

# Hedge-fonde

## FORFATTER



Direktør, cand.polit.  
**Søren Plesner**  
BASISPOINT

E-mail: [soren.plesner@basispoint.com](mailto:soren.plesner@basispoint.com)

Søren Plesner er CFA Charterholder og certificeret Financial Risk Manager (FRM og PRM)

For et par måneder siden fik danske investorer for første gang mulighed for at investere i en "dansk" udgave<sup>1)</sup> af de såkaldte "hedge-fonde", der i dag er et af de varmeste emner i den globale investeringsindustri.

Indtil for relativt nylig er disse fonde blevet betragtet med en blanding af beundring, frygt og mistro af den mere traditionelle del af investeringsbranchen. For "hedge-fonde" er blevet set som hemmelighedsfulde klubber for superrige investorer, der anført af nogle af de skarpeste, akademiske hjerner og tidligere stjerne-dealere kunne skabe spektakulære resultater og panik i de globale finansmarkeder.

Af samme grund har offentligheden – repræsenteret af politikere, tilsynsmyndigheder mv. – da også haft et godt øje til disse "highly leveraged institutions", som blev anset som en fare for hele det finansielle system – og dermed for den globale økonomi. Denne skurkerrolle blev så sent som i efteråret 2002 officielt fastslået af den tyske finansminister, Hans Eichel, der udtalte sig stærkt kritisk om "hedge-fonde" og pegede på behovet for at beskytte investorer – og samfundet – mod disse fondes udskjelser.

På det seneste har der imidlertid udviklet sig et mere nuanceret og objektivi- tært syn på hedge-fondene og deres rolle i det finansielle system. Fondene har nemlig ikke alene vist sig overraskende robuste over for de senere års udvikling på især aktiemarkedene, men har også som gruppe betragtet præsteret afkast, der tilsyneladende trodser den traditionelle, finansielle teoris tyngdelov.

Med udsigten til "aktieafkast med obligationsrisiko" er mange investorer nu for alvor begyndt at interessere sig for hedge-fonde, der fra at være finansmarkederne "enfant terrible" har udviklet sig til en selvstændig, stueren investeringsform i kategorien "alternative inve-

steringer". Selv fornævnte Hans Eichel synes – sikkert under stærkt pres fra de finansielle aktører i Tyskland – at have skiftet holdning til hedge-fonde, jf. følgende udtalelse fra det tyske finansministerium "Hans Eichel still sees the risks involved in hedge funds, but he now also sees the opportunities, and so a compromise has been found."

I denne artikel ser vi nærmere på hedge-fonde som investeringsobjekt. Der indledes med en introduktion til begrebet, og der redegøres for den historiske baggrund og udvikling. Vi ser derefter nærmere på det "investeringsteoretiske" grundlag for hedge-fonde og deres virke, og der foretages en klassifikation af hedge-fonde ud fra investeringsfilosofi, afkastprofil mv. Endelig forklares det, hvilke muligheder og risici, der er for forskellige investortyper ved investering i hedge-fonde, og vi ser på de regulatoriske overvejelser i den forbindelse.

## Hvad er en Hedge-fond?

Svaret på dette spørgsmål er ikke ligetil, for "hedge-fond"-begrebet dækker i dag over et stort antal, meget forskelligartede og mere eller mindre institutionaliserede investeringsfonde. Der kan være tale om stærkt specialiserede fonde og om fonde, der satses mere "opportunistisk" på udviklingen på de finansielle markeder. Endvidere er der meget stor forskel på de enkelte fondes investeringsfilosofi og risikoprofil. Endelig kan der være tale om meget lukkede fonde med meget høje minimumsindskud, eller om fonde der henvender sig til et bredere publikum – herunder de såkaldte "fund-of-funds".

Vi vil alligevel søge at nå frem til en definition af den "generiske" hedge-fond, og det første spørgsmål, der melder sig her er: Hvorfor hedder det en "hedge"-fond? For den uindviede kan det være svært at forstå, hvordan man kan bruge denne betegnelse om fonde, hvis aktiviteter i de senere år har ført til en nær-nedsmeltning af det finansielle system. "Hedge" betyder jo "afdækning", og der synes ikke at være meget "afdækning" over spektakulære angreb på et lands valuta eller på de højt gearede forretninger, der førte til den meget omtalte, dramatiske "flight-to-quality" situation i

forbindelse med Long-Term Capital Management (LTCM) krisen i 1998.

Betegnelsen "Hedge Fund" kan spores tilbage til 1949, hvor sociologen Alfred Winslow Jones efter en noget blandet karriere inden for bl.a. atlantiske konvojer, landbrugskooperativer og drengeskoler etablerede en aktiefond, der med nutidens terminologi bedst ville kunne klassificeres som en "opportunistic equity hedge fund", jf. nedenfor. Jones betegnede selv sin fond som en *hedged fund*, en betegnelse der med tiden degenererede til navneordet "Hedge Fund". Jones' strategi gik ud på at gå "long" eller "short" i udvalgte, individuelle aktier samtidigt med, at eksponeringen til den generelle markedsrisiko blev helt eller delvist afdækket – deraf betegnelsen *hedged fund*. Afhængigt af udfaldet af de enkelte analyser, kunne fonden være *net long* (værdien af long-positioner større end værdi af short-positioner), *net short* (værdien af short-positioner større end værdi af long-positioner) eller *net neutral* (værdien af long-positioner lig med værdi af short-positioner). "Short-selling" begrebet er nærmere beskrevet i boks 1.

Jones etablerede sin fond som et privat partnerskab og investerede en betydelig del af sin egen formue heri. Derudover blev Jones belønnet med en performanceafhængig fee på ikke mindre end 20% af positive afkast. Et sådant arrangement udgjorde naturligvis et stærkt incitament til at stræbe efter høje afkast – samtidigt med, at risikoen for tab styredes omhyggeligt, for her var der jo ikke kun tale om AFP (andre folks penge).

Jones-modellen – stor investeringsfrihed og aflønning efter absolut performance kombineret med en betydelig, personlig tabsrisiko – har dannet skole for eftertidens hedge-fonde, og vi vover derfor en generel karakteristik heraf som vist i boks 2. Hedge-fond industrien har ændret sig meget siden Jones-dagene, men fee-strukturen er stort set uændret. Den typiske hedge-fond beregner sig den dag i dag en fast fee på ca. 1% af aktiverne + en incentive fee på ca. 20%, der ofte først bliver effektiv ved afkast

## Boks 1

### Short-selling

"Short-selling" er et centralt element i de fleste hedge-fondes investeringstilgang. Ved "short-selling" sælges papirer, som man ikke ejer. Papirerne lånes eller fremskaffes gennem såkaldte "reverse repos" (udlån af penge mod sikkerhed i et værdipapir) og sælges derefter i forventning om, at de senere kan generhverves til en lavere kurs. Provenuet fra salget anbringes i mellemtiden i pengemarkedet eller benyttes til køb af andre papirer. I dag gennemføres "short-selling" ofte syntetisk gennem salg af f.eks. futures, køb/salg af optioner eller indgåelse af "aktieswaps" med en "prime broker". På denne måde slipper man for besværet med at skulle låne papiret fysisk – og for at placere provenuet, idet nettoforrentningen er indregnet i terminkursen. "Short-selling" kan være meget risikabelt.

For det første er der, hvis der er tale om aktier, en ubegrænset tabsrisiko, da aktiekurser jo i princippet kan stige uendeligt. For at gøre ondt værre, så øges tabsgivende short-positioners vægt i porteføljen i takt med tabene, i modsætning til tabsgivende long-investeringer, der jo konvergerer mod nul.

For det andet kan man havne i en "short-squeeze", en situation, hvor de shortede papirer pga. af styk-mangel eller bevidst "chikane" fra andre markedsaktører ikke – eller kun med stor besvær og store omkostninger – kan generhverves. Da Long-Term Capital Managements omfattende short-positioner blev blotlagt i forbindelse med fondens tvungne afvikling i efteråret 1998, var der mange spekulanter, der berigede sig ved at kræve "ublu" priser for de underliggende papirer. Endelig kan man se short-positioner som en "volatil finansiering" af aktiverne, på samme måde som man kender det fra realkreditfinansiering med fast rente. Den klassiske hedge-fond søger at afdække markedsrisikoen med short-positioner, der derfor må have en systematisk samvariation med aktiverne. Hvis korrelationen mellem long- og shortpositioner imidlertid er svag, vil der være tale om en farlig strategi, idet man risikere en "double whammy": Fald i aktiver og stigning i passiver. "Short-selling" har været en væsentlig årsag til det blakkede ry, som hedge-fondene har haft. "Short-selling" forsyner imidlertid markedet med likviditet og er med til at holde markedet i prismæssig ligevægt.

over en vis tærskel-værdi, og som ofte også har en såkaldt "high watermark" klausul <sup>2)</sup>

### Copycats og nøgenbadere

Det er vigtigt at understrege, at den generelle karakteristik i boks 2 dækker over store variationer i den måde, som den moderne hedge-fond opererer på. Faktisk har mange af de såkaldte "hedge"-fonde, som blev etableret i forsøget med at gøre Jones kunsten efter, ikke haft ret meget med "hedging" at gøre, snarere tværtimod.

Jones-fonden opnåede særdeles gode og stabile afkast over en længere årrække. På trods af dette levede fonden – sikkert til partnernes store tilfredshed – et stille og upåagtet liv helt frem til 1966. Da satte en nu berømt artikel i tidsskriftet Fortune, "*The Jones Nobody Keeps Up With*", imidlertid investeringsindustrien på den anden ende. I artiklen blev det beskrevet, hvordan Jones systematisk havde outperformeret de traditionelle investeringsforeninger – og dette oven i købet efter en performance-relateret fee på 20%. Udsigten til et gebyr i denne

størrelsesorden var naturligvis for stor en fristelse for mange af de mere traditionelle investment managers, der i stort tal søgte at kopiere Jones' succes. Men i modsætning til Jones, der næsten udelukkende fokuserede på udvælgelse af enkelt-papirer ("stock-picking") samtidigt med, at den generelle markedsrisiko blev holdt inden for acceptable rammer gennem passende kombinationer af long/short positioner, havde mange af de nytilkomne ikke den nødvendige disciplin til at drive en hedge-fond. Slutningen af 1960'erne var præget af højkonjunktur med tilhørende bull-marked, og i et sådant marked forekommer "shortselling" ikke som en udpræget god idé. Kombinationen af bull-marked og performance-afhængig aflønning lokkede i denne periode mange af de nye managers til at opbygge højt gearede long-positioner, der ikke – eller kun i ringe omfang – var hedgede af short-positioner. Disse "nøgenbadere", som de spydigt blev kaldt af Warren Buffet, præsterede generelt pæne afkast – lige indtil slutningen af 1973, hvor den første oliekrise gav startskuddet

## Boks 2

### Generisk Hedge-fond

En hedge-fonde er et privat fond, hvori manageren har en betydelig, økonomisk interesse – og dermed en betydelig tabsrisiko.

En hedge-fond er typisk ureguleret og har derfor betydelig investeringsfrihed mht. valg af instrument, marked og finansieringsform.

Målsætningen er at opnå et højt, absolut (positivt) afkast gennem dygtig værdipapirudvælgelse samtidigt med, at den generelle markedsrisiko gennem passende kombinationer af long- og short-positioner helt eller delvist afdækkes.

Ud over den personlige tabsrisiko er der et betydeligt manager-incident i form af en betydelig, performancerelateret fee.

Investors minimumindskud er højt og er typisk bundet for en vis periode.

til efterkrigstidens værste recession med tilhørende bear-marked. Resultatet heraf udeblev ikke. Masser af hedge-fonde måtte lukke, og hele hedge-fond begrebet sank tilbage i et årelangt, glemselens mørke.

### Genfødsel og ny økonomi

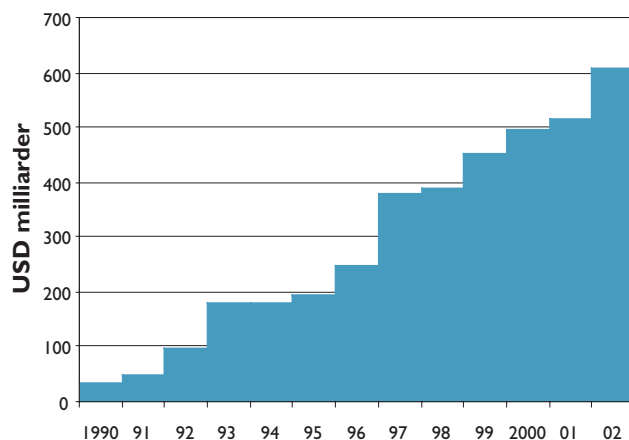
Et lille antal hedge-fonde overlevede blodbadet i 1973-74 og humpede videre indtil de internationale konjunkturer forbedrede sig i løbet af 1980'erne. Her kom der så småt liv i branchen, bl.a. med etablering af George Soros' Quatum Fund og Julian Robertsons Tiger og Jaguar Fonde.

Disse fonde var dog i deres opbygning og investeringsstil noget forskellige fra Alfred Jones' fond. Der var stadig tale om (meget) eksklusive, private partnerskaber med maksimum 99 investorer, hvilket fritog fondene fra registrering hos tilsynsmyndigheden SEC. Til gengæld var minimumsindskuddet gigantisk, så disse fonde udgjorde ikke ligefrem en folkebevægelse.

Når det kom til investeringer, tænkte Soros og Robertson stort. Hvor Alfred Jones havde fokuseret på selektiv udvælgelse af først og fremmest amerikanske aktier, tog Soros og Robertson sigte på intet mindre end det globale finanssystem. Dette system

Figur 1

Udvikling i Hedge-fondes forvaltede formue



Kilde: Financial Times

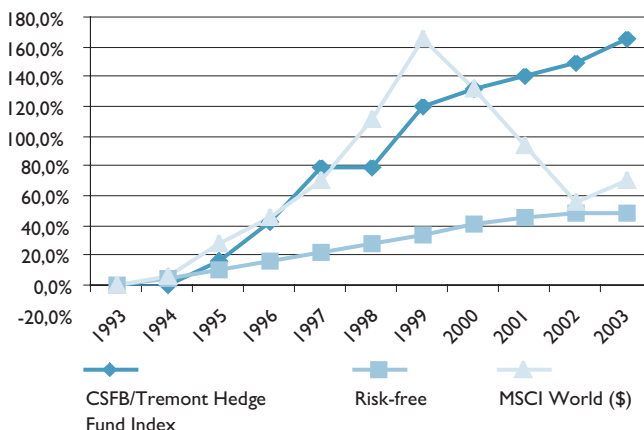
var for alvor ved at blive liberaliseret, med tilhørende friere kapitalbevægelighed og forbedrede muligheder for at investere internationalt. Bevæbnet med de på det tidspunkt relativt nymodens derivatinstrumenter som futures, optioner, swaps mv. – instrumenter, som Warren Buffet på et senere tidspunkt har kaldt for “finansielle masseødelæggelsesvåben” – forstod disse superinvestorer og deres “Global Macro Funds” at profitere fra ubalancerne i den globale økonomi. Robertson profiterede bl.a. stort på at “shorte” US-dollars i 1985 (ved hjælp af optioner), og George Soros blev for alvor kendt for sin rolle i det engelske pounds fald i 1992.

Den megen omtale af bl.a. Soros og Robertson-fondenes succes fristede på ny mange til starte hedge-fonde. “Råmateriale” – først og fremmest rige privatpersoner – var der nok af, for med 90’ernes boom, specielt inden for teknologisektoren, fulgte en enorm stigning i antal af “High Net Worth Individuals”. Således steg antallet af hedge funds fra små 300 ved slutningen af 80’erne til ca. 4.000 i 1999.

Over samme tidsrum steg den forvaltede formue fra ca. USD 40 milliarder til ca. USD 450 milliarder, altså godt og vel en tidobling, se figur 1. Hvor stort dette tal end kan forekomme, er det dog småting i forhold til den samlede værdi af de mere traditionelle investeringsmarkeder, aktier og obligationer. Størrelsesforholdet skal bl.a. ses i lyset af, at hedge-fonde endnu i 90’erne var forbeholdt de ultrarige, og at der pga. fondenes højt specialiserede investeringsstiles var grænser for hvor store beløb, der effektivt kunne forvaltes.

Figur 2

Kumulative afkast 1993-2003 (maj)



Kilde: CSFB/Tremont

I øvrigt var den mere jævne investor i mellemtiden anderswo beschäftigt og havde slet ikke tid eller lyst til at beskæftige sig med hedge-fonde. Han/hun var nemlig steget ombord i Indeks-toget, der specielt fra midten af 90’erne buldrede derudad – på trods af formanende ord om “irrational exuberance”. Den Nye Økonomi havde ført til et paradigmeskift i det finansielle verdenssyn. Investorerne blev gennem mange års vedholdende bull-marked vænnet til, at der nærmest risikofrit kunne opnås to-cifrede afkastprocenter, så længe man blot lagde sig tæt op ad markedsindekset. Passiv management – “indeks-tracking” – var blevet den foretrukne investeringsform og sikre karrierevej for porteføljemanagers, og dermed synes teorien om de effiente markeder – ifølge hvilken man kun bliver betalt for at påtage sig systematisk risiko og at “aktiv” management derfor ikke betaler sig – endelig bevist i praksis.

**Hedge-fondene træder i karakter**

Aktiefesten sluttede som bekendt brat i marts 2000. Investorerne blev på smertelig vis mindet om, at “markedsrisiko” kan gå begge veje, og at “Keeping up with the Jones” (ikke den Jones) er en knap så interessant strategi i et nedadgående marked.

Hedge-fond managerne havde på den anden side – belært af erfaringerne fra slutningen 60’erne og befriet for markedsindeksenes ulidelige gruppepres – ikke ladet sig lokke til at “bade nøgne”, selv om solen jo skinnede uafbrudt. I erkendelsen af, at afkast blot er et uforudsigeligt biprodukt af risiko og at sidstnævnte i modsætning til

førstnævnte kan styres, havde den tålmodige manager op gennem hele bull-markedet sørget for aldrig at sænke paraderne helt. Resultatet af denne disciplinerede adfærd ses i figur 2, der viser de kumulative afkast for hedge-fonde (set under ét), for MSCI World indekset samt for en rullende, risikofri investering for perioden 1993-2003 (maj). Det ses, at det er lykkedes for hedge-fond branchen under ét at generere høje, positive afkast gennem hele perioden, undtagen i 1994 og 1998, hvor branchen pga. hhv. uventede rentestigninger og LTCM-krisen måtte notere sig mindre, negative afkast. I Bonanza-årene 1997-1999 præsterede branchen pæne afkast, men sakkede dog fælt efter “long-only” investorerne i MSCI-indekset.

I 2000 trådte hedge-fondene imidlertid for alvor i karakter og er nu – medio 2003 – oppe med ca. 90%-point relativt til MSCI World. Og hedge-fondene har ikke alene slået aktieindekset på afkastet. Som man kan se med det blotte øje, er hedge-fondenes afkast opnået med en lavere volatilitet end aktieindekset. Det samlede resultat er, at hedge-fondene set under ét har præsteret et markant højere risiko-korrigeret afkast – målt ved den såkaldte Sharpe-ratio – end MSCI-indekset.

Resultatet af sådanne beregninger skal godt nok tages med en gran salt. For det første er performance-tallene for hedge-fond industrien beregnet på basis af tal, som fondene selv har rapporteret, og disse tal kan være svære at verificere. Hedge-fondenes forretninger er jo komplekse og hemmelighedsfulde. Endvidere kan der være tale om en vis “survivor-bias”<sup>3)</sup>. Endelig

kan det diskuteres, jf. gennemgangen af risici nedenfor, i hvor høj grad "volatilitet" er et korrekt udtryk for risikoen ved hedge-fond investeringer, og om det derfor er rimeligt at foretage en sammenligning på grundlag af "Sharpe ratio". Men selv når der tages højde for disse eventuelle problemer ved beregningerne, er der umiddelbart meget der tyder på, at hedge-fondene set under ét har været i stand til at opnå "aktieafkast med obligationsrisiko". Og dette står jo i grel modsætning til den almindelige opfattelse af disse fonde som "højrisikofonde".

Et yderligere aspekt, der er værd at lægge mærke til, og som man også kan få en fornemmelse af ved blot at betragte figur 2, er den *lave korrelation* – for den viste periode beregnet til ca. 0,5 – mellem hedge-fondenes og MSCI-indeksets afkast. Dette var egentlig at forvente, for hedge-fondes afkast er nærmest *pr. design* lavt korrelerede med såvel aktie- som obligationsindeks. Den passive manager (indeks-trackeren) er *momentum-dreven*, idet aktier (eller obligationer) købes, når de stiger, og sælges når de falder. Hermed bliver den passive investors portefølje mere og mere koncentreret (mindre diversificeret) omkring de aktier, der historisk har klaret sig bedst. Den *typiske* hedge-fond søger omvendt at holde risikoen helt eller delvis i skak ved hjælp af "shorting", hvilket betyder, at den *typiske* hedge-fond som oftest går mod strømmen: Sælger, når markedet stiger, og køber, når markedet falder. En sådan "contrarian" strategi må jo nødvendigvis have en lav eller endog negativ korrelation med indeks-trackeren.

### Fra Rolls-Royce til folkeinvestering

Hedge-fondenes bemærkelsesværdige evne til at opnå positive afkast med lav volatilitet og lav korrelation med traditionelle investeringer er naturligvis ikke gået upåagtet hen hos investorerne, der i takt med aktiemarkedets fald og faldende afkast på risikofri investeringer i stor stil er søgt over i denne "nye" aktivklasse. Således er den samlede formue under forvaltning hos hedge-fonde steget til fra ca. USD 450 milliarder ved udgangen af 1999 til godt USD 600 milliarder ved udgangen af 2002, se igen figur 1. Antallet af hedge-fonde er, ifølge Hedge Fund Research, i samme periode steget fra ca. 4.000 til ca. 5.500, hvoraf de fleste er blevet startet op af managere fra long-only branchen eller tidligere medarbejdere fra investeringsbankerne. Ifølge Financial Research Corpora-

tion (FRC) ventes den forvaltede formue at stige til ca. USD 1.000 milliarder i 2004. En stor del af denne tilvækst ventes at komme fra institutionelle investorer og knapt så rige privatpersoner, "merely affluent", der via "registrerede" fonde og de såkaldte "fund-of-funds" nu også har fået adgang til dette tidligere så eksklusive marked.

Det er for tidligt at afgøre, om denne udvikling dækker over et nyt paradigmeskift – fra passiv til aktiv management – eller om der blot er tale om endnu en boble i finansmarkedet. Noget kunne imidlertid tyde på, at der er ved at ske en institutionalisering og masseudbredelse af hedge-fond begrebet – som dermed risikerer at blive udvandet. Som vi skal se nedenfor, er der med hedge-fonde tale om specialiserede investeringsstrategier, der først og fremmest tager sigte på at udnytte markedsuligevægte og slørede prismekanismer gennem investeringer i mere eller mindre likvide markeder. Der er naturligvis grænser for, hvor store investeringer sådanne strategier kan absorbere. Med et stærkt stigende antal hedge-fonde er der grund til at tro, at investeringer i højere grad vil rette sig mod de større, traditionelle og mere likvide markeder. Disse markeder er imidlertid mere effektivt prissat, og man må derfor forvente, at den gennemsnitlige hedge-fond vil præstere et noget mere middelmådigt resultat i fremtiden.

Fra at være investeringernes "Rolls-Royce" vil hedge-fondene således muligvis udvikle sig til en mere ydmyg form for folkeinvestering.

### Hedge-fonde og efficiente markeder

*The efficient market hypothesis is the most remarkable error in the history of economic theory.*

(Lawrence Summers, Præsident for Harvard Universitetet og tidligere top-rådgiver i den amerikanske regering og i Federal Reserve systemet)

Hedge-fondene synes med deres historiske performance at have trodset en af den moderne, finansielle teoris mest fundamentale love, nemlig hypotesen om de efficiente markeder (EMH). Hypotesen er baseret på præmissen om, at investorer i disse stærkt konkurrenceprægede markeder handler rationelt. Ifølge hypotesen er al relevant information allerede indregnet i markedspriserne, dvs. at fremtidige afkast er uafhængige af historiske ditto, og en investor vil i et sådant marked ikke være i stand

til at fremskaffe informationer, der – hvis der tages hensyn til omkostningerne ved at fremskaffe disse – sætter ham eller hende i stand til at opnå et "overnormalt" afkast. Der er mao. ingen "gratis frokoster" – for at opnå højere afkast, må der nødvendigvis tages højere risici. Og her er det ifølge den anden finansielle grundlov kun den *systematiske* del af risikoen, dvs. markedsrisikoen, eller "beta", som man bliver betalt for i form af en risikopræmie. Den forventede værdi af "alpha" – det forventede (mer-)afkast fra at påtage sig den usystematiske, eller papirspecifikke, risiko – er nul, og investor bør derfor eliminere denne risiko gennem diversifikation. Under sådanne omstændigheder spiller dygtighed ingen rolle for investeringsresultatet, og den bedste strategi er derfor at investere i en portefølje, der nøje afspejler markedet.

Hvordan er det så lykkedes for hedge-fondene at opnå et "aktieafkast med obligationsrisiko", hvor teorien ellers foreskriver "aktieafkast med aktierisiko" eller "obligationsafkast med obligationsrisiko"?

For det første har hedge-fondene *reelt* været betydeligt bedre diversificeret end den traditionelle, momentum-drevne investor, jf. diskussionen ovenfor. Lad os f.eks. forestille os en investor, der tracker det finske aktieindeks, HEX. På et tidspunkt ville denne investor være 30% investeret i NO-KIA – hvilket vel næppe kan kaldes for en veldiversificeret portefølje. En fornuftigere investor ville måske vælge at undervægte Nokia, men her ville man prompte blive straffet på sin "Tracking Error" og "Information Ratio", hvis aktien fortsat viser sig at outperforme indekset. Desuden er der jo grænser for, hvor meget man kan undervægte en aktie, hvis man ikke har mulighed for at "shorte". Denne mulighed har hedge-fondene, og den benyttes flittigt til konstruktion af mere diversificerede – og dermed mere efficiente porteføljer.

For det andet er markederne ikke så efficiente som forudsat, da flere af forudsætningerne herfor ikke er opfyldt i praksis. Pga. diverse "friktioner" – skat, regulering, kapitalkrav, forbud mod short-selling og andre begrænsninger af investorers handlefrihed – vil tilgængelig information ikke nødvendigvis omgående forplante sig til markedspriserne.

Endvidere er investorer ikke altid rationelle, men lader sig ofte drive mere af følelser som frygt og grådighed. For eksempel var det ikke, ud fra en rent nøgtern vur-

dering af afkast/risiko forholdet, rationelt at investere i IT-aktier på boblens højdepunkt. Den kritiske sans blev imidlertid svækket af grådighed – eller af frygt for ikke at tjene så meget som naboen. I modsætning hertil er den typiske hedge-fond manager nøgtern og kølig i sine overvejelser – selv om det fra tid til anden kan kræve stærke nerver, en rolig hånd og en god portion penge at holde fast i short-positioner, f.eks. under teknologiboomet i perioden 96-99.

Endelig har det vist sig, at det er muligt at opnå overnormale afkast – “alpha” – gennem *dygtig* udvælgelse af aktier mv. – og gennem (short-) salg af papirer, der forventes at underperforme. I en berømt artikel har Brinson m.fl. (1986) vist, at i det omfang, der overhovedet kan konstateres et positivt bidrag fra aktiv management – dvs. afvigelser fra benchmarkets sammensætning – skal dette positive bidrag tilskrives “security selection”, og ikke “market timing”. Undersøgelsen viste også, at langt det største bidrag – på godt og ondt – skyldes valg af benchmark. Hedge-fond manager sigter mod positive afkast og ønsker derfor ikke at være underkastet de lunefulde benchmarks

ninger med komplekse instrumenter, hvor priserne bl.a. netop pga. kompleksiteten ikke er i ligevægt.

Summa summarum er det altså i praksis muligt for den *dygtige* manager at “slå markedet”, specielt når manageren, som det er tilfældet med den typiske hedge-fond, har stor handlefrihed og et arsenal af avancerede styringsinstrumenter til sin rådighed. Der er dog som nævnt en naturlig kapacitetsgrænse her. En hedge-fond manager har sin komparative styrke i en given niche (f.eks. “convertible arbitrage”, jf. nedenfor), og der skal ikke investeres mange milliarder heri, før evt. prisskævheder har rettet sig.

**Typer af hedge-fonde**

Indtil nu har vi beskæftiget os med den “typiske” eller “generiske” hedge-fond. Hedge-fond industrien består imidlertid i dag af et meget stort antal fonde, hvoraf mange i deres investeringstilgang ligger meget langt fra det oprindelige Jones-koncept. For en investor, der overvejer at investere i en hedge-fond, er det naturligvis vigtigt at forstå den bagvedliggende investeringsfilosofi – og den tilhørende afkast/risiko-profil.

En “directional”, eller retningsbestemt, kan være “bullish” eller “bearish”, eller kan veksle herimellem alt efter managers forventninger. I en “non-directional” søges den generelle markedsrisiko elimineret eller i hvert fald begrænset.

De fleste hedge-fonde kan placeres et eller andet sted i spektret “fuldt non-directional” (markedsneutral) til “fuldt directional”, se figur 3.

I figuren er anvendt den klassifikation, som CSFB Tremont benytter. Ikke alle kategorier er dog medtaget, bl.a. er “multistrategy” kategorien udeladt for ikke at komplicere billedet yderligere. I figuren er de enkelte hedge-fond kategorier anbragt efter “stigende retningsorientering”, og de annualiserede, kvartalsvise afkast fra 1. kvartal 1994 til 2. kvartal 2003 er vist som lodrette grupper af markeringer for hver kategori.

Det ses umiddelbart, at spredningen generelt er meget mindre for “Relative Value” strategierne end for de mere “opportunistiske” (læs: spekulative) strategier.

“Equity market-neutral” er tydeligvis den mest konservative strategi, med en “højreskæv” fordeling – dvs. flere og større positive end negative afkast. Down-side risikoen er yderst beskeden, til gengæld må man så også “nøjes” med et maksimalt afkast på ca. 13,69%, som blev opnået i 3. kvartal 1997 – under den såkaldte Asienkrise. Equity market neutral strategien kan underopdeles i *statistisk arbitrage*, også kendt under betegelse “pair trading”, og i *fundamental arbitrage*. Begge strategier går ud på at identificere under- og overvurderede papirer ud fra fundamentale faktorer og så købe og sælge disse ud fra en antagelse om, at disse faktorer vil udvise “mean reversion”, dvs. søge tilbage mod et naturligt, gennemsnitligt leje for den pågældende branche. Forskellen ligger i, at den statistiske approach er baseret på kvantitative modeller. En af de store fordele – og en væsentlig kilde til afkastet – er det “doble alpha”, der opnås, hvis analysen viser sig at være korrekt. Da markedsrisikoen konsekvent afdækkes, kaldes denne strategi ofte “pure alpha”.

“Convertible arbitrage” er en strategi, der har været særdeles populær i de seneste år. En konvertibel obligation er en obligation, der indeholder retten til at konvertere obligationen til udsteders aktier i et eller andet forhold. Denne indbyggede option er ofte for lavt prissat på emissionstidspunktet, og

**Figur 3**  
Hedge-fond klassifikation



Kilde: Ineichen (2003) samt CSFB/Tremont (data)

mere eller mindre tilfældige op- og nedture. Derfor hedges denne risiko, og der fokuseres på værdiskabelse gennem aktiv papirudvælgelse. Med passende kombinationer af long og short kan der derved opnås en “dobbelt-alpha” effekt, som oven i købet kan “porteres” fra ét marked til et andet. Dygtigheden kommer også til udtryk gennem forskellige former for arbitrage-forret-

Hedge-fonde kan i dag klassificeres i følgende 3 hovedkategorier:

- Relative-Value
- Event-Driven
- Opportunistic.

Denne klassifikation er foretaget ud fra den underliggende investeringsfilosofis *retnings-tendens*, hhv. “directional” og “non-directional”.

dette udnyttes af hedge-fonde, som opkøber obligationer og afdækker aktie-risikoen ved delta-hedging. Kreditrisikoen afdækkes evt. ved hjælp af kreditderivater eller gennem asset-swap markedet. Som det ses, er der tale om en asymmetrisk afkastprofil med afkast typisk mellem -10% og +15% – men med en enkelt, grim “outlier” på -18% i efteråret 1998, under den globale likviditets-crunch. Ellers er det værste, der kan ske ved denne strategi – ingenting! Ved delta-hedging af en long-position i en option er man “long” volatilitet, og man tjener kun herpå, hvis det underliggende marked bevæger sig mere op og ned end forventet af markedet. Når aktiemarkedet bevæger sig opad, skal der shortes flere aktier for at opretholde delta-hedgen, og omvendt skal der købes aktier (tilbage), når markedet falder. Dvs. at der sælges til stigende priser og købes til faldende priser. Hvis markedet er tilstrækkeligt volatil – dvs. svinger mere end den indbyggede options implicite volatilitet – vil der herigennem efterhånden kunne akkumuleres en gevinst, der overstiger den implicite præmie, der blev betalt i forbindelse med købet af den konvertible obligation.

“Fixed-income arbitrage” managere søger at udnytte pris-skævheder i prisdannelsen på rentebærende papirer. Der kan være tale om arbitrage mellem likvide/mindre likvide papirer, spot-instrumenter mod futures (såkaldte carry-trades), konverterbare/ikke-konverterbare, arbitrage CBO'er samt en lang række andre strategier. Afkastprofilen er karakteristisk ved hyppige, beskedne afkast og enkelte, meget negative outliers (igen efteråret 1998). Afkastprofilen minder om en short-position i optioner, og man siger derfor, at fixed-income arbitragøren er “short volatilitet”. Gearingen kan være meget høj – f.eks. 10-20 gange – da fixed-income instrumenter, specielt statsobligationer, er velegnede som sikkerheder i “repos”, som i stort omfang benyttes til at finansiere denne form for forretninger. Omfanget af gearing begrænses alene af det såkaldte “haircut” – hvis denne f.eks. er 5%, kan der geares 20 gange.

“Event-driven” strategier knytter sig til forskellige former for “begivenheder” i en eller flere virksomheder. De klassiske eksempler er “merger arbitrage”, “også kendt som “risk arbitrage”, hvor en hedge-fond køber aktier i en overtagelseskandidat og samtidigt sælger aktier i den bydende virksomhed. Overtagelsestilbuddet er godt nok almindelig kendt i markedet – i modsat fald

ville der være tale om ulovlig insiderhandel – men der kan alligevel forekomme en skævhed i prisdannelsen, som kan tilskrives usikkerheden omkring overtagelsens/fusionens endelige gennemførelse. Risikoen ligger i, at tilbuddet forkastes af aktionærerne eller af tilsynsmyndighederne. Som det ses er der tale om en afkastfordeling koncentreret om pæne, positive afkast og med en enkelt, negativ outlier eller to. Nøglerisikoen er her “legal risk”.

“Distressed Securities” handler om opkøb af nødlidende engagementer i håbet om/troen på, at der kan opnås en profit efter en reorganisering eller opløsning af selskabet. Strategien hører tydeligvis til i “directional”-delen af spektret, da der typisk er tale om long-only (køb af nødlidende obligationer mv.). Nødlidende – eller mere generelt sub-investment grade – obligationer kan tit købes billigt, da mange traditionelle investorer er underlagt restriktioner vedrørende investering i sådanne papirer. Ofte bliver porteføljer af sub-investment grade obligationer “ompakket” og videresolgt som trancheinddelte “Collateralized Bond Obligations”. For så vidt at disse har en fornuftig rating, kan de sælges til investorer til en god pris, og derved er der så opnået en ren arbitragegevinst – en “free lunch”. Afkastene ser ud til at være pænt fordelt omkring de 10%, men igen med en grim outlier, denne gang i juli/august 1998, hvor Rusland misligholdte sine gældsforpligtelser og startede en global “flight to quality”.

Med “global macro” bevæger vi os for alvor ind i den opportunistiske del af branchen. Disse fonde opererer globalt på makro-niveau, dvs. der indgås regelrette væddemål omkring f.eks. devaluering af en valuta. Selv om der ikke er meget “hedge” over disse fonde, har de alligevel tidligere præsteret nogle dramatiske afkast. Der kan naturligvis have været tale om rent held, men en mere logisk forklaring er nok, at de har fået god hjælp fra centralbanker og politikere, der på trods af store, fundamentale ubalancer stædigt har fastholdt forsvaret af en valuta. “Pundet står fast”, sagde den daværende britiske premierminister John Major. Dagen efter havde George Soros tvunget Pundet i knæ, og Bank of England måtte notere sig et milliard-tab i forsøget på at forsvare valutaen. Renten i Tyskland var nemlig steget kraftigt som følge af genforeningen og det dermed forbundne konjunkturopsving. Kapitalen flød ind i Tyskland og satte dermed de andre valutaer i EMS'

en under pres. England befandt sig på randen af en recession, og da det samtidigt var valgår, var der ingen, der havde brug for en renteforhøjelse for at forsvare Pundet – som dermed blev et let bytte for Soros. De store makro-fondes tid synes dog at være ved at være forbi. Politikere og centralbanker har tilsyneladende lært lektion, og de store makro-forretninger ser mere og mere ud til at have karakter af rene 50/50 væddemål. Dette ses også i figur 3, hvor afkast profilen tydeligvis er temmelig symmetrisk.

“Equity long/short” er den klassiske og stadig mest udbredte af alle hedge-fond strategier. Denne strategi involverer både lange og korte positioner, men der er ingen målsætning om at være markedsneutral. Hvor indeks-trackeren typisk har en “beta” på omkring 1 og den markedsneutrale fond en beta på omkring 0, så har en “Equity long/short” variabel beta, som kan være både positiv og negativ. Da der også benyttes gearing i stort omfang, kan den absolutte værdi af beta være betydeligt større end 1. Managers i denne kategori benytter sig som oftest af futures og/eller optioner til etablering af positioner og kan dermed lynhurtigt skifte mellem net long og net short. Der kan endvidere hurtigt skiftes fra “value” til “growth”, fra “blue chip” til “small cap”, eller omvendt. Som det ses af figur 3, er der for gruppen tale om en svagt højreskæv fordeling. Mange taler imidlertid for en underopdeling af kategorien i en “equity hedge” og en “non-hedge” gruppe. “Equity hedge” kombinerer en “core” beholdning af aktier med et overlay af shortselling og nedstammer i lige linie fra Alfred Jones første hedge-fond. “Non-hedge” har typisk undladt afdækningsdelen og er således efterkommere af “nøgenbaderne”. Ser vi alene på afkastprofilen for “equity hedge”, ser denne betydeligt mere lovende ud: stærkt højreskæv og med kun få negative afkast (ikke vist i figur 3).

Det kan diskuteres, om “Emerging Markets” overhovedet kan klassificeres som en “hedge-fund” strategi. Argumentet herfor er, at afkastene på denne form for investeringer i lighed med hedge-fonde udviser lav korrelation med de traditionelle aktivklasser. Man kunne imidlertid med lige så fuld ret klassificere “Emerging Markets” som en selvstændig kategori inden for “alternative investeringer”.

Den sidste hedge-fond kategori er “short-selling”, som kun udgør en meget lille del af markedet. Tidligere var “short-

Tabel 1

Afkast/risiko karakteristika baseret på historisk performance

Delsegment	Afkast	Volatilitet	Down-side risiko	Sharpe Ratio	Korrelation med aktier	Gearing	Investerings-horizont
Equity market-neutral	Middel	Lav	Lav	Høj	Lav	Middel	Mellemlang
Convertible arbitrage	Middel	Lav	Lav	Høj	Middel	Høj	Mellemlang
Fixed income arbitrage	Lave	Lav	Middel	Lav	Lav	Høj	Mellemlang
Risk arbitrage	Middel	Lav	Middel	Høj	Middel	Middel	Mellemlang
Distressed securities	Høje	Middel	Høj	Høj	Middel	Lav	Lang
Macro	Høje	Høj	Middel	Middel	Middel	Middel	I/T
Equity long-short	Høje	Medium	Høj	Middel	Høj	Medium	Kort
Emerging markets	Høje	Høj	Høj	Lav	Høj	Lav	Mellemlang
Short-selling	Lave	Høj	Høj	Lav	Negativ	Middel	Mellemlang

Kilde: UBS Warburg

Tabel 2

Hedge-fondes eksponering og value-at-risk, Jan-Dec 2001

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Bruttoeksponering	106%	89%	100%	151%	77%	79%	68%	76%	84%	71%	63%	82%
Nettoeksponering	-8%	5%	-12%	-20%	11%	41%	24%	47%	23%	-2%	-7%	-8%
Value-at-Risk	1,9%	1,2%	1,4%	2,0%	0,9%	2,1%	0,8%	1,4%	1,4%	0,8%	0,7%	0,7%

Kilde: Belvedere, 2002

selling” 100% koncentreret omkring ren short-selling, men det lange bull-marked i 90’erne gjorde livet temmelig surt for denne gruppe. Siden er der opstået varianten “short bias”, der blot har en målsætning om altid at være “net short”.

### “Fund-of-funds” og indekserede produkter

Traditionelt har hedge-fonde henvendt sig til superrige privatinvestorer, hvilket har gjort dem til lukket land for de fleste af os. Den typiske institutionelle investor har pga. forskellige lovgivningsmæssige restriktioner eller interne retningslinier også i vidt omfang været afskåret fra investeringer i uregulerede, private partnerskaber. Dette har ændret sig markant inden for de senere år. For det første er der startet mange nye fonde, der er “registrerede” og som opererer med betydelig lavere minimumsindskud. For den anden er det muligt med selv forholdsvis beskeden beløb at investere gennem såkaldte “fund-of-funds”, dvs. investeringsforeninger, der pooler investorernes midler og påtager sig arbejdet med udvælgelse og overvågning af hedge-fondene. Der er en række fordele og ulemper ved at investere gennem “fund-of-funds”. En væsentlig fordel kan være, at man gennem en “fund-of-funds” opnår en diversificering af sine hedge-fond investeringer. Da disse ikke alene er lavt korrelerede med traditionelle investeringer, men også er lavt

korrelerede *indbyrdes*, kan der gennem diversifikation opnås store gevinster i form af øget efficiens. En yderligere fordel er, at man som investor slipper for selv at skulle sætte sig ind i de ofte komplekse strategier og risici, som kendetegner en hedge-fond. Den væsentligste ulempe ved investering gennem en “fund-of-funds” er den “dobbelte gebyrstruktur”: 1% fast fee og 20% performanceafhængig fee til hedge-fund manageren plus måske 1% fast og 10% performanceafhængig fee til “fund-of-funds” manageren. Alternativt til investering gennem “fund of funds” kan man investere direkte i såkaldte multi-strategy fonde, eller man kan vælge en indirekte investering gennem et struktureret produkt, der er indekseret til en hedge-fond.

### Investors muligheder og risici

Der er ingen tvivl om, at “hedge-fonde” i dag udgør et interessant supplement til traditionelle investeringer. Med fokus på absolut afkast, lav volatilitet og lav korrelation med traditionelle aktiver kan en investering i “hedge-fonde” give betydelige gevinster i form af øget porteføljeefficiens. Som det måtte fremgå af ovenstående afsnit, dækker “hedge-fond” begrebet imidlertid over et utal af investeringsfilosofier med tilhørende afkast/risiko-profiler, og det kan være svært for den enkelte investor at vælge netop den eller de fonde, der passer bedst til hans eller hendes målsætning og begrænsninger. Til

hjælp herfor er der i tabel 1 vist en sammenfatning af de vigtigste afkast/risiko karakteristika for udvalgte hedge-fond sektorer.

Derudover kan der ved de enkelte typer af hedge-fond investeringer være nogle særlige risici, som ikke er medtaget i skemaet, men som man bestemt bør være opmærksom på.

For det første er der ofte med hedge-fonde tale om *illikvide* investeringer, som ikke kan realiseres fra den ene dag til den anden. Dette burde umiddelbart ikke have den store, praktiske betydning for den langsigtede investor, som ikke har et umiddelbart kontantbehov. En væsentlig grund til, at hedge-fonde er illikvide er, at de underliggende investeringer er illikvide. Dette er i og for sig heller ikke noget problem for disse “closed-end” fonde, der ikke har kortfristede tilbagebetalingsforpligtelser over for investorerne.

Hvis der imidlertid er tale om gearrede positioner, eller short-positioner, der i større omfang er bygget op ved hjælp af lånte værdipapirer, kan der meget hurtigt opstå en livstruende situation pga. af margin calls – krav om yderligere sikkerhed eller kontantafregning efter et fald i værdien af de stillede sikkerheder. Dette kan føre til tvungen realisation af illikvide aktiver, hvilket igen kan resultere i betydelig tab – og sågar en verdensfinanskrise som i efteråret 1998. Det er derfor vigtigt, at man som investor er opmærksom på omfanget af gearing. En indikation heraf kan man få ved at se på *bruttoeksponeringen* (“gross exposure”) på hhv. long- og short siden. “Net exposure” – forskellen mellem long- og shortpositionerne – giver blot et øjebliksbillede af netto-markedsrisikoen og siger ikke noget om risikoen for tab i forbindelse med ekstreme markedssituationer. Tallene siger heller ikke noget om *korrelationen* mellem long- og shortpositionerne. Alternativt til at se på gross/net exposure kunne man

beregne et nøgletal for den samlede risiko – f.eks. “Value-at-Risk”. Dette mål tager hensyn til positionernes absolutte størrelse, deres volatilitet samt til korrelationen mellem dem. “Value-at-Risk” er også et klart bedre risikomål, hvis der er tale om mange off-balance positioner, herunder derivater. I tabel 2 er vist et eksempel på, hvordan hedge-fondenes brutto- og nettoeksponering samt “Value-at-Risk” kan variere kraftigt fra måned til måned i et enkelt år, 2001. Bruttoeksponeringen er beregnet som summen af long- og shortpositionerne (eksklusive “cash”) divideret med fondens nettoværdi (Net Asset Value). Dette tal er udtryk for fondens gearing. Nettoeksponeringen er beregnet som forskellen mellem long- og shortpositionerne. Bemærk skiftet fra en temmelig kraftig long-bias til “net-short” efter september 2001!

Som det fremgår af tabellen, er gearingen generelt set ikke særlig høj, og “Value-at-Risk”-tallene tyder da heller ikke på, at risikoen ved disse fonde skulle være så høj som påstået. Tallene dækker dog over store forskelle. Nogle fonde har ingen eller kun beskeden gearing og en nettoeksponering på omkring nul, mens andre – f.eks. fixed-income arbitrage fondene – har betydeligt større gearing.

En yderligere pointe omkring de særlige risici ved hedge-fonde er værd at notere sig. Mange af de ovenfor gennemgåede investeringsstrategier resulterer i options-lignende afkast-profiler, hvilket betyder, at investorer er eksponeret over for volatilitetsrisiko. I visse tilfælde er man “long” i volatilitet, f.eks. i forbindelse med “convertible arbitrage”, som diskuteret ovenfor. Når der bortses fra likviditetsrisikoen, som altid er en betydelig risiko ved hedge-fond investeringer, var det værste, der kunne ske ved en “convertible arbitrage” strategi – *ingenting*. Omvendt er noget af det værste, der kan ske for strategier, hvor man er short i volatilitet, f.eks. fixed-income arbitrage, at markedet pludseligt bliver meget volatil.

Videre er der, som det fremgår af figur 3, ofte tale om asymmetriske og leptokurtiske afkast-profiler, hvilket betyder, at sandsynligheden for at observere ekstrem-værdi er (langt) større end forudsat under en normalfordelingsantagelse. Volatilitet er måske derfor ikke det bedste mål for risiko og bør i hvert fald suppleres med et eller andet mål for risici af højere moment, f.eks. “downside risiko”, som vist i tabel 1.

Endelig er der med hedge fonde

– nærmest pr. definition – tale om komplekse niche-strategier, der kan være særdeles vanskelige for udenforstående at analysere og forstå. Og manglende indsigt i en investeringsstrategi er jo ofte en sikker genvej til tab.

### Banker, escort-service og tilsyn

Den hastige vækst i antallet af hedge-fonde kan bl.a. tages som et udtryk for en øget arbejdsdeling og specialisering på investeringsområdet. I en hedge-fond træffes investeringsbeslutningerne naturligvis af manageren, men såvel brændstof som ammunition leveres udefra. Investorerne stiller op med kapitalen, mens bankerne i de seneste år har opdaget og opdyrket et nyt og profitabelt forretningsområde: “*Prime Brokerage*”.

Dette begreb dækker over et totalt service-koncept over for hedge-fondene, hvor bankerne stiller op med alt lige fra kreditlinier, formidling af værdipapirlån, handel med værdipapirer, depotservices, clearing, settlement og sågar ofte den nødvendige logistik i form af kontorlokaler mv. En aspirant til stillingen som hedge-fond manager behøver således ikke meget andet end en god idé, et vist renommé, et blankt stykke papir – og måske lige \$10.000.000 personlig formue, hvis fonden skal sættes op i klassisk Jones-stil. Resten sørger en “Prime Broker” for. Dette gælder også kontakten til den potentielle investorkreds, som hedge-fond manageren introduceres til gennem såkaldte “capital introduction” møder.

Tilsynsmyndighederne ser af flere årsager med stigende bekymring på denne udvikling. For det første er der med nuværende regelsæt – Basel I – et stort incitament for bankerne til at låne penge ud til hedge-fonde som en del af en større, value-added pakke. Den implicite eller eksplicite forretning, der kan opnås herigennem, giver et betydeligt bedre afkast på den regulatoriske kapital, end hvis pengene havde været lånt ud til f.eks. en erhvervsvirksomhed. Da hedge-fondene i visse tilfælde kan være meget højt gearede, kan der være tale om en meget stor kreditrisiko i disse arrangementer, jf. erfaringerne med Long-Term Capital Management. “Banks often lend vast sums to the wrong people”, se Wells m.fl. (2003).

For det andet ser tilsynsmyndighederne en risiko i, at bankerne markedsfører hedge-fondene aggressivt og måske ikke helt neutralt til bankens kunder i håbet om at vinde “prime brokerage”. Traditionelt har det jo ikke været tilladt for hedge-fonde at mar-

kedsføre deres produkter offentligt, primært fordi de ikke levede op til en række krav om prospektoplysninger, registrering mv.

Endvidere kan der med bankernes rolle i forbindelse med “capital introduction” være tale om en implicit noget-for-noget, et arrangement, der af Wells m.fl. (2003) lidet flatterende betegnes som “more like an escort service than a dating service”. Til gengæld for formidlingen af kontakten afvikler hedge-fond manageren alle forretninger gennem “prime broker”, som dermed får et intimt kendskab til hedge-fond managerens strategier. Dette kan være problematisk, hvis “prime broker” selv driver en proprietary trading desk, der er involveret i samme slags forretninger som hedge-fonden.

Endelig kan der være tale om, at banken, der står bag “capital introduction”, også driver en “fund of funds”. Der opstår her en risiko for, at denne “fund of funds” skyder penge ind i hedge-fonden mod en aftale om køb af services fra moderselskabet. Ud over at dette kan opfattes som et indirekte lån til hedge-fonden, kan et sådant arrangement så tvivl om objektiviteten af “fund of funds” managerens udvælgelse af hedge-fond investeringer.

Alt i alt ser det således ud til, at tilsynsmyndighederne – der i forvejen har hænderne fulde med Basel II, nye versioner af Investerings servicedirektiv, Overtagelsesdirektiv mv. – får travlt med at tilse udviklingen på hedge-fund markedet også.

Det danske Finanstilsyn har i skrivende stund meldt ud, at der arbejdes på sagen, men at der endnu ikke foreligger noget konkret.

### Afsluttende bemærkninger

Hedge-fonde spiller i dag på godt og ondt en vigtig rolle i det finansielle system.

For den *klassiske* hedge-fond, de sande efterkommere af Alfred Jones, handler investering om dygtighed og disciplin. Fokus er på at *undgå tab*, hvilket i første række sker ved at overlade markedsrisikoen til de mere traditionelle, momentum-drevne investorer. Sådanne hedge-fonde optræder derfor ofte i rollen som købers sælger og sælgers køber og er dermed leverandør af likviditet i såvel opadgående som nedadgående markeder.

”Hedge-fond” er imidlertid i dag et meget vidt begreb, som også omfatter meget spekulative fonde, der ikke har meget med “hedging” at gøre. De største af disse har formået at skabe panik i de interna-

tionale finansmarkeder, hvilket har givet branchen et blakket ry og ført til bekymrede miner hos politikere, tilsynsmyndigheder mv. Disse har dog et medansvar for, at det fra tid til anden kommer til disse paniksituationer, for i det nuværende regelsæt for banker mv. ligger der en tilskyndelse til at forsyne spekulative "hedge-fonde" med den nødvendige ammunition i form af lån mv. Når det så går galt – som i efteråret 1998 – sættes der pga. af regelsættets udformning gang i en negativ, selvforstærkende proces, der i værste fald kan udgøre en fare for hele det finansielle system. Måske skulle de lovgivende myndigheder tage ved lære af Alfred Jones og udforme et regelsæt, der kan moderere, og ikke accelerere, en finansiell nedsmeltningssproces?

For den moderne investor byder hedgefonde på interessante muligheder, men også mange risici. Hedge-fondene har som gruppe betragtet været i stand til at opnå pæne, positive afkast under næsten alle markeds-vilkår. Da deres afkast endvidere udviser lav korrelation med traditionelle investeringer, vil disse fonde have en hel naturlig plads i en veldiversificeret portefølje. Det dramatiske fald i aktiekurserne siden marts 2000 har ført til en stærkt stigende interesse for hedge-fonde, ikke mindst fordi disse fonde i en sådan situation så åbenlyst har outper-formet – såvel absolut som relativt.

Denne øgede interesse har ført til en hastig, efterspørgselsdrevet vækst i hedgefond industrien. Denne vækst kommer imidlertid ikke til udtryk ved, at de eksisterende top-fonde nu åbner dørene for nye investorer, snarere tværtimod, for den øgede interesse mindsker nemlig disse fondes mulighed for at gentage de forgangne års succes. Efterspørgslen imødekommes i stedet af traditionelle asset managers og overløbere fra "sell-side" (investeringsban-ker mv.), der lokkes til af udsigten til høje

management fees – og af de lavere "entry barriers", som de tjenstvillige prime brokers har sørget for. Desværre er der med denne udvikling risiko for, at hedge-fond begrebet udvikler sig til en form for "privatiseret trading-floor" og at "kongen blandt investeringsklasserne" dermed mister noget af den eksklusivitet og konservatisme, der har oprindeligt har kendetegnet branchen. Der er endvidere stor risiko for, at uerfarne managers eller "charlataner" – som jo altid tiltrækkes af hurtige penge – ikke besidder den nødvendige viden, dygtighed eller disciplin, der kræves for at drive en hedge-fond. Der skal såmænd nok også være en del "nøgenbadere" imellem, så vi lader investoren over alle investorer, Warren Buffet, få det sidste ord:

*"It's only when the tide goes out that you see who has been swimming with their trunks off."*

### Noter

- 1) Der er tale om indirekte investering i en hedge-fond, som Carnegie Bank af lovgivnings- og skattemæssige årsager har sat op i Luxembourg. Alternativet ville nemlig være at sætte en hedge-fond op som en investeringsforening i Danmark, men sådanne foreninger savner den nødvendige fleksibilitet. Fonden kunne også etableres som dansk aktieselskab, men her er der problemer med dobbeltbeskatning. Danske investorer tilbydes derfor obligationer, der er indekseret til Luxembourg-fondens afkast. Det bliver spændende at se, om danske politikere i lighed med Hans Eichel vil "se muligheder" i denne nye investeringsform?
- 2) Hermed menes, at der først beregnes fee, efter at fonden efter et eventuelt tab har genvundet det tabte.
- 3) En "survivor bias" opstår, når performance alene måles på

"overlevende" fonde, som jo må formodes at være de fonde, der har klaret sig bedst. Mange iagttagere af markedet mener imidlertid, at det med hedge-fonde kan forholde sig omvendt. Traditionelt har det ikke været tilladt for hedge-fonde at markedsføre sig til den brede offentlighed, hvilket jo ellers er af de primære formål med beregningen og offentliggørelsen af performance. Endvidere har hedge-fondenes succes i stort omfang været afhængigt af, at forretningerne kunne gøres i "dølgsmål". Der er dermed ikke noget incitament for den succesrige hedge-fond til at rapportere for flotte performance-tal.

### Litteratur

- Belvedere, Frank, 2002: Anatomy of a Hedge Fund. Benefits and Pensions Monitor. [http://www.blumontcapital.com/downloads/articles/pension\\_benefits\\_monitor.pdf](http://www.blumontcapital.com/downloads/articles/pension_benefits_monitor.pdf)
- Brinson, Gary P.L., Randolph Hood og Gilbert L. Beebower, 1986: Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analyst Journal*, Vol. 42 No. 4.
- Ineichen, Alexander M., 2003: *Absolute Returns – The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*. Wiley Finance.
- Jaeger, Robert A., 2003: *All about Hedge Funds*. McGraw-Hill.
- Nicholas, Joseph G., 2000: *Market Neutral Investing*. Bloomberg Professional Library.
- Lederman, Jess og Robert A. Klein (red), 1995: *Hedge Funds – Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor*. Irwin.
- Wells, David, Robert Clow og Elizabeth Rigby, 2003: Hustling for the Hedge Funds' Dollars: Why Booming Prime Brokerage May Become the Next Target for Regulators. *Financial Times*, 10. juli 2003.

## Leder fra side 3

### Konklusion

Bremer-udvalgets rapport fortjener mange læsere. Det er en rigtig god rapport med mange kvaliteter både indholdsmæssigt og pædagogisk.

Ved læsning af rapporten skal man dog være opmærksom på, at det er en rapport, der er bestilt af regeringen. Det er antagelig årsagen til et par af rapportens svagheder. Der er i det foregående bl.a. peget på en alt for overfladisk behandling af det informationsgrund-

lag, der er en afgørende forudsætning for, at den enkelte kan udnytte den givne valgfrihed rationelt. Der skal derfor advares mod, at der sættes yderligere fart i liberaliseringen, før disse informationsproblemer er løst.

### Litteratur

- Grosen, Anders, 2002: Pensionsopsparernes valgfrihed på den politiske dagsorden. *FINANS/INVEST* 8/02

- Jacobsen, Christen Boye, 2002: Livsforsikringssselskabers rentegarantier – de juridiske aspekter. *FINANS/INVEST* 1/02.
- LO Faglige Seniorer, 2003: Det danske pensionssystem. København.
- Økonomi- og Erhvervsministeriet m.fl., 2003: *Større valgfrihed i pensionsopsparingen*. Maj 2003.