



RAPPORT DEN 10 JULI 2007

DNR 07-571-101

2007 : 13

Hedgefonder och private equity

– bankernas och försäkrings-
företagens exponeringar

INNEHÅLL

FÖRORD	3
SAMMANFATTNING	4
1. UTGÅNGSPUNKTER	5
1.1 Särskilda risker i hedgefonder och private equity?	5
1.2 Undersökningens syfte	5
1.3 Metoder	5
1.4 Definitioner	6
2. BANKERNAS EXPONERINGAR	7
2.1 Allmänt	7
2.2 Den totala exponeringen mot hedgefonder och private equity	7
2.3 Intjäning från hedgefonder och private equity	8
2.4 Uppdelning av exponeringen mot hedgefonder och mot private equity	8
2.5 Uppdelningen av exponeringarna i direktinnehav och kreditgivning	9
2.6 Koncentrationer i kreditportföljen	9
3. FÖRSÄKRINGSFÖRETAGENS EXPONERINGAR	11
3.1 Syftet med placeringarna	11
3.2 Placeringsriktlinjer	11
3.3 Utveckling	12
3.4 Placeringar i hedgefonder i relation till totala placeringstillgångar	12
3.5 Placeringar i private equity i relation till totala placeringstillgångar	13
4. ADMINISTRATION OCH RISKHANTERING	14
4.1 Kreditgivning och investeringsbeslut	14
4.2 Uppföljning och rapportering av kreditgivnings- och investeringsbeslut	15
4.3 Riskmätning	16
5. SLUTSATSER	18
5.1 Exponeringarnas omfattning	18
5.2 Kvaliteten på administration och riskhantering	19
BILAGA	
DEFINITIONER	21
Hedgefonder	21
Private equity-företag	23

Förord

Antalet hedgefonder på den svenska marknaden ökar snabbt och vid utgången av 2006 fanns femtio fonder registrerade i Sverige. Private equity företagens aktiviteter blir allt mer omfattande och väcker allt större uppmärksamhet.

I denna rapport redovisas en kartläggning av de svenska bankernas och försäkringsföretagens engagemang i hedgefonder och private equity-företag. Mot bakgrund av Finansinspektionens ansvar för tillsynen av stabiliteten i det finansiella systemet analyserar vi bankernas och försäkringsföretagens exponeringar. Administration och riskhantering inom dessa områden behandlas också.

Vår undersökning baseras på data per årsskiftet 2006/07 och på intervjuer och enkätsvar insamlade under första halvåret 2007. Men hänsyn till den fortsatta expansionen inom de undersökta områdena kan vår bild ändras snabbt. Därför fortsätter Finansinspektionen att följa bankernas och försäkringsföretagens engagemang.

Under det senaste året har några stora internationella hedgefonder misslyckats. I USA tog hedgefonden Amaranth stora spekulativa positioner i naturgas som blev förlustbringande och framtvingade en stängning av fonden. Två amerikanska hedgefonder startade av investmentbanken Bear Sterns och inriktade på bostadslån med sämre säkerheter (sub-prime mortgages) har behövt stora ägartillskott för att överleva. Den svenska hedgefonden Latitude stängdes som ett resultat av att marknadsutvecklingen gått emot tagna positioner.

Sådana händelser kan ha betydelse både för den finansiella stabiliteten och för konsumenterna. Rapporten tar dock inte upp hedgefonder och private equity-företag ur ett konsumentskyddsperspektiv. Information om enskilda hedgefonder eller private equity-företag lämnas därför inte i rapporten.

Rapportförfattare: Marcus Tretow och Jens Eriksson

Sammanfattning

Så kallade hedgefonder och private equity har vuxit i betydelse på den svenska finansmarknaden på senare år. De väcker också allt större uppmärksamhet. Det gäller särskilt affärsmislyckanden bland hedgefonder och spektakulära företagsaffärer med private equity-kapital. Mot denna bakgrund har FI undersökt bankernas och försäkringsföretagens exponeringar. Vi har också översiktligt undersökt administration och riskhantering av engagemangen i hedgefonder och private equity-företag. FI följer upp de företag som har en betydande exponering i förhållande till sin kapitalbas. Dessutom följer FI upp indikationer om vissa brister i hanteringen hos några av företagen.

För de sex bankerna visar undersökningen att:

- De hade en sammanlagd exponering på cirka 120 miljarder kronor mot hedgefonder och private equity vid utgången av 2006. Deras totala limiter för samma exponeringar var 270 miljarder kronor.
- Affärer med private equity-företag är viktigare än hedgefonder. Storbankernas exponeringar mot hedgefonder motsvarade i genomsnitt 0,5 procent av balansomslutningen. Motsvarande siffra för exponeringar mot private equity var 0,9 procent. Om man relaterar exponeringarna mot kapitalbasen får man 10,0 procent för hedgefonder och 18,2 procent för private equity.
- Storbankernas exponeringar mot hedgefonder och/eller private equity utgör inte ett hot mot stabiliteten i det finansiella systemet. Kreditgivning inklusive motpartsexponeringar i finansiella instrument är mycket viktigare än direktinvesteringar. Intjäningen från de två affärsområdena bedöms som god. Det finns inga större koncentrationer av kredit- och innehavsrisker än i övriga verksamheter.
- Administrationen och riskhanteringen i bankerna är tillfredsställande.

För försäkringsföretagen visar undersökningen:

- Nästan 60 procent hade vid utgången av 2006 placeringar i antingen hedgefonder eller private equity. Ytterligare en fjärdedel hade, enligt sina regelverk, möjlighet att placera men ännu inte gjort det. Företagen ökar sina placeringar i hedgefonder och private equity både i absoluta och relativa tal.
- Hedgefonder är vanligare än private equity som placeringsform. Beloppsmässigt är dock private equity större, 21 miljarder kronor mot 17 miljarder kronor för hedgefonder vid utgången av 2006.
- Sammantaget skulle inte omfattande stängningar av hedgefonder och/eller affärsmislyckanden i private equity hota företagets förmåga att fullfölja sina garanterade åtaganden mot pensionssparare och andra kunder. Livbolag och understödsföreningar visar högre tal än skadebolagen för placeringar i hedgefonder som andel av totala placeringstillgångar eller i relation till kapitalbasen. Spridningen mellan enskilda företag är stor.
- Administration och riskhantering i försäkringsföretagen såsom rutinerna för placeringar och uppföljningar är tillfredsställande.

1. Utgångspunkter

1.1 Särskilda risker i hedgefonder och private equity?

Hedgefonder kan ha betydelse för den finansiella stabiliteten i flera avseenden. Å ena sidan bidrar de genom sin aktiva portföljförvaltning till att skapa likviditet på marknaden och förbättra prissättningen. Samtidigt kan hedgefonder skapa problem om de drabbas av stora förluster. Hedgefondernas affärsrelationer med olika typer av finansiella företag kan medföra att företagen påverkas kraftigt om en hedgefond stänger sin verksamhet eller om hedgefonden skulle fallera. Hedgefonders illikvida positioner och tidvis höga skuldsättning gör att problem i enstaka större fonder kan sprida sig och leda till stora likviditetspåfrestningar.

Den främsta risken med private equity-företagen och för den finansiella stabiliteten är hög belåningsgrad vid förvärv och den allt högre värderingen av deras så kallade målbolag. Vissa bedömare i de svenska bankerna menar att en vikande konjunktur kan innebära att målbolag slås ut och att effekterna kan sprida sig till hela private equity-branschen. Detta kan i sin tur slå hårt mot private equity-företagens kreditgivare och investerare, som banker och försäkringsföretag.

För finansiärer av både hedgefonder och private equity-företag finns tre områden som är viktiga att följa och analysera:

- risken med att fonder och företag arbetar med litet eget kapital och höga belåningsgrader
- effekterna av bristande transparens i vissa fonder och företag
- riskerna med låg likviditet i placeringar och investeringar

En kort bakgrundsinformation om hedgefonder och private equity finns i bilaga.

1.2 Undersökningens syfte

Syftet med undersökningen var att kartlägga bankernas och försäkringsföretagens exponeringar mot hedgefonder och private equity-företag. Kartläggningen skulle ligga till grund för en bedömning om riskerna i verksamheten kan påverka den finansiella stabiliteten. Kartläggningen syftade även till att belysa kredit- och investeringsprocessen och den interna kontrollen.

1.3 Metoder

Kartläggningen omfattade sex banker: Handelsbanken, Nordea, SEB, Swedbank, Carnegie och Kaupthing Bank Sverige. Redovisade uppgifter avser koncernerna utom för Kaupthing där siffrorna avser enbart den svenska verksamheten. Inom försäkringssektorn omfattar kartläggningen 38 livbolag

och understödsföreningar samt de fem största skadeförsäkringsföretagen (Trygg-Hansa, Folksam ömsesidig sakförsäkring, If Skadeförsäkring, Länsförsäkringar och AFA Sjukförsäkring).

I undersökningen har FI gjort platsbesök hos bankerna för att få en överblick över relationerna med hedgefonder och private equity-företag. Bankerna har intervjuats om storleken på exponeringarna och hanteringen av dessa. Försäkringsföretagen har enbart besvarat en enkät. Enkäten har innehållit frågor av både kvalitativ och kvantitativ karaktär med särskilda frågor för hedgefonder och private equity.

I denna rapport beskrivs exponeringarna separat för hedgefonder och för private equity. I båda fallen analyseras exponeringar i form av direkt ägande (exempelvis i placering i fondandelar), kreditgivning och motpartsexponeringar i finansiella instrument. I analysen gör vi också en uppdelning på bankernas exponeringar och försäkringsföretagens exponeringar.

Eftersom de flesta företagen i undersökningen betraktar mycket av informationen om sina exponeringar som affärshemligheter redovisas i denna rapport inga siffror som kan knytas till ett visst företag.

1.4 Definitioner

I undersökningen har bankerna och försäkringsföretagen svarat utifrån sina egna definitioner av hedgefonder och private equity. Vi kan konstatera att man har ganska likalydande definitioner. Hedgefonder är exempelvis en ”fond som är absolutavkastande” och ”med friare placeringsreglemente”. Med private equity avses private equity-företag och fonder och de målbolag som företagen/fonderna investerar i. Se även bilaga.

2. Bankernas exponeringar

2.1 Allmänt

Alla sex bankerna i undersökningen är inte aktiva inom alla delområden.

Aktiviteterna kan sammanfattas på följande sätt:

- 4 banker har direktägande i hedgefonder
- 5 banker har kreditgivning till hedgefonder (inklusive motpartsexponeringar i finansiella instrument)
- 4 banker har direktägande i private equity
- 6 banker har kreditgivning till private equity (inklusive motpartsexponeringar)

2.2 Den totala exponeringen mot hedgefonder och private equity

Den sammanlagda exponeringen mot hedgefonder och private equity för de sex bankerna är cirka 120 miljarder kronor per den 31 december 2006, vilket motsvarar 2,1 procent av bankernas totala utlåning till kreditinstitut och allmänheten.

Bankernas totala limiter för samma exponeringar är cirka 270 miljarder kronor. Det betyder att limitutnyttjandegraden i genomsnitt är cirka 44 procent. Skillnaderna i limitutnyttjande mellan de olika bankerna är betydande.

Av de sex bankerna i undersökningen svarar Carnegie och Kaupthing Bank Sverige gemensamt endast för 2-3 procent av de ovannämnda sammanlagda exponerings- och limittalen. För Carnegie och Kaupthing är dock dessa två affärsområden mer betydelsefulla än för storbankerna. Detta gäller trots att de två bankerna inte är aktiva över hela fältet hedgefonder och private equity. Relationstal som exponering/balansomslutning blir betydligt högre än för storbankerna. Detta är naturligt med tanke på dessa bankers stora inriktning mot corporate and investment banking. Med hänsyn till Carnegies och Kaupthings begränsade betydelse för det finansiella systemet, och att relationstalen inte blir jämförbara med storbankerna, analyseras främst exponeringarna i de fyra storbankerna.

Genom att ställa de enskilda bankernas sammanlagda exponeringar mot hedgefonder och private equity i relation till respektive banks *balansomslutning* får man ett mått på exponeringarnas relativa betydelse. Alla fyra bankerna visar upp relationstal som ligger under 2 procent. Om man i stället för utestående exponeringar mäter total limit för hedgefonder och private equity i relation till balansräkningen ökar andelen till 2-5 procent för var och en av de fyra bankerna.

Ett annat relationsmått är att sätta exponeringar mot hedgefonder och private equity i relation till respektive banks *kapitalbas*. Bankerna visar då relationstal som varierar mellan knappt 20 procent och cirka 40 procent. Som nämnts ovan är totalt beviljade limiter betydligt större än utestående exponeringar (270/120 miljarder kronor = 2,3 gånger i genomsnitt). Det finns en viss vari-

ation mellan de enskilda bankerna. En bank visar en total limit som i relation till kapitalbasen är 1,2 gånger större än exponeringen. En annan bank visar 2,8 gånger. För de fyra bankerna varierar total limit i förhållande till kapitalbasen mellan cirka 30 och cirka 100 procent.

2.3 Intjäning från hedgefonder och private equity

FI har ställt frågor om bankernas intjäning från affärer med hedgefonder och private equity-företag. Svaren indikerar att den sammanlagda årliga intjäningen för de sex bankerna är knappt 2,5 miljarder kronor. Private equity är en mycket viktigare intjäningskälla än hedgefonder och står för mer än 90 procent av beloppet. Inte i någon bank svarar hedgefonder för mer än 15 procent av de två områdenas sammanlagda intjäning.

2.4 Uppdelning av exponeringen mot hedgefonder och mot private equity

Om man delar upp de sex bankernas totala exponering mot hedgefonder och private equity för att se hur stor del varje område svarar för får man följande bild. Bankernas sammanlagda exponering mot hedgefonder är cirka 42,8¹ miljarder kronor och limiten är 125,8 miljarder kronor. Det ger en ganska låg limitutnyttjandegrad, cirka 34 procent.

Om man istället ser till exponering och limit för private equity kan man konstatera att den totala exponeringen är 78,2 miljarder kronor, vilket är nästan dubbelt så mycket som exponeringen mot hedgefonder. Den totala limiten är 146,5 miljarder kronor. Limitutnyttjandet för private equity är i genomsnitt drygt 53 procent hos bankerna, men det finns en betydande spridning. En anledning till det höga utnyttjandet av limiter inom private equity i vissa av bankerna är att det ofta saknas en fast limit för sådana investeringar. Investeringarna görs efter analys av nya projekt och då omprövas också limiten. För hedgefonder hålls ett betydande limitutrymme för att snabbt kunna göra affärer i exempelvis finansiella instrument.

De fyra storbankernas genomsnittliga exponeringar och limiter för hedgefonder (HF) respektive private equity (PE) i relation till balansomslutningen framgår av följande tabell.

Tabell 1 - Medelvärde av storbankernas exponeringar och limiter i relation till balansomslutningen

	Exponering HF/BO	Limit HF/BO	Exponering PE/BO	Limit PE/BO
<i>Genomsnitt</i>	0,5%	1,5%	0,9%	1,8%

Strategierna och affärsrelationerna skiljer sig mellan bankerna. Storbankerna är aktiva inom båda områdena men betydligt mer inom private equity, vilket framgår av exponeringstalen i tabellen ovan. Där framgår också att - trots skillnaden i storlek mellan exponeringarna mot hedgefonder och private

¹ Beloppet är delvis skattat med utgångspunkt från information om limitutnyttjande

equity - är de totala limiterna lika stora. Jämför diskussionen om limitsättning i styckena ovanför tabellen.

Om man istället sätter exponeringar och limiter i relation till kapitalbasen får man ett likartat mönster med dubbelt så stora exponeringar mot private equity som mot hedgefonder men ungefär lika stora limiter mot de båda områdena. Se följande tabell.

Tabell 2- Medelvärde av storbankernas exponeringar och limiter i relation till kapitalbasen

	Exp. HF/Kapitalbas	Limit HF/Kapitalbas	Exp. PE/Kapitalbas	Limit PE/Kapitalbas
<i>Genomsnitt</i>	10,0%	29,6%	18,2%	34,4%

2.5 Uppdelningen av exponeringarna i direktinnehav och kreditgivning

Både för hedgefonder och private equity kan man dela upp bankernas exponeringar i *direktinnehav* (äggande av fondandelar och aktier) och *kreditgivning*. I kreditgivning har vi också räknat in värdet av motpartsexponeringar i finansiella instrument. Sådana motpartsexponeringar är vanligt förekommande i affärer med hedgefonder. I tabell 3 visas hur de undersökta storbankerna har valt att fördela sina exponeringar respektive limiter på direktinnehav och kreditgivning. Siffrorna i tabellen innehåller alltså procenttal där varje rad summerar till 100 procent.

Tabell 3 – Fördelning av exponering och limit på direktinnehav och kreditgivning

	Direktinnehav		Kreditgivning	
	HF	PE	HF	PE
Exponering	0,8%	2,2%	34,0%	63,0%
Limit	0,7%	2,3%	44,0%	53,0%

Som tydligt framgår gäller att direktinnehaven är obetydliga i förhållande till kreditgivningen. Återigen framträder bilden av att private equity betyder mer än hedgefonder.

2.6 Koncentrationer i kreditportföljen

FI har ställt frågor till bankerna om eventuella koncentrationer i kreditportföljen. I undersökningen finns information om de fem största krediterna i varje banks portfölj för både hedgefonder och private equity. För hedgefonder svarar de fem största innehaven för normalt mellan 30 och 45 procent av den totala kreditgivningen till sådana fonder.

För private equity är spridningen större. Här svarar de fem största innehaven, mätt som bruttoexponering för varje innehav, för mellan 10 och 60 procent av den totala private equity-kreditgivningen. En viktig aspekt på frågan om eventuella koncentrationer är att det sannolikt finns en låg korrelation mellan

de olika hedgefonderna och mellan de olika private equity-exponeringarna. Det är alltså inte sannolikt att en banks fem största hedgefondsexponeringar alla har tagit likartade positioner eller att de fem största private equity-engagemangen är verksamma inom samma bransch.

Vi har också jämfört storleken på de fem största hedgefonds- respektive private equity-exponeringarna med de fem största krediterna i annan kreditgivning utan att finna något anmärkningsvärt. Generellt kan vi inte säga att det finns koncentrationer av besvärande storlek av exponeringar eller limiter mot hedgefonder eller private equity företag.

3. Försäkringsföretagens exponeringar

3.1 Syftet med placeringarna

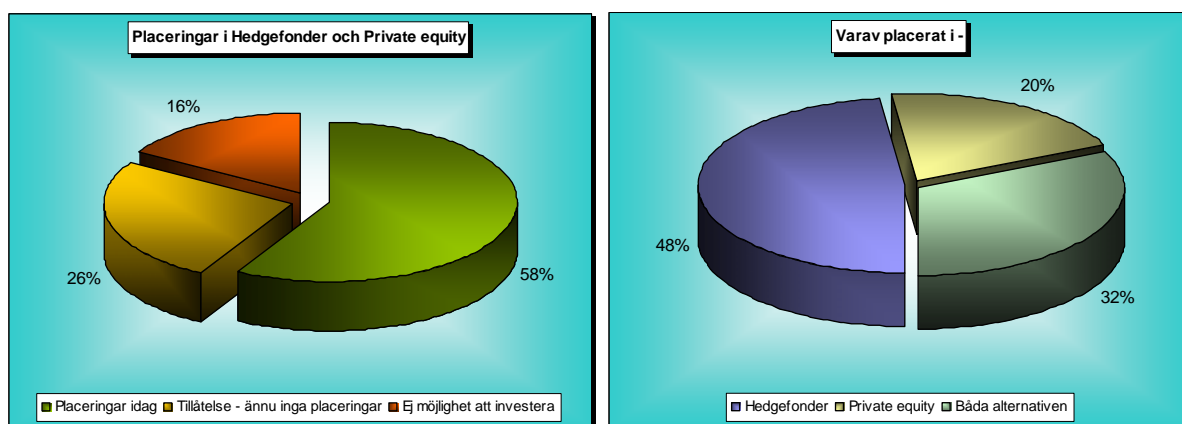
De försäkringsföretag som tillfrågades i FI:s undersökning hade olika skäl för sina placeringar i hedgefonder eller private equity. Av de 20 företag som hade exponering i relation till hedgefonder angav 13 *portföljdiversifiering* som ett skäl (flera skäl möjliga). Att *få en absolut avkastande tillgång* angavs av 11 företag. Lika många angav *öka avkastningen* och tio svarade *låg korrelation med andra placeringar*.

Av de tio företag som svarade på frågan i relation till private equity angav alla *hög avkastning*. Åtta av dem svarade också *riskspridning i portföljen*.

3.2 Placeringsriktlinjer

I figurerna nedan visas en sammanställning av enkätsvar om försäkringsföretagens placeringsriktlinjer och huruvida de har möjlighet att placera i hedgefonder eller private equity. 58 procent av de tillfrågade försäkringsföretagen hade vid utgången av 2006 placeringar i antingen hedgefonder eller private equity. Det var ytterligare 26 procent som hade möjlighet till att placera, men ännu inte gjort det. Endast 16 procent hade inte möjlighet enligt sina placeringsriktlinjer att göra denna typ av placeringar.

I den andra figuren delar vi upp de företag som idag har investerat i hedgefonder och/eller private equity, och ser på vilken typ av placering man har gjort. Av den del som idag har placerat en del av sina tillgångar i dessa placeringsformer så är uppdelningen följande mellan hedgefonder och private equity: 48 procent har placerat i hedgefonder, 20 procent har placerat i private equity och 32 procent har placerat i båda alternativen. Det är med andra ord något vanligare att placera i hedgefonder. De placeringar i private equity som finns bland försäkringsföretagen är mestadels i fond-i-fond.

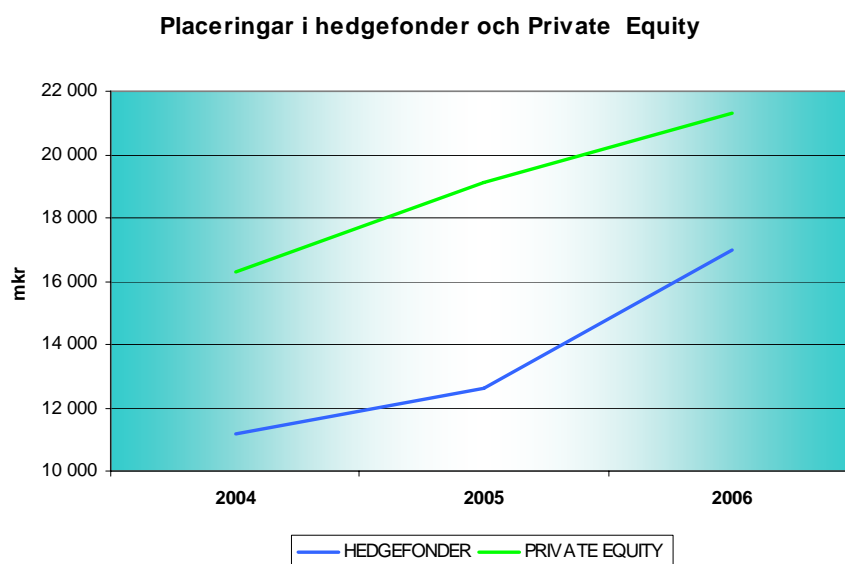


Figur 1 - Möjlighet till placeringar

3.3 Utveckling

Placeringar i hedgefonder och private equity har under de senaste två åren ökat. Summan av placeringarna för de i undersökningen ingående försäkringsföretagen har stigit från 27,5 miljarder kronor år 2004 till 38,3 miljarder kronor år 2006. Det är en ökning på cirka 40 procent under två års tid. Den största förändringen är placeringar i hedgefonder, som har ökat med drygt 50 procent under samma tid. Placeringar i private equity har samtidigt ökat med cirka 30 procent.

Eftersom försäkringsföretagens totala placeringstillgångar under den senaste tvåårsperioden jämförelsevis bara ökat med 20 procent kan man konstatera att placeringar i hedgefonder inte bara ökar i absoluta tal utan att de också ökar sin andel av de totala tillgångarna. Placeringar i private equity ökar också sin andel av totala tillgångar men i långsammare takt.



Figur 2 - Förändringar i placeringar 2004-2006

3.4 Placeringar i hedgefonder i relation till totala placeringstillgångar

De belopp som placeras i hedgefonder är av olika storlek beroende på vilken typ av försäkringsföretag som placerar och hur stor det enskilda företagens placeringskapacitet är. Livbolagen placerar de största beloppen med ett medelvärde av placerat kapital på cirka 1,1 miljarder kronor. Det finns dock en ganska stor spridning där lägsta placerat belopp bara är några miljoner kronor och högsta belopp flera miljarder. Medianvärdet hos livbolagen är 162 miljoner kronor. Livbolagen följs av understödsföreningarna som i genomsnitt placerat drygt 600 miljoner kronor (median=545 miljoner kronor). Skadeförsäkringsbolagen har placerat cirka 280 miljoner kronor i genomsnitt i hedgefonder.

Tabell 4 visar att intervallen för placeringar i hedgefonder skiljer sig åt beroende på vilken typ av försäkringsföretag placeringarna gäller. Skadeförsäkringsföretagen ligger i denna grupp lägst, med ett placerat belopp gentemot

totala placeringstillgångar på 0-2 procent. Understödsföreningarna har däremot en större tilltro till detta placeringsslag, och har 0,5-20 procent av sina totala placeringstillgångar i hedgefonder. Livbolagen har en spridning på 1-7 procent, men medianen är relativt låg och i liknar skadeförsäkringsföretagens.

Placeringsbeloppen i livbolag och understödsföreningar är större än i skadebolagen. Ett intressantare mått för den finansiella stabiliteten (och för företagen) är relationstalet placeringstillgångar/kapitalbasen. I detta nyckeltal sticker understödsföreningarna ut med ett något bredare intervall, men framförallt med en högre median. Hedgefondsexponeringarna skulle vid fallissemang kunna resultera i att närmare 20 procent av kapitalbasen skulle förloras. Se tabell nedan.

Tabell 4 - Försäkringsföretags placeringar i hedgefonder som andel av totala placeringstillgångar respektive kapitalbasen

	Hedgefonder / Tot. plac. tillg.	Median	Hedgefonder / Kapitalbas	Median
Livbolag	1-7%	1,81%	3-55%	10,48%
Skadeförsäkringsbolag	0-2%	1,38%	0,5-11%	4,88%
Understödsföreningar	0,5-20%	5,25%	2-65%	18,43%

3.5 Placeringar i private equity i relation till totala placeringstillgångar

Placeringsbeloppen i private equity skiljer sig starkt mellan de olika försäkringsföretagen. Livbolagen står för 75 procent av dessa placeringar. Spridningen är stor bland livbolagen. Den minsta placeringen är här tre miljoner kronor och de största är drygt sex miljarder kronor. Medelvärdet av placeringar i private equity, hos livbolagen, är cirka 650 miljoner kronor. De få skadeförsäkringsbolagen som använder sig av denna placeringsform har en stor spridning i storleken på placeringarna. Endast en understödsförening har placeringar i private equity. Den placeringen är under avveckling och därför inte medräknad i tabellen nedan.

Sett till placeringar gjorda i private equity-företag kan vi konstatera att placeringarna som andel av totala placeringar eller som andel av kapitalbasen är lägre än i hedgefonder. I vissa fall kan dock de faktiska belopp som investeras vara större. Här är det i stort sett bara de större livbolagen som investerar, och då är relationen till de totala placeringstillgångarna ganska låg. Private equity-placeringarna består främst i så kallade fond-i-fond.

Tabell 5 - Försäkringsföretags placeringar i private equity som andel av totala placeringstillgångar respektive kapitalbas

	Private equity / Tot. Plac. Tillg.	Median	Private equity / Kapitalbas	Median
Livbolag	0,2-5,6%	0,69%	0,5-21,5%	5,16%
Skadeförsäkringsbolag	0,0-1,5%	0,76%	0-6%	2,92%
Understödsföreningar	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

4. Administration och riskhantering

4.1 Kreditgivning och investeringsbeslut

Banker

Merparten av bankerna uppger att syftet med kreditgivningen till hedgefonder och private equity-företag är att etablera en långsiktig relation med sådana kunder.

Bilden av vilken vikt bankerna fäster vid kreditgivningen till hedgefonder och private equity-företag är något olika. Några av bankerna har mer ingående instruktioner som belyser hedgefonder och private equity. Övriga banker har inte särskilda instruktioner utan menar att kreditgivning till dessa ryms inom den ordinarie kreditgivningen med tillhörande policys.

Kreditprocessen för hedgefonder och private equity skiljer sig inte markant från processen för annan kreditgivning. Särskilt vid kreditberedningen av private equity-företag sker dock en extern genomgång av ställningen (due diligence) som enligt bankerna är mycket omfattande. Den information som kunden lämnar kan innefatta sådant som investeringsstrategi, organisation, förvaltare/ledning, riskkontroll, IT-system och compliance.

Vi har inte undersökt hur krävande lånevillkor som tillämpas i form av exempelvis amorteringsvillkor, säkerheter och särskilda avtalsvillkor (så kallade covenants). I nuvarande situation med goda möjligheter att ordna ny finansiering skulle det kunna uppstå en utveckling mot förmånligare villkor för låntagarna. Det finns därför anledning för FI att följa utvecklingen av lånevillkoren framöver.

Bankerna tar ställning till individuella affärsförslag när de blir aktuella. Man har inte i förväg uppsatta begränsningar för affärsvolymen eller antalet affärer i en viss bransch eller visst geografiskt område. För att hantera koncentrationsrisken finns dock en manuell bevakning för att undvika alltför stora koncentrationer inom exempelvis vissa branscher, sektorer eller geografiska områden.

Limiter är satta för varje motpart och för varje affärsrelation. Dessa utnyttjas sällan fullt ut.

Försäkringsföretag

Försäkringsföretagens placeringsbeslut grundar sig enligt flertalet företag på förvaltarens historiska avkastning, fondens historiska avkastningsmönster, intervjuer med förvaltaren och förvaltarorganisationen samt vilka strategier som används. Många försäkringsföretag undersöker även vilken korrelation som fonden har gentemot olika index. Vissa försäkringsföretag tar även externa rådgivare till hjälp i placeringsprocessen. Fondens storlek är en aspekt som beaktas liksom hur länge fonden har funnits. För vissa placeringar krävs

specifika styrelsebeslut om beloppet som ska investeras är större och inte ryms inom placeringspolicyn eller kapitalförvaltningens mandat.

4.2 Uppföljning och rapportering av kreditgivnings- och investeringsbeslut

Banker

Uppföljningen av kreditgivningen kan ske både dagligen, veckovis och månadsvis. Det sker en daglig mätning av exponering mot kundens limit. För de banker som har motpartsrisker i finansiella instrument sker en daglig värdering av instrumenten. Samtliga banker har fullt säkerställda motpartsrisker i finansiella instrument. Det sker en daglig beräkning för att säkerställa att motparten har tillräckliga säkerheter på plats. Den vanligaste formen av säkerhet är kontobehållningar men även aktier och obligationer används. Det tillämpas avdrag (så kallade haircuts) för värdepapperen men det finns ingen enhetlig bild mellan bankerna hur stora dessa avdrag bör vara.

Eventuella överträdelser av limiter rapporteras på daglig basis till kundansvarig, kreditkommittén och ledningen. Det sker även en månatlig sammanställning av limitöverträdelser.

Uppföljningen innehåller för hedgefonderna riskmått och resultat för fonden. För private equity-företagen innehåller uppföljningen information som balansräkning, resultaträkning, kassaflödesprognos och avstämning mot särskilda avtalsvillkor (så kallade covenants) för att se att det inte genomförts brott mot dessa.

I bankerna förekommer rapportering till den kundansvarige och ledning på daglig, vecko- och månadsbasis för hedgefonderna. Den täta rapporteringen förklaras av det stora inslaget av affärer i finansiella instrument som innebär dagliga marknadsvärderingar och därigenom justeringar av ställda säkerheter. För private equity sker rapportering kvartalsvis. Styrelsen informeras löpande om bankens risker. För en av bankerna kan dock rapporteringen inte alltid specifikt visa exponeringen för segmenten hedgefonder och private equity utan exponeringen är istället inkluderad i stocktal för total kreditriskexponering.

Försäkringsföretag

Det finns skillnader mellan frekvensen i försäkringsföretagens uppföljning av placeringarna. Många försäkringsföretag följer upp innehav i private equity månadsvis och kvartalsvis med en övervikt för kvartalsvis. Det sker även årliga genomgångar med förvaltarna. Den information som erhålls är löpande information om fondens utveckling. För hedgefondsplaceringarna sker uppföljningen mer frekvent. Här är det snarare veckovis och månadsvis uppföljning med en årlig utvärdering av förvaltaren. Det finns dock ytterligheter på båda håll.

Vid eventuella limitöverträdelser rapporteras dessa i regel till styrelsen eller till av styrelsen utsedda personer. Samtliga livbolag följer i stort sett detta förfarande förutom ett par som i enkäten uppger att rapporteringen beror på

den enskilda överträdelsen. Vissa understödsföreningar uppger att vid limitöverträdelser ska justering av risknivån genomföras (uppåt) för att exponeringen ska komma ned under limiten. Om en sådan justering av risknivån inte förenas med en ordentlig analys och ett aktivt ledningsbeslut så är detta inte tillfredsställande. En annan metod som tillämpas är att rapportering till styrelsen sker om positionen inte kommit ned under limiten efter 10 dagar.

Rapportering om avkastning och risk sker i regel till styrelsen på kvartalsbasis men det kan även ske oftare om det skulle vara påkallat.

Försäkringsföretagens rapportering i FI:s trafikljusmodell

Vid rapportering i trafikljuset för de placeringar hänförliga till private equity utförs detta av försäkringsföretagen själva med information från respektive fond. Rapporteringen hänförs till respektive tillämpliga riskslag; aktier, räntepapper med flera. Detta är viktigt för att kunna genomföra stresstesterna i trafikljusrapporteringen.

Vid rapportering av hedgefonder i trafikljuset uppger 17 av 20 företag att rapportering sker i respektive kategori som är tillämplig. De flesta hedgefonder använder sig av derivat för att genomföra sin placeringsstrategi. För att ge en rättvisande bild av försäkringsföretagens riskbild måste även derivaten beaktas, men endast nio försäkringsföretag uppger att derivat är inkluderade i rapporteringen. För de försäkringsföretag som har placeringar i hedgefonder som använder sig av derivat, men sedan inte tar upp det i trafikljusrapporteringen, finns risken att rapporteringen till FI inte alltid är korrekt. Sex företag uppger att det är fonderna som tar fram materialet för rapporteringen. Elva företag uppger att de genomför stressimuleringen och tre genomför stressimuleringen tillsammans med fonderna.

Vi kommer inom vår löpande tillsyn att följa upp dessa iakttagelser av brister och svagheter hos vissa försäkringsföretag.

4.3 Riskmätning

Banker

Exponeringar mot hedgefonder och private equity mäts i regel i bankerna på samma sätt som andra typer av exponeringar. Det finns väletablerade modeller för att beräkna den risk man har i alla typer av exponeringar.

Bankerna uppger sig mäta risken genom en mängd olika riskmått och stress-tester, och några av de vanligaste förekommande riskmåttarna är volatilitet, Value-at-Risk (VaR) och avkastning, detta trots att avkastning knappast kan ses som ett riskmått. Men det förekommer även en mängd andra riskmått ofta beroende på vilken typ av tillgång som ska analyseras.

Försäkringsföretag

Försäkringsföretagen i undersökningen är av olika storlek och har därför också ofta olika förutsättningar för att hantera och mäta sina risker. De stora försäkringsföretagen har normalt en väl kvalificerad riskfunktion inom före-

taget. Många mindre företag behöver ofta ta hjälp av andra mer specialkunniga aktörer på marknaden för att kunna beräkna alla sina risker. För att mäta risken i ett företags placeringar kan man använda sig av en mängd olika mått. Det finns få mått som beskriver allt, och ofta kan en kombination av olika mått och/eller tester vara nödvändiga för få en helhetsbild av placeringarna.

I undersökningen uppgav de försäkringsföretag med placeringar i antingen hedgefonder eller private equity vilken/vilka typer av riskmått de använde för att beräkna risken i placeringarna. Ett axplock ur detta är; volatilitet, implicit volatilitet, Beta mot olika index, Value-at-Risk (VaR), Sharpekvot, Sortinokvot, Downside risk och korrelations samband. Vissa försäkringsföretag anger även avkastning som riskmått. Vissa företag genomför stresstester och faktoranalyser.

5. Slutsatser

5.1 Exponeringarnas omfattning

Banker

Exponeringen mot hedgefonder och private equity är förhållandevis liten i jämförelse med annan verksamhet och därmed i relation till bankernas storlek. Mätt både som andel av balansslutningen och i relation till kapitalbasen är exponeringarna begränsade. Även om respektive banks sammanlagda exponeringar är betydande i absoluta tal finns det en god riskspridning inom portföljerna. Engagemang i hedgefonder innebär exponering mot många olika kapitalmarknader och olika strategier. Engagemang i private equity medför exponeringar mot företag verksamma i olika branscher och i skilda länder. Dessutom är exponeringarna av olika slag som direktinnehav, kreditgivning och i form av avtal om finansiella instrument.

Intjäningen bedöms vara god. Sammantaget bedömer vi att risknivån inte är signifikant högre inom hedgefonder och private equity än i annan företagskreditgivning

Större fallissemang för hedgefonder och/eller private equity-företag hos en svensk storbank skulle självklart innebära förluster men ändå begränsade. Det är föga troligt att både verksamheten mot private equity och verksamheten mot hedgefonder skulle drabbas samtidigt. Det är inte heller troligt att ett mycket stort antal engagemang skulle falla samtidigt mot bakgrund av beskrivningen ovan av diversifieringen av portföljerna. Stängningarna av hedgefonder har inte, enligt bankerna, lett till några förluster. Mot denna bakgrund bedömer vi att storbankernas exponeringar mot hedgefonder och/eller private equity inte utgör ett hot mot stabiliteten i det finansiella systemet.

Försäkringsföretag

Av de försäkringsföretag som har svarat på FI:s enkät så har drygt hälften uppgivit att de placerar i hedgefonder och/eller private equity. Den övervägande delen av antalet placeringar är hedgefonder medan det sammanlagda beloppet för private equity är större än för hedgefonder. Placeringarna har ökat betydligt de senaste tre åren. Mellan 2004 och 2006 har dessa placeringar ökat med 40-50 procent i försäkringsföretagen, om än ofta från låga nivåer.

Livbolagen och understödsföreningarna är mer aktiva än skadebolagen sett till andelen placerat i hedgefonder som andel av totala placeringstillgångar. Understödsföreningarna placerar mindre belopp men har samtidigt större andel av sina placeringstillgångar i hedgefonder. Private equity-placeringar är färre till antalet och görs i några fall till större belopp. Sådana finns i första hand hos de större livförsäkringsföretagen.

Vi bedömer att omfattande stängningar av hedgefonder och/eller misslyckanden i private equity-företag inte skulle hota försäkringsföretagens förmåga

att fullfölja sina åtaganden mot pensionssparare och andra kunder. Några försäkringsföretag som i relation till sin kapitalbas har betydande exponeringar kommer att bli föremål för FI:s tillsyn.

5.2 Kvaliteten på administration och riskhantering

Banker

FI bedömer efter den översiktliga kartläggningen att bankerna i undersökningen har goda rutiner för kreditgivning och andra affärsbeslut. Bankerna gör grundläggande analyser av kundens finansiella ställning och betalningsförmåga. Även i övrigt bedömer vi att det sker en tillfredsställande hantering av engagemangen i hedgefonder och private equity-företag.

För att en bank ska ha en fullständig bild över motpartens totala exponering mot banken måste samtliga exponeringar läggas ihop till en totalexponering. En viktig information för banken för att hantera motpartsrisken är att ha vetskap om den totala exponeringen. I en av bankerna i undersökningen har det funnits vissa svårigheter med att sammanställa respektive exponering och att lägga ihop dem till en total exponering per motpart.

Alla bankerna använder säkerheter men har inte samma uppfattning om vilka säkerheter som är godtagbara. De gör inte heller samma bedömning av hur stora avdrag (haircuts) som man bör göra vid värderingen av de godtagna säkerheterna. Skillnaderna är inte så stora att FI anser att någon bank inte skulle vara tillräckligt försiktig i sin säkerhetsvärdering.

Försäkringsföretagen

Enkäten till försäkringsföretagen innehöll få frågor om administration och riskhantering. Utifrån svaren bedömer FI att försäkringsföretagen i huvudsak har goda rutiner vid placeringar i hedgefonder och private equity. Följande noteringar kan dock göras.

De stora försäkringsföretagen har bättre resurser för att genomföra en mer ingående placeringsbedömning än vad de små företagen har.

Försäkringsföretagens placeringsprocess är i de flesta fall vara tillräckligt djupgående och innehåller de delar som behövs för att skapa ett bra underlag för placeringsbeslut. Det är värt att notera är att understödsföreningarna inte beskrivit syftet med placeringarna lika ingående som de övriga försäkringsföretagen. Denna grupp har dock relativt stora innehav i förhållande till kapitalbasen och det finns skäl för FI att följa upp hur placeringsprocessen ser ut i dessa företag.

Samtliga försäkringsföretag har någon form av periodisk uppföljning av placeringen där fokus är avkastning och risk.

Vilken tidshorisont som försäkringsföretag har på placeringarna framgår inte av kartläggningen då fokus enbart är aktuella innehav. Klart är att många försäkringsföretag har placerat i fond-i-fond, vilket är ett sätt att sprida risken mellan fler olika hedgefonder.

FI kommer att granska de försäkringsföretag som visar brister i administration och riskhantering kommer att följas upp i vår löpande tillsyn.

Bilaga

Definitioner

Hedgefonder

Hedgefond är ett sammanfattande begrepp för många olika typer av investeringsfonder. Det finns ingen juridisk definition eller entydig definition av begreppet. Däremot brukar ett antal karaktäristika vara återkommande vid beskrivning av hedgefonder.

I Sverige regleras investeringsfonder av lagen (2004:46) om investeringsfonder (LIF)² och i Finansinspektionens föreskrifter om investeringsfonder (FFFS 2004:2). I lagen delas investeringsfonder upp i två kategorier, värdepappersfonder och specialfonder.

Hedgefonder klassificeras som specialfonder vilket innebär att det är möjligt för FI att medge vissa undantag från ovan nämnda lag. Vilka undantag som tillåts bestäms av FI från fall till fall. De vanligaste undantagen från placeringsreglerna i lagen framgår av första punkten nedan.

- Hedgefonder lyder under ett friare regelverk än andra investeringsfonder vilket bland annat innebär att de kan ha tillåtelse till blankning, belåning och utökad användning av derivat jämfört med en traditionell fond.
- De har vanligtvis ett absolut avkastningsmål oberoende av marknadsutvecklingen till skillnad från en traditionell fond som (oftast) har ett relativt avkastningsmål mätt mot ett index.
- Förvaltningsavgiften har historiskt varit prestationsbaserad, ofta utformad enligt principen high watermark³. Avgiftsstrukturen har på senare år gått mot en fast avgift kompletterad med en prestationsbaserad del.
- Förvaltaren investerar ofta eget kapital i fonden.

De två sista punkterna kan sägas vara en signal till investerare att fondens mål harmoniserar med investerarens.

Avgiftsstrukturen är dock inte utan problem. En prestationsbaserad ersättningsstruktur enligt high watermark-principen innebär att det kan ta lång tid innan fondbolaget får ersättning vid kraftig nedgång i fondens avkastning. Bolaget kan då bestämma sig för att stänga fonden med realiserade förluster för investerarna som följd.

Ytterligare ett antalegenskaper som kännetecknar hedgefonder är att investeringen är inlåst under en viss period. Detta medger fonden att placera i mindre likvida marknader. I många fall har fonden också ett krav på minsta investerat belopp.

² Vilket är en tillämpning av EU:s UCITS-direktiv

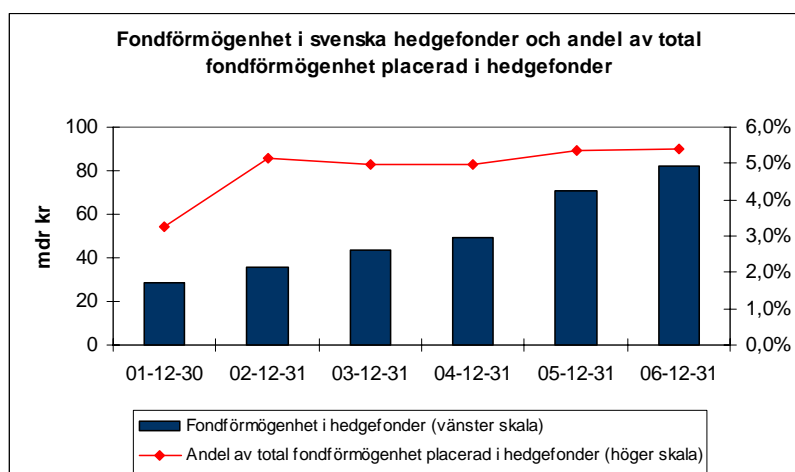
³ High watermark innebär förenklat att den prestationsbaserade avgiften endast faller ut om fondens avkastning överstiger en i förväg angiven nivå, till exempel ett index eller korta räntan

Marknadsutveckling

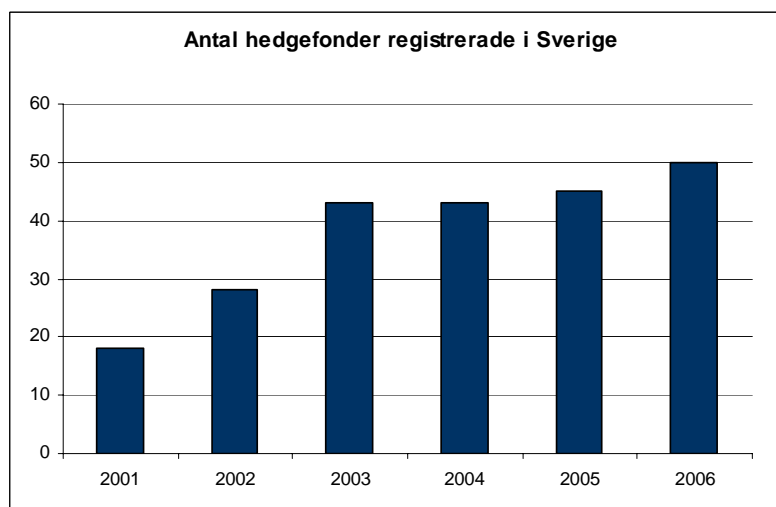
För tio år sedan förvaltade världens samlade hedgefonder sammantaget cirka 250 miljarder US dollar. Idag förvaltar hedgefonder världen över cirka 1 500 miljarder US dollar fördelat på cirka 10 000 fonder.⁴ Under samma period har andelen kapital som förvaltas av hedgefonder i förhållande till kapital som förvaltas i traditionella fonder vuxit från cirka 2 till 8 procent.

Inflödet till hedgefonder har vuxit med drygt 15 procent per år det senaste årtiondet och tillväxten beräknas av branschen att fortsätta i samma takt de närmaste åren.

I Sverige introducerades de första hedgefonderna i mitten av 90-talet. För den svenska marknaden har förvaltad kapital vuxit kraftigt de senaste fem åren men som andel av den totala fondförmögenheten har nivån legat relativt stabil sedan 2002. Mellan 40 och 50 hedgefonder har varit registrerade i Sverige de senaste åren.



Figur 1 - Antal hedgefonder och fondförmögenhet (Fondbolagens förening, 2007-03-25)



Figur 2 - Sverigeregistrerade hedgefonder (Fondbolagens förening, 2007-03-25)

⁴ www.greenwichai.com

Private equity-företag

Private equity-investeringar är ett samlingsbegrepp för olika typer av investeringar i onoterade företag där investeraren går in i ett företag med ett aktivt engagemang. Engagemanget kan innebära olika handlingar för olika företag i olika branscher och i olika miljöer. Exempelvis kan engagemanget bestå i exempelvis bidrag med bredare kontaktnät, kompetens till företagets ledning, branschkunskap, synergieffekter genom sammanslagningar och skapa nya strategier för företaget.

För företaget innebär en private equity-investerare en finansiering eller refinansiering, och ses ofta som ett alternativ till att börsintroduktion eller vanlig lånefinansiering. Dessa typer av finansiering skiljer sig dock åt i olika avseenden. Finansiering via exempelvis bank är alltid följd av ett engagemang som är oberoende av företagets framgång, men företaget förblir självständigt. En börsintroduktion kan ge nytt kapital, men innebär även många skyldigheter (större öppenhet, ytterligare rapportering, hårdare medial bevakning etcetera). Private equity-finansiering innebär ett uppgivande av en del i företaget men medför mindre räntebetalningar och amorteringar till bank. Avkastningskrav finns självklart hos ägaren, men man slipper de publika kraven som kommer med en börsintroduktion.⁵

Private equity är många gånger direkt förknippat med riskkapital (venture capital), men venture capital är egentligen bara en del av private equity. Venture capital (VC) är ofta en investering i ett nystartat företag med ett mer långsiktigt ägarperspektiv, en riskfylld investering med förväntan av en avkastning över det normala. Två andra typer av private equity står så kallade affärsänglar (business angels) och så kallade buyouts. Det första är ofta privatpersoner utan direkt koppling till företaget som investerar i företag av olika anledningar. Det andra är som namnet avslöjar utköp av hela eller en betydande del av företag som ofta ses ha en potentiell värdeökning. På så sätt skapas värde för köparen. Det finns även stora private equity-fonder, eller syndikat mellan olika privat equity-bolag, som köper ut redan börsnoterade företag och gör de privata igen för att skapa mervärde och/eller för att slippa publika krav.

Enligt Svenska Riskkapitalföreningen sker dessa typer av private equity-investeringar i olika faser av ett företags livscykel. Affärsänglar och VC-bolag investerar ofta i sådd & start-up och expansionsfasen, medan buyouts sker i ett senare skede när företaget mognat mer och kommit längre i sin utvecklingsfas.⁶

Marknadsutveckling

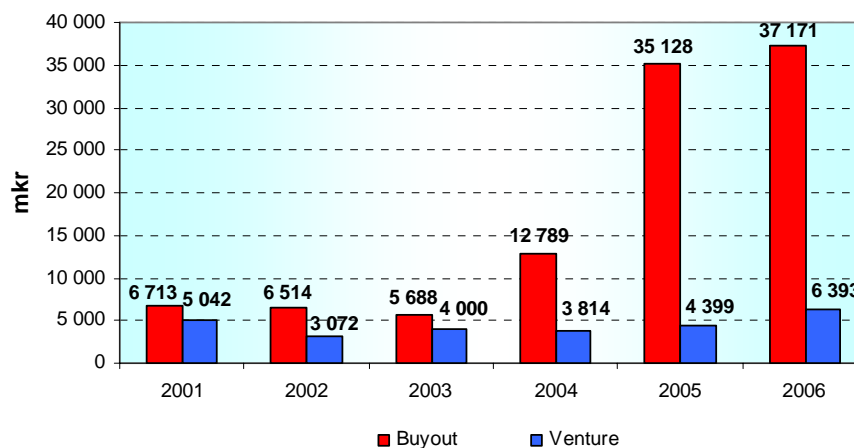
Den svenska utvecklingen av private equity har gått snabbt de senaste åren, även ur ett internationellt perspektiv. Under 2005 stod private equity-investeringar för drygt 1 procent av BNP, vilket är en stor andel internationellt sett. I andra nordiska länder står private equity många gånger bara för en tiondelprocent eller liknande av BNP. Utvecklingen har under de senaste åren ökat försiktigt men stadigt avseende VC-investeringar. Utvecklingen för så kallade buyouts har ökat desto kraftigare. De ökade med närmare 300 procent från 2004 till 2005 med en ytterligare ökning under 2006. Det finns

⁵ British Private Equity & Venture Capital Association, www.bvca.co.uk

⁶ Svenska Riskkapitalföreningen, www.svca.se

inga direkta tecken på att investeringarna ska minska under 2007. Se utvecklingen för VC och Buyouts i Figur 3 nedan.

Investeringar 2001-2006



Figur 3 - Investeringar i private equity (SVCA & Nutek, 2007-04-10)

Finansinspektionens rapporter

finns på www.fi.se

- 2007:12 Emissioner och nyintroduktioner – fungerar skyddet för investerarna?
- 2007:11 Processen vid introduktioner och nyemissioner
- 2007:10 Brottsliga angrepp mot internetbanker
- 2007:9 Konsumentskyddet på finansmarknaden
- 2007:8 Pension under utbetalning
- 2007:7 Pensionsspara i försäkring
- 2007:6 Fondbolagens informationsgivning II
- 2007:5 Rådgivningen, kunden och lagen – en undersökning av finansiell rådgivning
- 2007:4 Kreditmarknadsbolagen och konsumentskyddet
- 2007:3 Ordning och reda ? II – en granskning av 678 försäkringsförmedlare
- 2007:2 Utvärdering av Stockholmsbörsen AB som central motpart, 2006
- 2007:1 Utvärdering av VPC:s clearingsystem, 2006
- 2006:18 Operativa risker – företagens hantering och FI:s rekommendationer
- 2006:17 Penningtvätt och terroristfinansiering
- 2006:16 Flytträtt för sparande i pensionsförsäkring – kartläggning och förslag
- 2006:15 Oreglerade erbjudanden på aktiemarknaden
- 2006:14 Finanssektorns stabilitet 2006
- 2006:13 Warrantmarknaden – en granskning av informationen till småsparare
- 2006:12 Blancokrediter till konsumenter II – uppföljning
- 2006:11 Skatte- och försäkringsrörelser regler för livförsäkring
- 2006:10 Pensionssparandet och värdebeskeden
- 2006:9 Utvecklingen på bolånemarknaden
- 2006:8 Ordning och reda – en granskning av 150 försäkringsförmedlare
- 2006:7 Livbolagens förlusttäckning – redovisning av olika metoder
- 2006:6 Bankernas kapitalkrav med Basel 2



Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Tel 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se