

# Hedgefondförvaltare kommenterar det etiska frågorna kring blankning

Stockholm (HedgeFonder.nu) - Blankning är ett instrument i en förvaltares verktygslåda som har använts i århundraden. Icke desto mindre verkar det att ha känslan av att ha något osportsligt, ja till och med oetiskt runt det, särskilt när det gäller att sälja lånade enskilda aktier, så kallad blankning.

Säljare som går kort i en aktie får ofta ta skulden för något "dåligt" som händer på de finansiella marknaderna, vare sig det handlar om den stora kraschen 1929, George Soros och det brittiska pundet (som tog ytterligare rejält stryk av asiatiska politiker i den asiatiska valutakrisen 1997) fram till Lehman Brothers under 2008. Napoleon åtalade till och med blankare i franska företag för förräderi! Nyligen utvidgade de europeiska tillsynsmyndigheterna förbud blankning av finansiella företag fram till november 2011.

Blankning är ett mycket omdiskuterat ämne bland allmänheten, akademiker, politiker, tillsynsmyndigheter och marknadsaktörer. Och ofta ett hett och känslomässigt sådant. En av de "gyllene regler" som finns på finansmarknaderna är: köp billigt, sälj dyrt. Och det verkar irrationellt varför denna grundläggande princip när omvänd (sälja dyrt, och sedan köpa billigt) ofta ses som kommet ur djävulens verktygslåda.

Vi bad svenska hedgefondförvaltare att ge oss sina åsikter om ämnet. Vi frågade vilken funktion blankning fyller på marknaden, hur de kan använda den i sina handelsstrategier och varför det verkar finnas en "moral hazard" i blankning bland många människor. Om man ber en lång/kort hedgefondförvaltare kommentera frågan får vi antagligen inte en så mångfacetterad diskussion om ämnet. Ändå blev vi förvånade över hur många som valde att inte kommentera. Förvaltarnas kommentar publiceras så som vi fick dem, oredigerade och okommenterade. Nedan följer vad de hade att säga:

## **André Havas, Head of Investor Relations - Optimized Portfolio Management Stockholm AB**



Vad vi ser idag är tydliga bevis på att kapitalmarknaderna inte är effektiva och deltagarnas intressen inte är de samma beroende på vilka intressen man har. Vad gäller kortning av finansiella instrument så innebär det i huvudsak att den som tar en sådan position har en fundamental uppfattning att en tillgång är för dyr eller att det finns tekniska och systematiska möjligheter till att tjäna pengar på en blankning. Om någon innanför sitt förvaltningsmandat väljer att ta en blankningsposition så ligger risken hos denna aktör och resultatet för denna aktör blir vad det blir. Aktören kan ha fel eller rätt och det är det som bestämmer utfallet. Det borde inte anses som oetiskt att tycka att en tillgång är felprissatt, man skulle kunna vända på det och hävda att det är oetiskt att handla schweizerfranc när de är fundamentalt övervärderade. Blankning har ofta bidragit med likviditet till marknader samt även flyttat priser på tillgångar mot vad de fundamental skulle vara värda. Man har även effekten av att kunna smeta ut volatiliteten i portfölj genom effektiv blankning. Det som är oetiskt idag är att inte honorera CDS kontrakt på grund av godtyckliga

tolkningar.

### **Andrew Jameson, Chief Investment Officer - FMG (Malta) Ltd.**

Det finns olika missuppfattningar om både de negativa aspekterna av blankning men också dess dygder. Min grundläggande syn på blankning är ganska enkel: det är ett löfte från säljaren att leverera varan vid en given tidpunkt. Detta löfte måste uppfyllas.

Låt oss belysa en av de många omständigheterna som skall fungera i en effektiv marknad med en vardagligare parallell:

Om jag går till en BMW-handlare kommer återförsäljaren sannolikt att sälja en bil till mig. Vid den tidpunkt jag undertecknar kontraktet och betalar är det förmodligen så att handlaren faktiskt inte äger bilen. I själva verket kommer han att ringa upp BMW fabriken och köpa en så att han kan leverera BMWn till mig vid avtalad tid. När jag kommer tillbaka till återförsäljaren tre månader senare och säger "jag är här för att hämta min bil!" så svarar försäljaren "Öh, ledsen, men ... ja, du vet dåligt väder, jordbävning i... Jag har inte fått tag i BMWn ännu". Men du kan få en Mini Cooper! En sådan har jag! Skulle jag vilja ha Minin? Ja, kanske, men poängen här är att han bryter sitt löfte, och det bör finnas påföljder för att inte leverera i tid.

Detta är den situation vi står inför i dag på de finansiella marknaderna.

I en del fall finns påföljder för utebliven leverans och i andra fall inte. Vissa påföljder är helt ineffektiva och leverantören bryr sig inte om han levererar eller inte. Ytterligare en bieffekt är när man måste stänga sina positioner till följd av utebliven leverans som i sin tur resulterar i irrationell handel och kursdrivning. Kontentan? Man fokuserar på att köpa de produkter som erbjuder den högsta kvalitet och bästa likviditet, d.v.s. de som är mest sannolika att levereras och de som håller sitt värde bäst om de levereras försent. Värdet av andra alternativ på de finansiella marknaderna får underordnad betydelse. Vem köper en SAAB i dagsläget?

Det är verkligen viktigt att förstå mikrostrukturen av marknaderna och att investera i det man förstår. Vissa produkter är mer komplexa, i avseendet hur och av vem de levereras och settas, än många aktörer på dem finansiella marknaderna förstår.

### **Jonas Sandefeldt och Ola Björkmo, portföljförvaltare - QQM Equity Hedge**



Vi ser inga etiska problem med att blanka aktier. Hur ska man i så fall se på en long-only fond som väljer att inte köpa en aktie fast den ingår i ett index? Blankare tillför likviditet i marknaden, och betalar dessutom en premie till long-only förvaltare som lånar ut aktier, vilket höjer deras avkastning. Titta på blankningsförbudet av finansiella aktier i en del länder. Dessa aktier har trots det fallit kraftigt i värde under året, och volatiliteten har varit väldigt hög. Det kanske hade varit bättre om blankare hade kunnat agera i dessa papper? Om man är emot blankning, hur ska man då se på optionsmarknaden? Ska man i så fall även förbjuda säljoptioner, eller futures? Även detta är instrument för att hedga mot nedgångar. Vidare, ska man förbjuda ETF:er som tjänar pengar på nedgång? Hur ser man på XACT Bear t ex?

Det är lätt att skylla på blankare för att en aktie går ned, när det i själva verket beror på andra faktorer, t ex en dålig ledning och/eller resultatutveckling för ett bolag. Eftersom fler tjänar pengar på att aktier stiger i värde, kan det ses märkligt att några tjänar på nedgång. Motstånd mot blankning beror ofta på en brist på kunskap om finansiella marknader.

Vi har en marknadsneutral riskprofil på fonden, och använder oss av en systematisk stock picking, långt och kort. Fondens korta portfölj bestående av ett ganska stort antal aktier. Vi har inga stora "conviction trades" utan alla korta positioner hanteras lika. Vår strategi är att vara kort en portfölj av svaga aktier. Vi anser att blanka ett index är en tveksam strategi. OMXS30, som exempel, representerar Sveriges 30 största och mest populära aktier, vilket sannolikt inte är de sämsta aktierna i marknaden. Vi anser att det för vår del är bättre att blanka enskilda aktier.

### **Sven Thoren, Portfolio Manager - Catella Nordic Long Short Equity**



Vi ser blankning som en naturlig intäktskälla och inte ett sett att ta ner risken från våra långa innehav. Vi är alltså inte lång eller kort fokuserade (biased). Om man vore lång fokuserad så skulle man se blankningar som en större risk än lång innehav. Med fokusering på långa innehav i en lång kort strategi har det varit svårt att leverera god avkastning då vi haft en mer eller mindre stillastående aktiemarknad i tio år. Vi använder huvudsakligen företagsspecifika blankningar. Våra större blankningar bygger på en operationell triggers och oftast en värdering som är stretchad.

Vad det gäller den etiska debatten kring blankning så ser vi det som allvarigare att semi-passiva long only fonder köper övervärderade aktier och bygger upp bubblor och i en del fall supportar brottsliga handlingar (se Muddy Waters research). Det är mer samhällsbefrämjande med en balanserad finansiell analys och där blankare tillför en "watch dog" funktion. Vi litar på att myndigheterna reglerar möjligheten att missbruka blankningar. Överlag så tycker vi att blankningar är viktiga för marknaden eftersom det tillför likviditet, driver ner priset på övervärderade aktier och skapar pris effektivitet.

*Bild: (C) Rido—Fotolia.com*