



## De schuld van de hedge funds

**Auteur(s):**

Brinke, W.B. ten  
Wijngaert, R.F.  
Economisch Bureau ABN-Amro.

**Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4173, pagina 804, 23 oktober 1998

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

financiële, markten

*Hedge funds hanteren riskante beleggingsstrategieën, maar hun invloed op de financiële markten is beperkt.*

**De naam 'hedge funds', 'vrij vertaald met 'indekkingsfondsen', suggereert dat we met een categorie beleggingsfondsen te maken hebben, met als gemeenschappelijk kenmerk dat ze gebruik maken van hedging-technieken. Dit is echter niet het geval. Het hedgen van een positie (zie kader) is immers in eerste instantie bedoeld om de risico's van een positie te beperken, terwijl hedge funds juist op zoek zijn naar hoge risico's en daarmee hoge rendementen. Bovendien is er een enorme verscheidenheid aan beleggingsstrategieën.**

Toch hebben hedge funds wel enkele gemeenschappelijke kenmerken. Het belangrijkste is dat zij zich doelbewust proberen te onttrekken aan het toezicht van de centrale banken om daarmee de flexibiliteit van hun beleggingsportefeuille te vergroten. Daarom maken deze fondsen vaak gebruik van speciale juridische constructies en beperken ze de toetreding door middel van een minimuminleg. Zo moeten beleggers gemiddeld meer dan één miljoen gulden neertellen om te kunnen deelnemen.

Verder hebben hedge funds niet te maken met relatieve rendementseisen (zoals het beter presteren dan de obligatie- of aandelenindex), maar moeten ze aan een absolute rendementseis voldoen. Om dit te stimuleren worden portefeuillemanagers direct afgerekend op hun beleggingsresultaat en de meest voorkomende prestatieprikkel bedraagt dan ook niet minder dan 20% van het beleggingsresultaat. Om te voorkomen dat de portefeuillemanagers onverantwoorde risico's nemen moeten zij vaak zelf deelnemen in het fondskapitaal.

Een hedge fund onderscheidt zich van een traditioneel beleggingsfonds door het gebruik van derivaten en het aantrekken van vreemd vermogen om de financiële prestaties van het fonds te vergroten. Dit gebruik van een zogenaamde financiële hefboom (leverage) stelt hedge funds in staat om hun rendement boven dat van gewone beleggingsfondsen uit te tillen, zonder dat het ingelegde vermogen wordt vergroot. Mede door de hefboom kunnen hedge funds spectaculaire resultaten behalen, maar komen ook gigantisch in de problemen als de markt zich tegen hen keert. Het LTCM-debacle is een treffend voorbeeld.

### Beleggingsstrategieën

Op zoek naar een hoog rendement volgen hedge funds vaak een contraire strategie of een arbitragestrategie. In een contraire strategie koopt een fonds tegengesteld aan de marktbeving, wanneer de prijs nog daalt maar reeds als te laag wordt beschouwd (ondergewaardeerd) en verkoopt een fonds wanneer de prijs nog stijgt maar reeds als te hoog wordt beschouwd (overgewaardeerd). Door lange en korte posities tegelijkertijd aan te houden wordt rendement behaald in zowel opgaande als neergaande markten. Lang gaan is het kopen van titels. Kort gaan houdt in dat een belegger bepaalde vermogenstitels leent om deze vervolgens weer door te verkopen in de hoop ze tegen een lagere prijs te kunnen terugkopen. Banken verlangen in zo'n geval een onderpand (margin) waaraan de belegger moet voldoen. Als de koersontwikkeling zich tegen de belegger keert moet deze geld bijstorten ter bescherming van het marktrisico dat de bank loopt (margin call).

Als het fonds een arbitragestrategie volgt, tracht zij te profiteren van prijsverschillen tussen beleggingsproducten die aan het einde van de looptijd dezelfde waarde hebben. Deze strategie omvat twee transacties: de aankoop van het ondergewaardeerde instrument en de gelijktijdige verkoop van het overgewaardeerde instrument. Hierbij is men op zoek naar risicoloze winstmogelijkheden op een bepaald tijdstip: in tegenstelling tot de eerder beschreven contraire strategie richt arbitrage zich niet op marktbevingen in de tijd. Arbitrage bevordert de efficiëntie van financiële markten en verbindt markten met elkaar zodat prijsverschillen verkleind worden, en leidt aldus tot stabilisatie van de prijsvorming op financiële markten.

Hedge funds zijn grofweg in drie categorieën in te delen:

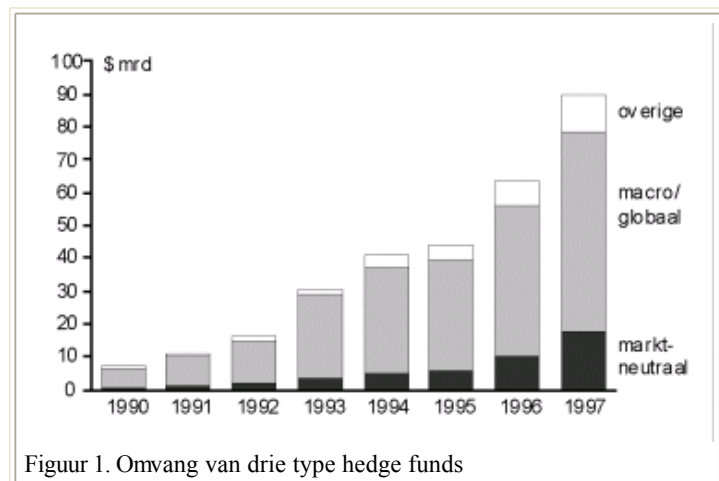
» marktneutrale fondsen hebben een beperkt risicoprofiel en dekken zich in tegen koersschommelingen door tegelijkertijd korte en lange posities aan te houden in verschillende aandelen;

» macrofondsen en global funds, waarvan dat van George Soros waarschijnlijk het bekendste is, kenmerken zich juist door hun 'unhedged' karakter. Zij arbitreran niet, maar anticiperen op (macro-economische) ontwikkelingen zoals de devaluatie van het Britse pond in 1992;

» de overige fondsen, o.a. LTCM, vallen moeilijk onder één noemer te brengen. Zo zijn er fondsen die alleen lang of alleen kort gaan, sectorale fondsen, 'event-driven' fondsen en fondsen die hun beleggingen spreiden over verschillende hedge funds. Sommige zijn eigenlijk geen fonds maar een quasi-bank, omdat ze vaak een twintigvoudige hefboom hebben <sup>1</sup>.

## Rol op financiële markten

figuur 1 laat zien dat het totaal belegd vermogen van hedge funds explosief is gestegen de afgelopen jaren. Afgezet tegen de gehele markt voor beleggingsinstellingen is hun omvang echter vrij gering: het vermogen van beleggingsinstellingen in de G7-landen was in 1995 ongeveer \$ 4.600 mrd, en dat van alle hedge funds wereldwijd wordt geschat op ruim \$ 53 mrd in 1995: iets meer dan 1% <sup>2</sup>. Sindsdien is het vermogen van hedge funds enorm gegroeid tot bijna \$ 90 mrd in 1997. Kijkend naar de gemiddelde omvang van hedge funds resulteert hetzelfde beeld: zelfs de grootste hedge funds zijn klein vergeleken met de markten waarin zij actief zijn. Daarnaast is de omvang van de vaak door de media aangehaalde Soros-fondsen (ongeveer \$ 11 mrd) niet representatief voor die van de meerderheid van de hedge funds (ongeveer \$ 65 mln) <sup>3</sup>.



Figuur 1. Omvang van drie type hedge funds

### Hefboom

Het beoordelen van de marktinvloed van hedge funds op basis van hun omvang heeft als nadeel dat deze omvang slechts de kapitaalbasis van hedge funds weergeeft. Met de financiële hefboom kunnen zij posities innemen die de kapitaalbasis ver overstijgen <sup>4</sup>. Zo kennen de media aan LTCM een kapitaalbasis van \$ 4,8 mrd toe en een financiële hefboom van 26, hetgeen de posities van het fonds opblaast tot niet minder dan \$ 125 mrd. Overigens is dit een uitzondering: de gemiddelde hefboom van hedge funds ligt rond de twee.

tabel 1 laat zien dat 70% van de hedge funds een hefboom gebruikt, maar slechts 16% meer leent dan één dollar voor elke dollar ingelegd vermogen <sup>5</sup>. Hedge funds met een hoger risicoprofiel (emerging markets en short selling) hebben een vrij lage hefboom en marktneutrale hedge funds die op zoek zijn naar risicovrije arbitragemogelijkheden hebben een hefboom van meer dan twee. Naar aanleiding van het bijna-omvallen van LTCM zijn hedge funds momenteel op grote schaal bezig hun hefboom te verkleinen, mede onder druk van banken. Om aan de hogere margin calls en de strengere kredietvoorwaarden te voldoen, worden hedge funds gedwongen om beleggingen te liquideren. Gevolg is dat er een forse hoeveelheid liquiditeit aan de markten wordt onttrokken.

Tabel 1. Hedge funds met geen, lage of hoge hefboom, % van totaal

Hefboom	geen Hefboom	laag (< 2,1)	hoog (>2,1)
neutraal (arbitrage)	18,2	22,7	59,1
macro	16,9	52,3	30,8
emerging markets	36,1	56,6	7,3
short selling	22,2	75	2,8
totaal	30,1	54,3	15,6

### Flitskapitaal en schommelingen

Hedge funds kunnen op korte termijn grote hoeveelheden geld mobiliseren en dat verplaatsen naar de markt met het hoogste rendement. De transactiefrequentie van hedge funds ligt daardoor aanzienlijk hoger dan die van andere institutionele beleggers die hun posities meestal langer aanhouden. Laatstgenoemden zijn na de oorspronkelijke transactie 'uit de markt' en beïnvloeden de prijsvorming niet meer. Hedge funds kunnen op de korte termijn bijdragen aan de volatiliteit van financiële markten, maar gezien hun geringe omvang ten opzichte van de totale markt zal deze invloed op lange termijn minder zijn.

Niet alleen de frequentie van de transacties, ook de beleggingsstrategieën van hedge funds kunnen de volatiliteit van de financiële markten vergroten. Dit geldt met name voor de strategie van het 'kort gaan', waarbij geleende aandelen verkocht worden. Als de koers in de tussentijd stijgt, en het fonds heeft de aankoop gefinancierd met vreemd vermogen, kan er een extra onderpand ('margin call') geëist worden. Soms moet hiervoor een deel van de portefeuille verkocht worden, waardoor prijsdalingen en verliezen veroorzaakt worden.

Hoewel vaak wordt gesteld dat hedge funds de aanjager zijn van kuddegedrag, doordat andere beleggers hen volgen in de veronderstelling dat zij de marktbevingen beter kunnen voorspellen, wordt hiervoor in de literatuur weinig empirisch bewijs gevonden <sup>6</sup>. In het algemeen wordt aangenomen dat hedge funds een leidende rol hebben gespeeld tijdens de EMS-crisis in '92-'93, maar traditionele beleggingsfondsen, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en niet-financiële ondernemingen zorgden voor de werkelijke financiële slagkracht. Bij de speculaties tegen de Mexicaanse peso in '94-'95 en de Thaise baht in 1997 waren hedge funds zelfs eerder volgers in de kudde dan voorgangers. En de baht was, volgens marktpartijen, de enige Aziatische valuta waar hedge funds aanzienlijke korte posities in hebben genomen. Er lijkt dan ook geen empirisch bewijs te vinden voor de stelling dat hedge funds de Aziatische valutacrisis hebben veroorzaakt <sup>7</sup>.

## Toezicht?

Regulering van beleggingsfondsen dient ter bescherming van beleggers, garantie van de marktintegriteit en beperking van het systeemrisico. Nu lijkt bescherming van beleggers bij hedge funds niet aan de orde omdat het gaat om het geld van zeer welgestelde particulieren die doelbewust een groot risico nemen en een vermogensverlies best kunnen dragen. Bij marktintegriteit gaat het om een efficiënte prijsvorming, macht op de markt en de beschikbaarheid van informatie voor alle beleggers. In sommige gevallen hebben hedge funds juist bijgedragen aan een efficiënte prijsvorming doordat ze profiteren van anomalieën en deze daarmee elimineren. Bovendien kunnen hedge funds weliswaar op korte termijn bijdragen aan de volatiliteit op financiële markten, maar op langere termijn zal deze invloed minder zijn. Ook is het moeilijk voor te stellen dat hedge funds over meer of betere informatie beschikken dan andere beleggers, omdat de meeste hedge funds een kleine staf en een beperkte researchcapaciteit hebben.

De reden voor de Federal Reserve Bank of New York om toch in te grijpen was dat ze bang was dat het faillissement van LTCM en het geforceerd afbouwen van haar complexe positie, andere marktpartijen die geen directe relatie met LTCM hadden in gevaar zou brengen. Door een vrijwillige herfinanciering van LTCM door enkele grote zakenbanken, kon een systeemcrisis worden voorkomen. Deze reddingsactie was een unieke gebeurtenis die succesvol werd doordat de belanghebbenden inzagen dat een faillissement van LTCM in de huidige financiële markten schade zou berokkenen aan vele marktpartijen. De crediteuren en tegenpartijen beseften dat LTCM, en daarmee hun vorderingen, meer waard zouden zijn als de liquidatie van de LTCM-portefeuille ordelijk zou verlopen.

Maar wat nu als de banken dit besef niet zouden hebben, of niet bereid zouden zijn om voldoende kapitaal op tafel te leggen? Om het systeemrisico te verkleinen, zouden de toezichhouders zich moeten richten op de banken en andere financiële instellingen die geld lenen aan hedge funds (in het bijzonder voor de beoordeling van de totale positie van banken ten opzichte van hedge funds), en niet zozeer op de hedge funds zelf. Bij LTCM bleek het immers mogelijk dat, terwijl de eigen handelaren van een bank de exposure-limieten al hadden bereikt, via de achterdeur nog leningen aan hedge funds werden verstrekt. Ten slotte kunnen toezichhouders, om de kans op systeemrisico's te verkleinen, besluiten om de solvabiliteitsratio (BIS-norm) te verhogen of kredietplafonds voor hedge funds in te stellen. Het is immers vooral de, soms enorme, financiële hefboom die hedge funds hun financiële slagkracht geeft.

## Besluit

De vermogens die hedge funds onder hun beheer hebben, verbleken bij die van institutionele beleggers. Omdat deze veelal dezelfde financiële operaties uitvoeren als hedge funds is het te makkelijk om hedge funds als enige verantwoordelijk te stellen voor de toegenomen volatiliteit op financiële markten. Wij concluderen dat een groot gedeelte van de negatieve publieke perceptie over de risico's van hedge funds voortkomt uit een gebrek aan betrouwbare informatie over hun beleggingspatronen. Er zijn wel anekdotes waarbij hedge funds de leider in de kudde zijn geweest, maar het gaat te ver om hedge funds in elke situatie een leidende rol toe te kennen en er zijn evenzoveel verhalen dat de hedge funds een ontwikkeling te laat zagen aankomen.

Het lijkt er wel op dat de beleggingsstrategieën van hedge funds hebben bijgedragen aan de volatiliteit van internationale financiële markten. Hedge funds kunnen snel een enorm kapitaal mobiliseren op zoek naar een hoog rendement en zij nemen daarbij veel risico's. De echte problemen ontstaan echter pas als hedge funds worden gevolgd door de grote institutionele beleggers. Daarnaast vormt de hefboom van hedge funds inderdaad een potentieel gevaar voor de stabiliteit van de financiële markten, hoewel de gemiddelde hefboom niet groter is dan twee en dus ver verwijderd van de spectaculaire hefboom die LTCM gebruikte. Niettemin blijkt de risicoanalyse van veel grote banken te kort te zijn geschoten en lijkt aanscherping van de regels hier gewenst. De prijs die we hiervoor moeten betalen is dat hedge funds dan minder bijdragen aan de efficiëntie, diepte en liquiditeit van financiële markten

---

<sup>1</sup> Ter vergelijking: de gemiddelde hefboom van commerciële banken in de geïndustrialiseerde landen ligt tussen de 12 en 29 (IMF, *Hedge funds and financial market dynamics*, Occasional paper 166, mei 1998). Banken zijn echter onderworpen aan regulering door de toezichhouders en kennen een veel voorzichtiger risicomanagement.

<sup>2</sup> Andere schattingen over aantal en belegd vermogen lopen op tot ongeveer het viervoudige van deze cijfers, vooral als gevolg van verschillende definities van hedge funds.

<sup>3</sup> Bron: Van Hedge Advisors.

<sup>4</sup> Omdat de verhouding eigen/vreemd vermogen door de complexe posities van hedge funds niet erg relevant is om het portefeuillerisico te bepalen, doen de banken zogenaamde stress-tests waarin het vermogensverlies wordt bepaald als de markt met twee of drie keer zijn standaarddeviatie onderuit gaat.

<sup>5</sup> Hoewel dit ramingen zijn, gebaseerd op een steekproef van fondsen uit de 'Van hedge fund advisors database', laten andere onderzoeken vergelijkbare resultaten zien. Wel moeten, vanwege meetproblemen, de cijfers met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden.

<sup>6</sup> IMF, 1998, op.cit.

