

Modern kapitalförvaltning – kundanpassning med flexibla lösningar

(Från Effektivt Kapital, Vinell m.fl. Norstedts förlag 2005)

Ju rikare en finansmarknad är på oberoende tillgångar, desto större är möjligheterna för investerare att gardera sin förmögenhet mot negativa framtidsperspektiv. De senaste decenniernas produktutveckling har medfört en kraftig ökning av investeringsalternativ som kan användas i skilda syften. Därigenom har verklighetens finansmarknader kommit närmare teorins föreställning om kompletta marknader. På sådana marknader kan investerare genom positioner i de tillgångar som finns ta vilka risker som helst i alla möjliga framtida tillstånd ("states of nature") eller gardera sig mot dessa tillstånd. Den klassiska portföljförvaltningens praktik skiljer sig markant från en sådan föreställning. I själva verket är dess flexibilitet kraftigt beskuren även i förhållande till de möjligheter som verklighetens finansmarknader kan erbjuda. Nästan undantagslöst är fondförvaltare, bortsett från hedgefondförvaltare, i sina avtal förbjuda:

- att belåna tillgångar
- att blanka
- att investera i derivatprodukter.

Dessa begränsningar leder till att investerare ofta inte kan få sina behov tillfredsställda via klassisk portföljförvaltning. Särskilt drabbas investerarnas möjligheter att få specifika riskavgränsningar tillgodosedda genom de restriktioner som de klassiska förvaltarna måste arbeta med. Som framgått av tidigare kapitel söks i den klassiska portföljförvaltningen den effektiva kombination av risktillgångar och riskfri tillgång

som överensstämmer med fondägarnas riskbenägenhet. En grupp av investerare med stor riskaversion väljer att placera en stor andel av förmögenheten i en riskfri tillgång medan en annan grupp med motsatta egenskaper placerar allt i aktier. Kombinationer av långa positioner i skilda tillgångar är vad den klassiska förvaltningen har att erbjuda. Denna förvaltning har dock inga effektiva lösningar att ge investerare som under inga villkor vill att förmögenheten ett år faller mer än x procent men som ändå vill ha en i det närmaste full exponering mot aktiemarknaden vill skydda värdet av sitt obligations- och fastighetsinnehav för räntehöjningar vill gardera kommande utbetalningar vilka är slumpbetonade har framtida åtaganden i svenska kronor och därför inte vill ha valutaexponering.

De restriktioner som de flesta förvaltare och investerare fått sig pålagda eller lagt på sig gör det också svårt för dem att finna godtagbara lösningar på önskemål som principiellt ligger inom den klassiska portföljoptimeringens ram. Anta att en fondstyrelse vill begränsa risken till 2 procent att fondvärdet under en viss period faller med ett visst belopp. Känner vi sannolikhetsfördelningen i aktier, obligationer och andra risktillgångar kan en portfölj härledas som har denna egenskap. Problemet i praktiken är att investerare inte har full kännedom om sannolikhetsfördelningarna.

Även om normalfördelningen eller den lognormala fördelningen är hyfsade approximationer av verkligheten, tyder historiska data på att antalet mycket kraftiga börsfall är för stort för att investerare kan lita på dessa fördelningar i fråga om stora avvikelser från medelvärdena. Samma problem möter dem som vill hålla det riskutsatta värdet (Value at Risk, VaR) i en portfölj under en preciserad nivå.

Med modern portföljförvaltning avser vi helt enkelt en förvaltning vars strategi utgår direkt eller indirekt från hela kartan av möjliga positioner. Hedgefondförvaltare verkar, som framgick av föregående kapitel, i princip utan restriktioner och kan därför handla på hela kapitalmarknaden. Detta är inte möjligt för en förvaltare av exempelvis en pensions- eller en forskningsfond. Tack vare den höga likviditeten och säkra

prisbildningen på derivatmarknaderna har "finansingenjörerna" emellertid kunnat skapa strukturerade produkter som väsentligt höjt flexibiliteten även för de fondförvaltare som endast får handla i obligationer, fastigheter och aktier. Dessa förvaltare är därigenom inte begränsade till klassiska strategier. De kan med andra ord "agera modernt". Vi ska presentera och studera några centrala egenskaper i strukturerade investeringsstrategier i detta kapitel. Den som vill förstå deras konstruktion behöver en viss kunskap om finansiella derivat. Därför ska vi inleda framställningen med en mycket kort översikt av huvuddragen i dessa företeelser. I en bilaga ger vi en enkel men relativt utförlig beskrivning av värderingen av option

Sätta samman byggstenarna - strukturerade investeringsalternativ

Strukturerade värdepapper består av en kombination av olika finansiella instrument. De konstrueras av finansbolag i flera syften. I bakgrunden finns i regel två intressenter; dels en emittent av obligationer som vill ha bra räntevillkor, dels en skara investerare som söker en effektiv kombination av säkerhet och exponering på i första hand aktiemarknaderna. Genom olika typer av strukturerade produkter kan fondstyrelser få placeringsalternativ som med hänsyn till risktolerans och exponering mot riskmarknader är skräddarsydda för deras huvudmän. Medan investerare som använder klassisk portföljoptimering söker en optimal investeringskombination med hänsyn till förväntad avkastning och risk, har investerare som utnyttjar strukturerade lösningar huvudsakligen tre mål:

- "betingad prognossäkerhet"
- ökad exponering mot aktier inom ramen för sina restriktioner, samt
- åtkomst till svåråbara tillgångar eller tillgångar med låg likviditet via placeringar i syntetiska produkter.

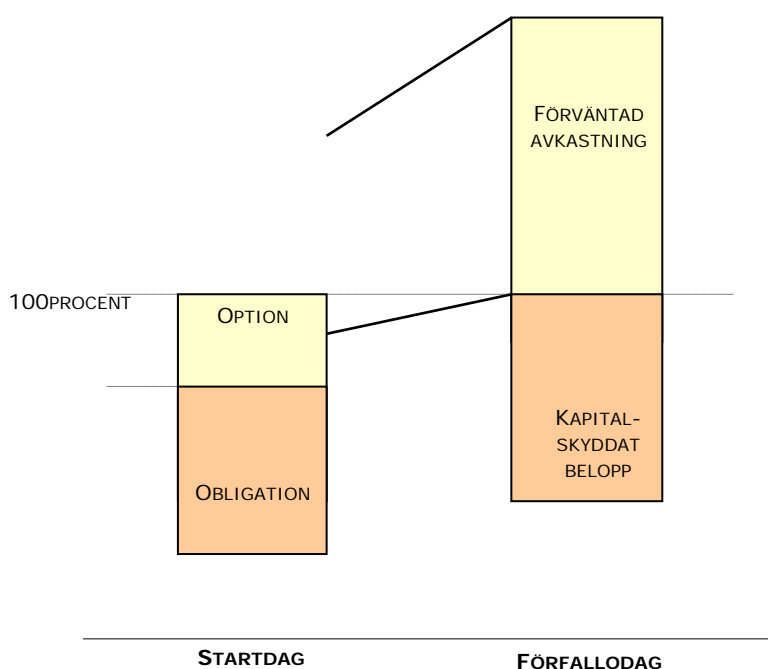
En investerare som söker betingad prognossäkerhet vill exakt känna utfallet för sina investeringar vid olika framtidsscenarioer. Den investerare som använder klassiska strategier är beroende av sin egen eller anlitate förvaltares förmåga att genomföra en vald strategi och kan därför inte förutse resultatet vid olika framtidsperspektiv med stor precision.

De investerare som söker riskexponering utöver ränterisker i obligationer vill (ibland måste) sätta ett golv för det framtida värdet av sin förmögenhet och samtidigt precisera en exponering mot skilda typer av risk. Vi kommer att redovisa huvuddragen i konstruktionen av några av de vanligaste typerna av produkter som fyller sådana önskemål. Dessa produkter kan också utformas så att de eliminerar skilda typer av risker såsom valutarisker. De har också visat sig vara förenade med relativt låga förvaltningskostnader.

Till klassen strukturerade produkter hör även syntetiska investeringsobjekt vilkas syfte är att förbättra tillgången till en marknad och/eller höja likviditeten på denna. Åtskilliga försök har gjorts att skapa värdepapper som imiterar avkastningen på olika typer av fastighetsmarknader. Dessa har låg likviditet och är oåtkomliga för andra än mycket kapitalstarka investerare.

Den vanligaste formen av strukturerade investeringar är börsobligationer. En börsobligation är ett strukturerat värdepapper, vars avkastning är kopplad till en underliggande tillgång såsom ett eller flera aktieindex. Vad som skiljer börsobligationer från en direkt investering i den underliggande tillgången är framförallt att hela det investerade kapitalet kan skyddas. Investeringen återbetalar i detta fall minst det nominella beloppet på förfallodagen – även om värdet av den underliggande tillgången har fallit. En börsobligation konstrueras i praktiken genom en kombination av en nollkupongsobligation och en köpoption.

Nollkupongsobligationen skyddar börsobligationens nominella belopp - eller annan vald nivå - genom att emittenten för obligationen åtar sig att återbetala det nominella beloppet på förfalldagen. Köptionen ger börsobligationen en avkastning som beror av prisutvecklingen på ett underliggande aktieindex. Principen för skydd och förväntad avkastning skissas i nedanstående bild.



Anta att en fond vill placera 100 miljoner kronor i en börsobligation med löptid på fem år och i det syftet tar kontakt med en säljare av dessa obligationer. Fonden vill skydda återbetalningen av investeringens nominella värde. Förenklat sker därefter följande: Säljaren köper nollkupongare för nuvärdet av 100 miljoner kronor. Resten placerar han i en skräddarsydd köption (OTC-option) i ett svenskt eller utländskt aktieindex, exempelvis OMX eller S & P 500. Resultatet om fem år blir 100 miljoner plus avkastningen på optionen. Principiellt betyder det att fonden gör aktieplaceringar utan att ta de förlustrisker som alltid finns även i en väl diversifierad aktieportfölj. Fördelningen i avkastningen på en sådan placering ser inte ut som dem vi redovisade i kapitel 4. Den är istället avskuren vid noll eller annat valt värde. Den förväntade avkastningen bestäms av tre faktorer:

- sannolikheten att avkastningen kommer över noll
- den förväntade värdeökningen i indexet förutsatt att det rör sig om en ökning, samt
- graden till vilken investeraren deltar i ökningen.

Vi återkommer längre fram till sannolikhetsfördelningen för investeringar i börsobligationer.

En placering av detta slag skär alltså bort den nominella förlustrisken men ger ändå delaktighet i en eventuell kursuppgång på aktiemarknader. För att en börsobligation ska vara intressant för en investerare måste den fylla rimliga likviditetskrav.

Produktens likviditet beror i princip av likviditeten i dess två komponenter.

Likviditeten på räntemarknaden (och därmed även för nollkupongare) är normalt mycket hög. Långa optioner handlas på OTC-marknader. Likviditeten på dessa marknader är också hög. Nu rör det sig om stora institutionella volymer.

Tidsåtgången för att ta sig ur en position i en börsobligation handlar därför knappast om några minuter utan snarare om en hel dag. Den likviditetsbegränsningen är dock liten i sammanhanget, varför investeringar i börsobligationer från likviditetssynpunkt är förenliga med de flesta institutioners placeringsreglementen.