

Hedgefondsen nieuwe stijl

Auteur(s):

Haas, R.T.A., de
De Nederlandsche Bank, directoraat Toezicht.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4327, pagina 763, 5 oktober 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiële, markten

Over hedgefondsen bestaan nog veel misverstanden. Toch is er een toenemende belangstelling van beleggers. Ook veel banken handelen er graag mee.

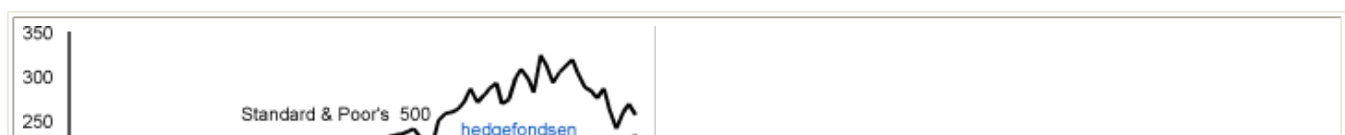
De term hedgefonds heeft betrekking op een zeer diverse groep beleggingsinstellingen. Het eerste hedgefonds, het in 1949 opgerichte Jones Hedge Fund, voerde een zodanige strategie dat de beleggingen grotendeels waren beschermd ('gehedged') tegen algemene koersbewegingen. Hierbij werden bepaalde aandelen gekocht (lange positie) en andere aandelen geleend, vervolgens verkocht en pas op een later tijdstip weer teruggekocht (korte positie). Met een dergelijke arbitrage-strategie kan op veranderingen in prijsverschillen tussen individuele effecten worden gespeculeerd, zonder dat men blootstaat aan het bredere marktrisico. In de afgelopen vijftig jaar is de diversiteit binnen de hedgefondssector echter in snel tempo toegenomen¹. Zo maakten aan het begin van de jaren negentig de zogenoemde macrofondsen furor. Dit waren hedgefondsen die het marktrisico niet uit de weg gingen, maar juist grote speculatieve posities op de rente- en valutamarkten innamen. Hoewel de eerste hedgefondsen hun naam dus eer aan deden door marktrisico's grotendeels af te dekken, zou voor deze macrofondsen de term speculatiefonds eigenlijk toepasselijker zijn. In dit artikel zal worden ingegaan op een aantal recente ontwikkelingen binnen de sector.

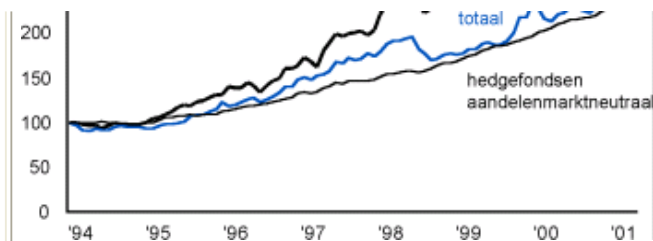
Kenmerken

Hoewel een eenduidige definitie van een hedgefonds moeilijk te geven is, kunnen toch een aantal gemeenschappelijke kenmerken worden genoemd. Ten eerste richten hedgefondsen zich niet op het grote publiek, maar uitsluitend op vermogende particulieren en institutionele beleggers. Hierdoor zijn zij van allerlei regelgeving en publicatievereisten vrijgesteld, waardoor hun beleggingsstrategieën flexibeler zijn dan die van gewone beleggingsfondsen. Zo trekken sommige hedgefondsen aanzienlijke hoeveelheden vreemd vermogen aan, waardoor ze met een grote financiële hefboom (leverage) op de internationale markten kunnen opereren. Daarom wordt vaak de aanduiding Highly Leveraged Institutions (HLI's) gebruikt. Ten tweede mogen hedgefondsen, in tegenstelling tot gewone beleggingsfondsen, gebruik maken van korte posities, waardoor ze kunnen speculeren op dalende koersen of een marktneutrale beleggingsstrategie kunnen voeren. Ten derde valt de beloningsstructuur van hedgefondsmanagers op. Zij ontvangen een beloning die direct afhangt van het rendement en dienen in de meeste gevallen bovendien een aanzienlijk deel van hun eigen vermogen in het fonds te stoppen. Op deze manier worden de economische prikkels van de managers zoveel mogelijk in lijn gebracht met de doelstelling van de kapitaalverschaffers: het behalen van een zo hoog mogelijk rendement, zonder onverantwoord hoge risico's te nemen.

Hedgefondsen in 2001

Nadat in de eerste helft van de jaren negentig de grote macrofondsen van superspeculanten als George Soros hoogtij vierden, is de populariteit van deze fondsen in de afgelopen jaren afgenomen. Het debacle met het enorme Amerikaanse hedgefonds LTCM in de zomer van 1998 vormde het eerste teken van deze omslag². Hedgefondsen werden geconfronteerd met zowel een afnemende kredietverlening als een uitstroom van in de fondsen belegd kapitaal. Het einde van LTCM, dat uiteindelijk in 1999 werd opgeheven, stond bovendien niet op zichzelf. In maart vorig jaar werd het einde aangekondigd van het grote fonds *Tiger Management* en een maand later kondigde George Soros aan dat hij conservatiever wilde gaan beleggen, nadat de waarde van zijn *Quantumfunds* sterk was gedaald door verliezen in de technologiesector. De vooruitzichten voor de sector leken, kortom, beroerd. Recentelijk is de populariteit van hedgefondsen echter weer sterk toegenomen. Deze hernieuwde belangstelling is ten eerste afkomstig uit de richting van institutionele beleggers, met name pensioenfondsen. Zo kondigde het ABP begin dit jaar aan van plan te zijn in hedgefondsen te gaan beleggen. Pensioenfondsen beschouwen het toevoegen van alternatieve beleggingen, waaronder hedgefondsen, als een manier om hun rendementen op te krikken en tegelijkertijd hun portefeuille verder te diversificeren. De gestegen belangstelling voor hedgefondsen hangt dan ook sterk samen met de toegenomen onzekerheid op de financiële markten, met name het einde van de jarenlange stijging op de aandelenmarkten. Zoals al eerder werd opgemerkt, kunnen hedgefondsen tegelijkertijd aandelen kopen en (andere) geleende aandelen verkopen, zodat de gevoeligheid van hun totale portefeuille voor marktbrede koersschommelingen grotendeels wordt uitgeschakeld. In een nerveuze aandelenmarkt als de huidige kan dit een aantrekkelijke optie zijn. De onderste lijn in [figuur 1](#) geeft de zeer stabiele ontwikkeling van marktneutrale aandelenhedgefondsen weer.





Figuur 1. Aandelen-index (Standard & Poor's top-500), brede hedgefondsenindex en aandelenmarkt-neutrale hedgefondsenindex
 Noot: De middelste lijn betreft de CSFB/Tremont hedgefondsenindex waarin zo'n 2600 hedgefondsen zijn opgenomen. Bron: <http://www.hedgeindex.com> en Datastream.

Rendementen

Door het combineren van lange en korte posities, net zoals de eerste hedgefondsen deden, wisten deze fondsen ook in een moeilijk jaar als 2000 nog een aantrekkelijk rendement te behalen. Uit de stabiele ontwikkeling blijkt duidelijk de geringe gevoeligheid voor de schommelingen van de aandelenmarkten als geheel. Daar staat tegenover dat de fondsen gedurende de jaren negentig vanzelfsprekend ook minder hebben kunnen profiteren van de opgaande aandelenmarkt. Zo blijkt dat de cumulatieve opbrengst sinds 1994 van beleggingen in aandelen (bovenste lijn in figuur) hoger is dan van een even grote belegging in hedgefondsen. Echter, bij het haperen van de aandelenmarkten blijken hedgefondsen (onderste en middelste lijn) een aantrekkelijk alternatief. Wanneer de gegevens uit de figuur voor risico worden gecorrigeerd, blijkt dat hedgefondsen in de afgelopen jaren een relatief goede risico-rendementsverhouding lieten zien ³.

Parapluconstructies

Gegeven het bovenstaande is het niet verwonderlijk dat ook steeds meer (zaken)banken hedgefondsen in hun productassortiment opnemen. Met name voor 'private banking'-klanten kunnen deze beleggingen een aantrekkelijke aanvulling zijn op de bestaande portefeuille, mede gezien de lage correlaties van hedgefondsenrendementen met die van meer traditionele beleggingen. Veel banken bieden zogenoemde fondsen-in-fondsen aan, waarbij een klant via een parapluconstructie kan beleggen in diverse kleine hedgefondsen, die ieder een eigen beleggingsstijl hanteren. Met de introductie van dergelijke fondsen-in-fondsen is tevens de minimuminleg voor beleggers geleidelijk afgenomen.

De hernieuwde belangstelling voor hedgefondsen heeft er niet toe geleid dat de huidige fondsen weer zijn uitgegroeid tot de kolossale beleggingsgiganten die in de jaren tachtig en negentig belangrijke spelers waren op de financiële markten. De ondergang van enkele van deze reuzen heeft de sector geleerd dat groter niet altijd beter is. Immers, één van de problemen waar bijvoorbeeld LTCM tegenaan liep, was dat er op een gegeven moment simpelweg teveel te beleggen middelen aanwezig waren. Het gevaar bestaat dan dat er wordt belegd in tweederangs beleggingsalternatieven of dat de ingenomen posities in bepaalde deelmarkten dusdanig groot worden dat deze niet meer verlaten kunnen worden zonder daarmee de prijzen te laten kelderen. Om dergelijke situaties te voorkomen, kiezen steeds meer fondsen er bewust voor om klein te blijven en regelmatig een stop te zetten op de instroom van nieuw kapitaal of zelfs kapitaal naar de beleggers terug te storten.

Indirect toezicht

De ondergang van LTCM heeft duidelijk gemaakt dat het faillissement van een groot hedgefonds met een omvangrijke financiële hefboom belangrijke negatieve implicaties kan hebben. Dit geldt niet alleen voor de beleggers en de kredietverschaffers van het fonds, maar ook voor de financiële markten in het algemeen. Bij LTCM kon een dergelijk systeemrisico ontstaan doordat banken, vaak zonder het van elkaar te weten, grote hoeveelheden krediet aan het fonds verleenden, zonder zich voldoende op de hoogte te stellen van de risicostructuur, de handelsstrategieën en de kwaliteit van het management.

Toezichthouders hebben daarom besloten om niet de hedgefondsensector zelf te reguleren, maar het probleem bij de bron aan te pakken, dat wil zeggen bij de kredietverschaffers. Het uitgangspunt daarbij is dat banken over voldoende kwalitatieve en kwantitatieve informatie dienen te beschikken om een afgewogen beslissing te kunnen nemen over het al dan niet verlenen van krediet aan een bepaald hedgefonds. Wanneer zo de kredietverlening aan hedgefondsen op prudente wijze plaatsvindt, kan hun hefboom beheerst blijven en zullen systeemrisico's verminderen.

Hierbij speelt ook mee dat er aanzienlijke praktische problemen verbonden zijn aan het direct reguleren van hedgefondsen. Ten eerste is er niet een eenduidige definitie van een hedgefonds te geven, waardoor het voor dergelijke instellingen vrij makkelijk wordt om zich aan eventuele regelgeving te onttrekken. Ook hebben fondsen de mogelijkheid om uit te wijken naar niet of minder gereguleerde buitengaatsgebieden. Goed werkende regulering en toezicht zou zich dus ook tot deze gebieden moeten uitstrekken, hetgeen een langzaam en in politiek opzicht zeer moeizaam proces zou betekenen.

Richtlijnen Bazels Comité

Het Bazels Comité van banken-toezichthouders heeft aan de indirecte aanpak invulling gegeven door aanbevelingen te doen voor banken die met hedgefondsen handelen of van plan zijn dit te gaan doen ⁴. Hierin staat onder meer dat banken, reeds voordat de eerste transacties gedaan worden, een adequaat systeem van risicomanagement en een expliciet beleid ten aanzien van hedgefondsen moeten hebben. Zo moet nauwkeurig worden vastgelegd welke informatie over potentiële tegenpartijen absoluut noodzakelijk is en aan welke kredietstandaarden deze dienen te voldoen. Nuttige informatie kan bijvoorbeeld betrekking hebben op de ingenomen posities van het fonds, de prestaties in het verleden en de gehanteerde strategieën. Ook dient inzicht te worden verworven in de mate waarin het fonds gebruik maakt van een financiële hefboom.

Voorts moeten systemen aanwezig zijn die ervoor zorgen dat steeds voldoende onderpand aanwezig is en dat posities met

hedgefondstegenpartijen tijdig worden afgebroken indien het fonds niet langer aan bepaalde voorwaarden voldoet. Ook dienen banken gebruik te maken van scenario-analyses en stresstesten, waarbij de gevolgen van bepaalde negatieve marktsenario's voor de hedgefondsportefeuille worden doorgerekend.

Voortgangscntrole

Om inzicht te verwerven in de effectiviteit van de indirecte aanpak, wordt de voortgang van de banken gemonitord. In maart van dit jaar publiceerde het Bazels Comité, samen met IOSCO⁵, een rapport waarin de laatste stand van zaken werd beschreven⁶. Hieruit blijkt dat banken voortgang hebben geboekt in het rapporteren van openstaande posities op (individuele) hedgefonds aan het hogere management, het beter inschatten van kredietrisico's verbonden aan hedgefonds en het beheersen van uitzettingen ('exposures'), zowel op het gebied van onderpand als van documentatie daarvan. Veel instellingen hebben verder hun risicomatstaven verbeterd, bijvoorbeeld door het introduceren van portfolio-simulatiemodellen. Een aantal instellingen dient echter nog verdere verbeteringen door te voeren binnen hun risicomangementsystemen, vooral wat betreft het modelleren van de portefeuille en het uitvoeren van stresstesten met betrekking tot onderpand en liquiditeit.

Verder hebben banken in veel gevallen aanzienlijke vooruitgang geboekt bij het beheersen van kredietlimieten en het verbeteren van kredietvoorwaarden. Sommige banken hebben echter in geval van korte-termijntransacties met een aantal hedgefonds-tegenpartijen bepaalde eisen toch weer versoepeld. Het Bazelse Comité benadrukt dat, indien concurrentieoverwegingen het banken onmogelijk maken strengere eisen te stellen, de hieruit voortvloeiende risico's dienen te worden verkleind door een verhoogde transparantie door de fondsen, lagere limieten dan wel strengere kredietconvenanten.

Besluit

Het einde van een aantal zeer grote hedgefonds en de toetreding van kleinere fondsen tot de sector heeft er voor gezorgd dat de hedgefondsportefeuille van veel banken momenteel beter is gediversificeerd. Tegelijkertijd is daarmee het systeemrisico dat is verbonden aan het faillissement van een enkel fonds enigszins verminderd. Toch mag dit geen aanleiding zijn voor verschaffers van eigen en vreemd vermogen aan hedgefonds om minder waakzaam te zijn. Zo waarschuwde de Securities and Exchange Commission (SEC) - de Amerikaanse beurstoezichthouder - onlangs nog dat veel nieuwe fondsmanagers onervaren of zelfs onbetrouwbaar zijn. Bankendienen daarom de ingezette verbeteringen in hun beleid ten aanzien van hedgefonds vol te houden en uit te breiden, ook wat betreft de kleinere fondsen.

Wanneer de concurrentie dit binnen bepaalde marktsegmenten bemoeilijkt, zullen banken er toch voor moeten zorgen dat het totaalpakket van maatregelen ten aanzien van deze hedgefonds-tegenpartijen ruimschoots in orde is. Alleen op die manier kunnen financieringsstromen verschuiven van onbetrouwbare fondsen met een overmatige hefboom naar transparante en goed beheerde fondsen

¹ Zie voor een uitgebreidere analyse van de hedgefondssector: I. Naaborg en R.T.A. de Haas, Hedgefonds: kenmerken, werkwijzen en invloed op het financiële systeem, *Financiële en Monetaire Studies*, Wolters-Noordhoff, Groningen, 2001.

² LTCM was overigens geen macrofonds maar vooral een marktneutraal arbitragefonds, dat relatief kleine prijsverschillen tussen vergelijkbare financiële instrumenten uitbuitte.

³ Dit blijkt bijvoorbeeld uit de zogenoemde Sharpe-ratio. Een hogere Sharpe-ratio betekent een hoger voor risico gecorrigeerd rendement. Voor de bedrijven die in de top vijfhonderd van analist Standard & Poor's stonden, bedroeg deze ratio over de periode 1994-2000 0,6; voor de CSFB/Tremont-index 0,73 en voor de marktneutrale subindex 2,06.

⁴ Bazels Comité voor het Banktoezicht, *Sound practices for banks' interactions with highly leveraged institutions*, 1999, en *Banks' interactions with highly leveraged institutions*, 1999.

⁵ International Organization of Securities Commissions, de samenwerkende toezichthouders op effecteninstellingen.

⁶ Bazels Comité voor het Banktoezicht en IOSCO, *Review of issues relating to highly leveraged institutions (HLI's)*, maart 2001. In 2000 publiceerde het Bazels Comité al *Banks' interactions with highly leveraged institutions: implementation of the Basel committee's sound practices paper*, waarin voor de eerste keer de voortgang van banken in kaart werd gebracht.