
Hedgefonde i Danmark og internationalt

Jesper Ulriksen Thuesen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Regeringen fremsatte i slutningen af 2004 et lovforslag med det formål at skabe et juridisk og tilsynsmæssigt grundlag for etablering af såkaldte hedgeforeninger i Danmark. Ifølge forslaget vil hedgeforeninger blive den danske udgave af hedgefonde. På samme måde som udenlandske hedgefonde vil hedgeforeninger få fuld frihed til at fastlægge risikoprofil og investeringsstrategi.

På baggrund af en kraftig stigning i både antallet af hedgefonde og den mængde kapital, de forvalter, er der kommet øget international fokus på hedgefondenes betydning for kapitalmarkederne og den finansielle stabilitet. Hedgefonde øger på den ene side likviditet og effektivitet på kapitalmarkeder, men kan på den anden side øge potentialet for finansiell ustabilitet.

Hedgeforeninger i Danmark vurderes ikke at ville få negative konsekvenser for de danske kapitalmarkeder og stabiliteten af det danske finansielle system.

HEDGEFONDE OG UDBREDELSEN HERAF

Der findes ikke en entydig og alment accepteret definition af begrebet hedgefond. Betegnelsen dækker over en lang række forskellige investeringsfonde med meget forskellige risikoprofiler og investeringsstrategier. Der er ofte tale om private selskaber, hvor en porteføljeforvalter, kaldet manager, placerer midler, der er indskudt af velhavende private og i nogle tilfælde institutionelle investorer. I USA er der bl.a. foreslået følgende definition:

*"Although it is not statutorily defined, the term encompasses any pooled investment vehicle that is privately organized, administered by professional investment managers, and not widely available to the public."*¹

ECB har for nylig angivet en lidt mere fyldig definition:

¹ President's Working Group (1999).

"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"¹.

Som det fremgår, er ingen af disse forslag til definitioner særligt præcise. Én måde at beskrive, hvad hedgefonde er, kan være at sætte dem i relation til mere snævert definerede og regulerede investeringsordninger, som fx investeringsforeninger. I boks 1, side 98, er angivet de typiske karakteristika for hedgefonde sammenholdt med, hvad der tilsvarende gælder for investeringsforeninger. Som det fremgår, er der en række betydelige forskelle, bl.a. i målsætningerne og i mulighederne for frit at tage positioner i markederne.

Hedgefondenes frihed i valget af strategi afspejles i, at forskellige hedgefonde i praksis har valgt meget forskelligartede investeringsstrategier til at udnytte de muligheder, de har for bl.a. at tage korte positioner² i markedet. I boks 2, side 99, findes en gruppering af nogle af disse investeringsstrategier. Der er forskel på, hvor store risici der umiddelbart er forbundet med de forskellige investeringsstrategier. Men valg af en mindre risikobetonet investeringsstrategi kan være kombineret med en høj gearing³, så valget af investeringsstrategi giver ikke nødvendigvis i sig selv et retvisende indtryk af en given hedgefonds risikoprofil.

Da hedgefonde typisk er registrerede i offshore finansielle centre⁴, hvor de ikke er underlagt krav om indberetning af aktiviteter, vides det ikke, hverken hvor mange fonde der er, eller hvor megen kapital de forvalter. Kvalificerede bud⁵ er:

- Der er 8-9.000 fonde i alt, heraf opererer mere end 6.000 i USA.
- Fondene forvalter en samlet kapital på omkring 1.000 mia.dollar.⁶

¹ ECB (2004). For flere eksempler på definitioner, jf. Vaughan (2003).

² At tage korte positioner ("short-selling" på engelsk) vil sige at sælge aktiver, man i salgsøjeblikket ikke har i sin portefølje. Yderligere beskrivelse på dansk af short-selling findes i fx Plesner (2003).

³ Gearingen i en hedgefond udtrykker typisk forholdet mellem størrelsen af den af investorerne (og manager) indskudte kapital og størrelsen af den samlede balance af risikobehæftede aktiver og passiver. Hedgefonde opnår typisk gearing ved brug af finansielle instrumenter som fx repo'er, futures, forward-kontrakter og andre derivater, hvor positioner kan tages ved at erlægge marginbetalinger i stedet for at erlægge den fulde pålydende værdi af positionerne. Jf. fx Financial Stability Forum (2000).

⁴ Cayman Islands, British Virgin Islands, Bermuda og Bahamas synes at være de offshore finansielle centre, der i særlig grad tiltrækker registreringer af hedgefonde.

⁵ Kilder: ECB (2004), IMF (2004), Donaldson (2003) og – for så vidt angår hedgefond-aktiviteten i Norden – Eidolf (2004).

⁶ Til sammenligning skønnes værdien af den samlede mængde aktier og obligationer på verdensplan at være mere end 83.000 mia.dollar ved udgangen af 2003. Kilde: IMF (2004).

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

Tabel 1

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Hedgefonde	40,3	8,4	6,3	0,1	18,6	7,7
Aktier	21,0	-9,1	-11,9	-22,1	28,7	10,9
Obligationer	-0,8	11,6	8,4	10,3	4,1	4,3

Anm.: Afkast er angivet som afkast beregnet på baggrund af S&P 500 (for aktier), Lehman Brothers Aggregate Bond Index (for obligationer) og Van Global Hedge Fund Index (for hedgefonde). Dette indeks konstrueres på baggrund af information om mere end 6.000 hedgefonde i og uden for USA.

Kilde: Van Hedge Fund Advisors International (2005).

- I de seneste 10 år har der været en vækst på i gennemsnit godt 25 pct. pr. år i den kapital, der forvaltes.
- I Norden (primært Sverige) har hedgefonde eksisteret siden 1996. Der er i Norden omkring 80 fonde, som til sammen forvalter mere end 50 mia.kr.

I de seneste 10 år har hedgefond-branchen kun i få kvartaler, fx efter krisen omkring Long-Term Capital Management¹ i slutningen af 1998, oplevet fald i den forvaltede kapital. Væksten er fortsat med uformindsket styrke i 2003 og ind i 2004, selv om de rapporterede afkast i denne periode har været relativt beskedne, jf. tabel 1.

Der kan være en række årsager til den stærke vækst i antallet af hedgefonde og de beløb, de forvalter.

Én væsentlig årsag har formentlig været den merværdi, placeringer i hedgefonde har kunnet tilføje porteføljer. Porteføljer med hedgefonde har over længere tidshorisonter ofte præsteret bedre afkast end mere traditionelle porteføljer². Hedgefonde kan have relativ lav samvariation med markedet i øvrigt og kan derfor bruges effektivt til diversifikation af porteføljerisici. Endelig kan målsætninger om absolut afkast og gode muligheder for at tage korte positioner i markedet give en bedre beskyttelse af kapitalen i faldende markeder.

¹ Hedgefonden Long-Term Capital Management (LTCM) var i problemer i efteråret 1998. De potentielle negative effekter på de finansielle markeder af en tvungen likvidation fik den amerikanske centralbank til aktivt at opfordre til en løsning, hvorefter LTCM blev overtaget af andre private finansielle virksomheder.

² Ofte er det problematisk direkte at anvende traditionelle risikomål på investeringer i hedgefonde, hvorfor sammenligninger med traditionelle investeringer i fx aktier og obligationer skal tolkes med forsigtighed. Én af årsagerne hertil er, at afkastprofiler for hedgefonde kan følge andre fordelinger, end dem der traditionelt anvendes til beregninger af risikjusterede afkast. Et andet problem er, at der kan være bias i de data, der findes om hedgefondenes 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 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 simpelt hen tilbage til investorerne, indtil manager igen mener at se investeringsmuligheder.

	Typisk hedgefond	Typisk investeringsforening
Målsætning	Absolut afkast (positivt afkast uanset markedsudvikling).	Relativt afkast (i forhold til en benchmark).
Valg af investeringsstrategier og instrumentvalg	Stor frihed. Brug af derivater, gearing og short-selling.	Begrænset frihed. Begrænsede muligheder for brug af derivater, gearing og short-selling.
Likviditet	Begrænsninger på indskud og udtræk, fx kun måneds- eller kvartalsvist.	Mulighed for løbende køb og salg af investeringsbeviser.
Managers/forvaltere	Kan være ikke-registrerede eller registrerede og under tilsyn. Ofte baserede i internationale finansielle centre som New York og London.	Registrerede og under tilsyn.
Regulering	Typisk juridisk hjemmehørende i offshore finansielle centre med begrænset regulering og tilsyn. Ingen eller få krav til indberetninger og gennemsigtighed.	Juridisk hjemmehørende i almindelige nationale jurisdiktioner. Regulerede og under tilsyn. Krav om indberetninger og gennemsigtighed.
Incitamentstruktur	Managergebyr: Typisk 1-2 pct. af aktiver samt 15-25 pct. af performance over visse tærskelværdier. Manager er medinvestor.	Managergebyr: Fast gebyr, fx fast procent-sats af aktiver. Manager er investors agent, men ikke medinvestor.
Markedsføring	Begrænsninger på markedsføring over for offentligheden.	Mulighed for bred offentlig markedsføring.

Kilde: ECB (2004), Plesner (2004), Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv., Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/108/EF, SEC Staff Report (2003).

En anden årsag til væksten i hedgefonde skal formentlig findes i, at der er blevet flere af de såkaldte "high net worth individuals", dvs. privatpersoner med store formuer¹. Denne gruppe har traditionelt tegnet sig for en stor del af investeringerne i hedgefonde.

¹ Iflg. Merrill Lynch/Cap Gemini Ernst & Young World Wealth Report 2004 har high net worth individuals (defineret som individer med finansielle aktiver på mere end 1 mio.dollar) ultimo 2003 en samlet formue på omkring 28.800 mia.dollar, og der forventes en fortsat stigning på omkring 7 pct. pr. år frem til 2008.

1. Market trend strategier

Disse strategier udnytter bredere markedsbevægelser/-trends. Det kan være i aktier, renter, valutaer eller varer. Eksempler:

- Makro: Tage positioner på baggrund af analyser af den makroøkonomiske udvikling, fx i valutakurser.
- Long/short: 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. Det er stadig denne type strategi, der anvendes af flest hedgefonde, muligvis omkring halvdelen af alle hedgefonde. De er ikke altid markedsneutrale og kan hurtigt skifte mellem samlet at have lange eller korte positioner i markedet.

2. Event-driven strategier

Disse strategier udnytter prisbevægelser i forbindelse med konkurser, fusioner og overtagelser af virksomheder. Eksempler:

- Distressed securities: Lange eller korte positioner ved unormal prisdannelse i forbindelse med konkurser og reorganiseringer i virksomheder.
- Risk/merger arbitrage: Lange positioner i en virksomhed, der vil blive opkøbt/overtaget, kombineret med korte positioner i den opkøbende virksomhed.

3. Arbitrage strategier

Disse strategier udnytter prisforskelle mellem nært beslægtede aktiver. Arbitrage strategier anses for at være de mindst risikobetonede strategier og for oftest at have positiv effekt på markedseffektivitet og likviditet. Eksempler:

- Convertible arbitrage: Arbitrage på baggrund af forskelle mellem priserne på en virksomheds foranstillede kapital (convertible bond, preferred stock, warrants etc.) og priserne på samme virksomheds normale aktier.
- Fixed income arbitrage: Udnyttelse af de små renteforskelle, der kan være på næsten ensartede obligationer. Fx kan et nyt statspapir, der netop er kommet i låneviften, have en lidt højere rente end et eksisterende statspapir med stort udestående volumen og stort set samme restløbetid.
- Statistical arbitrage: Arbitrage på baggrund af forudsætninger om, at priser vil konvergere til en historisk norm, som egen model forventes at være bedre til at forudse end markedet.

Anm.: Der er ikke nogen entydig eller alment accepteret måde at gruppere hedgefonde efter investeringsstrategier. Forskellige analyseenheder og forskellige databaser anvender kun delvist de samme grupperinger. Ovenstående gruppering er overvejende inspireret af SEC Staff Report (2003).

En tredje årsag kan være det lave nominelle renteniveau og aktiemarkedsudviklingen, der kan have fået fx pensionskasser, der på deres passivside er bundet af forpligtelser over for pensionsopsparerne, til at søge højere risikovægtet afkast i alternative placeringer.

HEDGEFONDE OG FINANSIEL STABILITET

Den stigende betydning af hedgefonde på de internationale kapitalmarkeder har især inden for det sidste år givet anledning til diskussion af hedgefondes betydning for den finansielle stabilitet. Denne diskussion kan til tider være kompleks. For det første kan det være vanskeligt at lave analyser, der dækker den samlede population af hedgefonde. Det skyldes den lange række af forskellige former for hedgefonde, og at de forskellige hedgefonde adskiller sig betydeligt med hensyn til både risikoprofiler og strategier. For det andet vil de fleste typer hedgefonde potentielt kunne have såvel stabiliserende som destabiliserende påvirkning på kapitalmarkederne. For det tredje er hedgefonde typisk ikke fra myndigheders side pålagt indberetningsforpligtelser og forpligtelser om gennemsigtighed. Det tilgængelige datamateriale om transaktioner, positioner og afkast er derfor overvejende frivillige indberetninger fra en del af hedgefond-branchen.

Hedgefondes bidrag til velfungerende markeder og spredning af risici

Hedgefonde kan med aktiv positionstaging og hyppige handler bidrage til likviditeten på kapitalmarkederne. Hertil kommer, at en del hedgefondes strategier og dermed analysemetoder er rettet mod at kunne udnytte også mindre prisskævheder i markedet gennem arbitrage. Det kan bidrage til at reducere markedsimperfektioner og forbedre prisdannelsen.

Afkast af investeringer i hedgefonde har vist sig at være signifikant mindre korrelerede med afkast på aktie- og obligationsmarkederne, end fx aktie og obligationsmarkederne har været indbyrdes. Muligheder for at foretage placeringer i forskellige typer af hedgefonde kan derfor give investorerne bedre muligheder for at diversificere deres porteføljer. Dette er blevet af stigende værdi i takt med den globale finansielle integration, hvor samvariationen mellem mange andre aktivklasser er steget, og hvor mulighederne for effektiv diversifikation derfor er blevet mindskede.

Det har ligeledes været fremhævet, at hedgefonde kan være medvirkende til at mindske markedsvolatiliteten. Med målsætninger om absolut afkast kan de være mindre tilbøjelige til at købe i stigende markeder og sælge i faldende markeder (såkaldt momentum trading)¹. Endvidere er midler i hedgefonde ofte bundet i længere perioder, fx med mulighed for udtræk månedligt eller kvartalsvist.

¹ Et eksempel på stabiliserende effekt: Når et indeks stiger, vil "index-trackers", dvs. 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.

Prime brokers er de investeringsbanker, der servicerer hedgefonde i forbindelse med disses aktivitet i kapitalmarkederne. Hedgefonde kan have flere prime brokers tilknyttet på samme tid. Prime brokers kan fx yde én eller flere af følgende serviceydelser:

- Handelstransaktioner.
- Clearing og afvikling. En prime broker kan sørge for clearing og afvikling af både transaktioner, prime broker selv har foretaget på vegne af en hedgefond, og af transaktioner foretaget af andre værdipapirhandlere, som den pågældende hedgefond måtte benytte sig af.
- Værdipapirudlån.
- Margin lending.
- Kontaktskabelse, dvs. prime brokers skaber kontakterne mellem hedgefond-managers og potentielle kunder.
- Hjælp til opstart af hedgefonde. Prime brokers kan assistere nye managers med fx kontorfaciliteter, teknisk infrastruktur, risikostyringssystemer, afrapporteringssystemer, salgsmateriale samt kontakt til kompetente juridiske rådgivere og revisorer.
- Rapportering. Her kan fx være tale om den løbende rapportering til brug for manager's overvågning af hedgefondens portefølje eller om generering af den information, manager videregiver til investorer.
- Analyser. Prime brokers kan give managers adgang til de analyser af markeder og/eller enkelte papirer, de selv foretager til brug for egen positionstagning og kunderådgivning.

Kilde: SEC Staff Report (2003), Bank of England (2004:1) og (2004:2).

Endelig har det været fremhævet, at hedgefonde også har bidraget til bedre risikospredning gennem udvikling af bedre risikostyringsværktøjer og ved at tilføre likviditet til nye og specialiserede markeder.

Risici i relation til prime brokerage

Prime brokers er de investeringsbanker, der betjener hedgefonde i forbindelse med disses aktivitet i kapitalmarkederne. En beskrivelse af nogle af de typiske prime broker-ydelser er givet i boks 3. En prime broker kan være eksponeret over for hedgefonde både i form af indtægter fra de serviceydelser, der ydes, og i form af de positioner, prime broker måtte tage som modpart til hedgefonde.

Den stigende betydning af hedgefond-branchen har medført, at prime brokerage er blevet en betydelig forretning for flere af de store internationale investeringsbanker. Konkurrencen om dette marked er intensivt, hvilket kunne give anledning til et ændret indtægtsgrundlag, især for de banker der hidtil har domineret markedet¹. Den øgede konkurrence kan også give sig udslag i, at hedgefonde vil kunne forhandle

¹ Det anslås, at for nogle prime brokers udgør indkomst fra prime brokerage 25-40 pct. af den samlede indkomst fra handels- og gebyrindtægter. Kilde: ECB (2004).

mere favorable kreditbetingelser, hvilket kan være med til at eksponere prime brokers yderligere.

Investeringsbankernes professionelle styring af modpartsrisici over for hedgefonde, herunder de forbedrede risikostyringsværktøjer, er det bedst mulige værn mod finansiel ustabilitet som følge af hedgefonde. Investeringsbankerne må formodes at være de mest kompetente i markedet, når det gælder om at gennemskue hedgefondes til tider komplekse investeringsstrategier og de tilknyttede risici. Et særligt problem er dog, at en given hedgefond kan benytte flere prime brokers, og den enkelte prime broker derfor ikke nødvendigvis har adgang til fuld information om hedgefondens samlede positioner.

Risici i relation til markederne og hedgefondes gearing

Der er indikationer af, at nogle større banker er blevet villige til at øge risici og i et vist omfang adoptere hedgefond-lignende strategier for dele af egne porteføljer. Det kan betyde, at negative udviklingstendenser på markederne kan blive forstærket, særligt hvis et større antal hedgefonde og investeringsbanker har ensartede positioner, som de ønsker at lukke på samme tid¹. Hvorvidt sådanne risici vil vise sig afhænger bl.a. af, i hvor høj grad de forskellige markedsaktører har ensartede positioner, i hvilken grad de forskellige hedgefonde er gearede, og hvorledes investorernes muligheder er for at trække deres investeringer ud af fondene. Bl.a. på grund af den mangelfulde statistiske belysning af hedgefond-branchen er det i praksis meget vanskeligt at drage konklusioner om dette.

Risici i relation til investorsiden: Private og pensionskasser

"High net worth individuals" tegner sig for en stor del af placeringerne i hedgefonde. I de senere år har pensionselskaber og – i mindre omfang forsikringselskaber – imidlertid placeret en stigende andel af deres midler i hedgefonde. Det skal ses på baggrund af mulighederne for at diversificere porteføljer ved hjælp af hedgefonde og en tendens til at søge højere afkast ved alternative placeringer, såkaldt "hunt for yield". I forhold til pensionselskabernes samlede aktiver er placeringerne i hedgefonde dog stadig små.

Pensionselskabernes stigende interesse for hedgefonde kan have såvel positive som negative effekter for den finansielle stabilitet. På den ene side kan den markedsbaserede "selvregulering" styrkes, da pensionselskaber i højere grad end fx "high net worth individuals" må for-

¹ Således som det fx var tilfældet, da Long-Term Capital Management kom i problemer, jf. tidligere fodnote.

modes at have resurser til at forstå de forskellige hedgefond-strategier og styre egne modpartsrisici. Pensionsselskaber kan på sigt også bidrage til større gennemsigthed i hedgefond-branchen, da de som store enkeltinvestorer kan tale med større vægt over for hedgefonde, herunder med eventuelle krav om mere detaljeret information. På den anden side kan pensionsselskabers øgede interesse for hedgefonde føre til dannelsen af flere større hedgefonde, hvis pensionsselskaberne ønsker at foretage større enkeltplaceringer for at nedbringe de administrative omkostninger ved at gennemføre overvågning og risikostyring i relation til de enkelte hedgefonde¹.

Netop de relativt høje omkostninger ved at risikovurdere og følge hedgefondenes ofte komplekse investeringsstrategier kan dog også begrænse størrelsen af de placeringer, pensionsselskaber og andre institutionelle investorer totalt set vil komme til at foretage i hedgefonde.

Fremkomsten af de såkaldte funds-of-funds, dvs. hedgefonde der investerer i andre hedgefonde, kan have været med til at øge bl.a. pensionsselskabernes placeringer i hedgefonde. Afhængigt af de konkrete investeringer, der foretages i hver enkelt fund-of-fund, kan disse fonde anvendes til at sprede risici ved investeringer i hedgefonde. Ulempen er dog, at der oven på de i forvejen betydelige gebyrer, der betales i hedgefonde, jf. boks 1, skal betales gebyrer til managers i funds-of-funds.

Overvågningssiden

Væksten i hedgefond-branchen betyder, at en stigende andel af den samlede kapital forvaltes af enheder, der ikke har indberetningspligt, og som er uden for tilsyn². Det gør det vanskeligere for tilsynsmyndigheder og centralbanker at følge med i, hvad der foregår i markedet, og om der måtte være tegn på ustabilitet under udvikling. Den ufuldkomne statistiske belysning af hedgefond-branchen kan også tænkes at hæmme markedernes evne til selvregulering.

En mulig fremtidig vej mod mere systematisk dataindsamling om hedgefonde kunne være via indberetninger fra prime brokers.

Forskellige vurderinger af hedgefonde og finansiel stabilitet

I USA, hvor de fleste af de eksisterende hedgefonde opererer, har der været intense diskussioner af fondenes potentielle effekter på markedet. Efter uroen omkring LTCM i 1998 blev den såkaldte President's Working Group nedsat, bestående af bl.a. Alan Greenspan, chefen for

¹ Dette afhænger imidlertid også af, om der i markederne findes tilstrækkeligt med forretningsmuligheder for store hedgefonde.

² ... eller underlagt tilsyn i offshore finansielle centre.

det amerikanske centralbanksystem, og William H. Donaldson, formand for U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).¹ Mens Greenspan gentagne gange har fremhævet hedgefondenes gavnlige effekter på markedet i form af øget likviditet og markedseffektivitet og udtalt sig imod øget regulering af hedgefonde, har Donaldson været mere bekymret, især på baggrund af myndighedernes manglende muligheder for at overvåge hedgefond-branchen. SEC vedtog i oktober 2004 et nyt regelsæt, der fra 2006 bl.a. pålægger hedgefond-managers (ikke hedgefondene) at lade sig registrere hos SEC og at indberette antallet af hedgefonde og størrelsen af den kapital, de administrerer.

De hedgefond managers, der opererer uden for USA, er først og fremmest koncentreret i London. Bl.a. Bank of England behandler løbende situationen omkring hedgefonde og finansiel stabilitet. De seneste udmeldinger herfra synes i nogen grad at mane til forsigtighed. Bl.a. stilles der spørgsmålstegn ved, om afkastforventningerne hos hedgefond-investorer modereres i takt med, at markederne bliver mere effektive, bl.a. som følge af hedgefond-branchens øgede aktivitet², og det derfor bliver vanskeligere at hente afkast ved at udnytte markedsimperfektioner.

I *Financial Stability Review* fra december 2004 behandler også ECB situationen omkring hedgefonde uden at drage endelige konklusioner. Hedgefondenes positive indvirkning på markederne fremhæves, ligesom udviklingen i mere avancerede risikostyringssystemer. Endvidere peger ECB på, at selv om den samlede hedgefond-industri har været i kraftig vækst, så er koncentrationen på få og store fonde reduceret, fx i forhold til situationen omkring LTCM-affæren i 1998, og det ser ud til, at hedgefondene i dag er mindre gearede.

HEDGEFONDE I DANMARK

Det har hidtil ikke været muligt at oprette egentlige hedgefonde under dansk lovgivning. Bl.a. har de skattemæssige aspekter være uklare. Siden 1. januar 2004 har det været muligt at etablere såkaldte "andre kollektive investeringsordninger", der i modsætning til investeringsforeninger mv. ikke har begrænsninger på mulighederne for at geare og tage korte positioner. "Andre kollektive investeringsordninger" skal registreres i Finanstilsynet, men Tilsynet skal hverken give tilladelse til eller godkende ordningerne. Der er blevet etableret forskellige konstruktioner, som i dagspressen er blevet betegnet som hedgefonde, men

¹ De to øvrige medlemmer: John Snow (Finansminister) og James Newsome (Formand for The Commodity Futures Trading Commission).

² Bank of England (2004:2).

reelt har der indtil videre været tale om produkter pakket ind i mere eller mindre komplicerede obligationsstrukturer og/eller produkter forbeholdt pensionsopsparing, hvor skattesystemet er mere enkelt.

Der har fra flere sider i den danske finansielle sektor været et ønske om at få mulighed for at etablere regulerede hedgefonde under tilsyn og med afklarede og internationalt konkurrencedygtige skattemæssige forhold.

Lovforslag om hedgeforeninger

15. december 2004 fremsatte regeringen lovforslag, som havde til formål at etablere et juridisk og tilsynsmæssigt grundlag for hedgeforeninger i Danmark. Ifølge forslaget vil hedgeforeninger blive den danske udgave af hedgefonde og vil skulle etableres som foreninger efter dansk model. Forslaget vedrører primært ændringer i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv., men omfatter også ændringer i lov om finansiel virksomhed samt i forskellige skattelove. Ved fremsættelsen af lovforslaget forventedes den nye lov at kunne træde i kraft 1. juli 2005.

Ifølge lovforslaget vil der ikke blive lovmæssige begrænsninger på hedgeforeningers valg af investeringspolitik og risikoprofil. Det er hver enkelt forenings bestyrelse, der skal fastlægge foreningens risikorammer. Der vil således, som det kendes fra udenlandske hedgefonde, være ubegrænsede muligheder for fx at geare og tage korte positioner. Forbrugerbeskyttelsen vil overvejende bestå i, at investorerne og offentligheden i øvrigt skal kunne orientere sig om en forenings investeringspolitik og risikoprofil, hvilket skal ske i foreningens vedtægter og i foreningens prospekt. Hvis en hedgeforenings bestyrelse beslutter at ændre foreningens risikorammer, skal investorerne inden for fem hverdage have besked om dette.

Lovforslaget indeholder ingen definition af en hedgeforening. Hedgeforeninger, som modtager midler fra en videre kreds eller fra offentligheden, skal godkendes af Finanstilsynet. Andre hedgeforeninger kan frivilligt vælge at søge Finanstilsynets godkendelse. Godkendte foreninger får eneret – og pligt – til at anvende betegnelsen "hedgeforening" i deres navn.

Finanstilsynet skal føre tilsyn med de godkendte foreninger. En hedgeforenings midler skal forvaltes og opbevares af et af Finanstilsynet godkendt depotselskab, som skal være et pengeinstitut med hjemsted i Danmark eller en dansk filial af et udenlandsk kreditinstitut med hjemsted i EU¹. Depotselskabet skal påse, at foreningen overholder de risiko-

¹ Eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

rammer, som foreningen selv har fastlagt. Sker der overtrædelser, skal det straks indberettes til Finanstilsynet.

Lovforslaget giver Finanstilsynet mulighed for at fastsætte nærmere regler om hedgeforeningers offentliggørelse af oplysninger og regler for hedgeforeningers opgørelse af risici. Disse regler kendes endnu ikke.

Betydningen af hedgeforeninger for finansiel stabilitet i Danmark

Set i et snævert dansk perspektiv tyder intet på, at kommende hedgeforeninger vil kunne udgøre en risiko for den finansielle stabilitet. Størrelsen af den kapital, der vil blive forvaltet af danske hedgeforeninger, forventes at blive beskeden set i forhold til det samlede danske kapitalmarked. Tilsvarende vil betydningen af prime brokerage blive beskeden. Investorer har allerede muligheder for at geare og tage korte positioner på individuel basis. Hedgeforeninger vil gøre det muligt at geare og tage korte positioner via foreninger.

Såfremt der i et dansk perspektiv er risici fra internationale hedgefonde, vil det være i form af den afsmittende virkning fra de internationale kapitalmarkeder, hvor internationale hedgefonde måske vil kunne forstærke eventuelt kommende kriser. Effekter herfra på det danske kapitalmarked vil bl.a. afhænge af mængden af danske aktiver, der holdes af internationale hedgefonde. Eksistensen af danske hedgeforeninger skønnes ikke at kunne forstærke eventuelle konsekvenser for den finansielle stabilitet i Danmark.

LITTERATUR

Bank of England, *Financial Stability Review*, December 2004.

Bank of England, *Financial Stability Review*, June 2004.

Donaldson, William H., The Long and Short of Hedge Funds: Effects on Strategies for Managing Market Risk, Before the Financial Services Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises, United States House of Representatives, May 2003.

ECB, *Financial Stability Review*, December 2004.

Eidolf, Erik: Hedgefonde – et spørgsmål om tillid, Dansk Aktionærforening, *Aktiehåndbog* 2004.

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/108/EF (UCITS-direktivet).

Financial Stability Forum, Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions, April 2000.

Forslag til Lov om ændring af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv., lov om finansiel virksomhed, lov om værdipapirhandel mv., lov om arbejdsmarkedets tillægspension og lov om Lønmodtagernes Dyrtidsfond (Hedgeforeninger) samt bemærkningerne til dette lovforslag. Fremsat den 15. december 2004 for Folketinget af Økonomi- og Erhvervsministeren.

International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, September 2004.

Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.

Plesner, Søren, Hedgefonde, *Finans/Invest*, juni 2003.

Plesner, Søren 2004, Hedgefonde versus investeringsforeninger, *Aktionæren*, juni 2004.

President's Working Group, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, Report of the President's Working Group on Financial Markets, April 1999.

Securities and Exchange Commission Staff, Implications of the Growth of Hedge Funds, Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, September 2003.

Van Hedge Fund Advisors International, van Hedge Fund Indices, Global, U:S: and Offshore, December 2004, Pressemeddelelse af 14. januar 2005. www.hedgefund.com/news/press/press.htm.

Vaughan, David, Selected Definitions of "Hedge Fund", Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission, Roundtable on Hedge Funds, May 14-15, 2003.