

Gearede investeringsfonde med investeringer i danske realkreditobligationer

Danske og udenlandske investeringsfonde, der benytter væsentlig gearing, er aktive i det danske marked for realkreditobligationer. Da dette marked anses for at have central betydning for den danske finansielle stabilitet, har Finanstilsynet analyseret arten og omfanget af fondenes aktivitet særligt under Covid19- og Ukraine-kriserne. Analysen viser, at de gearede fondes andel af det samlede handelsomfang i realkreditobligationsmarkedet ligger på mellem 5 pct. og 15 pct. Fondenes andel af den samlede aktivitet er således begrænset. Men analysen viser også, at de gearede investeringsfonde handler procyklisk, og dette i sammenhæng med gearings-elementet, de ofte uigennemsigtige fondsstrukturer og et potentielt likviditets-mismatch mellem fondenes aktiv- og passivside øger den potentielle systemiske risiko ved fondene. Finanstilsynet arbejder løbende på at forbedre overvågningen af de gearede fondes aktivitet på realkreditmarkedet for derved at overvåge opbygning af systemiske risici.

AF FORFATTERE



Jens Lohfert Jørgensen

Chefkonsulent, Finanstilsynet
E-mail: JELO@ftnet.dk

Jens Lohfert Jørgensen er cand.polit. Han er chefkonsulent i Finanstilsynets kontor for investorbekyngelse, hvor han har været siden 2019. Han arbejder primært med MiFID emner samt med forhold om UCITS og AIF-fonde. Tidligere var han bl.a. ansat i en række danske og internationale banker.



Johnny Stevenson Hanna

Fuldmægtig, Finanstilsynet
E-mail: JOHA@ftnet.dk

Johnny Stevenson Hanna er cand.oecon. (IMSQE). Han er fuldmægtig i Finanstilsynets kontor for kapitalmarkedsanalyse, hvor han har været siden 2020. Han har bl.a. forfattet Finanstilsynets seneste notater om algoritmehandel og flash crash. Tidligere var han ansat i Jyske Capital Markets som makroanalytikerassistent.



Andreas Carl Meyer

Fuldmægtig, Finanstilsynet
E-mail: ANME@ftnet.dk

Andreas Meyer er cand.polit. Han er fuldmægtig i Økonomisk Sekretariat i Finanstilsynet, hvor han har været siden 2021. Tidligere var han ansat i Rockwool Fonden og Finans Danmark.

Note: Forfatterne takker en anonym referee for en række kommentarer til artiklen.

Det danske marked for investeringsfonde omfatter formuer for et meget stort beløb. Den samlede investerede nettoværdi af de ca. 2.100 fonde på det danske fondsmarked udgør 4.600 mia. kr. Ud over tilsynet med den enkelte fond og forvalter er det derfor også relevant for Finanstilsynet at have opmærksomhed på fondenes mulige systemiske betydning.

Investeringsfonde kommer i mange forskellige juridiske former og forfølger mange forskellige investeringsstrategier. Denne artikel har fokus på de 11 dansk baserede alternative investeringsfonde (AIF-fonde), der benytter gearing i væsentligt omfang, og som har strategi indenfor dansk realkredit, jf. Tabel

TABEL 1: Nøgletal for alternative investeringsfonde (AIF)

	AIF-fonde under dansk tilsyn	AIF-fonde under udenlandsk tilsyn	AIF-fonde i alt
Samlet antal AIF-fonde	972	30.000	31.000
Samlet antal gearede AIF-fonde	24	4.300	4.324
Samlet antal gearede AIF-fonde med strategi i danske realkreditobligationer	11	10-15	20-25
Beholdning af danske realkreditobligationer (mia. kr.) ejet af gearede AIF-fonde	77	100-120	180-200
Markedsværdi af danske realkreditobligationer (mia. kr.)			3.045

Kilde: Finanstilsynet og ESMA.

1. Gearing er interessant set fra en tilsynsmæssig synsvinkel, fordi gearing kan forstærke bevægelser på de finansielle markeder og dermed øge ustabiliteten på markederne.

Der findes også en række udenlandsk baserede gearede fonde med strategier inden for danske realkreditobligationer. Finanstilsynet har ikke umiddelbart detaljerede oplysninger om disse udenlandske fonde. Det samlede antal af fonde med væsentlig gearing og signifikante strategier i realkreditobligationer er derfor reelt større end de 11 omtalte danske fonde. Finanstilsynets vurdering er, at der findes 10-15 fonde i udlandet, der benytter væsentlig gearing og har strategi inden for danske realkreditobligationer. Det samlede antal fonde med gearing og primær strategi i danske realkreditobligationer udgør derfor ca. 20-25 fonde.

Baggrund

Siden finanskrisen i 2008 har der blandt internationale organisationer og tilsynsmyndigheder været udtrykt bekymring for de gearede fondes effekt på den systemiske risiko. Bekymringen skyldes bl.a. følgende forhold:

- Aktiver i visse typer af AIF-fonde er ofte illikvide og svære at værdiansætte – det gælder bl.a. ejendomme, private equity, infrastruktur og unoterede aktier og kreditobligationer. Illikviditet og usikker værdiansættelse øger risikoen for brandudsalg, hvis investorerne vil ud af fondene på samme tid.

- Gearing forstærker fondenes uhensigtsmæssige markedsbevægelser, bl.a. fordi fondene ofte har ensrettede strategier inden for et givent markedssegment. Gearede fonde kan derved både medvirke til at skabe prisbobler, og de kan – når markedet rammes af et stød – medvirke til at punktere bobler. Det danske realkreditmarked indeholder en sådant latent risiko for at blive påvirket af et pludseligt stød grundet optionselementet i mange af realkreditobligationerne.
- Under særligt markedsstress kan gearede fonde være nødsaget til at sælge ud for at møde marginkald på sikkerheder. Det kan lede til, at disse fonde foretager særligt store uhensigtsmæssige frasalg i sådanne scenarier.¹

Bekymringen for de gearede fonde er f.eks. udtrykt i en række henstillinger fra Det Europæiske Udvalg for systemiske risici (ESRB)², der beskriver et negativt stød til markedet – det kunne være en pandemi eller en krig – der igangsætter et brandudsalg. Udsalget kan forstærkes via et mismatch mellem investors indløsningsmulighed og porteføljens likviditet. Der opstår en risiko for brandudsalg, hvis fonden giver investorerne mulighed for at indløse hurtigere end fondens aktiver kan likvideres.

Den internationale bekymring har både haft fokus på fonde med investeringer i illikvide aktiver som f.eks. ejendomsfonde og på gearede fonde med investeringer i likvide aktiver, f.eks. pengemarkedsfonde.

De gearede investeringsfondes aktivitet har vist sig til en vis grad at påvirke handelsmønstret, likviditeten og dermed stabiliteten på centrale finansielle markeder også i Danmark, jf. også Finanstilsynet (2022). Dette var ikke mindst tilfældet på markedet for realkreditobligationer i de første uger af Covid-19 krisen. Finanstilsynet kunne ikke med sikkerhed fastslå, om der var en fælles baggrund for denne salgsaktivitet, men der syntes at være en tendens til, at netop gearede fonde var særligt aktive sælgere i krisens første uger og efterfølgende var særligt aktive købere, da de internationale markederne stabiliserede sig.

Det danske marked for investeringsfonde

Det danske marked for kollektive investeringsordninger består af i alt ca. 2.100 fonde, hvoraf ca. halvdelen er UCITS fonde, mens den anden halvdel er AIF-fonde.

Gruppen af AIF-fonde består af knap 1.000 fonde, hvoraf 326 fonde eller ca. 33 pct. er afdelinger under en dansk kapitalforening. Disse afdelinger har overvejende strategier med finansielle instrumenter som aktier og obligationer. 433 AIF-fonde har ligeledes hjemsted i Danmark, og disse har overvejende strategier inden for ejendomme, private equity eller funds-of-funds, jf. Tabel 2.

De resterende ca. 20 pct. er AIF-fonde fra udlandet, hvoraf en stor del er private equity fonde. Udenlandske AIF-fonde skal indberette til de danske myndigheder, hvis de har notificeret Finanstilsynet om, at de vil markedsføre sig aktivt til danske inve-

1. Denne effekt sås f.eks. i energimarkedet i sommeren 2022, hvor selskaber, der har indgået futureskontrakter, blev mødt med voldsomt stigende marginkald.
2. Henstillinger om likviditets- og gearingsrisici i investeringsforeninger (ESRB 2017/6).

TABEL 2: Antal AIF-fonde med indberetningspligt til Finanstilsynet - opdelt på type og strategi

	Kapitalforening (DK)	AIF (DK)	AIF (UDL)	Total
Fund-of-Funds	25	66	9	100
Hedge	8	21	17	46
Private Equity	1	95	87	183
Ejendom	1	146	34	181
Anden type	291	105	64	462
Totalt antal	326	433	213	972

Note: Omfatter både registrerede og godkendte AIF-fonde. Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet pr. 31. december 2021.

storer, uanset om det er til detailinvestorer eller professionelle investorer.

AIF-fondene i det danske marked repræsenterer en ganske betydelig investeret kapital, jf. Tabel 3. Totalt set har de knap 1.000 fonde en nettoværdi (investorformue) på 3.220 mia. kr., hvilket er ca. 400 mia. kr. mere end Danmarks BNP i 2022. Omkring halvdelen af fondenes samlede nettoværdi ligger i de udenlandske AIF-fonde, der markedsføres i Danmark.

TABEL 3: Artiklens Fondsunivers

	Antal fonde	Netto NAV, (mia. kr.)	Eksponering bruttometode (mia. kr.)
Kollektive invest.ordninger AIF+UCITS	2.090	4.600	9.420
heraf AIF	972	3.220	8.040
heraf godkendte AIF	850	3.000	7.790
heraf godkendte AIF under dansk tilsyn	759	1.490	3.010
heraf +gearing >3	24	22	1.770
heraf fonde med realkreditstrategi	11	12	320

Note: Tabellen viser opgørelse pr. ultimo 2021, dog med enkelte tal fra ultimo 2020 grundet en fejlindberetning. For fondene med væsentlig gearing anvendes netto NAV og bruttoeksponering fra 30. juni 2022. Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet pr. 31. december 2021 og 30. juni 2022.

Gearede fonde og finansiell stabilitet

Hvordan foregår gearing?

At geare en investering i en investeringsfond betyder, at værdien af markedseksponeringen overstiger værdien af investorernes formue. Graden af gearing udtrykkes ofte i procent af fondens nettoværdi. En fond uden låntagning vil således have en gearing på 100 pct. og være gearet én gang, mens en fond, der har eksponering for 1 mia. kr. og nettoformue på 100 mio. kr., har en gearing på 1.000 pct. eller en gearing på 10 gange.

Fonde kan overordnet set opnå gearing på to måder: Fysisk (finansiell) gearing eller syntetisk gearing. Fysisk gearing sker ved at optage lån i kontanter eller finansielle aktiver som f.eks. obligationer eller aktier. De fleste fonde, der anvender fysisk gearing, gør det via de såkaldte effektive portefølje management ("EPM") teknikker som f.eks. repo/reverse-repo forretninger. Syntetisk gearing sker ved anvendelse af afledte instrumenter som futures, optioner eller swaps. Gearing kan således skabe markedseksponering med begrænset anvendelse af investors nettoformue.

Uanset om fonden benytter fysisk eller syntetisk gearing, kræver det kreditlines hos en modpart, der typisk er en bank. Modparten modtager sikkerhed for at tilvejebringe lån (ved repo) eller eksponering (ved afledte instrumenter).

Sikkerhedsstillelse ved gearing

Muligheden for gearing er afhængig af det underliggende aktivs kreditkvalitet og volatilitet. Normalt vil en repo-forretning med sikkerhed i statsobligationer kræve en sikkerhedsmargen ("haircut") på 1-5 pct. afhængig af obligationens varighed, og den vil således kunne geares 20-100 gange. Det typiske haircut på realkreditobligationer er 5-10 pct., hvilket giver en mulighed for gearing på 10-20 gange. Gearingen er bl.a. afhængig af varigheden, og om det er konverterbare realkreditobligationer eller inkonverterbare realkreditobligationer (type "Flekslån").

Forenklet sagt betyder dette, at en typisk gearret fond med en investormåle på 1 mia. kr. kan opnå en eksponering i realkreditobligationer på niveau 10-20 mia. kr. Dette bekræftes af indberetningerne.

For de konverterbare realkreditobligationer gælder der det særlige, at varigheden på obligationerne kan stige markant, når kursen går under kurs 100. Den (nye) større rentefølsomhed betyder, at en uventet større rentestigning (et "stød") vil sætte sig i en noget lavere kurs og dermed øge kravet til sikkerhedsstillelse i repo-forretninger, hvor der indgår realkreditobligationer. Dette kan potentielt føre til forøget salgspres, og hvis fonden tilmed er gearret, forstærkes behovet for sikkerhedsstillelse yderligere.

Måling af gearing i UCITS og AIF-fonde

På tværs af EU-reguleringen³ benyttes to metoder til at opgøre gearing i forhold til fondens nettoformue: Bruttometoden ("Gross method") og forpligtelsesmetoden ("Commitment method").

Ved bruttomethoden opgøres alle positioner fra afledte instrumenter til markedsværdien af den underliggende position, og den samlede eksponering er summen af markedsværdien af alle de underliggende positioner uanset fortegnet eller retningen på positionen.

Ved forpligtelsesmetoden sker der en hel eller delvis modregning ("netting"), således at enkelte positioners markedsretning ("lang eller kort") indgår i opgørelsen. Der er også forskel på, hvordan kontantbeholdning opgøres i bruttomethoden hhv. nettometoden. Forpligtelsesmetoden overlader en væsentlig grad af subjektiv vurdering af netting-omfanget til fonden, der indberetter. Netting-begrebet bruges om præcis afdækning, mens hedging-begrebet bruges om afdækning på tværs af instrumenter, men hvor der findes en risikoreducerende effekt. Udgangspunktet er, at der skal ske en konservativ tilgang, så der ikke medregnes for meget netting i opgørelsen efter forpligtelsesmetoden.

I praksis er det forpligtelsesmetoden, der bedst udtrykker en fonds reelle eksponering og dermed markedsrisiko, men metoden indeholder et subjektivt element, der sætter en vis begrænsning for brugen af nøgletallet.

Bruttometoden udtrykker derimod en fonds samlede "fodaf-

tryk" eller aktivitet i markedet. Bruttometoden er dog stærk påvirket af brugen af afledte instrumenter i afdækningen af risiko. Hvis f.eks. en fond vælger at benytte fire kontrakter (FRA'er) med hver tre måneders løbetid i stedet for én kontrakt med 12 måneders løbetid, vil det firedoble eksponeringen opgjort efter bruttomethoden.

I artiklen opererer vi derfor med det simple gearingsmål. Dette mål er opgjort som forholdet mellem fondens beholdning af realkreditobligationer og fondens nettoværdi (investormåle). Beholdningen medtager positioner, der er etableret via repo-forretninger. Fordelen ved dette simple gearingsmål er dels, at det er lettere og mere konsistent at opgøre på tværs af fondene, og dels at det udtrykker noget om fondens gearingsrisiko. Ulempen ved det simple gearingsmål er, at det ikke medtager brugen af afledte instrumenter, der af fondene typisk bruges til at nedbringe renterisikoen, altså risikoen på udsving i det generelle renteniveau, men som også kan bruges til at øge den reelle markedseksponering.

Gearede fonde i en dansk sammenhæng

I det indledende afsnit blev der givet et summarisk overblik over fondsmarkedet i Danmark. På basis af indberetninger fra AIF-fondene kan det opgøres, at der pr. ultimo 2021 findes 24 fonde under dansk tilsyn, der benytter væsentlig gearing. Det er således ca. 2 pct. af AIF-fondene på det danske marked i antal og 0,5 pct. i formue, der benytter gearing i væsentlig grad.

Af de 24 fonde har 11 fonde strategier, der fokuserer på danske realkreditobligationer. Disse er beskrevet nedenfor. De øvrige 13 fonde har primære strategier inden for andre aktivklasser herunder private equity, aktier og statsobligationer, men ingen af dem har nogen betydende beholdning eller aktivitet i danske realkreditobligationer.

I gennemsnit har hver af de 24 væsentligt gearede fonde 900 åbne positioner på indberetningstidspunktet. Det højeste antal åbne positioner i en enkelt fond er knap 5.000.⁴ Det kræver således et stærkt operationelt set-up for at kunne styre fondenes positioner og risiko. Det store antal positioner øger alt andet lige også risikoen for, at fondens porteføljemanager mister overblikket og derved påfører investorerne tab og i øvrigt øger den systemiske risiko.

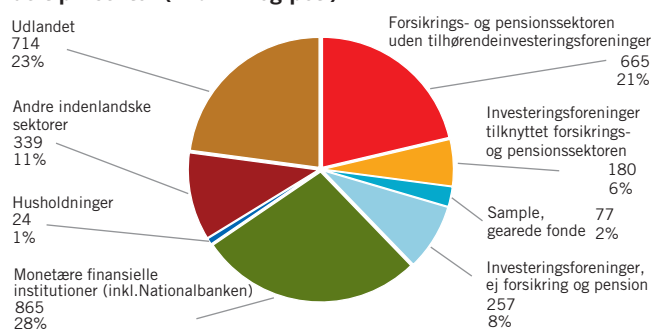
Gearede fonde og investorbeskyttelse

Artiklen har fokus på gearing og systemisk risiko, og har i mindre omfang haft fokus på investorbeskyttelse og risikoen for investorerne i fondene. Fra indberetningerne ved vi, at andelen af professionelle investorer i de 11 gearede danske fonde ligger tæt på 100 pct. Kun én enkelt fond angiver at have en professionel investorandel på 50 pct. Den direkte risiko for, at detailinvestorer lider tab på investering i disse fonde, er derfor begrænset.

Danske detailinvestorer er indirekte eksponeret mod markedet for realkreditobligationer, fordi millioner af danskere har boligfinansiering via realkreditmarkedet, og de er dermed afhængig af et velfungerende marked med høj likviditet og retvisende

3. Jf. FAIF-direktivet EU 61/2011 samt Art. 7 og 8 i del. forordning EU 213/2013.

4. Blandt de 11 væsentligt gearede fonde med strategier inden for realkreditobligationer spænder antallet af åbne positioner på indberetningstidspunktet kun mellem 200 og 1.000 med et gennemsnit på knap 500.

FIGUR 1: Beholdning af danske realkreditobligationer fordelt pr. sektor (mia. kr. og pct.)

Note: Opgørelse pr. 30. juni 2022. 11 fonde med væsentlig gearing og strategier inden for realkredit indgår i samlet fra værdipapirstatistikken. Kun fonde, der administreres fra Danmark, indgår i statistikken som fond. Udenlandske fonde indgår under "Udlandet". Ud fra hver sektor fremgår deres beholdning af realkreditobligationer i mia. kr. og som andel af det samlede marked på 3.120 mia. kr. Kilde: Danmarks Nationalbank (DNVPDKR2), Værdipapirstatistikken.

prissætning. Ligeledes er et meget stort antal detailinvestorer afhængig af pensionsordninger, der typisk har danske realkreditobligationer som et kerneelement i deres ordning. Derfor er den systemiske risiko ved gearede fonde også relevant set ud fra et investorbekyttelsesperspektiv.

Fondenes betydning på det danske realkreditmarked

Danske realkreditobligationerne er primært ejet af den danske forsikrings- og pensionssektor enten direkte eller via UCITS- eller AIF-fonde. Andre store ejerandele ligger hos de danske finansielle institutioner samt hos udenlandske institutionelle investorer. Investeringsforeninger, som ikke er tilknyttet forsikrings- og pensionssektoren, ejer ca. 10 pct. af danske realkreditobligationer, jf. Figur 1.

Med udgangspunkt i fondenes registrering af beholdninger i Nationalbankens værdipapirstatistik ("Værdipapirstatistikken") er det muligt at opgøre beholdningen af danske realkreditobligationer hos de 11 identificerede fonde med væsentlig gearing og primære strategier inden for realkreditobligationer. Disse 11 fonde har alle hjemsted i Danmark, og de indgår derfor i Værdipapirstatistikken.

Det fremgår, at de 11 fonde har en samlet beholdning på 77 mia. kr. i realkreditobligationer. Jævnfør afgrænsningen ovenfor består de 11 fondes aktiver stort set alene af danske realkreditobligationer.

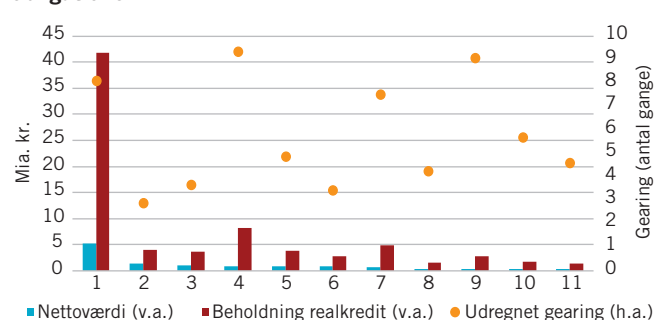
Beregnet ud fra det simple gearingsmål jf. ovenfor er den samlede gearing på ca. 6,5 for de 11 fonde.

De udenlandske AIF-fondes rolle i realkreditmarkedet

Ud over de 11 gearede danske fonde findes et antal udenlandske fonde med samme strategi primært i dansk realkredit og med brug af væsentlig gearing. Den samlede gruppe af danske og udenlandske gearede fonde med realkreditstrategi har derfor en større ejerandel end de 2 pct. af danske realkreditobligationer.

Ud fra en gennemgang af handelsindberetninger, AIF-indberetningerne og tilgængeligt markedsdata har Finanstilsynet identificeret 10-15 større udenlandske fonde med væsentlig gearing og med strategi inden for dansk realkredit.

Sammenfattende estimeres den samlede beholdning af realkreditobligationer i fonde, der benytter væsentligt gearing, så-

FIGUR 2: Gearede enkeltfondes beholdning af realkreditobligationer

Note: Opgørelse pr. 30. juni 2022. Gearing beregnes som fondenes samlede beholdning af realkreditobligationer ift. deres nettoformue. Fonde rangeret efter nettoformue. Kilde: Værdipapirstatistikken samt AIF-indberetninger til Finanstilsynet.

ledes på niveau 200 mia. kr. svarende til ca. 7 pct. af markedet. Heraf ligger 2-3 pct. eller 77 mia. kr. i danske gearede fonde, mens 3-4 pct. eller ca. 120 mia. kr. ligger i udenlandske gearede fonde.

Sammensætningen af fondenes beholdninger af realkreditobligationer

Blandt de 11 danske fonde, hvor det er muligt at se detaljerede oplysninger om beholdning af realkreditobligationer, er beholdningen særligt koncentreret i én fond med beholdning på 41 mia. kr., jf. Figur 2. I de resterende 10 fonde ligger beholdningerne i danske realkreditobligationer på mellem 1 mia. kr. og 8 mia. kr.

For at danne et mere retvisende billede af fondenes faktiske gearing beregnes derfor en simpel gearing ved at sætte fondenes beholdning af danske realkreditobligationer op imod deres nettoformue. Ved denne fremgangsmåde varierer de udvalgte fondes gearing mellem 3 og 10. Dette gearingsniveau stemmer overens med den faktiske gearing, som både danske og udenlandske hjemhørende fonde har udtrykt, at de opererer med.⁵

De gearede fonde med primære strategier inden for realkreditobligationer kan også investere i andre aktiver, men de er hovedsageligt eksponeret mod danske realkreditobligationer. Således udgør danske realkreditobligationer ca. 86 pct. af deres samlede værdipapirbeholdning.

Sammensætningen af de 11 gearede fondes beholdninger viser, at fondene har spredt sig over markedssegmenter på obligationstype, løbetid og kupon. Fondene har således implementeret deres grundlæggende strategi om at høste realkreditspændet på forskellig vis.

Særlige likviditetsudfordringer i gearede fonde

AIF-fonde er som fonde åbne for løbende indløsning – nogen på daglig basis, men oftest med et varsel på to eller fire uger. Men uanset varsler så stiller løbende indløsning særlige krav til likviditeten i de underliggende aktiver.

Når en større indløsning skal honoreres og likviditeten af aktiverne af lav, vil salget af aktiverne påvirke markederne

5. Finanstilsynet har i juni 2022 gennemført interviews med et større antal gearede realkreditfonde med hjemsted i såvel Danmark som i udlandet.

negativt. Det kan i værste fald føre til ”brandudsalg” og give negative afsmittende effekter på andre markeder. Desuden kan det føre til mistillid hos investorerne, hvilket i sig selv kan øge indløsningspresset (”runs”). Det er derfor vigtigt, at fondene har tilstrækkeligt styr på likviditeten, så salg af aktiver kan ske velordnet, samtidig med at indløsningsforpligtelserne over for investorerne kan opfyldes.

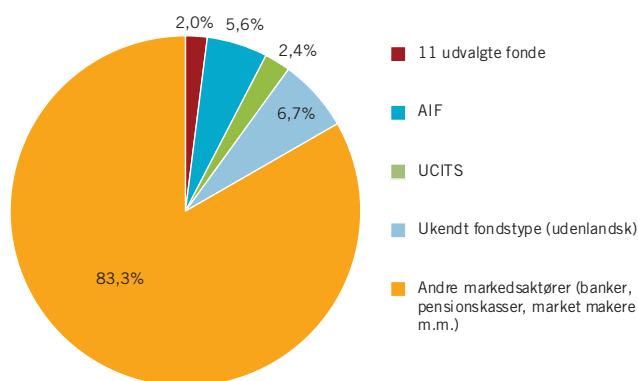
Likviditetsstyringen er særligt vigtig i gearede fonde, hvor behovet for at sælge aktiver er tilsvarende gearret: Et indløsningsbehov på 100 mio. kr. i en fond med 5 gange gearing vil medføre et behov for at nedbringe positioner og potentielt medføre et salgsbehov i det underliggende aktiv på 500 mio. kr. Men det omvendte er naturligvis også tilfældet: En emission af samme beløb vil initiere et købsbehov i det underliggende marked, som på sin side også kan skabe illikviditet, prisbobler og i sidste ende finansiell ustabilitet. Dette er gearingens natur.

AIF-fondenes indberetning af den vurderede likviditet i porteføljens aktiver sker nødvendigvis ex-ante og derfor på et forventningsbestemt og delvist subjektivt grundlag. Vurderingen af likviditet er baseret på et normalt marked, mens den reelle likviditetsrisiko opstår i et stresset marked, hvor markederne erfaringsmæssigt drænes for likviditet, fordi markedsdeltagerne trækker risikovillighed ud af markederne. Derved opstår der en risiko for, at investorernes ønsker om indløsning ikke kan efterkommes.

De 11 udvalgte fonde vurderer ifølge deres indberetninger til Finanstilsynet, at de samlet set kan likvidere 60 pct. af deres aktiver på én dag. Heroverfor står, at 80 pct. af investorerne jf. indløsningsforpligtelsen i fondene kan trække deres midler ud af fondene indenfor én dag. Dette udgør det såkaldte likviditets-mismatch. Fondene kan med andre ord få svært ved at møde deres forpligtelse over for investorerne i tilfælde af, at der opstår et væsentligt indløsningspres som følge af et eksogent stød til markedet.

Problemet forstærkes yderligere, hvis den forventede likviditet i markedet forsvinder f.eks. som følge af en stor koncentration af fonde med ensrettede strategier eller samtidigt indløsningspres. Udsalget kan desuden blive forstærket af fondenes gearing og behovet for at lukke nødlidende positioner f.eks. grundet øget krav om sikkerhedsstillelse til fondenes modparter.

FIGUR 3: Handelsvolumen for markedsdeltagere i danske realkreditobligationer i perioden 1. januar 2020 til 30. juni 2022



Kilde: Finanstilsynets beregninger på transaktionsindberetninger.

Imidlertid er det langt fra givet, at investorerne vil udnytte muligheden for at indløse i det maksimalt potentielle omfang. I de stresstest, som forvalterne skal udføre i likviditetsstyringen, kan forvalterne inddrage historiske data for faktisk adfærd blandt investorerne i krisesituationer.

I det følgende afsnit gennemgås handelsadfærd blandt fondene under to konkrete stressperioder. Finanstilsynet har ingen data eller informationer, der tyder på, at handelsadfærd i de to perioder var initieret eller drevet af indløsningspres fra investorerne. Tværtimod tyder data over fondenes formuer på, at investorerne var loyale og blev i fondene igennem begge stressperioder.

Investeringsfondenes handelsadfærd under markedsuro

De gearede fondenes behov for at handle adskiller sig ikke fra andre typer af investorer: Handelsbehovet opstår som følge af tilgang eller afgang i den investerede formue (i fonde sker det via emission eller indløsning), eller når fondens forvalter ser muligheder for at omlægge porteføljen for at øge afkastet og/eller nedbringe risikoen.

Analysen af investeringsfondenes handelsadfærd under markedsuro er baseret på indberetninger fra alle markedsdeltagere af alle aktortyper.

Data dækker al handelsaktivitet i det danske realkreditmarked fra 1. januar 2020 til 30. juni 2022 fra såvel danske som udenlandske fonde, og uanset om fondene er gearede, og om de har en realkreditstrategi eller ej. De 11 udvalgte gearede danske fonde med en realkreditstrategi er udskilt som selvstændig aktortype.

De 11 gearede fonde står for 2 pct. af den samlede handelsvolumen, hvilket svarer til deres andel af beholdningerne, jf. Figur 1. En yderligere sammenligning af handelsdata og beholdningsdata viser, at de øvrige danske ugearede AIF- og UCITS-fonde har en beholdningsandel på ca. 14 pct., jf. Figur 1, mens disse fondes andel af handlen kun udgør ca. 8 pct., jf. Figur 3.

Det indikerer, at de ugearede AIF- og UCITS-fonde i den udvalgte periode handlede mindre end deres beholdningsstørrelser tilsiger, formentlig fordi fondene er mere langsigtede investorer end de øvrige aktører, som omfatter banker og marked makere. Bankerne er typisk eksponeret i kortløbende obligationer, der skal genkøbes ved udløb, hvilket skaber handelsaktivitet.

I dataperioden er der opstået to situationer med betydelig markedsuro som følge af eksterne begivenheder. Den ene var Covid-19 krisen i marts 2020, og den anden var krisen i forbindelse med Ruslands invasion af Ukraine i februar 2022. Disse situationer har udfordret de finansielle markeder, men de har samtidig virket som meget konkrete stresstests af markedsaktørernes adfærd, når markedet udsættes for pludselige og kraftige stød. Fondenes handelsadfærd i de to situationer er beskrevet nedenfor.

Covid-19 krisen i marts 2020

Finanstilsynet offentliggjorde i marts 2022 artiklen Finanstilsynet (2022), der beskriver udviklingen på realkreditmarkedet og søger at forklare baggrunden for de forskellige markedsaktørers handlinger under Covid-19 krisen i marts 2020, da markedet blev ramt af pludselige og markante kursfald og manglende likviditet, jf. Figur 4.

Det fremgår af Finanstilsynet (2022), at netop investeringsfonde med mulighed for gearing var markante sælgere i Covid-19 krisens første del i marts 2020, mens fondene igen var markante købere, da krisen klingede af et par uger senere.⁶

På efterfølgende individuelle dialogmøder med en række markedsdeltagere i 2020 blev det anført, at særligt fire mekanismer havde betydning for de gearede fondes adfærd under krisen i marts 2020.

Den ene mekanisme vedrører pres på sikkerhedsstilling i gearede fonde i et marked, der udsættes for et negativt stød. Presset forstærkes af at lange konverterbare realkreditobligationers varighed steg som følge af rentestigninger, hvilket i sig selv øgede kravet til sikkerhedsstilling. Markedsdeltagerne har afvist, at der var behov for egentlige tvangs salg af realkreditobligationer i foråret 2020. Selve mekanikken i de gearede fondes forretning tilsiger imidlertid, at et pludseligt initieret kursfald i realkreditmarkedet kan igangsætte et selvforstærkende salgspres fra fondene alene grundet fondenes gearing og behovet for at stille yderligere sikkerhed.

Denne procykliske adfærd, hvor salgspres i de gearede fonde kan forstærke stødet, virker overvejende ved negative stød til markedet. Det er derimod sjældent, at der opstår uforudsete positive stød f.eks. i form af økonomiske nøgletal, der på samme måde initierer et akut købs-pres. Et sådant købs-pres sker over tid, og det giver markedsdeltagerne bedre mulighed for at finde alternativer, hvis prissætningen f.eks. udtrykt ved kreditspænd bliver for stram.⁷ De japanske pensionskassers opkøb af danske realkreditobligationer er et eksempel på et sådant langsomt opbygget købs-pres. Der er således en asymmetri i risikobilledet: Salgs-pres kommer akut, mens købs-pres opbygger over tid og giver derfor mulighed for styring og afværgeforanstaltninger.

Den anden mekanisme vedrører behovet for rebalancering af aktiver i balancerede gearede fonde. En balanceret fond indeholder flere forskellige aktivklasser, og allokeringen mellem de forskellige aktivklasser skal holdes inden for de grænser, som fondens strategi fastlægger.

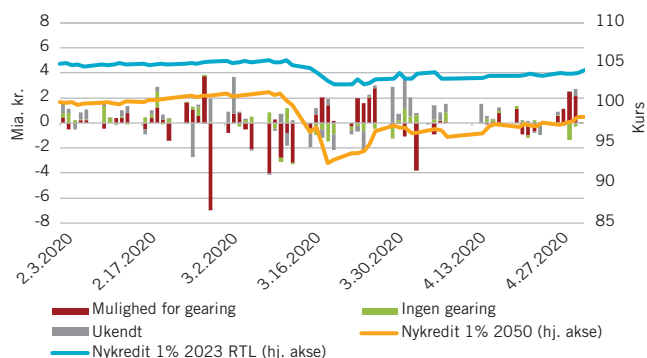
En tredje mekanisme er et indløsningspres fra investorer, der ønsker at omlægge eller mindske risici. Risikoen for et betydeligt indløsningspres er især høj, hvis investorerne bliver overraskede over markedsbevægelserne. Særligt i gearede fonde kan markedsbevægelser have et betydeligt gennemslag på fondens værdi, og hvis investorerne ikke i udgangspunkt var bekendt med og bevidst om risikoen, kan det føre til tab af tillid. Markedsdeltagerne har generelt givet udtryk for, at indløsningspreset fra investorer var begrænset under Covid-19. Dette billede bekræftes af data fra Finans Danmarks månedlige markedsstatistik.

En fjerde mekanisme er den stigende varighed på realkreditobligationer som følge af rentestigningerne. Denne effekt ramte

6. Finanstilsynet (2022) baserer sig primært på handelsindberetninger og omfatter dermed også fonde med hjemsted i udlandet. Covid-19 artiklen har derimod ikke gjort brug af de detaljerede AIF-indberetninger om bl.a. gearing og likviditetsprofiler for AIF-fondene.

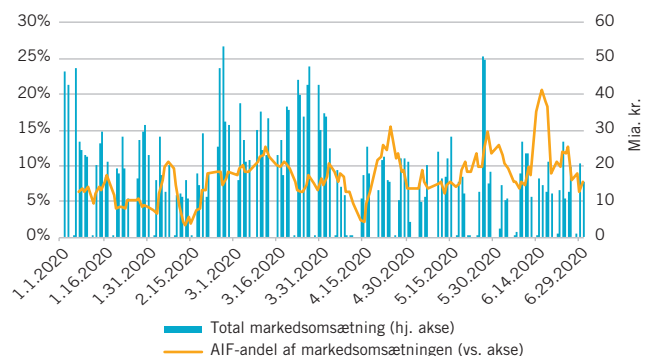
7. Det forhold beskrives ofte som at "markederne tager trapperne op, men elevatoren ned". Kursstigninger kommer over længere perioder, mens kursfald oftest sker uventet og hurtigt.

FIGUR 4: Investeringsfondes køb og salg af realkreditobligationer under Covid-19 krisen



Note: Aggregeret nettokøb og -salg opgjort pr. fondstype. Køb er positiv værdi, salg er negativ værdi. Omfatter både danske og udenlandske fonde af alle typer og ikke blot de 11 gearede danske fonde. Kilde: Finanstilsynet på baggrund af transaktionsindberetninger.

FIGUR 5: AIF-fondes andel af omsætningen i realkreditobligationer i foråret 2020 under Covid-19 krisen



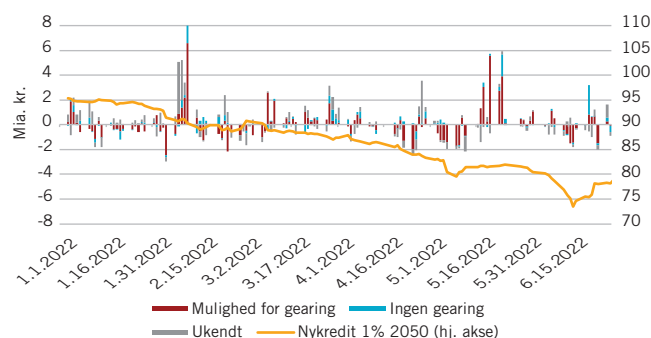
Note: Omfatter alle danske og udenlandske AIF-fonde uanset gearing. Kilde: Finanstilsynets beregninger på transaktionsindberetninger samt AIF-indberetninger.

fonde med varighedsmandater, dvs. mandater hvor porteføljen er underlagt risikoramme for følsomhed over for renteændringer. Dette gælder i øvrigt uanset om fondene er gearede eller ej, men ud fra et systemisk perspektiv vil effekten potentielt være større i gearede fonde.

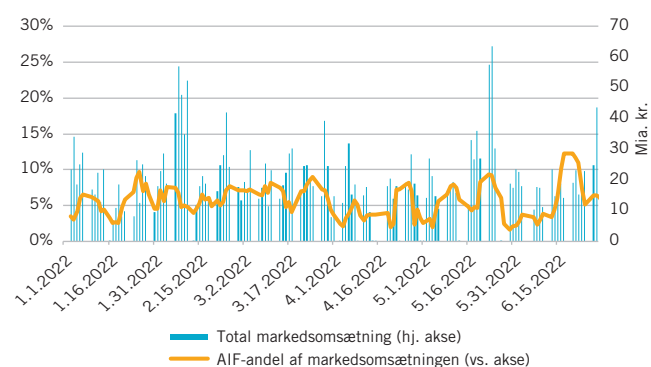
Danske og udenlandske AIF-fondes andel af den samlede omsætning af realkreditobligationer lå i Covid-19 krisen nogenlunde konstant i intervallet mellem 5 og 15 pct. Dette indikerer, at fondenes samlede aktivitet – uanset køb eller salg – udgør en relativt begrænset del af den samlede markedsomsætning, jf. Figur 5.

Ukraine-krisen i 2022

I løbet af 2020 viste der sig begyndende inflationære tendenser bl.a. som følge af Covid-19 krisen, og især den amerikanske centralbank lagde derfor an til stramninger af pengepolitikken. De stigende amerikanske renter smittede af på Europa med en vis forsinkelse, men i slutningen af 2021 ramte rentestigningerne Europa. Således faldt den toneangivende 30-årige danske realkreditobligation med 5 kurspoint i løbet af januar 2022. I denne periode var de gearede AIF-fonde overvejende sælgere af realkreditobligationer, jf. Figur 6 og 7.

FIGUR 6: Investeringsfondes køb og salg af realkreditobligationer under Ukraine-krisen i foråret 2022 opgjort efter fondstype

Note: Aggregeret nettokøb og -salg opgjort pr. fondstype. Køb er positiv værdi, salg er negativ værdi. Omfatter både danske og udenlandske fonde af alle typer dvs. AIF, UCITS og ukendt type. Kilde: Finanstilsynets beregninger på transaktionsindberetninger.

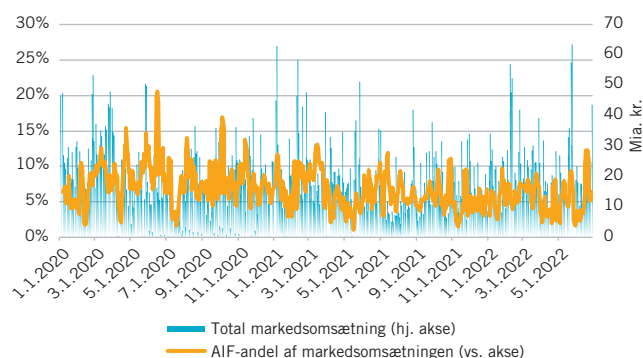
FIGUR 7: AIF-fondenes andel af omsætningen i realkreditobligationer i foråret 2022 under Ukraine-krisen

Note: Omfatter alle danske og udenlandske AIF-fonde uanset gearing. Kilde: Finanstilsynets beregninger på transaktionsindberetninger samt AIF-indberetninger.

Rusland invaderede Ukraine den 24. februar 2022, og der fulgte en periode, hvor AIF-fondene ikke entydigt var sælgere eller købere. Fra medio april 2022, hvor konsekvensen af krigen på energipriserne og inflationen stod klar, og hvor især den europæiske centralbank samtidig strammede den pengepolitiske retorik, faldt kursen på 30-årige realkreditobligationer med mere end 5 kurspoint på en måned. I den periode var de gearede fonde tydeligt på sælgersiden. Derpå fulgte en periode frem til medio juni, hvor markedet stabiliserede sig, og hvor de gearede fonde var nettokøbere. Endelig afsluttedes halvåret med en periode, hvor markedet faldt yderligere 5 kurspoint på få dage. I denne periode var fondene igen nettosælgere.

Der synes derfor at være samme mønster under Ukraine-krigen i 2022 som under Covid-19 krisen i 2020: AIF-fondene er primært sælgere i faldende markeder og primært købere i stigende eller stabile markeder.

Data over AIF-fondenes andel af den samlede handel med realkreditobligationer under Covid-19 krisen og Ukraine-krisen viser, at AIF-fondenes andel af den samlede handel ligger nogenlunde konstant på mellem 5 og 10 pct., hvilket ikke er et usædvanligt højt niveau i forhold til perioderne umiddelbart før og efter kriserne, jf. Figur 4 og 6.

FIGUR 8: Alle AIF-fondenes andel af omsætningen i realkreditobligationer i perioden januar 2020 til juni 2022

Note: Omfatter alle danske og udenlandske AIF-fonde uanset gearing. Kilde: Finanstilsynets beregninger på transaktionsindberetninger samt AIF-indberetninger.

Mønstre i fondenes handelsadfærd

Hvis man som i Figur 8 nedenfor zoomer ud og betragter AIF-fondenes handelsomfang over en længere periode, så er billedet identisk: Fondenes andel af det samlede handelsomfang ligger på samme niveau, dvs. ca. 5-15 pct. i de to kriseperioder i hhv. marts 2020 og februar og marts 2022, og niveauet er i øvrigt nogenlunde det samme som i de mere stabile perioder før og efter kriserne. Forenklet sagt udgør AIF-fondenes andel således 10 pct. af en samlet daglig markedsomsætning på 25 mia. kr. AIF-fondene omsætter således samlet for 2,5 mia. kr. danske realkreditobligationer hver dag.

Men uanset at AIF-fondenes andel af den samlede handel kan virke begrænset, og risikoen for fondenes markedspåvirkning dermed også kan synes begrænset, så kan der konstateres en tydelig procyklisk handelsadfærd blandt fondene. De ca. 25 gearede fonde forfølger generelt samme strategi, og derfor påvirkes deres handelsadfærd på samme måde, når markedet rammes af et negativt stød. Og når alle fondene benytter væsentlig gearing, forstærkes effekten af det negative stød.

Endelig vil mangel på likviditet i realkreditmarkedet i kriseperioder forstærke effekten af det negative stød yderligere, fordi selv mindre handler kan flytte priserne på obligationerne. Det er denne cocktail af faktorer, der potentielt kan udgøre en systemisk risiko for det danske realkreditmarked.

Konklusioner

I et normalt fungerende marked understøtter de gearede alternative investeringsfonde efterspørgslen efter de underliggende aktiver, som fondenes strategi er rettet imod. Det gælder uanset om det er infrastruktur, ejendom, private equity eller realkreditobligationer. Gearingen indebærer, at fondene vil have større betydning på markedet, end den indskudte kapital i sig selv betragter.

Gearingeffekten virker begge veje, og i situationer med markant faldende obligationskurser fra et negativt stød vil fondene over en bred kam begynde at sælge ud, og obligationsrenterne vil stige yderligere. Analysen dokumenterer således, at gearede investeringsfonde har procyklisk handelsadfærd i det danske realkreditobligationsmarked. Uanset om aktivpriserne stiger eller falder, vil gearede fonde kunne udgøre en destabi-

liserende faktor i de finansielle markeder, der kan føre til overdrevne markedsudsving.

På baggrund af de to analyserede perioder med markant fallende realkreditkurser vurderes de gearede investeringsfonde samlet set at være forbundet med begrænsede risici i forhold til stabiliteten på markedet for realkreditobligationer og dermed også med begrænsede risici for en potentiel systemisk påvirkning af økonomien.

Kombinationen af stor formuekoncentration i få fonde, uigennemsigtige fondsstrukturer, anvendelsen af gearing og mangel på likviditet i markedet kan dog betyde, at der fremadrettet ved lignende markedsbevægelser kan opstå finansiell ustabilitet på realkreditmarkedet, som kan sprede sig til andre steder i økonomien f.eks. boligmarkedet.

Det vil umiddelbart få negative konsekvenser for fondenes investorer, men også for de finansielle modparter, som fondene benytter til at skabe gearing. Da fondene og de finansielle modparter medvirker til kreditformidlingen, vil der potentielt også her være negative afledte effekter på andre markeder og sektorer.

Særligt i Danmark kan gearede fonde med investeringer i realkreditobligationer have systemisk betydning, da markedet for realkreditobligationer og renten på realkreditobligationer i Danmark har direkte effekt på renten på boliglån og dermed på priserne på boligmarkedet i Danmark. En gearingsdrevet prisboble på realkreditobligationer og deraf følgende lave renter kan påvirke boligpriserne, og når en sådan prisboble brister, vil det potentielt føre til rentestigning og boligprisfald.

Risikoen for væsentlige negative konsekvenser må formodes at stige, hvis fondenes betydning stiger. De alternative investeringsfonde og deres brug af gearing har således betydning for realkreditmarkedet som en del af det finansielle system. Det finansielle system udvikler sig over tid, og det er vigtigt,

at de systemiske risici overvåges og vurderes løbende i forhold til at kunne håndtere og imødegå disse. Det sker bl.a. gennem et tilsyn med de enkelte fonde og et tilsyn med fondene under et, herunder deres antal, størrelse, gearingsomfang og aktivitet. Det gælder bl.a. i forhold til om de gearingslofter, den enkelte forvalter fastsætter, er rimelige og til enhver tid overholdes. Finanstilsynet benytter bl.a. indberetninger, så det effektivt bl.a. kan overvåge opbygningen af systemiske risici.

Finanstilsynet kan som en del af sit tilsyn indføre systemiske tiltag. Det gælder bl.a. i forhold til at fastsætte grænser for det gearingsniveau, som forvalteren må anvende for de enkelte alternative investeringsfonde, hvis det viser sig nødvendigt af hensyn til den finansielle stabilitet. Tilsynet og overvågningen af de alternative fonde og deres brug af gearing indgår således også i det makroprudentielle tilsyn.

Litteratur

- Finanstilsynet, 2022: Realkreditmarkedet under Covid-19. Analyse, 29 marts 2022.
- Developing macroprudential policy for alternative investment funds, ECB Occasional Paper Series No. 202/ Nov 2017.
- Assessing shadow banking – non-bank financial intermediation in Europe, ESRB No 10/ July 2016.
- Burned by Leverage? Flows and Fragility in Bond Mutual Funds, ECB Working Paper No. 20202413.
- ESMA Guidelines – Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS, CESR/10-788.
- ESMA Guidelines – On Article 25 of Directive 2011/61/EU, ESMA34-32-701 (2021). ■

LEDER ► FORTSAT FRA SIDE 27

- Bechmann, Ken L., 2016: Børsmarkedet – hvem skal købe hvilke virksomheder? *Finans/Invest*, 5/16, s. 2-4, 18, 31.
- Bechmann, Ken L., 2022: First North: Eventyrland eller det vilde vesten? *Finans/Invest*, 2/22, s. 2-4, 19.
- Berlingske, 2023: ... kunne trække sig tilbage som 54-årig – her er hans bedste råd til, hvordan du kan gøre det samme. Artikel, 06.02.2023.
- FBV, 2022: *Anbefalinger for god selskabsledelse for børsnoterede vækstvirksomheder*. Anbefalinger fra Foreningen af Børsnoterede Vækstvirksomheder.
- FBV, 2023a: *Er vi ved at lægge det danske børsmarked i graven? Om børsnoteringer i Norden i 2018-2022 og skattemæssige benspænd*. Analyserapport, Foreningen af Børsnoterede Vækstvirksomheder.
- FBV, 2023b: Mange afnoteringer fra børsmarkedet – få nye danske børsnoteringer. Pressemeldelse, 12. maj 2023.
- Brink, Mads og Henrik Ramlau-Hansen, 2023: Skal pensionsbidragene nedsættes, så alle ikke går for tidligt på pension? *Finans/Invest*, 4/23, s. X-XX.
- Børsen, 2023: 17 nye aktier misser centrale mål – alle er i minus: Tunge investorer efterlyser ærlighed. Artikel, 6. juni 2023.
- Hougaard, Søren, 2022: Eventyrbørsen First North. *Finans/Invest*, 2/22, s. 5-10.
- Hougaard, Søren, 2023: Eventyrbørsen First North i nyt perspektiv. *Finans/Invest*, 4/23, s. X-XX.
- KapitalWatch, 2023a: First North-selskaber på stribe har rejst kapital i presset marked. Artikel, 23.05.2023.
- KapitalWatch, 2023b: Niende danske virksomhed er på vej væk fra First North. Artikel, 17.07.2023.
- Kristelig Dagblad, 2021: Pensionist som 54-årig: Jeg har ydet min indsats som lønmodtager. Det er på tide med noget nyt. Debatartikel, 13.12.21.
- Nasdaq First North, 2023: Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares. Dateret 21. marts 2023.
- Smith, Nina, 2023: *Topøkonomi om presset på velfærdsstaten: Her er regeringens fem muligheder*. Kronik, Berlingske, 21. juli, 2023. ■