

---

# Hedgefonde og det finansielle system

---

*Jesper Ulriksen Thuesen, Kapitalmarkedsafdelingen*

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

---

En af de senere års vigtigste udviklingstendenser på de internationale finansielle markeder har været den stigende betydning af hedgefonde.

Den kraftige vækst i antallet af hedgefonde og den kapital, de forvalter, er blevet ledsaget af større geografisk spredning af hedgefondenes aktiviteter, større spredning i hedgefondenes investeringsstrategier, ændret sammensætning af investorkredsen og mindre klare grænseflader til andre investeringsformer og andre finansielle aktører. Hedgefonde står i dag for en betydelig del af den samlede handel på de internationale værdipapirhandelspladser.

Hedgefondenes betydning for finansiell stabilitet er ikke entydig. På den ene side bidrager de til at styrke den finansielle stabilitet, bl.a. ved at forbedre prisdannelsen og understøtte udviklingen af nye værdipapirmarkeder. På den anden side er der potentielle risici for systemiske kriser knyttet til hedgefondenes stigende betydning. Det skyldes især, at både andre markedsdeltagere og myndigheder kan have svært ved at få detaljeret information om hedgefondenes strategier og porteføljer.

Erfaringerne fra de senere år har været, at problemer og tab for selv store hedgefonde ikke har givet anledning til systemiske kriser på de internationale kapitalmarkeder. Uroen, der i sommeren 2007 bredte sig på de finansielle markeder, kan heller ikke tilskrives hedgefondenes aktiviteter, og hedgefondene har indtil videre i 2007 generelt genereret pæne afkast på trods af den finansielle uro.

Udviklingen har givet anledning til internationale drøftelser om behov og muligheder for at underlægge hedgefonde regulering. Drøftelserne er resulteret i, at der fortsat anlægges en indirekte og markedsbaseret tilgang til regulering af hedgefonde.

Det væsentligste værn mod finansiell ustabilitet som følge af hedgefonde er en kompetent risikostyring i de finansielle virksomheder, der optræder som modparter til hedgefonde.

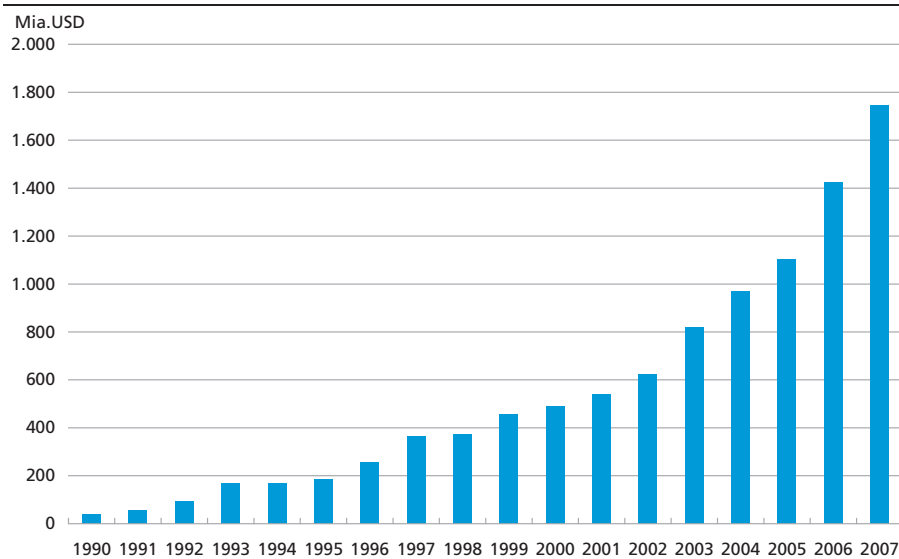
## INTERNATIONALE UDVIKLINGSTENDENSER FOR HEDGEFONDE

---

Den stigende betydning af hedgefonde har været en af de vigtigste strukturelle udviklingstendenser på de internationale finansielle marke-

ASSETS UNDER MANAGEMENT (AUM) I HEDGEFONDE

Figur 1



Anm.: 2007-tal er pr. ultimo juni.

Kilde: OECD (2007:1)/Hedge Fund Research.

der i de senere år. Der skønnes i dag på verdensplan at være omkring 10.000 hedgefonde, som tilsammen forvalter aktiver, AUM (assets under management), på mellem 1.500 og 2.000 mia.USD. De noget usikre skøn skyldes, at der ikke findes en fuldt dækkende statistisk beskrivelse af hedgefonde og deres aktiviteter på de nationale og internationale kapitalmarkeder. Årsagen er dels, at der ikke er en entydig og alment accepteret definition af begrebet hedgefonde<sup>1</sup>, dels at det langt fra er alle hedgefonde, der løbende og systematisk indberetter oplysninger til myndigheder eller internationale databaser.

AUM for hedgefonde har været stigende siden 1990. Som illustreret i figur 1 har udviklingen især taget fart i de seneste fem år.

Væksten inden for hedgefonde har fundet sted, selv om de rapporterede afkast i perioden siden 2003 ikke har været systematisk højere end for fx rene aktieporteføljer, jf. tabel 1 og boks 1. De relativt mere beskedne afkast kan ses som en konsekvens af, at branchen er blevet mere moden med et stort antal deltagere.

Ud over den aktivitet, der finder sted i hedgefondene, bliver hedgefondlignende investeringsstrategier<sup>2</sup> udført med betydelige midler fra

<sup>1</sup> ECB har angivet følgende definition: "A hedge fund can be defined as a fund whose managers receive performance-related fees and can freely use, and do use, various active investment strategies to achieve positive absolute returns involving any combination of financial leverage, long and short positions in securities, derivatives or any other assets in a wide range of markets. ... Hedge funds represent a flexible business model rather than an alternative asset class". ECB (2004).

<sup>2</sup> En overordnet gennemgang af de mest gængse investeringsstrategier anvendt af hedgefonde findes i Thuesen (2005).

**ÅRLIGE AFKAST I PCT. I HEDGEFONDE SAMMENLIGNET MED AKTIER OG OBLIGATIONER**

Tabel 1

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 <sup>1</sup>
Hedgefonde .....	8,4	6,3	0,1	18,6	7,7	8,6	12,1	9,5
Aktier .....	-9,1	-11,9	-22,1	28,7	10,9	4,9	15,8	9,1
Obligationer .....	11,6	8,4	10,3	4,1	4,3	2,4	4,3	3,8

Anm.: Afkast er beregnet på baggrund af S&P 500 (for aktier), Lehman Brothers Aggregate Bond Index (for obligationer) og Greenwich Global Hedge Fund Index (for hedgefonde). Sidstnævnte indeks konstrueres på baggrund af information om ca. 7.000 hedgefonde i og uden for USA. Fund of funds er ikke inkluderet i indekset. Afkast i hedgefonde beregnes ekskl. manager fees.

Kilde: Greenwich Alternative Investments.

<sup>1</sup> Opgjort til og med september 2007.

såkaldte managed accounts. Det er porteføljer, som hedgefond managers ved siden af hedgefondene forvalter på vegne af private eller institutionelle investorer. Denne type porteføljer er typisk karakteriseret ved, at investorerne har det direkte ejerskab af de aktiver, der forvaltes. Der ved har investorerne også tilnærmelsesvis fuld gennemsigtighed med hensyn til sammensætningen af porteføljen og den handelsaktivitet, der udfoldes. Tilsvarende kan investorerne realisere deres porteføljer med meget kort varsel. Det er vanskeligt at lave estimater over omfanget af managed accounts. Det skønnes dog, at omkring en fjerdedel af de eksisterende hedgefonde i et eller andet omfang driver managed accounts, og at der ved udgangen af juni 2005 blev forvaltet midler for mere end 300 mia.USD alene i private managed accounts.<sup>1</sup>

**UDFORDRINGER VED BEREGNING AF RISIKOMÅL FOR HEDGEFONDE**

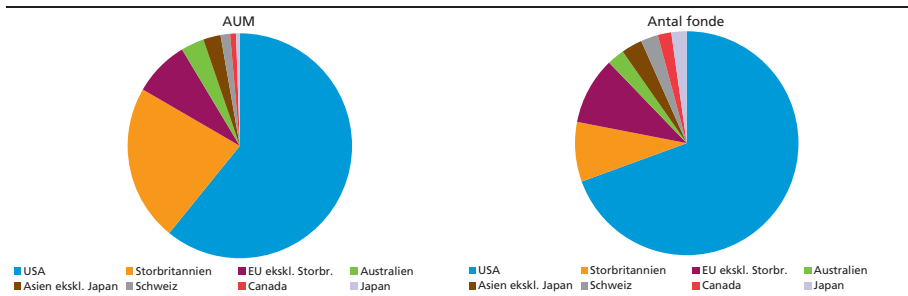
Boks 1

Ofte er det problematisk direkte at anvende traditionelle risikomål på investeringer i hedgefonde, hvorfor sammenligninger med traditionelle investeringer i fx aktier og obligationer er vanskelige at fortolke. Én af årsagerne hertil er, at afkastprofiler for hedgefonde kan følge andre fordelinger, end der traditionelt anvendes til beregninger af risikojusterede afkast. Et andet problem er, at der kan være bias i de data, der findes om hedgefondens afkast. Fonde med særligt høje afkast kan have et incitament til at "leve i stilhed", hvis investorkredsen ønsker diskretion. Fonde med særligt lave afkast kan have et incitament til ikke at rapportere af hensyn til nye potentielle investorer. Desuden indgår ingen data fra de hedgefonde, der lukker på grund af fejlslagne investeringer. Endelig adskiller nogle hedgefonde sig fra mere traditionelle investeringer, ved at hedgefond manager kan undlade at forvalte kapitalen, hvis der i perioder ikke vurderes at være tilstrækkeligt attraktive placeringsmuligheder inden for den pågældende hedgefonds valgte strategi. Indskuddene leveres da simpelthen tilbage til investorerne, indtil manager igen mener at se investeringsmuligheder.

<sup>1</sup> Kilde: ECB (2007:2).

GEOGRAFISK FORDELING AF HEDGEFONDENS AKTIVITETER

Figur 2



Anm.: Data bygger på questionnaires fra OECD og IOSCO og er overvejende opgjort pr. medio 2006.

Kilde: OECD (2007:2) og OECD (2007:3).

Hedgefondlignende strategier bliver ligeledes i stadig større omfang anvendt af store internationale bankers såkaldte proprietary trading desks.<sup>1</sup> Strategier, som kunne have været anvendt af hedgefonde, er endvidere blevet anvendt indirekte af nogle banker gennem deres oprettelse af de såkaldte conduits og SIVs.<sup>2</sup>

### Ændret geografisk fordeling af aktiviteten

Indtil for 10 år siden var hedgefonde næsten udelukkende et amerikansk fænomen. USA tegner sig stadig for langt den største del af hedgefondaktiviteten, men i de senere år er udviklingen også gået stærkt andre steder, herunder især i Storbritannien. Figur 2 illustrerer den geografiske fordeling målt på baggrund af AUM og antallet af hedgefonde.

### Hedgefonde i Danmark og det øvrige Norden

Det skønnes, at omkring 120 hedgefonde forvaltes fra Norden. Disse fonde har tilsammen AUM på ca. 18 mia.euro<sup>3</sup>. Til sammenligning forvalter alene de danske investeringsforeninger aktiver for mere end 130 mia.euro. Størstedelen af de nordiske hedgefonde er svenske, og de svenske fonde er primært fokuserede på forskellige strategier inden for aktieporteføljer. I Danmark er der godt 20 hedgefonde<sup>4</sup>. En stor andel af disse er i modsætning til i Sverige funds of hedge funds (FoHF), dvs. hedgefonde som investerer i hedgefonde, og fixed income-hedgefonde. Det kan forklare de senere års relativt lavere afkast i danske hedgefonde

<sup>1</sup> Kilde: ECB (2007:2).

<sup>2</sup> For en beskrivelse af conduits, SIVs mv. og uroen på de finansielle markeder henvises til Jakob Windfeld Lund, Uro på de finansielle markeder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2007.

<sup>3</sup> Kilde: HedgeNordic.

<sup>4</sup> Hvoraf de fleste forvaltes fra Danmark uden at være juridisk hjemmehørende i Danmark.

ÅRLIGE AFKAST I PCT. I NORDISKE HEDGEFONDE							Tabel 2
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 <sup>1</sup>
Nordiske hedgefonde .....	12,3	8,4	9,3	8,2	10,1	7,9	3,0
Danske hedgefonde .....	n.a.	n.a.	n.a.	6,6	8,7	5,8	3,3
Svenske hedgefonde .....	n.a.	11,8	9,5	8,0	10,1	7,3	2,6
Norske hedgefonde .....	n.a.	n.a.	15,1	11,0	10,2	12,6	4,5
Finske hedgefonde .....	n.a.	n.a.	n.a.	6,6	10,3	5,93	1,5

Anm.: The Nordic Hedge Fund Index skønnes at inkludere den overvejende del af hedgefonde, der forvaltes fra Norden.

Der er ikke registreret fonde forvaltet i Island. Både onshore og offshore hedgefonde er inkluderet i indekset.

Kilde: HedgeNordic. The Nordic Hedge Fund Index.

<sup>1</sup> Opgjort til og med september 2007.

i forhold til svenske hedgefonde og det samlede billede for nordiske hedgefonde, jf. tabel 2.

### Afgørende betydning for handel og prisdannelse på værdipapirmarkederne

Trods de senere års stigninger er de porteføljer, som hedgefonde forvalter, stadigvæk beskudne set i sammenligning med de ca. 18.000 mia.USD, som på verdensplan skønnes at blive forvaltet af traditionelle investeringsfonde, i Danmark af investeringsforeninger. I de fleste lande udgør AUM for hedgefonde under 10 pct. af AUM for investeringsfonde. I Sverige, Østrig og USA er der tale om ca. 10 pct., mens de markante undtagelser er Schweiz og Storbritannien med henholdsvis ca. 20 pct. og knap 60 pct.<sup>1</sup> Imidlertid handler mange hedgefonde deres porteføljer oftere end mange andre porteføljeforvaltere. Det betyder, at hedgefondenes handelsaktiviteter i dag udgør en betydelig del af den samlede omsætning på mange store værdipapirhandelspladser. Dette er illustreret ved amerikanske data i tabel 3. Derfor er hedgefondene i dag meget vigtige for likviditeten og prisdannelsen på de internationale værdipapirmarkeder.

### Større spredning på flere forskellige hedgefondstrategier

Mange hedgefonde forsøger at identificere og udnytte markedsimperfektioner. I takt med, at der er kommet betydeligt flere hedgefonde, og de finansielle markeder samtidig er blevet mere komplekse, er hedgefonde i højere grad begyndt at specialisere sig, og de gør det inden for et bredere udsnit af forskellige investeringsstrategier. De traditionelle

<sup>1</sup> Kilde: OECD (2007:3). For Danmark opgiver OECD, at andelen er på 0,25 pct. I denne beregning indgår dog på hedgefondensiden kun aktiverne i de registrerede danske hedgeforeninger.

---

**HEDGEFONDES ANDEL AF HANDLEN MED UDVALGTE TYPER AF VÆRDIPAPIRER  
I USA, 2006**

Tabel 3

Værdipapir	Pct. af handel
Aktier .....	30
Kreditderivater (plain vanilla) .....	60
Kreditderivater (strukturerede) .....	33
Emerging market-obligationer .....	45
Distressed debt .....	47
Leveraged loan trading .....	33
High yield bond trading .....	25

---

Kilde: OECD (2007:2), Greenwich Associates, Financial Times.

long/short-strategier<sup>1</sup> er derfor ikke længere så dominerende som tidligere, om end de fortsat skønnes at udgøre knap en tredjedel målt på baggrund af AUM.

### Mere uklare grænseflader til andre investeringsformer og finansielle aktører

I takt med hedgefondenes stigende udbredelse er der i nogle tilfælde sket en opblødning af de traditionelle grænseflader mellem hedgefondene og andre investeringsformer og finansielle aktører. Et eksempel er grænsefladen mellem hedgefonde og private equity. Private equity er karakteriseret ved, at der foretages investeringer i den enkelte virksomhed med henblik på at kunne udøve afgørende indflydelse på virksomhedens strategier og drift, såkaldt "governance activism". Traditionelle hedgefonde har derimod bl.a. været karakteriseret ved kun at foretage rene porteføljeinvesteringer. I de senere år er der imidlertid set flere eksempler på, at store hedgefonde har blandet sig aktivt i fx forhandlinger om bankkonsolideringer og konsolideringer af værdipapirhandelspladser.

### Ændret sammensætning af investorkredsen

De traditionelle investorer i hedgefonde er privatpersoner med meget store formuer. En del af væksten inden for hedgefonde skyldes, at der globalt er blevet flere af sådanne personer. I de senere år har institutionelle investorer, herunder en række pensionselskaber, placeret en stigende andel af deres midler i hedgefonde. Desuden har der været en

---

<sup>1</sup> Med en long/short-strategi forsøger hedgefonden at udnytte formodede skævheder i relative priser inden for samme aktivklasse. Fx kan en hedgefond købe en erhvervsobligation, den mener er for lavt prissat, og tage en kort position i en erhvervsobligation, den mener er for højt prissat. Den samlede position kan være markedsneutral, således at afkastet ikke afhænger af ændringer i renteniveauet, men kun af ændringer i de relative priser på de to valgte obligationer. Den klassiske hedgefond er en *equity long/short*, dvs. med korte og lange positioner i aktier inden for samme kategori, fx branche. Sådanne hedgefonde er ikke altid markedsneutrale. Nogle kan hurtigt skifte mellem samlet at have lange eller korte positioner i markedet. En overordnet gennemgang af de mest gængse investeringsstrategier anvendt af hedgefonde findes i Thuesen (2005).

tendens til, at hedgefonde har modtaget flere midler fra private, som ikke kan betegnes som meget velstående. Det er primært sket indirekte gennem FoHF.<sup>1</sup>

Det strukturelle skift i investorkredsen, herunder særligt udviklingen hen mod flere detailinvestorer, har ført til en international debat om, hvorvidt myndighederne i relation til hedgefonde bør indføre regler om forbrugerbeskyttelse, således som det kendes fra traditionelle investeringsprodukter, der udbydes til detailinvestorer.

## HEDGEFONDE OG FINANSIEL STABILITET

---

En stor del af de internationale analyser af hedgefonde er udført af centralbanker som følge af hensynet til den finansielle stabilitet.<sup>2</sup>

Mange analyser peger på, at hedgefonde generelt har haft en positiv betydning for den finansielle stabilitet, bl.a. ved at bidrage til bedre prisdannelse og fordeling af risici på de globale finansielle markeder.<sup>3</sup>

Direkte og indirekte årsager hertil er bl.a.:

- Hedgefondes strategier og analysemetoder består ofte i at identificere og udnytte selv meget små prisskævheder i markedet. På den måde bidrager de til en mere effektiv prisdannelse.
- Gennem aktiv positionstagning og stor handelsaktivitet bidrager hedgefonde til likviditeten på kapitalmarkederne.
- Hedgefonde har ofte en finansiell ekspertise og en risikovillighed, der kan gavne udviklingen af nye markeder. Det gælder fx udviklingen af markederne for kreditderivater, som i de senere år har taget fart.
- Hedgefonde kan være med til at begrænse markedsvolatiliteten. Da de ofte har målsætninger om absolutte afkast, kan de være mindre tilbøjelige til at købe i stigende markeder og sælge i faldende markeder.<sup>4</sup>
- Investorer i hedgefonde kan typisk ikke trække deres indskud ud med kort varsel. Det er med til at lægge en dæmper på hedgefondes behov for hurtigt at realisere aktiver og ad den vej ufrivilligt bidrage negativt til i forvejen faldende markeder. Her adskiller hedgefonde sig fra fx de såkaldte conduits og SIVs, hvis finansieringsstruktur har

---

<sup>1</sup> Jf. fx Crockett (2007).

<sup>2</sup> Et eksempel er ECB (2005). ECB analyserer løbende aspekter af hedgefondudviklingen. Resultaterne af disse analyser præsenteres bl.a. i publikationen Financial Stability Review, der udkommer to gange årligt. Tilsvarende gælder for fx Bank of England i publikationen Financial Stability Report. Der findes dog også en omfattende akademisk litteratur om hedgefonde og finansiell stabilitet, jf. fx Barth et al. (2007).

<sup>3</sup> Fx vurderer ECB i ECB (2007:2): "So far, experience with the active participation of hedge funds in financial markets over the past decade has, on balance, been very positive ...".

<sup>4</sup> Et eksempel på stabiliserende effekt: Når et indeks stiger, vil investorer, der måler sig i forhold til indekset, blive stadigt mere eksponerede i indekset og særligt i de papirer heri, der stiger mest. Hedgefonde med målsætning om absolut afkast (i modsætning til relativt afkast) vil gå ud af indekset i takt med, at indekset stiger (de vil som udgangspunkt ikke ændre deres eksponering i indekset). Omvendt, når indekset falder.

spillet en afgørende rolle for udviklingen af de senere måneders uro på de finansielle markeder.

- Afkast i hedgefonde har hidtil vist sig at være signifikant mindre korrelerede med afkast på aktie- og obligationsmarkederne, end fx aktie- og obligationsmarkederne har været indbyrdes. Ved at inkludere hedgefonde i porteføljen kan investorer derfor få bedre muligheder for at diversificere.

Imidlertid er der også en række potentielle risici knyttet til den stigende betydning, hedgefonde har fået. De risici, der oftest fremhæves er:

- De formentlig største risici knyttet til hedgefonde er potentialet for såkaldt "crowded trades", altså at en stor del af hedgefodene vil handle samme vej i et faldende marked og derved forstærke nedture på de internationale værdipapirmarkeder. Da hedgefonde tegner sig for en stor del af handlen på mange værdipapirmarkeder, har de som nævnt ovenfor stor betydning for prisdannelsen. Det kan forstærkes af, at store investeringsbankers proprietary trading desks kan have hedgefondlignende handelsstrategier.
- Den stigende aktivitet i hedgefonde har betydet, at prime brokerage<sup>1</sup> er blevet et betydeligt forretningsområde for nogle af de store internationale investeringsbanker. For disse banker er der derfor risici knyttet til den fortsatte udvikling af hedgefondindustrien og eventuelt ændrede konkurrencevilkår mellem eksisterende og potentielt nye udbydere af prime brokerage.
- Eventuelle tab på hedgefonde havde ikke nævneværdige implikationer for den finansielle stabilitet, så længe investorkredsen primært bestod af meget velhavende enkeltpersoner. I takt med, at flere banker og institutionelle investorer har øget deres direkte eller indirekte positioner i hedgefonde, er de potentielle risici ved hedgefonde steget. Det er her afgørende, at de finansielle institutioner, der på en eller anden måde optræder som modparter til hedgefonde, har de nødvendige risikostyringsværktøjer og de nødvendige oplysninger til rådighed for at kunne styre porteføljer, der inkluderer hedgefonde. Det er generelt vurderingen, at finansielle institutioners risikostyring er forbedret markant i de senere år.

Det er bl.a. disse potentielle risici, der har været årsag til de senere års debat om hedgefonde. Den politiske del af debatten har, som beskrevet nedenfor, især drejet sig om, hvorvidt det er hensigtsmæssigt – og mu-

---

<sup>1</sup> Prime brokers er de investeringsbanker, der servicerer hedgefonde i forbindelse med disses aktiviteter i kapitalmarkederne. For en beskrivelse af typiske serviceydelser, der ydes af prime brokers, jf. Thuesen (2005).

UDVALGTE KRISER I HEDGEFONDE 1998-2006		Tabel 4
Hedgefond	Skønnet tab, mio.USD	År
Amaranth .....	6.400	2006
Long-Term Capital Management .....	3.600	1998
Tiger Management .....	2.600	2000
Soros Fund .....	2.000-5.000	2000
Princeton Economics International .....	950	1999
Lipper .....	700	2001
Lancer .....	600	2003
Beacon .....	500	2002
Manhattan Investment Fund .....	400	1999
MotherRock .....	230	2006

Kilde: Ferguson et al. (2007).

ligt – at iværksætte internationale initiativer for at styrke reguleringen af hedgefonde.

### Historik omkring store kriser for hedgefonde

I forbindelse med det mest kendte kollaps i en hedgefond, Long-Term Capital Management, LTCM, i efteråret 1998, gjorde hensynet til de potentielle negative effekter på de finansielle markeder af en tvungen likvidation, at den amerikanske centralbank aktivt opfordrede til en løsning, hvorefter LTCM blev overtaget af andre private finansielle virksomheder.<sup>1</sup>

Erfaringerne fra de senere år viser imidlertid, at problemer og tab for selv store hedgefonde siden har givet anledning til systemiske kriser på de internationale finansielle markeder. Tabel 4 giver en oversigt over de største hedgefondskriser siden LTCM.

Det skønnes, at langt over 2.000 hedgefonde lukkede ned i perioden 1999-2005<sup>2</sup>. Ingen af disse hændelser gav anledning til systemiske kriser på de finansielle markeder.

Analysen foretaget af ECB peger på, at omkring 5 pct. af hedgefondene går i likvidation i løbet af et år.<sup>3</sup> Likvidation kan ske enten frivilligt, dvs. på initiativ af hedgefond manageren, eller ufrivilligt ved at det ikke længere er muligt at få et tilstrækkeligt volumen i AUM. En stor del af likvidationerne sker af sidstnævnte årsag, enten fordi hedgefondene ikke kan skaffe tilstrækkeligt med nye investorer, eller fordi investorer-

<sup>1</sup> I forbindelse med LTCM-krisen i efteråret 1998 stod 17 af LTCMs modparter til at tabe et samlet beløb på mellem 3 og 5 mia.USD.

<sup>2</sup> Cole et al. (2007). Vurderingen bygger på tilgang og afgang af rapporterende hedgefonde til Lipper-TASS Database. Det er ikke muligt at angive præcise tal for antallet af lukkede hedgefonde, da der kan være andre årsager til, at en hedgefond stopper med at rapportere til den pågældende database. Et skøn for 2006 lyder på, at mere end 700 hedgefonde lukkede, mens knap 1.000 nye fonde blev etableret.

<sup>3</sup> ECB (2007:2).

MÅNEDLIGE AFKAST I PCT., UDVALGTE HEDGEFONDSTRATEGIER I 2007										Tabel 5
Indeks	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Jan-sep
Alle strategier .....	1,2	0,6	0,9	1,8	2,0	0,9	0,4	-1,6	2,6	6,4
Distressed securities ...	1,6	1,6	1,1	1,6	1,7	0,5	-0,4	-1,3	0,4	6,8
Merger arbitrage .....	2,1	0,6	0,8	1,7	2,1	-0,7	-0,9	0,2	1,5	7,6
Convertible arbitr. ....	1,5	1,3	0,7	0,2	0,8	0,1	-0,3	-1,9	1,5	3,9
Fixed income arbitr. ...	0,9	1,3	0,9	0,6	0,7	0,3	0,4	-0,8	1,0	5,3
Statistical arbitr. ....	0,9	0,1	0,9	1,8	1,0	0,2	-0,1	-1,8	1,5	4,4
Short selling .....	-1,5	1,6	-0,2	-3,0	-2,5	2,5	3,6	1,4	-0,9	0,8
Global macro .....	0,5	0,4	0,4	1,1	1,7	0,9	1,4	-1,6	3,6	8,7

Anm.: For en gennemgang af indholdet i forskellige typer af hedgefondstrategier henvises til Thuesen (2005).  
Kilde: Greenwich Alternative Investment.

ne benytter deres ret til at trække deres investeringer ud af hedgefondene.

### Hedgefonde og uroen på de internationale finansielle markeder i 2007

Som det fremgår af tabel 5, har hedgefondene indtil videre i 2007 generelt genereret pæne afkast på trods af den uro på de finansielle markeder, der for alvor begyndte over sommeren. En del hedgefondstrategier gav positive afkast i juli, hvor uroen begyndte, mens der inden for de fleste, men ikke alle, strategier var negative afkast, om end relativt beskedne, i august, hvor uroen for alvor udviklede sig. I september var der inden for praktisk taget samtlige strategier igen positive afkast.

Hedgefondsektoren som helhed er foreløbig ikke blevet påvirket stærkt af den finansielle uro. Det skal bl.a. ses i lyset af, at sektoren er meget uhomogen med hensyn til valg af strategier og risikoniveau. Fondene påvirkes derfor forskelligt af pludselige ændringer i markedsforholdene, og deres reaktionsmønstre er forskellige. I henhold til Bank of Englands seneste finansielle stabilitetsrapport<sup>1</sup> har der, på trods af at nogle få hedgefonde har måttet lukke ned, i løbet af den seneste tids uro kun været få eksempler på hedgefonde, der enten er blevet tvunget til at sælge deres aktiver eller har måttet afskære investorer fra at trække deres indskud for at undgå tvunget salg af fondens aktiver. I andre tilfælde har hedgefonde tilsyneladende bidraget til øget stabilitet ved at købe op i aktiver i faldende markeder. Også ECB hæfter sig ved disse tendenser:

*"It does not seem that selling pressure coming from hedge funds was a major factor behind the recent turbulence, since problems in interbank, ABCP and other credit markets, as well as losses experienced by some*

<sup>1</sup> Bank of England (2007).

*banks, were far more important for the smooth functioning of the global financial system."*<sup>1</sup>

Bank of England peger endvidere på, at der inden for hedgefondsektoren synes at være gang i en vis forskydning af midler mellem forskellige typer af hedgefondstrategier, mens uroen på de finansielle markeder ikke har givet anledning til fald i de samlede AUM.

## TILGANGE TIL REGULERING AF HEDGEFONDE

---

To overordnede hensyn har traditionelt ligget til grund for en særlig regulering af finansielle institutioner, nemlig hensynet til forbrugerbeskyttelse og hensynet til at begrænse systemiske risici, altså risici for at problemer i en del af den finansielle sektor skal brede sig til den øvrige sektor og føre til en finansiell krise.

Hensynet til forbrugerbeskyttelse har hidtil ikke været relevant, når det gælder hedgefonde, da investorkredsen traditionelt har bestået af privatpersoner med meget store formuer og senere også institutionelle investorer og andre professionelle investorer. Det er en investorkreds, der kan vurdere risici ved deres investeringer og i givet fald kan bære de tab, der måtte komme, uden at det i øvrigt har større betydning for samfundsøkonomien.

Hensynet til at begrænse systemiske risici er, som ovenfor beskrevet, blevet relevant i forbindelse med, at hedgefondenes samlede aktiviteter har nået et omfang, så de i betydelig grad kan påvirke det øvrige finansielle system.

Overordnet kan man i relation til regulering af hedgefonde skelne mellem direkte regulering, indirekte regulering og markedsbaseret regulering.<sup>2</sup>

*Direkte regulering* af hedgefonde kan være forbundet med en række problemer. En del af formålet med at oprette hedgefonde har været at kunne implementere investeringsstrategier, som ikke er mulige under de reguleringsmæssige rammer, som gælder for traditionelle finansielle institutioner, som fx banker og investeringsforeninger. Et eventuelt behov for regulering af hedgefondes porteføljeforvaltning må derfor vejes op mod reguleringens potentielle ulemper. Det vil være tilsvarende vanskeligt at regulere hedgefonde på baggrund af risikobaserede krav til kapitaldækning og risikostyringssystemer, således som det kendes fra andre finansielle institutioner. Det skyldes bl.a., at hedgefondes hurtige

---

<sup>1</sup> ECB (2007:3).

<sup>2</sup> Denne skelnen anvendes ofte i litteraturen, jf. fx Crockett (2007).

omlægninger af de ofte meget komplekse porteføljer ville stille krav til tilsynsmyndighederne om hyppige og resursekrævende inspektioner.

På hedgefondenes passivside kan det være noget lettere for myndighederne at begrænse investorkredsen, så detailinvestorer i praksis ikke får adgang til at placere midler i hedgefonde, og forbrugerbeskyttelsesproblemer derfor minimeres. Det rejser imidlertid det principielle spørgsmål, om det kun er de i forvejen meget velhavende personer, der som privatinvestorer kan få adgang til de potentielt større afkast, som kan opnås ved at medtage hedgefonde i sin portefølje. I Danmark er der med loven om hedgeforeninger, der trådte i kraft den 1. juli 2005 fundet en løsning, hvor der ikke lægges begrænsninger på foreningernes investeringsstrategier, og hvor forbrugeroplysningen er tilgodeset ved krav til de oplysninger, hedgeforeningerne skal levere med hensyn til investeringsstrategier og risikoprofil.

Hertil kommer det måske væsentligste og rent praktiske problem med direkte regulering, nemlig at mange hedgefonde er juridisk hjemmehørende i offshore finansielle centre<sup>1</sup>, eller at de nemt kan flytte til offshore finansielle centre, hvis de pålægges nye regulatoriske krav.

*Indirekte regulering* af hedgefonde kan tage udgangspunkt i prime brokers. Prime brokers er typisk i forvejen under regulering og finansielt tilsyn. Ved at sætte de rette krav til prime brokers kan myndighederne bidrage til at begrænse risikoen for, at problemer i hedgefonde spreder sig til kernen af det finansielle system. Kravene til prime brokers kunne fx omfatte størrelsen og kvaliteten af sikkerheder for lån og værdipapirlån, størrelse af marginer ved derivatkontrakter, kapitalkrav ved eksponeringer over for hedgefonde og kvaliteten af de systemer, der anvendes til risikostyring.

Principielt adskiller formålet og tilgangen ved indirekte regulering af hedgefonde sig ikke fra den regulering, prime brokers og andre traditionelle finansielle virksomheder i øvrigt er underlagt for at sikre, at disse virksomheder styrer deres risici på en hensigtsmæssig måde og har tilstrækkelig kapital. Men der kan være nogle særlige udfordringer ved at have hedgefonde med avancerede investeringsstrategier som modparter. En stor fordel ved indirekte regulering er, at den er mulig at gennemføre i praksis. Derfor er det også den tilgang til regulering af hedgefonde, der først og fremmest er blevet anbefalet i de internationale rapporter, der er kommet i de senere år.<sup>2</sup> I det omfang prime brokers styrer deres risici hensigtsmæssigt, er der ikke brug for direkte regulering af hedgefonde. Tab i hedgefondene og hos deres investorer er som

---

<sup>1</sup> Cayman Island, British Virgin Islands, Bermuda og Bahamas er eksempler på offshore finansielle centre med et større antal registrerede hedgefonde.

<sup>2</sup> Eksempler herpå er Financial Stability Forum (2007) og Alternative Investment Expert Group (2006).

udgangspunkt ikke i sig selv et problem for det finansielle system eller samfundsøkonomien i øvrigt. Det er imidlertid værd at bemærke, at indirekte regulering ikke nødvendigvis vil kunne forhindre, at en eller flere hedgefondes problemer vil kunne give problemer på kapitalmarkederne genereret af crowded trades og pludselige fald i likviditeten som beskrevet ovenfor.

Forslag om *markedsbaseret regulering* af hedgefonde bygger på den grundlæggende tese, at hvis samtlige markedsdeltagere er tilstrækkeligt godt informerede, vil de kunne tage højde for de relevante risici.<sup>1</sup> Det gælder også de risici, der er forbundet med fx crowded trades. En forudsætning for velfungerende markedsbaseret regulering er derfor en betydelig grad af gennemsigtighed i markedet.

Da både prime brokers og finansielle investorer i hedgefonde er kvalificerede forretningsmodparter, der ikke bør indgå forretninger, medmindre de mener at have tilstrækkelig information, er der reelt et stort pres på hedgefondene for at levere information til modparter om end ikke nødvendigvis til offentligheden i øvrigt. Der kan dog alligevel være et behov for at øge transparensen i hedgefonde af hensyn til både markedsdeltageres og myndigheders overvågning af de potentielle risici, hedgefonde udgør for det finansielle system som helhed. Hvordan vil fx en stor hedgefonds konkurs påvirke det finansielle system, og hvordan tegner risici sig for crowded trades? Men selv hvor der kan være et dokumenteret behov for øget transparens, er det ofte uklart, hvordan de rette informationer vil kunne tilvejebringes i praksis. Fx vil oplysninger om hedgefondens balancer ofte ikke give et retvisende billede af hedgefondenes risikoprofiler, da de bl.a. styrer deres risici uden for balancen, herunder med udbredt brug af kreditderivater. Et andet eksempel er i relation til risikoen for crowded trades, hvor et øjebliksbillede af en hedgefonds portefølje meget hurtigt kan være forældet, da hedgefonde ofte omlægger deres porteføljer hurtigt.

## DE SENESTE INTERNATIONALE DRØFTELSE OG INITIATIVER

---

I det seneste år er de internationale drøftelser af behov og muligheder for at underlægge hedgefonde regulering blevet intensiveret, herunder i regi af EU og G8, og der er taget en række initiativer. Det overordnede resultat af drøftelserne har været, at der internationalt fortsat anlægges en indirekte og markedsbaseret tilgang til regulering af hedgefonde, og

---

<sup>1</sup> En anden nødvendig forudsætning for velfungerende markedsbaseret regulering er, at markedsdeltagerne selv er i stand til at anvende den tilgængelige information til at vurdere risici.

at både myndighederne og den finansielle sektor fortsat vil have fokus på udviklingen.

I februar 2007 konkluderede finansministrene og centralbankcheferne i G7<sup>1</sup>, at hedgefonde bidrager signifikant til effektiviteten i det finansielle system, men at der på baggrund af hedgefondenes stigende betydning og kompleksitet var grund til at følge udviklingen nøje. Financial Stability Forum, FSF,<sup>2</sup> blev i den forbindelse bedt om at opdatere en tidligere rapport fra 2000 om finansielle institutioner med høj gearing. FSFs rapport kom i maj 2007<sup>3</sup>, efter at der bl.a. havde været afholdt møder med fremtrædende repræsentanter for hedgefondene. Rapporten indeholder anbefalinger rettet mod både tilsynsmyndigheder, prime brokers, investorer og hedgefond managers med det formål at mindske de potentielle systemiske risici ved hedgefonde og andre højtgearedede finansielle institutioner. I lighed med FSFs tidligere rapport anbefales *ingen* direkte regulering af hedgefonde, og rapporten behandler ikke spørgsmål om forbrugerbeskyttelse. I stedet er der følgende anbefalinger:

- Tilsynsmyndigheder og prime brokers bør arbejde for at styrke sidstnævntes risikostyring og modstandsdygtighed over for fald i markedslivlikviditet.
- Prime brokers og investorer bør tilstræbe at styrke markedsdisciplinen, herunder afkræve hedgefonde præcis og rettidig information om deres porteføljer og risikostyring.
- Tilsynsmyndigheder bør iværksætte et arbejde med at afklare, i hvilket omfang mere systematisk og konsistent dataindsamling om prime brokers' konsoliderede eksponeringer over for hedgefonde vil kunne styrke den eksisterende tilsynsvirksomhed.
- Endelig bør hedgefondbranchen revurdere og styrke de eksisterende best practice benchmarks for hedgefond managers i lyset af de forventninger, der stilles hertil hos den øvrige private sektor og hos myndighederne.

Herefter drøftede G8-lederne hedgefonde i juni 2007 og støttede anbefalingerne i FSFs rapport og dermed til en tilgang baseret på indirekte regulering/tilsyn og markedsdisciplin.

I EU-regi er hedgefonde blev drøftet på Ecofin-ministrenes uformelle møde i april 2007, og efterfølgende vedtog Ecofin i maj rådskonklusioner om hedgefonde. Rådskonklusionerne anerkender, at den eksiste-

<sup>1</sup> G7 består af USA, Storbritannien, Frankrig, Tyskland, Japan, Italien og Canada. G8 består foruden disse lande af Rusland.

<sup>2</sup> FSF blev etableret i 1999 af G7-finansministrene med henblik på at styrke international finansiell stabilitet gennem øget udveksling af information og internationalt samarbejde om tilsyn og overvågning. Sekretariatet for FSF har til huse i Bank for International Settlements (BIS). Yderligere oplysninger om FSF kan findes på [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org).

<sup>3</sup> Financial Stability Forum (2007).

rende tilgang med indirekte regulering/tilsyn hidtil har styrket modstandsdygtigheden over for systemiske risici, og Rådet opfordrer markedsdeltagere og tilsynsmyndigheder til fortsat at være opmærksomme på de potentielle risici. Rådet peger dog samtidig på, at der er behov for en bedre forståelse af hedgefondes betydning for finansiell stabilitet. Endelig henviser rådskonklusionerne til den bekymring, nogle medlemslande har givet udtryk for med hensyn til detailinvestorers investeringer i hedgefonde. Europa-Kommissionen har fået i opdrag at undersøge, om der er behov for en fælles EU-regulering af de investeringsfonde, der i dag er underlagt national lovgivning, og som henvender sig til den brede offentlighed. Det kunne inkludere nogle funds of hedge funds.

IOSCO<sup>1</sup> udsendte i marts 2007 en konsultationsrapport<sup>2</sup> om principper for værdifastsættelse af hedgefonde og de problemstillinger, der opstår i forbindelse med værdifastsættelse af illikvide eller komplekse finansielle produkter. Formålet er at få fastlagt nogle overordnede principper, der skal være med til at sikre en konsistent, uafhængig og gennemsigtig værdifastsættelse af hedgefonde. Ud over de umiddelbare udfordringer med at værdifastsætte illikvide og komplekse porteføljer, er der det særlige ved hedgefonde, at hedgefond managers' aflønning i høj grad er knyttet direkte til beregningerne af de afkast, hedgefondene præsterer. I april 2007 udsendte IOSCO endnu en konsultationsrapport.<sup>3</sup> Formålet var at få input til, hvilke problemstillinger IOSCO fremover bør arbejde med i relation til FoHF, der henvender sig til detailinvestorer. Konsultationsperioderne for de to rapporter udløb over sommeren, og IOSCO arbejder i øjeblikket videre med konkrete initiativer.

Den store politiske bevågenhed har lagt et pres på hedgefondsektoren for fremover i højere grad end tidligere at være villig til at indgå i dialog med myndighederne om de potentielle risici ved hedgefonde. Ét resultat heraf har været, at en arbejdsgruppe bestående af 14 af de største europæiske hedgefonde i sommeren 2007 indbød andre europæiske hedgefonde til at deltage i et arbejde med at udforme fælles standarder for god adfærd for hedgefonde. I oktober udsendte gruppen en omfattende konsultationsrapport<sup>4</sup> med udkast til i alt 15 standarder, der i første omgang omhandler mere information om hedgefondene samt om en række forhold, der har at gøre med hedgefondenes betydning for finansiell stabilitet. Det drejer sig om værdifastsættelse af komplekse finansielle produkter, effektiv risikostyring, governancestrukturer til

---

<sup>1</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO) er den internationale samarbejdsorganisation for myndigheder, der regulerer værdipapirmarkedene.

<sup>2</sup> IOSCO (2007:1).

<sup>3</sup> IOSCO (2007:2).

<sup>4</sup> Hedge Fund Working Group (2007).

håndtering af potentielle interessekonflikter og regler for udøvelse af indflydelse på selskaber. Rapporten foreslår brug af princippet om at følge eller forklare, altså at hver enkelt hedgefond bør følge de fremtidige standarder eller alternativt forklare offentligheden, hvorfor man i hvert tilfælde har valgt ikke at gøre det. Konsultationsperioden løber indtil den 14. december. Den endelige rapport med standarder for god adfærd ventes i januar 2008.

## LITTERATUR

---

Alternative Investment Expert Group (2007), *Report of the Alternative Investment Expert Group*, European Commission, July.

Bank of England (2007), *Financial Stability Report*, Issue No. 22, October.

Barth, James R., M. Bertus, T. Li og T. Phumiwasana (2007), *Hedge Funds: A Global perspective on Strategies and Risks*, Prepared for the Joint Meeting of the Shadow Financial Regulatory Committees of Europe, Japan, Latin America and the United States, Copenhagen, Denmark, September.

Cole, Roger T., G. Feldberg og D. Lynch (2007), *Hedge funds, credit risk transfer and financial stability*, *Financial Stability Review*, Banque de France, April.

Crockett, Andrew (2007), *The evolution and regulation of hedge funds*, *Financial Stability Review*, Banque de France, April.

ECB (2004), *Financial Stability Review*, December.

ECB (2005), *Hedge Funds and their Implications for financial Stability*, *Occasional Paper Series*, August.

ECB (2007:1), *The Transparency of Hedge Funds*, Contribution to the Financial Stability Table, March.

ECB (2007:2), *Financial Stability Review*, June.

ECB (2007:3), *Financial Stability Review*, December.

Ferguson, R., og D. Laster (2007), *Hedge funds and systemic risks*, *Financial Stability Review*, Banque de France, April.

Financial Stability Forum (2007), *Update on the FSF Report on Highly Leveraged Institutions*, May.

Greenwich Alternative Investments, [www.greenwichai.com](http://www.greenwichai.com)

G8 (2007), *Chair's Summary*. Heiligendam, 8 June.

Hedge Fund Working Group (2007), *Hedge Fund Standards, Consultation Paper*, October.

HedgeNordic, [www.hedgenordic.com](http://www.hedgenordic.com)

IOSCO (2007:1), *Consultation Report. Principles for the valuations of hedge fund portfolios*, March.

IOSCO (2007:2), *Consultation Report. Call for views on issues that could be addressed by IOSCO on funds of hedge funds*.

OECD (2007:1), *Recent market developments, the boom in private equity and the rise of hedge funds*, OECD Financial Roundtable Meeting, May.

OECD (2007:2), *An overview of hedge funds and structured products. Issues in leverage and risk*, OECD May.

OECD (2007:3), *Selected questions regarding hedge funds. Result from the CMF questionnaire and previous CMF discussions*, OECD May.

Thuesen, Jesper U. (2005), *Hedgefonde i Danmark og internationalt*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.