

47 Wat is een hedgefund?

Een hedge fund is een beleggingsfonds. Het is een beleggingsfonds dat ieder jaar streeft naar een positief resultaat. Hedge funds streven dus niet na om een benchmark te verslaan, wat relatief rendement genoemd wordt. Om dat positieve resultaat na te kunnen streven moet het fonds risico's kunnen afdekken, ook wel hedgen genaamd. Zonder de mogelijkheid van risico afdekking verliest een fonds immers altijd geld als de beurs sterk daalt. Van het afdekken van risico's komt ook het woord hedge fund. Fondsen die geen risico's mogen afdekken en dus volledig afhankelijk zijn van de markt worden 'long only' fondsen genoemd.

Hedge funds bestaan ruim 50 jaar en zijn in die periode sterk in populariteit gegroeid. Het eerste echte hedge fund werd in de '50-er jaren opgericht in Amerika. Inmiddels wordt er door beleggers wereldwijd geïnvesteerd in duizenden hedge funds. In Nederland zijn het met name pensioenfondsen die bekend zijn als hedge fund investeerder. Maar ook de meeste banken bieden (fund of) hedge funds aan.

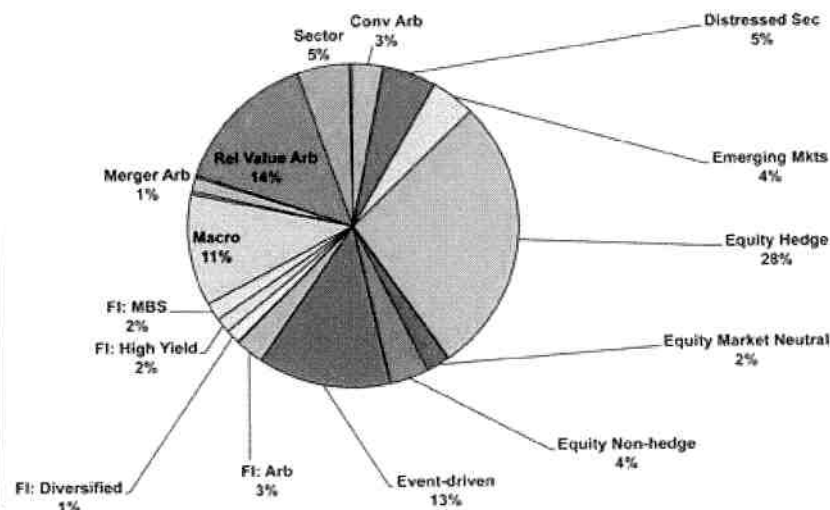
Hoe werkt het afdekken van risico's?

De manager van een hedge fund kan hedgen door bijvoorbeeld een put optie te kopen of short posities in

te nemen. Bij het innemen van een short positie wordt een winst behaald als de belegging daalt. Het werkt dus eigenlijk precies omgekeerd als een 'normale' belegging.

Stel er wordt een short positie ingenomen op de AEX index, die op dat moment op een stand van 300 punten noteert. De index daalt vervolgens naar 270 punten. De short positie levert dan een winst op van 10%. Doordat hij zowel long als short posities in mag nemen heeft een hedge fund manager de mogelijkheid om rendement te maken in stijgende en in dalende markten. Of dat rendement ook behaald wordt hangt

Grafiek 1
Verdeling van de
hedge fund markt
in stijlen



dus voor een belangrijk deel af van de kwaliteit van de hedge fund manager.

Heterogene groep beleggingsfondsen

Hedge funds beleggen onder andere in obligaties, aandelen, commodities (zoals olie) en valuta. Het verschilt per hedge fund in welke beleggingscategorie geïnvesteerd wordt en op welke manier. Iedere hedge fund manager heeft zijn eigen specialisme. De risico's die de manager niet wil binnen zijn fonds worden afgedekt. Om de heterogene groep fondsen die hedge funds zijn toch een beetje te ordenen, worden ze vaak ingedeeld naar strategie (zie grafiek 1). De meeste van deze strategieën zijn ontwikkeld op de handelsafdeling van een bank. De grootste strategie is equity hedge. Het betreft hier hedge fund managers die zowel long als short posities innemen in aandelen. Ze kopen de aandelen waarvan ze denken dat ze gaan stijgen en shorten de aandelen waarvan ze denken dat ze gaan dalen. Vaak shorten dit soort fondsen alleen een aandelen index om het risico van het fonds te verlagen.

Door de grotere mate van flexibiliteit kunnen de fondsen onderling erg verschillen, ook binnen hun categorie. Onderdeel van de flexibiliteit is dat de hedge fund manager zelf kan bepalen hoe veel risico er wordt genomen en welk rendement wordt nagestreefd. Gemiddeld gezien ligt het risico van een hedge fund tussen het risico van aandelen en staatobligaties in.

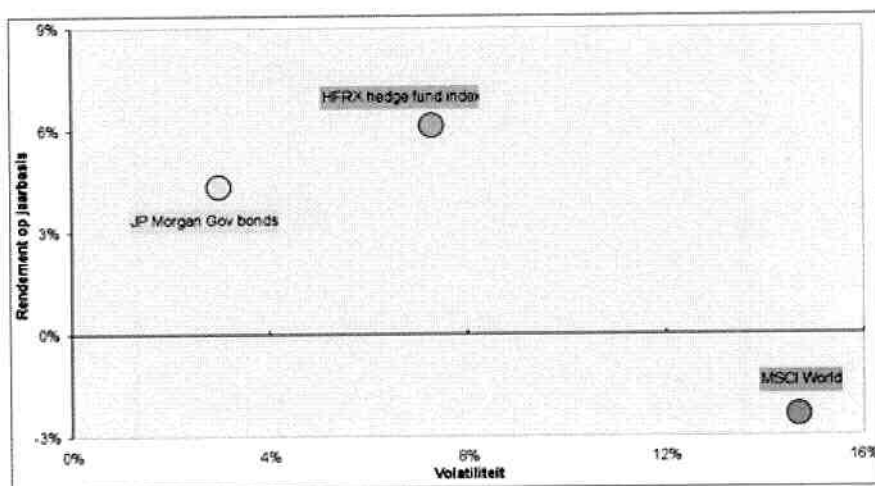
De rendementen

Om een goed beeld te krijgen van een belegging is het raadzaam om te kijken naar de risico-rendementsverhouding. In de grafiek 2 is de risicograad (uitgedrukt in volatiliteit) en het rendement van een aantal beleggingscategorieën weergegeven. Het betreft hier de data over de afgelopen 10 jaar. In de grafiek is af te lezen dat hedge funds een hoger rendement behaalden dan aandelen en obligaties. Tevens is af te lezen dat het risico van hedge funds veel lager ligt dan het risico op aandelenbeleggingen.

Hedge funds wisten dit betere rendement met name te realiseren door de verliezen ten tijde van de internetbubbel te voorkomen. Tijdens de daling op de beurzen in de huidige kredietcrisis wisten hedge funds het risico alleen te beperken, niet te voorkomen. Door de verliezen te beperken staan hedge funds er wel een stuk beter voor dan aandelen over de afgelopen 10 jaar. Ze behaalden immers een hoger rendement met een (veel) lager risico.

Mark Baak, Finles BV

U leest meer over deze vorm van beleggen in de volgende delen van dit 5 luik over hedge funds.



*Grafiek 2
Risicograad en
rendement*



65 De goede en slechte eigenschappen van hedgefunds

In de afgelopen 10 jaar hebben hedge funds een plek verworven in de portefeuilles van pensioenfondsen, vermogensbeheerders en particuliere beleggers. Dit artikel omschrijft enkele belangrijke eigenschappen van hedge funds

Goede eigenschappen

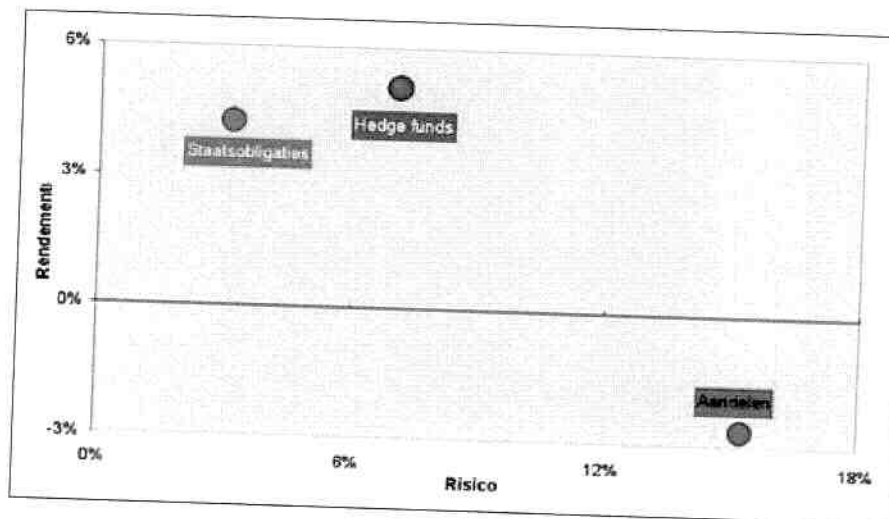
Hedge funds hebben in Nederland de sterkste opmars gekend toen ze tijdens de ICT crash op de aandelenbeurzen positieve rendement bleven behalen.

Hedge fund managers zijn gericht op een absoluut rendement, ofwel het streven naar een positief resultaat onafhankelijk van de markten. Deze eigenschap springt het meest in het oog op het moment dat de beurzen dalen. Het streven naar dit absolute rendement is mogelijk doordat een hedge fund een flexibel beleggingsmandaat heeft. Hierdoor kunnen risico's afgedekt worden.

Door deze punten zorgen hedge funds voor diversificatie binnen een beleggingsportefeuille. Deze diversifi-

ficatie is te onderbouwen door de correlatie van hedge funds met aandelen en obligaties te meten. Deze correlatie is relatief laag en daarom zorgen hedge funds voor spreiding binnen de portefeuille.

De hedge fund manager heeft nog een extra stimulans om absolute rendementen na te streven. Hedge fund managers hebben namelijk een prestatie gerelateerde beloning. De manager verdient extra op het moment dat hij meer rendement weet te behalen voor de beleggers in zijn fonds. Daarnaast is het gebruikelijk dat de manager privé belegt in zijn eigen hedge fund. Hij voelt hierdoor de winsten en verliezen van zijn fonds ook direct in zijn eigen portemonnee.



Het risico en rendement in de afgelopen 10 jaar van: aandelen (S&P 500, inclusief dividend), staatsobligaties (JPMorgan Gov. Bond index) en hedge funds (HFRX Global hedge fund index).



Slechte eigenschappen

Hedge funds hebben niet enkel goede eigenschappen. Zo is de beperkte verhandelbaarheid van veel van deze fondsen een reden om niet alleen in hedge funds te beleggen. De meeste hedge funds zijn **maandelijks verhandelbaar**. Daarnaast dient rekening gehouden te worden met een opzegtermijn en een uitbetalingstermijn. Wanneer een deel van de portefeuille snel liquide gemaakt moet kunnen worden, dan vallen de meeste hedge funds af voor dat deel van de portefeuille.

Hedge funds hebben naast een **hoge minimum inleg** ook een **hoog kostenpercentage**. De meeste hedge funds rekenen zowel een vaste als een variabele vergoeding. Deze laatste kostencomponent geeft de manager wel een stimulans om verliezen te beperken en te streven naar winst, ongeacht de marktomstandigheden.

Hedge funds gebruiken soms ingewikkelde strategieën. Hierdoor dienen beleggers meer tijd te besteden aan de analyse van het fonds. In de regel laten beleggers in hedge funds dit over aan de manager van de fund of hedge funds waarin ze beleggen. Meer eenvoudige hedge fund strategieën zijn er ook. Long / short equity is daar een voorbeeld van. Bij het analyseren van hedge funds is de manager van

fonds veel belangrijker dan bij het selecteren van een traditioneel beleggingsfonds. Bij een traditioneel beleggingsfonds neemt een belegger immers vooral marktrisico. Bij een hedge fund is het de manager van het fonds die bepaalt of hij een bepaald marktrisico neemt.

Conclusie

Er is de afgelopen 10 jaar meer geld belegd in hedge funds. Daaruit kunnen we afleiden dat de goede eigenschappen van hedge funds opwegen tegen de slechte eigenschappen.

Een andere belangrijke motivatie om in hedge funds te beleggen is dat de risico-rendementsverhouding, ondanks de zeer slechte markten, van hedge funds de afgelopen 10 jaar goed was. Zeker wanneer hedge funds als alternatief worden genomen voor aandelenbeleggingen. In de figuur is af te lezen dat hedge funds een beter rendement hebben behaald beleggingen in aandelen en staatsobligaties. Het risico van aandelen is bovendien twee keer groter dan het risico van hedge funds.

Mark Baak, Finles BV

U leest meer over deze vorm van beleggen in de volgende delen van dit Vijfluik over hedge funds.



Vijfluik over hedge funds, deel 3

78 De plaats van hedge funds binnen de portefeuille

In de afgelopen 10 jaar hebben hedge funds een plek verworven in de portefeuilles van veel professionele en particuliere beleggers. Dit artikel omschrijft de manier waarop hedge funds meestal worden toegevoegd aan portefeuilles.

Bij een kwantitatieve samenstelling van portefeuilles is onder andere de risico-rendementsverhouding van beleggingen belangrijk. Een andere belangrijke component is de correlatie tussen de beleggingen. Correlatie is een cijfer dat de mate van spreiding aangeeft. De correlatie is minimaal -1 en maximaal +1. Hoe hoger de correlatie tussen twee beleggingen, hoe minder diversificatie er plaatsvindt door het belegd vermogen te spreiden over deze twee beleggingen. Een belegger zoekt dus zoveel mogelijk naar beleggingen die een zo laag mogelijke of zelfs negatieve correlatie hebben.

In dit artikel zullen we het toevoegen van hedge funds aan traditionele beleggingscategorieën doornemen. De traditionele beleggingscategorieën zijn in dit geval staatsobligaties en aandelen. We werken met de gegevens van de afgelopen 10 jaar (data t/m 1 februari 2009). De rendementen en de risico's (uitgedrukt in volatiliteit) zijn weergegeven in tabel 1.

Bij het combineren van de beleggingscategorieën tot een efficiënte portefeuille wordt, zoals eerder aangegeven, gebruik gemaakt van correlatie. In de onderstaande tabel zijn de correlaties tussen de verschil-



Hedge funds en de traditionele beleggingscategorieën

Tabel 1

<i>Beleggingscategorie Index</i>	Rendement op jaarbasis	Risico (volatiliteit)
Staatsobligaties (JP Morgan Gov. Bond Index)	4,3%	3,2%
Hedge funds (HFRX Global Hedge Fund Index)	5,2%	7,0%
Aandelen (S&P 500, incl. dividend)	-2,7%	15,3%

Tabel 2

<i>Correlatie</i>	Staatsobligaties	Hedge funds	Aandelen
Staatsobligaties	1,00	-0,09	0,52
Hedge funds	-0,09	1,00	-0,27
Aandelen	0,52	-0,27	1,00

lende beleggingscategorieën opgenomen.

In de tabel is af te lezen dat een belegger die aandelen in zijn portefeuille heeft en diversificatie wil aanbrengen in de portefeuille, voor hedge funds zal kiezen op basis van correlatie. De correlatie tussen aandelen en hedge funds is met -0,27 zelfs negatief, wat erg goed is voor de spreiding binnen de portefeuille. Wanneer ook de risico-rendementsverhouding wordt meegewogen zal een belegger echter overwegend kiezen voor hedge funds dan voor aandelen. Hedge funds hebben immers een hoger rendement behaald dan aandelen en het risico van hedge funds lag ook nog eens veel lager dan bij aandelen.

Beleggers die een aandelenportefeuille hebben en willen diversificeren doen er goed aan om een combinatie van hedge funds en staatsobligaties aan de portefeuille toe te voegen. Gegeven de huidige lage rente op staatsobligaties kan er ook gekozen worden voor het weglaten van deze categorie. Dit verhoogt het rendementspotentieel van de portefeuille. Er kan ook voor gekozen worden om specifieke hedge fund stra-

tegieën toe te voegen, in plaats van een breed gespreid mandje hedge funds. Een categorie hedge funds die goed toegevoegd kan worden aan aandelenportefeuilles is managed futures/commodity trading advisors (CTA's). Dit heeft in 2008, het extreem slechte beleggingsjaar voor aandelen, zeer goed gewerkt. Meer hierover in de volgende column.

Conclusie

Beleggers hebben de afgelopen 10 jaar meer geld gestoken in hedge funds. Een van de redenen daarvoor is goede risico-rendementsverhouding van hedge funds in vergelijking met aandelen en obligaties. Een andere reden is dat hedge funds een (relatief) lage correlatie hebben met aandelen en vooral met obligaties. Hierdoor ontstaat een efficiëntere portefeuille wanneer er hedge funds worden toegevoegd aan portefeuilles.

Mark Baak, Finles BV

U leest meer over deze vorm van beleggen in de volgende delen van dit Vijfluk over hedge funds.



108 Succesvolle hedge fund strategieën

In de afgelopen 10 jaar hebben hedge funds een plek verworven in de portefeuilles van veel professionele en particuliere beleggers. In deel vier van dit vijfluik komen een tweetal hedge fund strategieën aan bod die bewezen hebben de kredietcrisis goed te kunnen doorstaan: Global macro & CTA hedge funds.

Global macro is de verzamelnaam voor hedge funds die een macro analyse gebruiken bij het selecteren van hun beleggingen. Hedge fund managers die deze strategie hanteren spelen in op marktbevingen in valuta, obligaties, aandelen en grondstoffen.

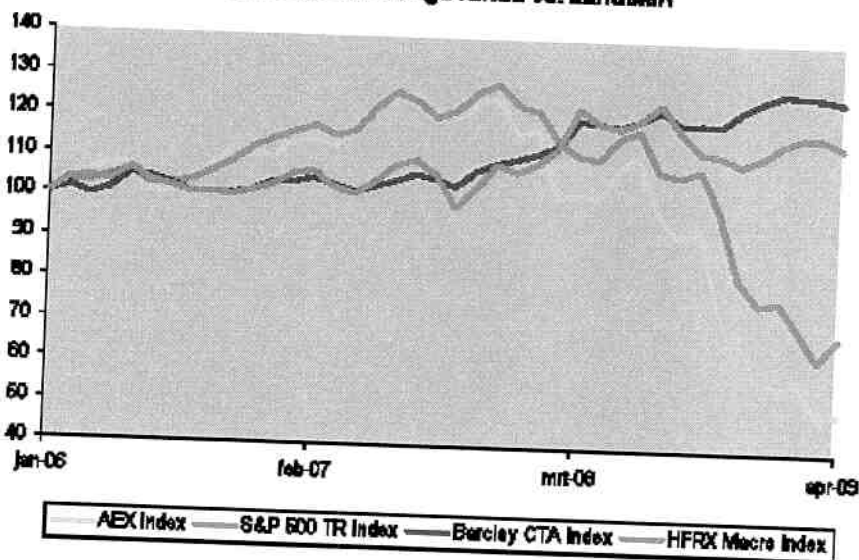
Een voorbeeld van een positie van een macro manager is belegging gebaseerd op zijn visie over de Amerikaanse huizenmarkt. Stel dat een macro manager had ingeschat dat de huizenmarkt in de Verenigde Staten zou inzakken. Op basis van die inschatting nam de manager een short positie in op de olieprijs.

De gedachte hierachter is dat een slechte huizenmarkt de economie verstoort. De verstoorde economie zorgt voor minder vraag naar olie en dus een dalende olieprijs. Bij een short positie wordt immers geld verdiend als de prijs daalt. Een dergelijke macro gerelateerde belegging werkte zeer goed in de tweede helft van 2008.

CTA

De afkorting CTA staat voor Commodity Trading Advisors en de fondsen worden ook wel Managed Futures fondsen genoemd. De meeste CTA's hebben

CTA & Macro hedge funds vs. aandelen



computermodellen gebouwd die trends proberen te identificeren in liquide markten. Voorbeelden van dit soort markten zijn staatsobligaties, aandelenindices als de Amerikaanse S&P 500 en de valutamarkt voor de euro/US dollar.

Een voorbeeld van een winstgevende positie van een CTA in 2008 was een long positie in Amerikaanse staatsobligaties. Met een long positie maakt een belegger winst als de koers van een belegging stijgt. Staatsobligaties zaten (eind) vorig jaar in een sterke positieve trend doordat beleggers deze obligaties kochten als een 'veilige haven'. De CTA modellen pikten deze positieve trend op en de computermodellen gaven koopadviezen. De steeds verder stijgende koersen van staatsobligaties zorgden vervolgens voor mooie winsten voor CTA's.

Er is een zeer bekend en groot Nederlands CTA hedge fund: Transtrend. Deze CTA is een 100% dochter van Robeco (Robeco is 100% eigendom van de Rabobank). Transtrend beheert 5,5 miljard euro en is daarmee het grootste hedge fund van Nederland. Transtrend kan zich wereldwijd goed meten met de beste CTA fondsen en is bekend om het feit dat ze hun verliezen in mindere periodes goed weten te beperken. Robeco geeft de populaire Multi Market Obligaties uit waarbij een belegging bij Transtrend de rendementsdrager is.

Verschillen

De verschillen tussen de beide strategieën zijn soms lastig te bepalen. CTA's werken gemiddeld gezien meer met computermodellen en deze modellen bepalen meestal ook de beleggingsbeslissingen. Bij macro managers is het vaker mensenwerk. CTA's zijn daarnaast vaker trendvolgend en ze beleggen in meer verschillende markten. Macro managers kiezen vaker voor individuele effecten als obligaties en aandelen.

Conclusie

Zoals we hebben kunnen zien, zijn beide strategieën zeer succesvol geweest, ook gedurende de kredietcrisis. Ze vormden een belangrijke bron van rendement voor hedge fund beleggers. Dit type fondsen heeft ook een bovengemiddelde verhandelbaarheid. Hierdoor vormden zij een welkome liquide buffer op het moment dat de liquiditeit/verhandelbaarheid op veel aandelen- en obligatiemarkten sterk terugliep. Op basis van deze twee observaties verwachten wij dat beleggers meer in deze twee hedge fund strategieën gaan beleggen in 2009.

Mark Baak, Finles BV

U leest meer over deze vorm van beleggen in het laatste deel van dit Vijfluik over hedge funds.





Vijfluik over hedge funds, deel 5

126 Hollandse hedge funds

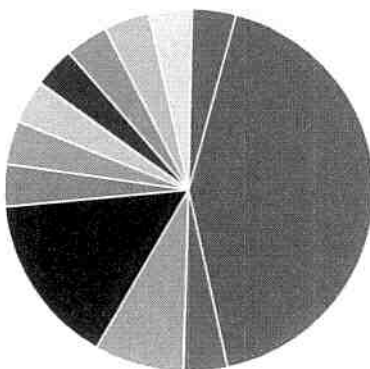
Hedge funds hebben in de afgelopen 10 jaar een plek in de portefeuilles van veel professionele en particuliere beleggers verworven. In het laatste deel van dit vijfluik over hedge funds komen de Hollandse hedge funds aan bod.

Hedge funds in Nederland

De meeste hedge funds worden vanuit de Verenigde Staten (vooral vanuit New York en Connecticut) en het Verenigd Koninkrijk (vooral Londen) beheerd. Er zijn echter ook steeds meer hedge funds die vanuit Nederland worden beheerd. Bovendien zijn er meer en meer hedge funds waar een Nederlandse fondsbe-

heerder aan het roer staat. Dergelijke fondsen komen in aanmerking voor de Finles/TEX Hollandse hedge fund index.

De Hollandse hedge fund index is begin 2009 gestart en bestaat inmiddels uit 26 verschillende hedge funds. Al deze beleggingsfondsen hebben een gelijke weging



Stijlverdeling Hollandse hedge fund index

- | | |
|------------------------|-------------------------|
| ■ CTA | ■ L/S equity |
| ■ Quant multi strat | ■ Multi strategy |
| ■ Macro | ■ Equity market neutral |
| ■ L/S equity long bias | ■ Real estate L/S |
| ■ L/S credit | ■ Power trading |
| ■ Currency | ■ L/S equity quant |



in de index. De resultaten van de index worden gepubliceerd op www.iexprofs.nl *. De 26 hedge funds beheren het geld van hun beleggers in 12 zeer uiteenlopende stijlen. De stijl L/S equity, waar beleggers long en short posities innemen in aandelen, is momenteel de meest populaire stijl. (zie grafiek op vorige pagina)

De resultaten

De Hollandse hedge fund index is gestart op 1 januari 2009 en heeft sindsdien een goed resultaat laten zien. De index steeg in het eerste halfjaar met 8,58%. Hiermee presteerde de index beter dan aandelenbeleggingen, terwijl aandelenbeleggingen veel risicovoller zijn dan een belegging in de Hollandse hedge fund index. De AEX index behaalde in het eerste halfjaar van 2009 een winst van 3,57%. Voor Europese aandelen (MSCI Europe) lag dit cijfer iets hoger, daarop was een winst van 4,21% te behalen. (zie onderstaande grafiek)

*www.iexprofs.nl is een website die zich richt op mensen die zich professioneel met beleggen bezig houden, zoals financieel planners.

De toekomst

Afgaande op de resultaten van de Hollandse hedge fund index kunnen we stellen dat het goed gaat met de Hollandse hedge funds. Er zijn in 2009 bovendien zes nieuwe hedge funds gestart in Nederland, wat een netto groei betekent. Zolang de Hollandse hedge funds een betere risico rendementsverhouding laten zien dan andere beleggingsvormen, verwachten wij dat deze groei alleen maar verder toe gaat nemen.

Mark Baak, Finless BV

De best presterende fondsen in de periode 1 jan 2009 t/m 1 juli 2009 zijn:

- Antaurus Europe Fund
- Farringdon Alpha One
- HIQ Invest Market Neutral Fund
- Aster-X Panorama Fund
- EV smaller companies fund

Verloop Hollandse hedge fund index sinds de start

