

Hedge Funds

Een goed alternatief

Contents

Introductie.....	3
1. Wat zijn hedge funds?.....	4
2. Historie hedge funds.....	4
3. Recente ontwikkelingen	4
4. Belangrijkste hedge fund-stijlen	6
5. Toegevoegde waarde van hedge funds	7
6. Hoe passen hedge funds in de beleggingsportefeuille?	8
7. Hoe beleg je in Hedge Funds?.....	9
8. De rol van managed accounts.....	11
9. Fees	12
10. Benchmarks	12
11. Risicomanagement	13
12. Toezicht op hedge fund-beleggingen.....	13

Belangrijke informatie

Dit document wordt uitgegeven door Man Investments (Nederland) BV (de 'Onderneming'), die een vergunning heeft en onder toezicht staat van de AFM (Autoriteit Financiële Markten).

Dit document is alleen bestemd voor opleidingsdoeleinden en mag niet als betrouwbare bron beschouwd worden voor enig ander doel. Dit document bevat feiten, visies en meningen over wereldwijde economische markten die relevant worden geacht.

Dit document mag alleen verspreid worden onder beleggingsprofessionals en professionele cliënten en mag door andere personen niet als betrouwbare bron worden beschouwd.

Dit document is eigendom van de Onderneming en de aan haar gelieerde ondernemingen en mag niet geheel of gedeeltelijk worden vermenigvuldigd of anderszins worden verspreid zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de Onderneming. De Onderneming is van mening dat haar tekst- en gegevensdiensten betrouwbaar zijn, maar nauwkeurigheid wordt niet gegarandeerd. Wij aanvaarden geen enkele aansprakelijkheid in het geval van onjuiste of onvolledige informatie.

Tenzij anders vermeld, is alle hierin opgenomen informatie afkomstig uit de Man-database. U dient zich ervan bewust te zijn dat beleggingsproducten beleggingsrisico's met zich meebrengen, waaronder het mogelijke verlies van de volledige inleg. Alternatieve beleggingen kunnen aanzienlijke risico's met zich meebrengen en de waarde van een belegging kan zowel dalen als stijgen. Het rendement kan hoger of lager uitvallen als gevolg van wisselkoersschommelingen. In dit document is gebruik gemaakt van de meest actuele gegevens ten tijde van de samenstelling.

Dit document is niet geschikt voor ingezetenen van Hongkong of de VS.

In geval van twijfel prevaleert de Engelse versie van dit document boven de Nederlandse.

www.maninvestments.com

Introductie

Een groot aantal Nederlandse pensioenfondsen belegt al jaren succesvol in hedge funds. De beleggingscategorie maakt dan ook een zeer sterke groei door. Deze brochure probeert duidelijk in kaart te brengen wat hedge funds wel en niet zijn. Er wordt niet alleen aandacht besteed aan de theoretische aspecten, ook de praktische aspecten als implementatie en risicobeheersing komen ook aan bod. Ten slotte komt ook het toezicht van DNB aan de orde.

Het doel van de brochure is antwoord te geven op de volgende vragen:

- Wat zijn de specifieke kenmerken van hedge funds?
- Welke verschillende hedge fund-stijlen kan men onderscheiden?
- Wat is de invloed van hedge funds op de beleggingsportefeuille
- Waar passen hedge funds binnen een institutionele beleggingsportefeuille
- Wat zijn de aandachtspunten als hedge funds worden toegevoegd aan de portefeuille?

1. Wat zijn hedge funds?

De term hedge fund werd aanvankelijk gebruikt om fondsen te beschrijven die als doel hadden het neerwaartse risico van een beleggingsportefeuille af te dekken. Tegenwoordig is het echter een term die wordt gebruikt voor fondsbeheerders met onderling zeer uiteenlopende strategieën en technieken. Het aantal hedge funds is groot. In december 2011 bestonden er wereldwijd 9.553 hedge funds.

Ondanks de diversiteit zijn er ook karakteristieken die hedge funds gemeen hebben.

Ten eerste hebben hedge funds een onbeperkt aantal beleggingstechnieken tot hun beschikking. Zo kunnen hedge funds naast het gebruikelijke long-only beleggen bijvoorbeeld ook gebruikmaken van 'short-selling' (het verkopen van aandelen die je niet in bezit hebt om ze op een lagere prijs terug te kopen) en 'leverage' (hefboomwerking, beleggen met geleend geld om het rendement op het eigen vermogen te vergroten). Daarnaast kunnen hedge funds beleggen in derivaten (afgeleide instrumenten zoals opties en futures). Het gebruik van deze technieken verschilt per hedge fund.

Ten tweede streven hedge funds naar absoluut rendement. In tegenstelling tot traditionele beleggingsfondsen hebben hedge funds de flexibiliteit om mogelijkheden te benutten die weinig of geen verband houden met aandelen- of obligatiemarkten. Zo hebben hedge funds bijvoorbeeld de mogelijkheid om in valuta's of in commodities te beleggen, als de beste kansen zich daar voor doen. Deze flexibiliteit stelt hedge funds in staat in veel verschillende markten rendement te behalen. Traditionele beleggingsfondsen proberen de vooraf gedefinieerde aandelen-, obligatie- of grondstoffen-indices te verslaan hetgeen betekent dat deze traditionele beleggingsfondsen naar relatief rendement streven.

Ten derde hebben hedge fund managers 'skin in the game'. Hedge fund managers zijn zelf beleggers in hun fonds waardoor de belangen van belegger en manager dezelfde zijn. De nadruk op performance fees onderstreept dat de neuzen dezelfde kant op staan.

Ten vierde wordt het rendement van een hedge fund bepaald door de kunde van de manager en is dit niet gerelateerd aan de markt. Dit marktonafhankelijke rendement wordt ook wel 'alfa' genoemd. Een traditionele belegger is wel afhankelijk van het marktrendement, de zogeheten 'bèta'.

Conclusies:

- Hedge funds hebben een vrijwel onbeperkt aantal markten en beleggingstechnieken tot hun beschikking
- Hedge funds streven naar absoluut rendement
- Managers zijn zelf beleggers in hun fondsen, zij hebben 'skin in the game'
- Rendementen zijn niet afhankelijk van de markt maar van de kunde van de manager

2. Historie hedge funds

In 1949 werd in Amerika door Alfred Winslow Jones het eerste hedge fund opgericht. Enerzijds gebruikte Jones leverage, anderzijds maakte hij gebruik van shorting. Deze strategieën waren op zichzelf risicovol, maar Jones ontdekte dat de combinatie van de twee strategieën tot een uiterst conservatieve portefeuille kon leiden. Het eerste hedge fund was geboren.

Toen Jones begin jaren tachtig van de vorige eeuw met zijn hedge fund stopte, had hij een indrukwekkend track record opgebouwd. Zijn fonds had in de 34 jaren dat het actief was een sterke outperformance laten zien ten opzichte van de S&P 500 index met slechts drie jaar een negatief rendement, terwijl de S&P 500 index negen jaar een min had laten zien.

Eind jaren '80 kwamen hedge funds nog meer in de schijnwerpers te staan, met name door het succes van global macro funds zoals dat van George Soros en Julian Thompson. Volgens Hedge Fund Research (HFR) beheerden 610 fondsen in 1990 een bedrag van USD 38 miljard. Het succes van deze fondsen trok een generatie slimme handelaren aan, meestal werkzaam voor de grote investment banks. Zij begonnen volgens innovatieve strategieën te handelen op iedere denkbare markt. Nieuwe instrumenten, markten en rendementsbronnen zijn belangrijk geweest voor de groei van de hedge fund-sector.

3. Recente ontwikkelingen

De belangstelling voor hedge funds is in de afgelopen tien jaar alleen maar toegenomen, niet in de laatste plaats doordat andere beleggingscategorieën als aandelen erg volatiel zijn gebleken. Toen de technologiebubbel tussen 2000 en 2002 uiteenspatte, waren hedge funds in staatkapitaal te beschermen (de samengestelde index van fund of hedge funds HFRI steeg met 8%). Het belegd vermogen van hedge funds steeg in die twee jaar met meer dan 25% naar USD 626 miljard.

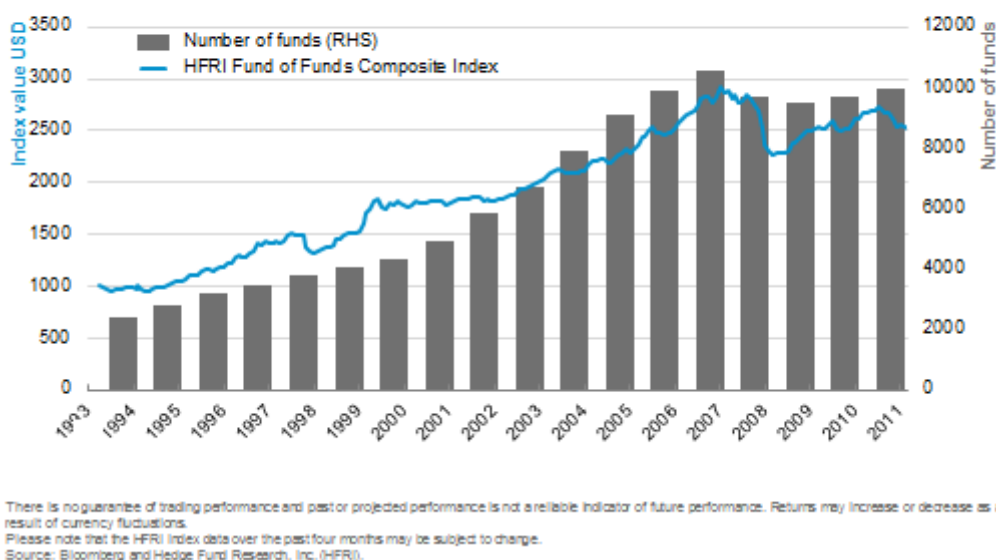
Daarbij moet wel de kanttekening worden geplaatst dat de toename in hedge fund-kapitaal en de stijging van het aantal hedge fund managers niet altijd gepaard ging met de vereiste kwaliteit. Het aantal hedge funds groeide over de periode 2002-2007 jaarlijks met ongeveer 1.000 managers. Dit was het gevolg van de lage kosten van krediet en de lage drempel om toe te treden tot de hedge fund industrie. Een groot aantal managers leunde

op markttrendementen die simpelweg vergroot werden door het gebruik van leverage, terwijl het nou juist de taak is van een hedge fund manager is om rendementen te genereren die onafhankelijk zijn van de markt.

Deze afhankelijkheid van markt bèta werd met name duidelijk toen de kredietcrisis in 2008 oplaaid. Gedwongen de-leveraging en de behoefte aan liquiditeit van beleggers in hedge funds zorgden voor massale onttrekkingen. Door deze onttrekkingen werden hedge fund managers gedwongen posities te verkopen in sterk dalende markten, wat tot significante verliezen leidde. Het beheerde vermogen van hedge funds daalde in 2008 van USD 1.869 miljard naar USD 1.407 miljard. De HFRI index daalde over dezelfde periode met 19%. Bijna alle beleggingsstijlen en -strategieën noteerden een verlies en ongeveer 15% van alle managers moest de deuren sluiten.

Het is nog te vroeg om te bepalen hoe hedge funds uit de huidige crisis zullen komen en wat hun plaats zal zijn in de beleggingsportefeuilles in de toekomst. Het is in ieder geval de moeite waard om hedge funds in de gaten te houden, gezien de vaardigheden die hedge fund managers ten toon hebben gespreid in het verleden.

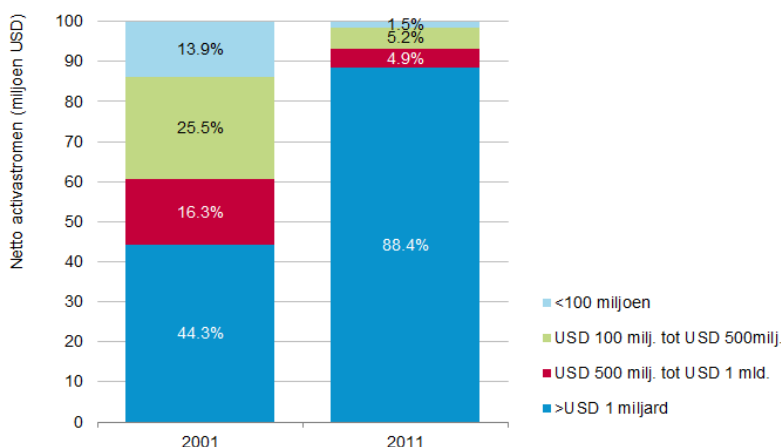
Industry overview A number of fragile hedge funds have folded 1 January 1994 to 31 December 2011



Pensioenfondsen zijn sinds de kredietcrisis selectiever geworden en beleggen alleen nog maar in hedge funds die aan de institutionele vereisten ten aanzien van transparantie, liquiditeit en solide risicomanagement voldoen. Het is dan ook steeds moeilijker voor kleinere hedge funds om voet aan de grond te krijgen bij institutionele beleggers, zoals onderstaande tabel illustreert.

De sector is volwassener: vermogen is in een kleinere groep ondernemingen van institutionele kwaliteit geconcentreerd

2011



HFR Industry Reports © HFR, Inc. 4e kwartaal 2011.
Bron: Hedge Fund Research.

4. Belangrijkste hedge fund-stijlen

In het eerste hoofdstuk werd aangegeven dat hedge funds geen homogene groep vormen. Binnen de beleggingscategorie zijn vijf stijlen te onderscheiden. Deze stijlen kunnen weer onderverdeeld worden in verschillende strategieën.

Equity Hedge: Dit was de eerste hedge fund-stijl, ook wel bekend als Equity Long Short. Equity Hedge heeft als doel ondergewaardeerde aandelen te kopen (long) en tegelijkertijd overgewaardeerde aandelen te verkopen (short). Op die manier wordt het marktrisico geminimaliseerd en komt het rendement uit de selectie van de juiste aandelen.

Event Driven: deze stijl belegt op basis van specifieke events zoals fusies, overnames, herstructureringen of faillissementen. Een typische event driven strategie is aandelen te kopen van een bedrijf dat wordt overgenomen en aandelen te verkopen van het bedrijf dat de overname doet. Wederom wordt het marktrisico geminimaliseerd en wordt rendement gegenereerd dat los staat van de markt.

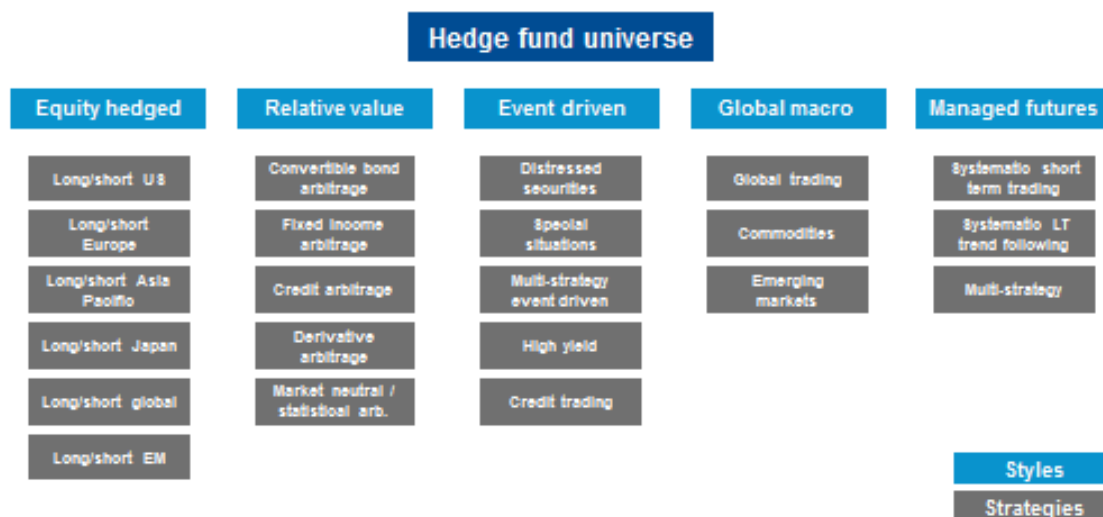
Relative Value: de waarde van twee gerelateerde assets kan tijdelijk verstoord zijn. Het is mogelijk om deze anomalieën weg te arbitreren. Een voorbeeld is een onderneming die een beursnotering heeft in twee verschillende landen. De verhouding tussen de twee aandelen kan door technische oorzaken worden verstoord. Convergentie zal op termijn optreden hetgeen een relative value manager kan uitbaten.

Global Macro: waar de voorgaande drie stijlen een marktneutraal element hebben, is global macro zeer directioneel van aard. Managers nemen long en short posities in zeer liquide instrumenten zoals aandelen, obligaties en valuta's op basis van hun macro economische outlook. Deze stijl is grotendeels gebaseerd op een fundamentele analyse.

Managed Futures: deze stijl is ook directioneel van aard en speelt op momentum, wat betekent dat deze stijl profiteert van markttrends. Managed futures managers verkrijgen markt exposure door middel van future-, forward- en optiecontracten en zijn actief in allerlei verschillende beleggingscategorieën. Deze stijl is grotendeels kwantitatief en de managers staan ook bekend als Commodity Trading Advisors (CTA's).

In onderstaand schema wordt aangegeven welke strategieën er onder de vijf genoemde stijlen vallen.

Hedge fund universe Styles and strategies



Source: Man database.

5. Toegevoegde waarde van hedge funds

De vijf verschillende hedge fund-stijlen hebben zeer verschillende performance drivers. Dit betekent dat de correlatie tussen de verschillende hedge fund-stijlen onderling en ten opzichte van traditionele beleggingscategorieën zeer laag is. Het toevoegen van hedge funds aan een traditionele portfolio kan dus diversificatieversterken.

Diversificatie voor zowel traditionele als alternatieve vermogensklassen

Correlatie met hedge fund-stijlen

Correlatie van maandelijkse rendementen: 1 maart 1997 t/m 31 december 2011

	Managed futures	Relative value	Global macro	Event driven	Equity hedge	Hedge funds	Obligaties wereldwijd	Aandelen wereldwijd
Aandelen wereldwijd	-0,17	0,63	0,34	0,78	0,80	0,80	-0,29	1,00
Obligaties wereldwijd	0,28	-0,22	0,06	-0,30	-0,25	-0,26	1,00	
Hedge funds	-0,01	0,75	0,66	0,92	0,97	1,00		
Equity hedge	-0,03	0,72	0,60	0,89	1,00			
Event driven	-0,06	0,82	0,52	1,00				
Global macro	0,56	0,32	1,00					
Relative value	-0,11	1,00						
Managed futures	1,00							

Aandelen wereldwijd: MSCI World Net Total Return Index hedged to USD. Obligaties wereldwijd: Citigroup World Government Bond Index hedged to USD (Total return). Fund of funds: HFRI Weighted Composite Index. Equity hedge: HFRI Equity Hedge (Total) Index. Event driven: HFRI Event Driven (Total) Index. Global macro: HFRI Macro (Total) Index. Relative value: HFRI Relative Value (Total) Index. Managed futures: Barclay BTOP 50 Index. Met betrekking tot de resultaten kunnen geen garanties worden gegeven. Rendementen uit het verleden of prognoses bieden geen betrouwbare indicatie voor toekomstige resultaten. Rendementen kunnen hoger of lager uitvallen als gevolg van wisselkoersschommelingen. De indexgegevens van de HFRI over de laatste vier maanden zijn onder voorbehoud. De historische gegevens van de Barclay BTOP 50-index zijn onder voorbehoud.
Bron: Man-database, MSCI en Bloomberg.

De correlatie tussen managed futures en aandelen is zelfs negatief wat betekent dat deze strategie in een marktkrach een goede bescherming kan bieden. Zo hebben managed futures in 2008 een rendement van +11,4% behaald terwijl de aandelen markt met 38% daalde.

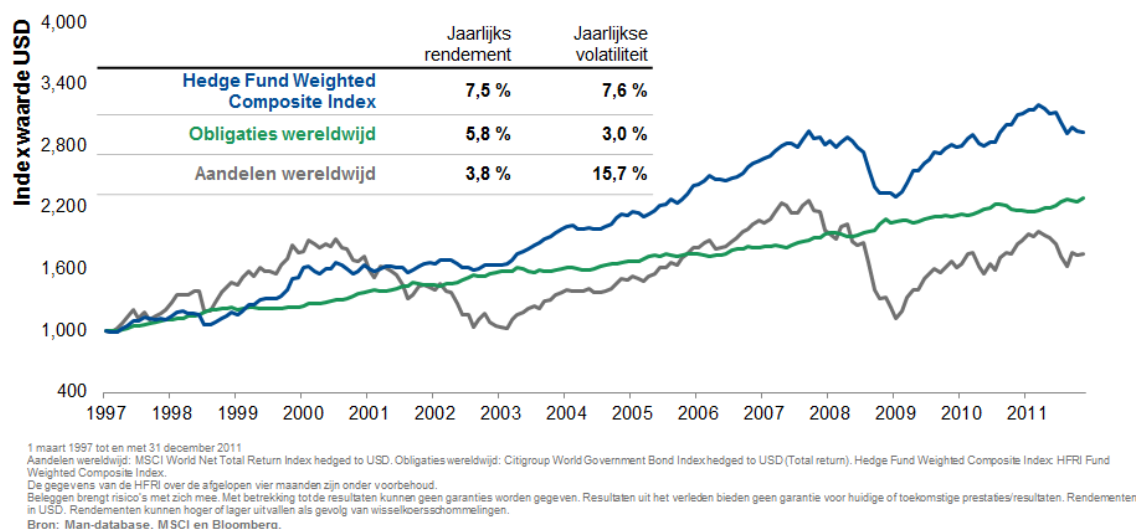
Het is ook belangrijk om te realiseren dat hedge fund-correlaties niet statisch maar dynamisch zijn. De correlaties van event driven en equity hedge met aandelen zijn relatief hoog gemeten over de gehele periode, maar fluctueren van jaar tot jaar. Het is wenselijk om een wat hogere correlatie met aandelen te hebben als de markt omhooggaat. Als de markten dalen, zullen managers de markt exposure echter juist afbouwen waardoor de correlatie verlaagd wordt. Het aanpassen van markt exposure kan dus extra rendement opleveren, ook bekend als 'alternatieve bèta'.

Soms wordt verondersteld dat hoge rendementen de belangrijkste reden zijn om in hedge funds te beleggen. Echter, ook al bieden hedge funds potentieel hoge rendementen, het primaire voordeel is diversificatie. Dit betekent dat ze goede neerwaartse bescherming bieden op het moment dat het nodig is.

6. Hoe passen hedge funds in de beleggingsportefeuille?

De diversificatie die hedge funds bieden kan de risicorendementsverhouding van een beleggingsportefeuille optimaliseren. In de afgelopen tien jaar hebben hedge funds het stukken beter gedaan dan aandelen maar daarbij moet wel de kanttekening geplaatst worden dat het laatste decennium uitzonderlijk tegenvallend was voor aandelen. In samenhang daarmee waren de rendementen van obligaties de afgelopen tien jaar bijzonder goed. In het algemeen kan gesteld worden dat hedge funds het rendement van aandelen behalen met de volatiliteit van obligaties.

Over de langere termijn presteren hedge funds beter

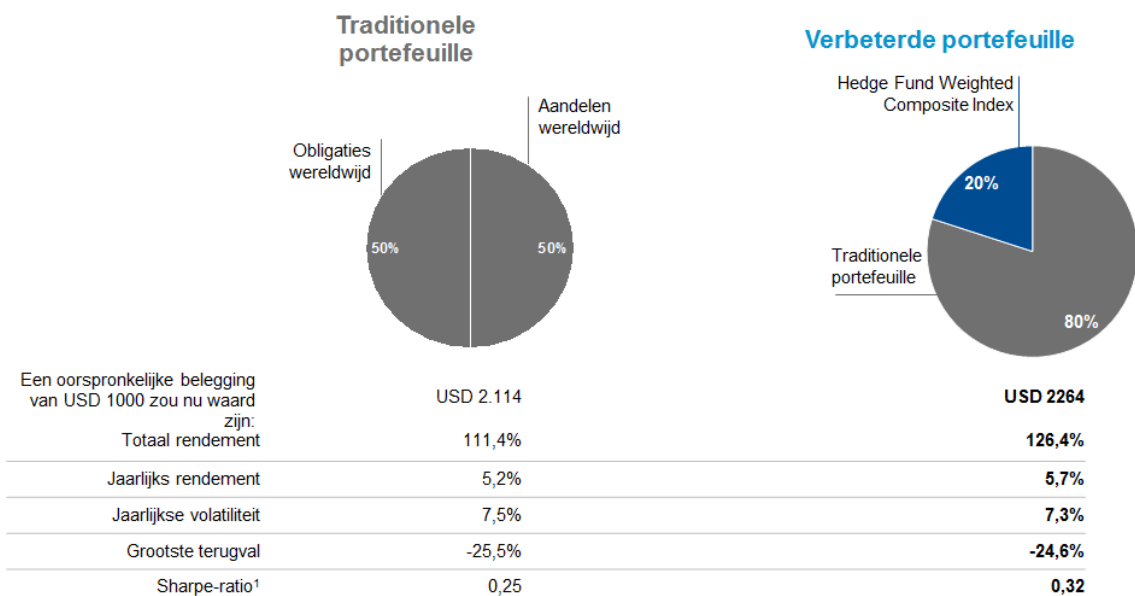


Om de invloed van een hedge fund-allocatie op een traditionele beleggingsportefeuille te illustreren, is in het onderstaande voorbeeld uitgegaan van een allocatie van 20%, wat relatief hoog is. Normalitair begint een pensioenfonds met een allocatie rond de 5%. In het diagram komt duidelijk naar voren dat de toevoeging van hedge funds het rendement aanzienlijk verbetert en de volatiliteit verlaagt.

Hedge funds kunnen het rendement van portefeuilles verhogen en de volatiliteit beperken

Voordelen van diversificatie binnen een traditionele portefeuille

1 maart 1997 t/m 31 december 2011



¹ De Sharpe-ratio wordt berekend aan de hand van de risicovrije rente in de betreffende valuta over de geanalyseerde periode. Aangezien de Sharpe-ratio een absolute maatstaf is van voor risico gecorrigeerd rendement, worden negatieve Sharpe-ratio's aangegeven als n.v.t., omdat deze misleidend kunnen zijn.
Traditionele portefeuille: 50% aandelen wereldwijd en 50% obligaties wereldwijd. Verbeterde portefeuille: 80% traditionele portefeuille en 20% HFRI Fund Weighted Composite Index.
Aandelen wereldwijd: MSCI World Net Total Return Index hedged to USD. Obligaties wereldwijd: Citigroup World Government Bond Index hedged to USD (Total return). Hedge Fund Weighted Composite Index: HFRI Weighted Composite Index. De indexgegevens van de HFRI over de laatste vier maanden zijn onder voorbehoud.
Met betrekking tot de resultaten kunnen geen garanties worden gegeven. Resultaten uit het verleden of prognoses bieden geen betrouwbare indicatie voor toekomstige resultaten.
Bron: Man-database, MSCI en Bloomberg.

In dit voorbeeld is de weging van zowel aandelen als obligaties pro rata teruggeschaald. In de praktijk worden hedge funds eerder als substituuat voor aandelen gezien dan voor obligaties. De reden is de druk die de volatiele aandelenmarkten op de dekkingsgraden van pensioenfondsen hebben gelegd. Aangezien hedge funds bescherming kunnen bieden tegen dalingen op de aandelenmarkten, zijn hedge funds een logisch alternatief.

De volgende punten zijn het onthouden waard wat betreft een allocatie naar hedge funds:

- Hedge funds hebben een lage correlatie met traditionele beleggingscategorieën
- Lage correlatie leidt tot diversificatie binnen de beleggingsportefeuille
- Door diversificatie wordt het rendement verbeterd en het risico verlaagd
- Hedge funds worden vooral gezien als een substituuat voor aandelen

7. Hoe beleg je in Hedge Funds?

Met de grote diversiteit aan hedge fund-stijlen en -strategieën kan het voor een belegger moeilijk zijn om door de bomen het bos te zien. Elk jaar zijn het andere stijlen en strategieën die het beste resultaat opleveren en de rendementsverschillen zijn groot, zoals onderstaande tabel aantoont..

Hedge fund styles Historical returns

1 January 2000 to 31 December 2011

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
RV:	13,4 %	ED:		ED:	ED:	EH:	ED:	OM:			ED:	
EH:	8,1 %	RV:		OM:	EH:	ED:	RV:	EH:		RV:	RV:	
MF:	7,4 %	OM:	MF:	EH:	RV:	OM:	EH:	RV:		ED:	EH:	
ED:	8,7 %	MF:	OM:	MF:	OM:	RV:	OM:	ED:	MF:	EH:	OM:	
OM:	2,0 %	EH:	RV:	RV:	MF:	MF:	MF:	MF:	OM:	OM:	MF:	RV:
			ED:						RV:	MF:		ED:
			EH:						ED:			OM:
									EH:			MF:
												EH:

EH: HFRI Equity Hedge (Total) Index; RV: HFRI Relative Value (Total) Index; ED: HFRI Event Driven (Total) Index; OM: HFRI Macro (Total) Index; MF: Managed Futures - Stark 300 Trader Index. Performance in USD. Please note that the HFRI Index data and the Stark 300 Trader Index data, over the past 4 months, may be subject to change.
Source: Bloomberg and Stark & Co., Inc.

Daarom is het zaak dat een belegger goed nadenkt over de manier waarop hij wil beleggen in hedge funds. Grote institutionele beleggers hebben de expertise in huis om direct te alloceren naar hedge funds. Kleinere institutionele beleggers die de expertise niet in huis zullen gebruikmaken van funds of funds, ofwel een fonds waarin de diverse hedge fund-stijlen zijn verenigd.

Aanbieders van funds of hedge funds kunnen waarde toevoegen door de juiste strategieën te kiezen (asset allocatie) en de juiste managers te selecteren (manager selectie). Een derde voordeel van funds of funds is gerelateerd aan capaciteit. Als een bepaalde hedge fund manager zijn fonds niet verder wil openstellen, kan een gevestigde fund of fund aanbieder met 'reserved capacity' nog wel toegang verschaffen. Daarnaast kunnen fund of funds-aanbieders waarde toevoegen op het gebied van risicomanagement. Een nadeel is dat zij wel een extra fee in rekening brengen.

Het hedge fund aanbod kan als volgt worden weergegeven:



Structured products: dit zijn producten die een zeer laag risico dragen omdat ze een kapitaalgarantie hebben. Deze producten zijn meer van toepassing op de particuliere markt en zijn vaak niet geschikt voor institutionele beleggers, niet in de laatste plaats door de hoge kosten die de kapitaalgarantie met zich mee brengt.

Diversified fund of hedge funds: dit is vaak de eerste stap van een institutionele belegger in hedge funds. Een gediversifieerde hedge fund-portfolio is een goede manier om via een enkel fonds toegang te krijgen tot het brede hedge fund-universum. De fund of funds-aanbieder kiest de stijlen, strategieën en de managers.

Core/satellite fund of hedge funds: een core satellite-benadering stelt beleggers in staat om hun risicorendementverhouding te verhogen door nieuwe bronnen van rendement toe te voegen via een satellietportefeuille aan de core fund of hedge fund-portefeuille.

Concentrated portfolio of specialist hedge funds: de meeste funds of funds zijn breed gediversifieerd. Sommige beleggers willen graag de risicorendementverhouding van de portefeuille verder verhogen door de hedge fund-portefeuille te concentreren op een klein aantal stijlen, strategieën of managers.

Multi-strategy single funds: een multi strategy fund biedt nog steeds de diversificatie die een gediversifieerd fund of hedge funds biedt. Echter, de verschillende fondsen worden beheerd door dezelfde manager. De manager diversificatie gaat dus verloren, maar de fund of funds fee wordt bespaard.

Specialist single-manager hedge funds: alleen de grootste institutionele beleggers kiezen zelf de stijlen, strategieën en de managers. Het grote voordeel is wederom dat de fund of funds fee wordt vermeden maar een pensioenfonds neemt zelf de verantwoordelijkheid voor asset allocatie, manager selectie en risicomanagement.

Samenvattend: een institutionele belegger moet zich de volgende vragen stellen als een belegging in hedge funds wordt overwogen:

- Wat is de toegevoegde waarde van hedge funds in de beleggingsportefeuille?
- Wat is de hedge fund expertise binnen de organisatie?
- Verdielt een directe allocatie of een fund of funds-belegging de voorkeur?

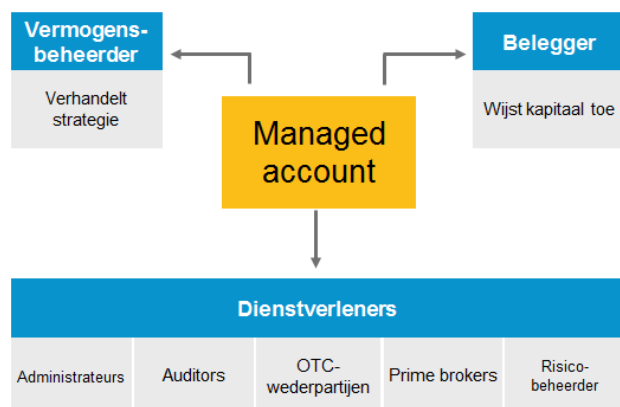
8. De rol van managed accounts

In hoofdstuk 3 is al naar voren gekomen dat tijdens de kredietcrisis een aantal hedge funds niet heeft kunnen voldoen aan de wensen van beleggers. Liquiditeit bleek een probleem, er werd niet altijd alfa gegenereerd en er was te weinig informatie voor handen over de posities. Beleggers eisten een structurele verandering in de hedge fund-industrie.

Tot aan de kredietcrisis bood een hedge fund alleen de mogelijkheid om te beleggen in bestaande fondsen van de manager. Alleen in uitzonderlijke gevallen wilde een hedge fund manager een apart fonds opzetten voor een belegger (managed account). Een managed account is een aparte rekening waarbij de belegger de juridische eigenaar is van de entiteit en het hedge fund de rol van trading advisor heeft gekregen. De managed account staat op naam van de belegger en wordt gescheiden gehouden van de andere assets van de hedge fund manager.

Tegenwoordig zijn vele managers bereid een managed account op te zetten. Zij begrijpen dat een belegger zelf wil bepalen wanneer hij zijn geld terugtrekt en niet meer verrast wil worden door een manager die een 'gate' kan optrekken. Daarnaast realiseren hedge funds zich dat een belegger volledige transparantie in de portefeuille wil hebben, evenals de mogelijkheid om zelf gerenomeerde service providers aan te stellen. Een managed account biedt beleggers deze transparantie, liquiditeit en controle.

Typische managed-accountstructuur



Gezien de extra tijd en moeite die een hedge fund kwijt is aan het opzetten van een managed account, is de minimuminleg vaak substantieel. Daarom is het voor kleinere beleggers praktischer om een fund of hedge fund manager aan te stellen die de omvang heeft om managed accounts af te dwingen bij de onderliggende hedge funds.

Hedge Funds worden doorgaans als 'offshore' vehikels opgezet. De Kaaimaneilanden worden vaak als domicilie gekozen gezien het grote aanbod van third party service providers. Onder druk van pensioenfondsen worden veel hedge funds tegenwoordig 'onshore' opgezet wat betekent dat deze fondsen onderhevig zijn aan regulering. Een managed account kan zowel offshore als onshore worden opgesteld.

9. Vergoedingen

In het verleden brachten hedge funds hun beleggers vaak een beheervergoeding van 1,5% à 2% in rekening, aangevuld met 15% tot 20% van de winst die het fonds genereerde (deze verdeling heeft geleid tot de term '2 and 20', die vaak wordt gebruikt als het gaat over vergoedingen bij hedge funds). Eind 2008 bleek echter steeds duidelijker dat vooraanstaande hedge fund-beheerders bereid waren tot aanzienlijke compromissen op het gebied van vergoedingenstructuren, terwijl beleggers niet langer afkerig waren van langere 'lock-up'-periodes (minimale beleggingsperiodes). Ook dit was weer gedeeltelijk een reactie op de marktsituatie. Relatief gezien lagen de koersen van vele activa lager dan ze in tientallen jaren geweest waren. Daarom streefden hedge fund-beheerders naar een mate van zekerheid dat zij zouden profiteren van het verwachte herstel, maar tegelijkertijd de dreiging konden afwenden van beleggers die massaal zouden uitstappen in illiquide kapitaalmarkten.

'High water marks' kunnen ervoor zorgen dat prestatievergoedingen alleen betaald worden als ze ook echt zijn verdiend.

Als een hedge fund een high water mark toepast op het geld van een belegger, betekent dit dat de beheerder over het desbetreffende vermogensaandeel alleen een prestatievergoeding ontvangt als de waarde ervan hoger is dan het eerder bereikte hoogtepunt. Daalt de belegging in waarde, dan moet de beheerder het niveau terugbrengen tot boven het vorige 'water mark' voordat hij opnieuw recht heeft op een prestatievergoeding.

Een dergelijke structuur is niet te vergelijken met een vaste vergoedingenschaal, zoals die in de meeste traditionele beleggingssectoren wordt gebruikt. Hiermee worden beheerders in feite beloond met hogere vergoedingen als de kapitaalmarkten na een correctie weer opleven. Daarnaast is het zo dat een geheel symmetrische vergoedingenstructuur traditionele beleggingsbeheerders er evenzeer toe aanzet zo veel mogelijk vermogen aan te trekken, als dit waarde te laten stijgen. Hedge fund-beheerders daarentegen worden aangemoedigd waarde toe te voegen aan de portefeuilles van hun klanten. Tot slot is het belangrijk op te merken dat de vergoedingenstructuur van hedge funds stamt uit een tijd waarin de sector voornamelijk activa beheerde in opdracht van vermogende particulieren. Dit is een essentieel punt als het gaat om de beleggingshorizon. Het vooraanstaande adviesbureau Watson Wyatt schreef in verband hiermee in hun nieuwsbrief van november 2008: '...we zien een beginnende trend dat steeds meer deskundige hedgefundbeheerders flexibeler worden bij het onderhandelen over vergoedingen, omdat ze de voordelen zijn gaan inzien van het aantrekken van langetermijncapitaal, bijvoorbeeld van pensioenfondsen, in plaats van 'hotter money' afkomstig van andere beleggers.'

10. Benchmarks

In hoofdstuk 2 werd gesteld dat hedge funds streven naar absoluut rendement en dat traditionele beleggingsfondsen naar een relatief rendement. Het is echter belangrijk om te kunnen bepalen of hedge funds een goede prestatie hebben geleverd ten opzichte van elkaar. Daarom bestaan er ook hedge fund-indices.

Vooraf moet gesteld worden dat hedge fund-indices onderhevig zijn aan een aantal tekortkomingen, in het bijzonder de zogenaamde 'survivorship bias' en 'selection bias'.

Survivorship bias heeft betrekking op de levensduur van een hedge fund. Als een hedge fund de deuren sluit vanwege tegenvallende rendementen, zal dit hedge fund niet meer in de index meegenomen worden. Alleen de fondsen die overleven, en waarschijnlijk goede rendementen hebben laten zien, zijn onderdeel van de index. Survivorship bias kan de rendementen van een index rooskleuriger doen voorkomen dan de werkelijkheid.

Selection bias heeft betrekking op de keuze van een hedge fund om al dan niet zijn rendementen te rapporteren aan een index. Als de rendementen goed zijn, zal hij geneigd zijn dit te melden aan verschillende indices. Als het rendement tegen valt, dan zal hij waarschijnlijk wat minder voortvarend zijn met de informatie. Met andere woorden, selection bias leidt ook tot een kunstmatige verbetering in het rendement.

Er bestaat een grote verscheidenheid aan hedge fund indices. Het belangrijkste verschil is echter 'investibility'. Hoe relevant is een index als er alleen maar fondsen in zitten waar je als nieuwe belegger geen toegang toe hebt, bijvoorbeeld door gebrek aan capaciteit?

De HFRI is een bekende benchmark maar is niet investible. Daarom is het raadzaam om ook te kijken naar twee investible indices die vaak gebruikt worden, te weten de HFRX index en de Dow Jones Credit Suisse index. De HFRX heeft uitsluitend managed accounts opgenomen in de index, de DJCS index heeft deze restrictie niet en is dan ook een bredere benchmark. Als een hedge fund-portefeuille is opgebouwd uit louter managed accounts, ligt het voor de hand om de HFRX index als benchmark te hanteren.

11. Risicomanagement

Hedge funds proberen een assymetrisch rendement te behalen. Dit betekent dat hedge funds beogen een positief rendement te behalen in opgaande markten maar tegelijkertijd de negatieve uitschieters willen vermijden. Daarom is risicomanagement cruciaal.

De risico's die een hedge fund manager in de gaten moet houden zijn de volgende:

-Portefeuillerisico: rendementen op financiële markten volgen niet altijd een normale verdeling. De uitschieters naar beneden zijn vaak groter zijn dan de uitschieters naar boven. Om die negatieve uitschieters te vermijden, stuurt een hedge fund niet alleen op rendement en volatiliteit maar ook op hogere momenten als 'skewness' en 'kurtosis'. Het doel is te profiteren van 'upside volatility' en tegelijkertijd de 'downside volatility' te beperken.

-Liquiditeitsrisico: hedge funds bieden klanten een bepaalde liquiditeit die kan variëren van een dag tot een kwartaal. Dat geldt voor zowel beleggingen als onttrekkingen, maar men kan stellen dat er normaliter sneller ingestapt kan worden dan onttrokken. De liquiditeit die een hedge fund klanten biedt is afhankelijk van de liquiditeit van de posities waar in wordt belegd. Het is belangrijk om te voorkomen dat er een mismatch ontstaat. Dit zou kunnen gebeuren als de onderliggende posities van het fonds minder liquide zijn dan de liquiditeit die aan de belegger wordt geboden. Dit is het zogenaamde liquiditeitsrisico.

-Tegenpartijrisico: hedge funds zijn, net als traditionele beleggingsfondsen, afhankelijk van derden. Zij maken gebruik van een prime broker, handelen met investment banks, etc. Onder normale omstandigheden is er niets aan de hand, maar hedge funds die tijdens de kredietcrisis met Lehman Brothers handelden, kwamen in de problemen omdat zij hun geld niet meer geleverd kregen. Dit is een voorbeeld van tegenpartijrisico. Het is daarom belangrijk dat een hedge fund alleen met de meest solide 'counterparties' in zee gaat.

-Operationeel risico: meer dan 60% van de hedge fund mislukkingen is te wijten aan operationeel risico. Dit is met name het geval bij de kleinere hedge funds. Operationeel risico heeft onder meer betrekking op de infrastructuur, de IT-systemen, de scheiding van verantwoordelijkheden, het business model en de mate waarin het personeel gekwalificeerd is om de benodigde taken uit te voeren. Een aantal instanties, waaronder de Alternative Investment Management Association en de Hedge Fund Standard Board, heeft duidelijke richtlijnen gesteld voor het operationele risicomanagement van hedge funds.

Het is niet verbazingwekkend dat beleggers steeds meer neigen naar hedge funds die bewezen hebben aan de institutionele vereisten van vandaag de dag te voldoen. Schaalgrootte is cruciaal is om het risicomanagement adequaat op te tuigen.

12. Toezicht op hedge fund-beleggingen

In het vorige hoofdstuk is gesteld dat hedge funds risicomanagement hoog in het vaandel hebben staan. De Nederlandsche Bank (DNB) wil echter zien dat een institutionele belegger zelf 'in control' is en niet volledig leunt op wat de hedge fund manager vertelt. Het is daarom belangrijk voor een pensioenfonds om de volgende drie aspecten in de gaten te houden:

- 1) Beleid: Waarom wordt er door het pensioenfonds belegd in hedge funds? Is het duidelijk wat de toegevoegde waarde voor de portefeuille is?
- 2) Selectie: Wat zijn de selectiecriteria? Waarom is er gekozen voor single managers of voor een fund of funds?
- 3) Monitoring: Wat zijn de risico exposures? Kan tevoren een redelijke schatting worden gemaakt wat het hedge fund-rendement zal zijn in bepaalde scenario's?

De eerste twee punten zijn al aan bod gekomen in hoofdstuk 5 (de toegevoegde waarde van hedge funds) en hoofdstuk 6 (de verschillende vehikels om in hedge funds te beleggen). Het is echter de moeite waard om iets dieper in te gaan op het derde punt: monitoring. DNB wil namelijk graag zien dat het bestuur van een pensioenfonds duidelijk kan aangeven wat er in de portefeuille zit, hoe de posities worden gewaardeerd, wat de attributie is geweest en of de standaard complianceregels zijn nagestreefd.

Het is belangrijk dat de risicobeheersing aansluit op de complexiteit van de hedge fund-belegging. Meer complexiteit vereist een verschuiving van een ex post beheersomgeving naar een pro actieve ex ante risico beheersfunctie. En heeft een pensioenfonds de mankracht in huis om deze monitoring te verzorgen?

Door het gebruik van managed accounts kan op de vragen van DNB een duidelijk antwoord worden gegeven. Managed Accounts bieden immers volledige transparantie. Een aanbieder zal daarnaast de rapportage volledig kunnen afstemmen op het template dat een pensioenfonds wenst.

Tenslotte wil DNB niet op de stoel van de bestuurder gaan zitten en voorschrijven of er wel of niet belegd mag worden in hedge funds. Het huidige kader is 'principles based' en niet 'rule based'. Zolang een pensioenfonds het beleggingsbeleid kan verantwoorden, zal DNB geen bezwaar maken tegen hedge funds. De grootste pensioenfondsen beleggen al jaren lang succesvol in hedge funds. Voor kleinere pensioenfondsen is het tegenwoordig ook mogelijk om in hedge funds te beleggen door de toegenomen transparantie die managed accounts bieden. Als deze pensioenfondsen worden bijgestaan door een capabele aanbieder, kunnen zij ook laten zien dat ze 'in control' zijn.