning både for å få et høyt forvaltningshonorar og for å få høy avkastning på egne investeringer. (Se egen ramme om resultatutviklingen til hedgefond.) De er også opptatt av risiko for å redusere muligheten for å tape eget innskudd. Dette til forskjell fra forvaltere i verdipapirfond, som vanligvis mottar en prosentandel av forvaltningskapitalen.

3 Strategier

MAR/Hedge-databasen klassifiserer hedgefond i åtte forskjellige kategorier, basert på strategier for investeringene:

Makro. Fond som posisjonerer seg i valuta-, rente- og aksjemarkedet (direkte og ved bruk av derivater) basert på fundamentale økonomiske indikatorer.

Global. Fond som investerer i fremvoksende økonomier eller konsentrerer seg om spesielle regioner. Disse fondene ser etter undervurderte verdipapirer i større grad enn makrofond, og bruker mindre indeksderivater enn makrofond.

Long only. Tradisjonelle verdipapirfond som er karakterisert som hedgefond fordi forvalternes inntekt er basert på avkastningen i selskapet og fordi fondet lånefinansierer posisjonene.

⁷ For eksempel S&P 500.

⁵ OECD (juni 1999).

⁶ Edwards (1999) fant en korrelasjon på 0,46 mellom avkastningen til en verdivektet portefølje av hedgefond og S&P 500 med data fra januar 1990 til august 1998. Han har begrunnet denne lave korrelasjonen med at hedgefond anvender mange forskjellige strategier. Hedgefond som for eksempel har som strategi å selge blanko (salg av finansielle instrumenter som selgeren ikke eier på salgstidspunktet heter blankosalg – «short sale» på engelsk) vil ha liten eller negativ korrelasjon med avkastningen i verdipapirmarkedet.

Tabell 1. Forvaltningskapital i hedgefond og hos institusjonelle investorer. Tall i milliarder USD. 1988-1998

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Antall fond	1.373	1.648	1.977	2.373	2.848	3.417	4.100	4.700	5.100	5.500	5.830
Forvaltningskapital hedgefond	42	58	67	94	120	172	189	217	261	295	311
Forvaltningskapital institusjonelle investorer OECD land ¹			13.768	15.574	16.637	19.014	20.805	23.489	26.001		

Kilde: Van Hedge Fund Advisors.

¹Kilde: OECD, Institutional Investors: Statistical Yearbook 1998.

Markedsnøytral. Fond som prøver å fjerne eller redusere markedsrisiko ved å kombinere korte og lange posisjoner, og som utnytter tilfeldige feilpriser. Dette er mest likt de opprinnelige hedgefondene.

Sektor. Disse har fokus på spesielle sektorer: helse, finansielle tjenester, mat og drikke, media etc.

Short sale (blankosalg). Fond som låner verdipapirer som de anser som overpriset og selger dem i markedet med en forventning om å kunne kjøpe dem til en lavere pris når de må leveres tilbake til opprinnelig utlåner. En som selger blanko, må vanligvis stille sikkerhet i andre verdipapirer eller kontanter tilsvarende verdien av de lånte papirene. Sikkerheten kan øke eller minke hvis markedsprisen på de lånte verdipapirene endrer seg.

Event-driven. Fond som inntar posisjoner med sikte på å tjene på spesielle begivenheter, som for eksempel omstrukturering i selskaper, konkurs, fusjon eller fisjon.

Fond i fond. Fond som investerer i andre hedgefond, noen med lånefinansiering.

Noen hedgefond er aktive i mange markeder og instrumenter, mens andre fokuserer på spesifikke markeder eller instrumenter. Et hedgefond vil som oftest ikke tilhøre kun en av kategoriene over. Forvalterne har en tendens til å variere strategiene over tid avhengig av faktorer i markedet, og kan også kombinere flere typer strategier. Noen fond bruker avanserte kvantitative teknikker, mens andre holder seg til subjektive vurderinger. Forvalterne gis forholdsvis frie tøyler til å velge strategi for å nå avkastningsmålene. Dette for å kunne reagere raskt når mulighetene byr seg.

Hedgefond leter etter arbitrasjemuligheter⁸ og investeringsmuligheter der markedsprisene divergerer fra det de mener fundamentale faktorer tilsier. Da disse prisskjevhetene er ansett som midlertidige, forventer hedgefond å tjene penger og avvikle sine posisjoner etter kort tid. Et

⁸ Arbitrasje er definert som muligheten til å profitere fra uoverensstemmelser i prisen på to instrumenter som ved forfall har samme verdi. I nyere litteratur har betegnelsen på arbitrasje blitt noe videre ved å inkludere profittering fra feilpriser av lignende instrumenter. Denne type arbitrasje (også kalt forventningsarbitrasje) involverer to transaksjoner: kjøp av de underprisede og salg av de overprisede instrumentene.

eksempel på en arbitrasjemulighet kan være der avkastningen på private obligasjoner er historisk høy relativt til avkastningen på statsobligasjoner. En investor med et slikt syn spekulerer i at kreditt- og/eller likviditetsrisikopremien vil falle tilbake til historisk nivå. Investorene vil i dette tilfelle kjøpe private obligasjoner og selge statsobligasjoner blanko. Samtidig kan fondet isolere typer risiko de ikke er villige til å ta, for eksempel ved å sikre seg mot en generell økning i renten slik at de kan få gevinst fra en utvikling i prisskjevhetene alene. Hedgefond kan på denne måten ha en viktig funksjon i å korrigere feilpriser raskt og effektivt.

Generelt er hedgefond mer aktive brukere av derivater enn andre fondsforvaltere. Bruk av derivater er attraktivt for hedgefond, da det øker giringen deres (belåning i form av gjeldsfinansiering eller bruk av derivater) og dermed også muligheten for høy avkastning på egenkapitalen. Ofte er det også bedre likviditet i derivatmarkedet enn i de underliggende papirene, og kostnadene er som regel lavere.

3.1 Giring

Høy grad av giring gjør at hedgefondenes investeringsporteføljer blir mer følsomme overfor forandringer i markedspriser. Det åpner for mulighetene til høy avkastning, men også mulighetene til store tap dersom markedet skulle bevege seg i deres disfavør.

Lånefinansierte posisjoner kan være flyktige og bli trukket raskt ut i krisesituasjoner. Dette kan medvirke til store prisbevegelser og ha implikasjoner for finansiell stabilitet.

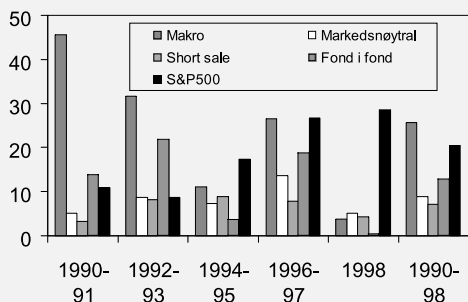
Hedgefond kan øke sin giring ved å ta opp lån, gjennom bruk av gjenkjøpsavtaler, blankosalg og derivatkontrakter. Valg av finansiering påvirkes av tilgjengeligheten. For eksempel har statsobligasjonsmarkeder blitt attraktive for hedgefond dels p.g.a. likviditeten i disse markedene og dels p.g.a. det tilknyttede gjenkjøpsavtalemarkedet som muliggjør lånefinansiering. Mange fond varierer giringen avhengig av risikoen i investeringen. Hvis risikoen er lav, økes giringen og omvendt. Likviditeten i markedet kan også påvirke graden av giring.

Graden av giring er vanskelig å estimere fordi hedgefond ikke har noen rapporteringsplikt, og estimatene som finnes er basert på frivillig rappor-

Resultatutviklingen til hedgefond

Resultatutviklingen til hedgefond varierer sterkt. Resultatet er avhengig av tidsperioden som er valgt og type hedgefond. Resultater basert på data fra MAR/Hedge sammenligner fire typer hedgefond (makro, markedsnøytral, «short sale» og fond i fond) med Standard and Poor 500 (S&P 500) (en bred aksjekursindeks for børsen i New York) basert på årlig avkastning fra årene 1990 til 1998, se figur 1. Makrofondene gjorde det bra relativt til S&P 500 i hele perioden bortsett fra årene 1994-95 og 1998. Markedsnøytrale og «short sale» fond hadde dårligere avkastning enn S&P 500 i hele perioden. Fond i fond gjorde det bedre enn S&P 500 i årene 1990-93 og dårligere i årene 1994-98. Totalt over hele perioden var det kun makrofondene som hadde bedre avkastning enn S&P 500.

Figur 1 Hedgefonds avkastning i prosent. 1990-1998



Kilde: MAR/ Hedge

De fondene som har hatt best absolutt avkastning, har vært forbundet med høyere risiko, kalkulert som standardavviket på avkastningen, enn de som har hatt lavere avkastning, jf. tabell 2. På risikojustert basis gjorde alle fondene, bortsett fra «short sales» fondene, det bedre enn S&P 500.

Den høye risikoen enkelte av fondene tar, betyr at mange fond må avvikles. I et datasett på 397 fond var det mindre enn $\frac{3}{5}$ som overlevde fra desember 1994 til utgangen av 1998⁹. Makrofondene, som har hatt høyest absolutt avkastning, hadde lavest «overlevelsrate».

⁹ Basert på data fra MAR/Hedge

Tabell 2. Årlig gjennomsnittlig netto avkastning, standardavvik og risikojustert avkastning i perioden 1990-97, i prosent.

Type fond	Avkastning	Standardavvik ¹	Risikojustert avkastning ²
Makro	28,1	4,7	1,7
Markedsnøytral	8,6	0,6	4,3
Short Sales	7,0	4,4	0,5
Fond i fond	14,2	1,7	2,4
S&P 500	15,7	3,5	1,3

Kilde: Bloomberg og MAR/Hedge

¹ Basert på månedlig avkastning

² Årlig gjennomsnittlig avkastning delt på årlig standardavvik.

Kun $\frac{1}{3}$ av fondene overlevde. Markedsnøytrale fond, som har lavest volatilitet i avkastningen, hadde høyest «overlevelsrate». I overkant av $\frac{3}{4}$ av disse fondene overlevde. Dette kan påvirke avkastningstallene til hedgefond, som vanligvis kun vil inneholde historiske tall for fond som overlever. Da det kan antas at disse gjør det bedre enn de som ikke overlever, vil avkastningstallene bli høyere enn om dataene også inneholdt fondene med dårlig avkastning. Det kan også tenkes at de som gjør det dårlig, ikke ønsker å rapportere sine tall.

I november i år ble det lansert en ny hedgefond indeks av Tremont Advisers og Credit Suisse First Boston. I motsetning til andre hedgefondindekser er denne indeksen verdijustert, d.v.s. at store fond er tillagt større vekt enn små. Det vil gi et bedre bilde av utviklingen til disse fondene totalt sett. Ifølge denne indeksen har hedgefond hatt langt dårligere avkastning enn S&P500, spesielt fra midten av 1998 og utover, jf. figur 2.

Figur 2 Avkastning til hedgefond og S&P 500, indeks 31. desember 1993 = 100.



Kilde: The Economist

En undersøkelse av Ackermann m.fl. (1999) fant at selv om hedgefond har en bedre insentivstruktur og større fleksibilitet enn verdipapirfond, gjorde de det ikke konsekvent bedre enn S&P 500, verken i absolutte termer eller risikjustert. I gjennomsnitt er bruttoavkastning bedre, men når

investeringshonorarene er trukket fra, er avkastningen omtrent som markedet. Dette er i samsvar med teorien om effisiente markeder, hvor meravkastningen som følge av analyse faller bort når man tar hensyn til kostnaden ved ekstra analyse.

tering. Det er også usikkert hvordan giringen er kalkulert og om alle har kalkulert den på samme måte. De estimatene som er laget, må derfor anses som grove anslag. Estimater gjort av Van Hedge Fund Advisors med tall fra desember 1998 viser at for 56 prosent av hedgefondene var forholdet mellom totale aktiva og egenkapital mindre enn 2:1. I underkant av 30 prosent av fondene girer seg ikke. Til sammenligning viser tall fra OECD (1999) at for investeringsbanker var dette forholdstallet rundt 20:1 i midten av 1998¹⁰.

Selv om de fleste hedgefond er små målt i egenkapital er de signifikante aktører som kan ta store og konsentrerte posisjoner, særlig i små markeder. Giringen kan variere sterkt mellom forskjellige fond. Da LTCM fikk problemer i august 1998, ble det hevdet at selskapet hadde et aktiva/egenkapitalforhold i overkant av 50:1¹¹. Det indikerer at hedgefond som kan vise til gode resultater, får god tilgang på kreditt i banker og meglerhus.

3.2 Stabiliserende eller destabiliserende spekulasjon?

Hedgefond og andre investorer som er villige til å ta stor risiko har en viktig rolle i det finansielle systemet. Aktivitetene til hedgefond og andre investorer bidrar i reallokeringen av risiko ved at disse tar risiko andre ikke er villige til å bære. Dette gjør at investorer får tilpasset sine porteføljer bedre, noe som igjen kan gi lavere finansieringskostnader og dermed økt effektivitet i økonomien.

Effektiv allokering av risiko og kapital krever likvide markeder og at prisene er i samsvar med

underliggende fundamentale forhold. Mange hedgefond har som strategi å ta posisjoner i finansielle instrumenter de oppfatter som feilpriset. De kjøper i et fallende marked med en forventning om oppgang på et senere tidspunkt, slik at de da kan selge med profit. I et stigende marked vil de selge dersom de forventer at prisene skal nedjusteres. Dersom strategien lykkes, vil hedgefond ha en dempende effekt på ubalanser i tilbud og etterspørsel ved at underprisede verdipapirer blir dyrere, og overprisede blir billigere. Dette er prisstabiliserende. Denne type handel er også likviditetsfremmende fordi hedgefond er villige til å ta posisjoner mot markedet.

Fondenes virksomhet kan også virke destabiliserende. Hvis fondene kjøper når prisene øker og selger når prisene går ned (positive feedback trading), kan de bidra til volatile priser og til at prisene avviker fra sine likevektsverdier. Slik handel kan forekomme dersom fondene «angriper» et objekt, for eksempel et lands valuta, med sikte på å presse prisen i en bestemt retning. Men det kan også være et resultat av at de følger mer mekaniske handlingsregler som «stop loss»-ordre¹² og margininnbetalinger¹³. «Stop loss»-ordre kan gi opphav til «positive feedback trading» ved at fondet vil måtte selge idet prisen på et instrument har falt under et bestemt nivå. Salg av instrumentet i denne situasjonen kan legge ytterligere press på prisene. En margininnbetaling kan ved fallende priser føre til at selskapet må likvidere en del av sine posisjoner for å øke marginen. Dermed øker prispresset. Andre markedsdeltakere enn hedgefond kan også ha en slik «positive feedback trading» effekt på

¹⁰ Det er blitt argumentert for at denne type sammenligning er misvisende, da disse institusjonene driver forskjellig virksomhet. Mesteparten av virksomheten bankene driver, er knyttet til kunder og ikke egenhandel. Egenhandelen i banker er på et disaggregert nivå, mens hedgefond på sin side tar konsentrerte posisjoner kontrollert av forvalterne. De har derfor større sannsynlighet for å påvirke markedet.

¹¹ The President's Working Group on Financial Markets (1999).

¹² En ordre til megler om å selge et verdipapir hvis kursen faller under et visst nivå.

¹³ Hvis fondet f. eks har inngått en gjenkjøpsavtale, må det plassere verdipapirer til sikring av kontraktsoppfyllelse. Dersom markedsprisen på verdipapirene synker, blir fondet anmodet om å øke marginen.

markedet. Men hedgefond kan konsentrere sin posisjoner og er raske til å endre dem.

Da hedgefond disponerer en relativt liten forvaltningskapital, er det blitt argumentert for at de har liten mulighet til å påvirke markedsprisene, jf. tabell 1. Men gjennom lånefinansiering, bruk av derivater og konsentrerte posisjoner kan de likevel ha betydelig innvirkning på markedsprisene. Selv om fondene er små i internasjonal sammenheng, er fondsforvalterne sett på som kompetente prognosemakere, og andre investorer følger ofte i deres fotspor og tar de samme posisjonene - flokkadferd. Det er også blitt hevdet at hedgefond har forsøkt å utnytte dette omdømmet til å manipulere markedene gjennom strategier som påvirker tilpasningen til andre markedsdeltakere. Dette kan føre til store markedsbevegelser og økt volatilitet.

Ved å se på enkelte episoder hvor hedgefond har vært aktører, kan en muligens få innblikk i hvorvidt deres aktiviteter er stabiliserende eller ikke.

4 Episoder der hedgefond har vært aktører

4.1 ERM-krisen 1992

I perioden 1987-1991 var det stor flyt av kapital til ERM-land med høyt rentenivå. Investorene lånte billig i land som Tyskland, og plasserte i land med høy avkastning, som Italia, ut fra en tro på at valutaene ikke ville bevege seg tilstrekkelig til å oppveie rentedifferansen. Dette var kjent som «the convergence play». Hedgefond var deltakere i dette spillet.

Etter hvert oppstod det av ulike grunner tvil om valutakursene kunne opprettholdes, og investorene begynte å trekke seg ut av høyrentevalutaer. Hedgefond var tidlig ute. De var blant de første som begynte å ta korte posisjoner i europeiske valutaer i forventning om å kunne kjøpe tilbake de samme valutaene billigere etter devaluering.

Størrelsen på transaksjonene hedgefond sto for, er usikker, men det er antatt at da hedgefondene endret sine posisjoner fungerte det som et signal for andre fondsforvaltere til å revurdere sine posisjoner. Til slutt utløste dette ERM-krisen i 1992 og det er i ettertid blitt hevdet at Soros fond alene stod for USD 10 milliarder blankoposisjoner i GBP. Investeringselskap, pensjonsfond, forsikringselskaper, og ikke-finansielle selskaper sto likevel for de største posisjonene¹⁴.

4.2 Kriser i fremvoksende økonomier

Studier av Mexicokrisen i 1994 konkluderer med at det var innenlandske investorer som ledet an i krisen, og at hedgefond bare spilte en mindre rolle. I Mexico, som i flere andre fremvoksende økonomier, hadde hedgefond og «proprietary traders»¹⁵ ikke mulighet til å låne den lokale valutaen fra innenlandske banker. Dermed ble det vanskelig å selge den mexikanske valutaen (peso) blanko.

I Øst-Asia i 1996-97 kjøpte internasjonale investorer obligasjoner i valutaer med høy rente, og finansierte dem i valutaer med lav rente, hovedsakelig japanske yen¹⁶. Dette gav god avkastning for investorene så lenge ikke valutaene beveget seg. I Thailand var denne strategien lønnsom i 18 av de 20 kvartalene før annet halvår 1997. Hedgefond var deltakere i denne virksomheten i likhet med forretningsbanker, investeringsbanker, pensjonsfond, aksjefond og andre institusjonelle investorer. Hendelser i Thailand i annet halvår 1996 og første halvår 1997¹⁷ førte til usikkerhet rundt stabiliteten i den thailandske valutaen (baht) samtidig med at forandringer i globale finansielle faktorer, bl.a. en økning av rentenivået i flere vestlige land, gjorde det mindre attraktivt å ha posisjoner i land som Thailand. Flere aktører mente det var stor sannsynlighet for at det ville komme en devaluering av bahten, og begynte å selge valutaen på termin. Det ser ut som mesteparten av terminkontraktene ble inngått i mai 1997 med Bank of Thailand som motpart¹⁸. Hvis det var flokkadferd som medvirket til krisen, kan det synes som hedgefond var i den bakre delen av flokken. Først i flokken var innenlandske selskaper og banker samt internasjonale forretningsbanker¹⁹.

Ved siden av posisjoner i thailandske baht, tok hedgefond også betydelige posisjoner i indonesiske rupiah og malaysiske ringgit.

4.3 Australia²⁰

Krisen i Øst-Asia smittet over til Australia, Singapore og Hong Kong. Ubekreftede estimater

¹⁴ IMF (1998)

¹⁵ Meglere som handler på egen bok.

¹⁶ Dette er blitt kalt for «the yen carry trade».

¹⁷ Her kan nevnes kollapsen av Bangkok Bank of Commerce og sentralbankens tilførsel av likviditet for å stabilisere det finansielle systemet i juli 1996.

¹⁸ Det er vanskelig å estimere presist når hedgefond solgte baht på termin.

¹⁹ IMF (1998)

²⁰ Mye av informasjonen om Australia er basert på Reserve Bank of Australia (juni 1999).

antyder at det var posisjoner tilsvarende 5 prosent av BNP i enkelte av landene i 1998²¹.

Den australske dollaren (AUD) falt i løpet av en drøy måned i 1998 med vel 25 prosent. Ifølge den australske sentralbanken skyldtes en stor del av fallet aktiviteten til hedgefond. Det var ingen fundamentale økonomiske faktorer som tilsa at AUD skulle depresiere i dette omfanget. Rapporter antydet at hedgefond tok korte posisjoner i størrelsesorden AUD 10-15 milliarder, som er 2,5 prosent av BNP. Hedgefondenes aktiviteter var et signal til andre markedsaktører om at de «var i ferd med å angripe den australske dollaren». Hedgefond hadde gjennom lengre tid bygget opp et rykte om at de oppnådde svært høy avkastning på sine investeringer, og det ble hevdet at de bevisst brukte dette til å påvirke markedet i sin favør. I et allerede nervøst marked, som en følge av krisen i Asia, begynte andre aktører følgelig å selge sine beholdninger av AUD, og potensielle kjøpere ble skremt bort. I det australske tilfellet profitterte trolig ikke hedgefond mye. Da LTCM kollapset og bankene ble mer restriktive med utlån, steg verdien av AUD tilbake til nivået før hedgefondene begynte å ta posisjoner.

Australia er en mellomstor økonomi med frie og likvide markeder. Den australske dollar er den syvende mest handlede valuta i verden, og økonomien i Australia er solid. Den australske sentralbanken mener at likvide markeder i mellomstore økonomier er attraktive for hedgefond, fordi det gir mulighet til å etablere og senere reversere store posisjoner relativt til størrelsen på markedet. I små markeder kan ofte likviditeten være for dårlig.

På grunn av mangel på data er det uklart hvilken rolle hedgefond har spilt i krisene som er blitt omtalt over. Det ser imidlertid ut som om hedgefond er til stede når noe skjer, men de er sjelden de eneste aktørene, og det er usikkerhet rundt hvilke aktører som først posisjonerer seg.

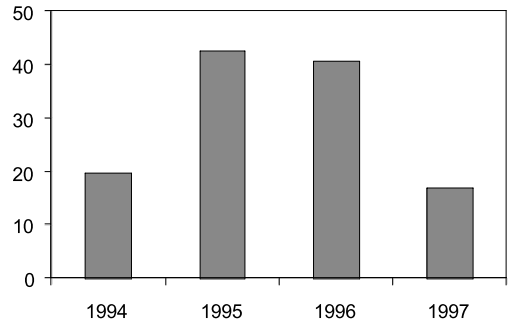
4.4 Long-Term Capital Management 1998.

LTCM er et partnerskap med begrenset ansvar som startet opp i 1994 med en egenkapital på USD 1,3 milliarder. I overkant av USD 100 millioner var kapital fra forvalterne. Minimumsinnsatsen var USD 10 millioner og det var en bindingstid på 3 år.

Forvalterne mottok 25 prosent av avkastningen. I tillegg var det et administrasjonshonorar på 2 prosent av forvaltningskapitalen. De første 4 årene hadde LTCM veldig god avkastning, jf. figur 3.

LTCM var et markedsnøytralt fond som først og fremst lette etter arbitrasjemuligheter. Det var aktivt i mange markeder, bl.a. i markedene for

Figur 3 Netto avkastning i prosent for LTCM 1994-1997



Kilde: Edwards (1999)

stats- og private obligasjoner, egenkapitalmarkeder og derivatmarkeder, både over børs og i det såkalte «over-the-counter» markedet (OTC)²². Hovedsakelig kjøpte LTCM obligasjoner som de anså som undervurderte, og solgte blanko obligasjoner de anså som overvurderte. Derivatkontraktene kopierte denne strategien. LTCM mente at kreditt-risikopremien mellom høyrisiko og lavrisiko obligasjoner var overdrevent stor på slutten av 1997 og tidlig i 1998, delvis som en følge av krisen i Asia sommeren 1997. LTCM belånte sin kapital og hadde et forhold mellom totale aktiva og egenkapital på rundt 25:1 i begynnelsen av 1998. De var ytterligere eksponert gjennom de inngåtte derivatkontraktene og fordi deler av porteføljen bestod av illikvide instrumenter.

Den 17. august 1998 offentliggjorde russiske myndigheter en midlertidig stans i betjeningen av store deler av offentlig og privat gjeld samtidig som rubelen ble tillatt å depresiere. En følge av dette var økte kreditt- og likviditetsrisikopremier, svekkede aksjemarkeder og økt volatilitet i de globale finansmarkedene. Økningen i risikopremiene i de globale finansmarkedene viste at korrelasjonsforutsetning-

²¹ IMF (september 1999).

²² OTC markedet innebærer at skreddersydde kontrakter inngås direkte mellom partene.

ene²³ som lå til grunn for diversifiseringen i LTCMs modeller svikket. Resultatet ble store tap for LTCM. I slutten av september 1998 var de nær ved å gå konkurs. Da hadde egenkapitalen sunket fra USD 4,8 milliarder til USD 600 millioner. Med medvirkning fra Federal Reserve ble det satt sammen et konsortium bestående av 16 banker og meglerselskaper som rekapitaliserte LTCM mot at de overtok ledelsen og fikk en 90 prosent eierandel i selskapet. Disse selskapene ville tapt betydelig hvis LTCM hadde gått konkurs.

Det var flere grunner til at LTCM greide å oppnå så høy giring. Mangel på åpenhet og antall motparter gjorde at det var vanskelig for motpartene å få et fullstendig bilde av LTCMs posisjoner. I gjenkjøpsavtalemarkedet hadde LTCM rundt 75 motparter og i OTC-markedet mer enn 50. P.g.a. konkurranse og et ønske om å få innsikt i LTCMs strategier gikk motpartene på akkord med sine prinsipper for kredittrisikovurdering og tilbød generøse kontrakter for gjenkjøpsavtaler og OTC-derivater²⁴. I noen tilfeller ble det for eksempel ikke krevd initial margin. Motpartene hadde stor tiltro til LTCMs forvaltere, som hadde et meget godt rykte²⁵, og selskapet kunne vise til god avkastning.

Grunnen til at Federal Reserve involverte seg i LTCM, var frykt for at en konkurs ville utløse sterke reaksjoner i et marked som allerede var turbulent. I ettertid er det spesielt fondets store eksponering overfor motpartene, og da særlig bankene, som er blitt diskutert. Etter det som skjedde i LTCM, krever nå både banker og investorer mer innsyn i deres aktiviteter. Dette har redusert hedgefondenes mulighet til å oppnå høy giring²⁶. Hedgefondenes forbindelse til banker og andre kreditorer, og deres rolle i de finansielle markedene, er en viktig faktor i diskusjonen om hvorvidt hedgefond bør reguleres.

5 Bankenes eksponering til hedgefond

Sett fra et finansielt stabilitetssynspunkt er ikke hedgefond isolert sett særlig interessante. De deltar

²³ I LTCMs komplekse matematiske modeller var det lav korrelasjon mellom markedene og mellom produktene, og ifølge modellene var porteføljen veldiversifisert.

²⁴ Flere banker og meglerselskaper kopierte handelsstrategiene til LTCM.

²⁵ Bl.a. Nobelprisvinnerne Myron Scholes og Robert Merton, og forhenværende sjef for obligasjonshandelen i Salomon Brothers, John Meriwether.

²⁶ The Observer (1999)

ikke i betalingsformidlingen. Investorene er rike og sofistikerte og bør vite hvilken risiko de tar. Fondene virker imidlertid inn på den generelle markedssituasjonen og de har omfattende handel med bankene, som står helt sentralt i spørsmålet om finansiell stabilitet.

Hedgefond er attraktive kunder for banker, da porteføljen stadig endres, noe som genererer inntekter for bankene. Hedgefond har skapt etterspørsel etter selskaper som yter «prime brokerage» tjenester. Dette inkluderer depottjenester, «clearing», utlån av verdipapirer, finansiering, regnskapsføring og valuta- og verdipapirhandel. Noen banker tilbyr også kontorlokaler og tilgang til IT. Som regel er det kun de største bankene som leverer så omfattende tjenester.

Når hedgefond ønsker å låne verdipapirer, gjøres det gjennom bankene, som på sin side låner av bl.a. pensjonsfond og verdipapirfond. Bankene får sikkerhet i andre verdipapirer eller kontanter tilsvarende verdien av verdipapiret pluss en margin. Dersom verdiene av verdipapirene som er stilt som sikkerhet synker, må låneren skyte inn ytterligere sikkerhet for å opprettholde marginen. På lignende måte må hedgefond som inngår en gjenkjøpsavtale, stille verdipapirer som sikkerhet. Marginen skal i prinsippet være stor nok til å beskytte mot store prisbevegelser, og verdien på sikkerheten skal justeres daglig for å reflektere forandringer i markedsprisene. I praksis har marginene på gjenkjøpsavtaler vært lave eller ikke-eksisterende. For derivathandler har det også til tider vært krevet liten eller ingen sikkerhet. Det har videre vært antydning at meglere har vært sene til å innkreve marginen. Ifølge enkelte rapporter tok det flere dager før marginen var betalt.

Baselkomiteen har sett på hvordan banker kontrollerer risikoen de blir utsatt for i forretninger med høyt belånte institusjoner (HBI)²⁷. Det er viktig for bankene å kontrollere kredittrisikoen, men det er vanskelig p.g.a. lite gjennomskiktighet forbundet med HBIs aktiviteter, bruken av giring og den dynamiske egenarten av deres handels-transaksjoner. Bankenes risikokontroll viste seg å ha en rekke svakheter.

²⁷ Baselkomiteen består av representanter fra sentralbanker og tilsynsmyndigheter i de største industrilandene (G10). Der drøftes tilsyns- og regulerings spørsmål knyttet til bankene. Baselkomiteen har definert HBI som finansinstitusjoner som ikke er under tilsyn, som har liten eller ingen rapporteringsplikt og som ofte bruker giring. Hedgefond er et eksempel på en HBI.

Det kan synes som bankene baserte seg på mindre informasjon om den finansielle styrken og likviditeten til motparten når de har handlet med HBI enn ved handel med andre motparter. Grunnen til at styring av kredittrisikoen i stor grad ble neglisjert, var knyttet til konkurransen om å få dem som kunder. Den løpende vurderingen av kredittrisiko holdt ikke følge med endringer i risikoprofilen til deres porteføljer eller endrede markedsforhold. HBI står heller ikke overfor løpende vurdering av kredittvurderingsselskaper. Dette øker viktigheten av kredittvurdering fra HBIs motparter.

6 Behovet for regulering

Ønsket om å beskytte investorer og sikre integritet i finansmarkedene er grunner for å regulere finansinstitusjoner generelt, men viktigst er hensynet til finansiell stabilitet. Det er lite grunnlag for å beskytte investorene i hedgefond, da hedgefond kun er åpne for kapitalsterke investorer som antas

å være i stand til å vurdere egne investeringer. En egen ramme beskriver nåværende regulering og tilsyn i USA og Norge.

Problemene i LTCM førte til økt fokus på at hedgefond kan være en fare for den finansielle stabilitet. I tider med store prisbevegelser kan de som er høyt giret, få problemer som tvinger dem til å likvidere posisjoner. Hvis dette skjer i stor skala, kan det få konsekvenser for finansiell stabilitet. Hedgefond er ikke de eneste som kan utløse en slik reaksjon, men andre institusjoner er vanligvis regulerte og under tilsyn.

Markedets integritet er viktig for mest mulig effektiv prissetting. Det innebærer bl.a. at markedsmanipulasjon ikke skal forekomme. Ifølge den australske sentralbanken³⁰ har enkelte store hedgefond «vært i stand til å påvirke markedspriser, enten gjennom størrelsen på posisjonene, eller ved bruk av strategier som påvirker atferden til andre markedsaktører». Den australske sentralbanken mener at hedgefondene har fått markedsakt

Nåværende regulering og tilsyn

USA

Finansinstitusjoner er vanligvis pålagt informasjonskrav og er under eksternt tilsyn. Aktivitetene er som regel begrenset gjennom interne risikokontrollfunksjoner, kapitalkrav og krav om offentliggjøring av informasjon om selskapets aktiviteter.

Hedgefond har ingen legal definisjon i USA. De er vanligvis organisert som «limited partnerships» eller «limited liability companies». Selskapene er drevet slik at de er unntatt fra mange av reglene som er pålagt registrerte investeringsselskaper. For å unngå status som investeringsselskap må salg av selskapets verdipapirer skje gjennom privat plassering²⁸. Inntil nylig måtte antall eiere ikke overskride 100, men fra 1997 kan aksjene selges til en ubegrenset krets av «kvalifiserte kjøpere»²⁹. Ved å unngå status som investeringsselskap unngår hedgefond pålegg om å offentliggjøre informasjon om finansiell stilling og transaksjoner. Det er heller

ingen restriksjoner på transaksjoner, som for eksempel bruken av lånefinansiering. De er ikke pålagt å opprette et styre, og det er lite eller intet tilsyn sammenlignet med andre finansinstitusjoner. Imidlertid må hedgefond med amerikanske investorer som handler futures og opsjoner over børs, være registrert som en «commodity pool». En «commodity pool» må levere årlige regnskap til Commodity Futures Trading Commission, National Futures Association og investorene. Investorene får i tillegg kvartalsrapporter om fondets netto eiendeler.

NORGE

Verdipapirfond kan ikke drive virksomhet som faller inn under hedgefonds tradisjonelle virksomhet. Bl.a. kan ikke verdipapirfond foreta blankosalg, de kan ikke belåne kapitalen eller ta konsentrerte posisjoner. Slik virksomhet kan bedrives av for eksempel et aksjeselskap eller et allmennaksjeselskap med investeringsvirksomhet som formål. Her vil imidlertid investeringen ha karakter av et aksjeinnskudd og ikke en fondsandel. Hedgefond som er registrert i utlandet, kan markedsføres i Norge gjennom norske eller utenlandske verdipapirforetak. I den senere tid har det vært flere eksempler på slik markedsføring.

²⁸ Privat plassering er salg av aksjer til en ubegrenset krets av «accredited investors» eller 35 eller færre «nonaccredited investors».

²⁹ Det stilles krav til hva som kvalifiserer som en «kvalifisert kjøper», bl.a. krav til nettoformue.

gjennom oppmerksomheten som er rettet mot dem, og at de har søkt å utnytte denne muligheten til å påvirke andre markedsdeltakere.

Direkte regulering av hedgefond er vanskelig fordi det ikke finnes en entydig definisjon av hva et hedgefond er, aktivitetene til hedgefond endrer seg raskt, og mange hedgefond er registrert offshore. Regulerer man hedgefond, risikerer man at den samme type aktivitet bare tar andre former. Et alternativ er å pålegge dem informasjonsplikt overfor enten markedet eller deres motparter for å øke gjennomsiktigheten i deres posisjoner. Fordelen med informasjonsplikt er at det kan gjøre risikovurderingen av hedgefond enklere. Dette kan igjen bidra til å redusere muligheten til å belåne kapitalen og dermed også risikoen forbundet med høy giring. En tredje mulighet er å lage retningslinjer for bankene, slik at de forbedrer rutinene i vurderingen av hedgefond.

Baselkomiteen har kommet med anbefalinger til institusjoner som handler med HBI³¹. Det bør etableres klare prosedyrer for transaksjoner med HBI. Institusjonene bør videre være nøye med å samle informasjon om de spesifikke risikoene tilknyttet HBI. De bør utvikle bedre risikomodeller for å måle risikoen knyttet til handel med derivater. Det bør settes kredittgrenser for HBI, og deres handelsaktiviteter, giring og risikokontroll bør overvåkes nøye.

I USA har man i «The Report of The President's Working Group on Financial Markets» kommet med følgende anbefalinger:

- Mer informasjon om hedgefond bør offentliggjøres.
- Selskaper som foretar transaksjoner med HBIs, inkludert hedgefond, bør offentliggjøre informasjon knyttet til disse eksponeringene.
- Det bør oppmuntres til bedre risikostyring i regulerte foretak og til videre utvikling av risikomodeller.
- Offshoresentre bør oppmuntres til å følge internasjonale standarder.

7 Avslutning

Det er usikkert i hvilken grad hedgefond truer den finansielle stabilitet. Liten grad av gjennomsiktig-

het i virksomheten og lite tilgjengelig tallmateriale gjør det vanskelig å vurdere virkningen av deres aktiviteter på finansmarkedene. Hedgefonds forvaltningskapital er beskjeden i forhold til forvaltningskapitalen til andre institusjonelle investorer, men de har konsentrerte posisjoner og kan derfor i større grad påvirke enkelte markeder. Hedgefond har også sofistikerte forvaltere som har rykte for å gjøre gode investeringsvalg. Dette har gjort hedgefonds til «flokkledere».

Samtidig som hedgefonds kan skape og forsterke finansiell uro kan de også bidra til mer stabile og effektive markeder. De påtar seg risiko andre ikke ønsker, og tilfører likviditet i markedene.

Det er kommet flere anbefalinger om hvordan institusjoner som foretar transaksjoner med hedgefond eller HBI bør forholde seg, men det er ikke kommet noen konkrete forslag til regulering av hedgefond. Etter de internasjonale finanskrisene er det kommet flere forslag om å styrke den internasjonale finansielle arkitektur. Målet er å redusere risikoen for at nye kriser oppstår, og håndtere de krisene som likevel kommer bedre. Noen av de mest konkrete forslagene sikter mot mer standardisert informasjon, slik at grunnlaget for investerings- og utlånsbeslutninger bedres. Dette betyr bl.a. mer åpenhet, som kan få betydning for innsikten i hedgefonds virksomhet.

Referanser

- Ackermann, C., McEnally and Ravenscraft (1999): «The Performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives», *The Journal of Finance*, bind LIV, nr. 3.
- Basle Committee on Banking Supervision (1999): «Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions», januar.
- Brown, S., Goetzmann, Park (1998): «Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997», *NBER Working Paper*, nr. 6427.
- Dailey G.C. (1995): «Prime Brokerage» i Lederman & Klein: *Hedge Funds*, Irwin: Professional Publishing, New York, s.235-250.
- Deutsche Bundesbank (1999): «Hedge funds and their role in the financial markets», månedsrapport mars.
- Economist (1998): «A hitchhiker's guide to hedge funds», 13. juni.
- Economist (1998): «The risk business», 17. oktober.

³⁰ Reserve Bank of Australia (juni 1999).

³¹ Basle Committee on Banking Supervision (januar 1999).

- Economist (1999): «Growing up», 20. november.
- Edwards, F.R. (1999): «Hedge Funds and the Collapse og Long-Term Capital Management», *Journal of Economic Perspectives*, bind 13, nr. 2, s. 189-210.
- Edwards, F.R. and Jimmy Liew (1999). «Hedge Funds versus Managed Futures as Asset Classes», *Journal of Derivatives*, bind 6, nr 4.
- Forbes (1998): «Nobody wants to kill the golden goose», bind 162, nr. 13, 1. desember.
- Fung, W. and D.A. Hiesh (1997): «Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds», *The Review of Financial Studies*, bind 10, nr. 2, sommer.
- IMF (1998): «Hedge Funds and Financial Market Dynamics», *Occasional Paper* 166, mai.
- IMF (1999): *International capital markets – Developments, Prospects and Key Policy Issues*, september.
- Observer (1999): «The return of the hedge fund», 26. september.
- OECD (1999): «Financial Market Trends», nr 73, s. 25-108.
- Reserve Bank of Australia (1999): «Hedge Funds, Financial Stability and Market Integrity», mars.
- Reserve Bank of Australia (1999): «The Impact of Hedge Funds on Financial Markets», juni.
- The President's Working Group on Financial Markets (1999): «Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management», april.
- Walter, Per og Pär Krause (1999): «Hedgefonder – orostiftare?», *Penning- och valutapolitik*, Sveriges Riksbank, nr. 1.