

# Onbekend maakt onbemind

TEKST Miranda Schoutsen  
FOTOGRAFIE Geoffrey Tolaro

*Veel hedgefondsen presteerden belabberd in 2008. En hun imago onder pensioendeelnemers is slecht. Waarom zouden pensioenfondsbesturen eigenlijk nog in hedgefondsen moeten geloven?*

**E**en absoluut rendement, oftewel het behalen van een positief rendement onder alle omstandigheden, dat is waar hedgefondsen naar streven. In de onstuimige marktomstandigheden van het afgelopen jaar kregen ze de kans hun toegevoegde waarde te bewijzen. Helaas konden vele fondsen hun doelstelling totaal niet waarmaken. De Credit Suisse/Tremont Hedgefund Index, geconstrueerd uit de resultaten van ruim 5.000 hedgefondsen wereldwijd, noteerde een rendement van ruim 19 procent negatief in 2008.

Tel daarbij op dat het imago van hedgefondsen onder pensioendeelnemers ronduit slecht is. Een onderzoek dat vorig jaar werd gehouden onder de deelnemers van PFZW en PME toont aan dat meer dan de helft van de deelnemers liever niet in hedgefondsen belegt. Het is dan ook geen wonder dat sommige fondsbestuurders zich afvragen wat zij met deze beleggingscategorie aan moeten. Uit recent onderzoek van onze Engelse zusterpublicatie Investment & Pensions Europe (IPE) onder bijna 75 Europese pensioenfondsen komt naar voren dat driekwart een negatief 'net-of-fee' rendement heeft behaald van meer dan 5 procent. Ook blijkt dat 9 van de 30 respondenten in een survey hun allocatie aan hedgefondsen het afgelopen jaar heeft verminderd en 8 pensioenfondsen geven aan dat ze dat nog zullen doen in 2009. Uit IPN's eigen pensioenfondsenquête van maart jongstleden onder Nederlandse pensioenfondsen blijkt dat een grote meerderheid - 81% - verwacht dat hedgefondsbeleggingen na kosten een lager rendement opleveren dan de MSCI World ([zie ook pagina 27](#)).

Het roept al met al de vraag op: Waarom moeten pensioenfondsen nog steeds geloven in hedgefondsen? IPN legde het voor aan twee vertegenwoordigers uit de Nederlandse hedgefondsindustrie: Mark Baak, hoofd portfoliomanagement bij Finles Capital Management en John Hoek van het DQS Absolute Return Fund, een kwantitatief multi-strategie hedgefonds.

## Met hedgefondsen beter af

"Voor de deelnemers is het rendement natuurlijk het allerbelangrijkst," zegt Mark Baak. "Maar andere beleggingscategorieën hebben over 2008 ook dramatische resultaten behaald. Over een periode van tien jaar staat de HFRX Global Hedgefund Index echter 5 procent in de plus terwijl aandelen, inclusief dividend, in dezelfde periode een rendement van 3 procent negatief boekten." Als pensioenfondsen al het vermogen in aandelen in hedgefondsen hadden gestopt waren hun dekkingstekorten nu minder groot, wil Baak maar zeggen. Voor pensioenfondsen die uit rendementsoverwegingen besluiten niet meer in hedgefondsen te beleggen, komt eigenlijk geen enkele categorie in aanmerking. "Alleen staatsobligaties deden het in 2008 goed en het perspectief van deze beleggingscategorie is nu ook niet rooskleurig," merkt Baak op.

John Hoek trekt een heel andere parallel. Hij ziet geen principieel verschil tussen geld in een hedgefonds stoppen of het aan de directie van een onderneming geven. "Bij een hedgefonds is tenminste nog duidelijk wat de strategie is, bij een bank is dat bijvoorbeeld nog maar de vraag." In de zomer van 2008 schreven sommige pensio-

nenfondsen in op een emissie van Fortis. Ze hadden volgens Hoek het geld net zo goed in een willekeurig hedgefonds kunnen beleggen. "Nu de rendementen op aandelen tegenvallen, gaat nergens het geluid op om met de aandelenbeleggingen te stoppen," vervolgt hij. "Sterker nog, sommige pensioenfondsen willen juist hun belang in aandelen vergroten vanwege de vermeende lage waarderingsniveaus." Hoek ziet dat pensioenfondsen wel alternatieve strategieën hanteren maar een groot deel van de portefeuille nog altijd baseren op het 'buy-and-hold' principe. "Pensioenfondsen zouden juist op zoek moeten gaan naar strategieën die negatief gecorreleerd zijn met de rendementen van de huidige portefeuille. Dus niet méér aandelen, maar juist minder. Met het vergroten van de aandelenposities worden pensioenfondsen speculanten die speculeren op een herstel van de aandelenkoersen, dat kan toch niet de bedoeling zijn."

De manager van DQS Fund erkent dat sommige hedgefondsen niet brachten wat er van verwacht werd, namelijk positieve rendementen met geen, of een negatieve, correlatie met de rest van de portefeuille. En hij begrijpt dat dat resultaat leidt tot terugtrekking van ingelegde gelden. Toch hoopt hij dat "niet alle hedgefondsen over een kam worden geschoren."

Pensioenfondsen zouden ook voor specifieke stijlen kunnen kiezen, stelt Baak van Finles. "Denk aan managed futures, dat zijn hedgefondsen die op trends inspelen door het gebruik van futures. Deze fondsen zitten nu short in aandelen en long in staatsobligaties. Deze stijl heeft bijna geen of een negatieve correlatie met



Mark Baak



Ronald Wuijster



John Hoek

aandelen." Volgens de Credit Suisse/Tremont Hedgefund Index scoorde deze strategie in 2008 een positief rendement van ruim 18 procent.

Hoek pleit voor een diversificatie van strategieën in plaats van een spreiding over categorieën zoals de meeste pensioenfondsen momenteel doen. "Vorig jaar bleek dat de verschillende beleggingscategorieën veel sterker gecorreleerd zijn dan beleggers altijd dachten."

### Niks mis met modellen

De hedgefondsbeleggers vinden absoluut niet dat het modelmatig beleggen het afgelopen jaar heeft afgedaan. Integendeel. Baak: "Juist modelmatige strategieën boekten het afgelopen jaar winsten tussen de 20 en 30 procent." En aan iedere beleggingsbeslissing ligt een model ten grondslag, geeft Hoek aan. "Waarom zouden de modellen van hedgefondsen niet meer werken en 'het model' om aandelen lang te zitten wel?"

Kortom, dat een aantal hedgefondsen omviel is zuiver te wijten aan de extreme marktomstandigheden van 2008?

Hoek: "Natuurlijk zijn er hedgefondsen geweest die met 'foute' risicomodellen hebben gewerkt. Risico's die van te voren bekend hadden kunnen en moeten zijn. Vooral het 'staartrisiko' is veel te optimistisch ingeschat. Terwijl dat risico toch redelijk makkelijk af te dekken is. Overigens geldt hetzelfde voor het 'buy and hold'-model dat pensioenfondsen hanteren: ook hier is het staartrisiko veel te laag ingeschat en veelal niet afgedekt."

Hoek begrijpt wel dat een strop van 30 procent op aandelen makkelijker uit te leggen is aan de achterban, dan een verlies van 10 procent in een hedgefonds. Maar hij

vindt dat pensioenfondsen zich niet teveel moeten laten leiden door de perceptie van de deelnemers. "Er is te weinig kennis over de diversiteit onder hedgefondsen en er wordt teveel gegeneraliseerd."

De manager van het DQS Fund heeft weinig op met de discussies over de regulering van hedgefondsen. "Regelgeving is op zich een afschuiving van verantwoordelijkheid. Als we maar aan de regels voldoen dan kunnen ze ons later niets kwalijk

nemen." Ook Baak van Finles ziet er weinig in om voor deze groep specifieke regels op te stellen. "Hedgefondsen zijn al veel transparanter dan tien jaar geleden. Ze moeten zich gewoon houden aan de regels die voor andere beleggers ook gelden." Pensioenfondsen die toch huiverig zijn en een goed inzicht willen, raadt hij aan om te werken met een zogenoemd 'managed account'. "Dan heb je honderd procent transparantie op ieder moment van de dag." ■

### APG: WIJ BLIJVEN GELOVEN IN HEDGEFONDSEN

"Wij blijven geloven in strategieën die denken in termen van absoluut rendement," zegt Ronald Wuijster, hoofd Strategy & Research APG Asset Management. "Natuurlijk heeft deze beleggingscategorie het afgelopen jaar niet over de volle breedte goede rendementen opgeleverd. APG zelf heeft in 2008 op haar hedgefondsbeleggingen een score behaald van 5,6 procent negatief."

Het is belangrijk dat je dingen doet die je snapt. Wij hebben professionals in Schiphol en New York die voor ons een eigen 'fund of funds' beheren van laag gecorreleerde strategieën. Wij slagen er niet altijd in om een positief absoluut rendement te halen, maar op de langere termijn boeken we een zeer behoorlijk rendement tegen een aanvaardbaar risico.

Op de kortere termijn verhogen wij de allocatie iets, net als in infrastructuur, omdat we daar nu iets meer in zien dan in aandelen. Zorgvuldige selectie is belangrijk evenals spreiding over stijlen. Het doel is zoveel mogelijk de marktgevoeligheid eruit te filteren. Vorig jaar was de markt zeer geschikt voor momentumstrategieën en distressed debt en dat zijn nog steeds aantrekkelijke segmenten. Merger arbitrage en quant long-short equity zijn voorbeelden van stijlen die het in deze markt omstandigheden moeilijk hebben.

We vinden het heel belangrijk om naar pensioendeelnemers te luisteren. We beleggen bijvoorbeeld niet in activistische beleggers. Maar als professional moet je je niet door de waan van de dag laten leiden. Als het grote publiek deze beleggingsstrategieën beter zou begrijpen, dan zouden hedgefondsen best populair zijn.

Er is niets mis met modelmatig beleggen maar ook daarvoor geldt dat je goed moet begrijpen wat die modellen doen. Je moet ook de flexibiliteit hebben om in te grijpen. We doen veel aan risicomangement, we beseffen dat risico meer is dan alleen statistische analyse, sommige stijlen kunnen in deze turbulente tijden qua correlatie dicht bij elkaar liggen. We kijken nu ook meer naar het metarisiko, hoe gezond is de manager en wat is het niveau aan onttrekkingen. We spelen net wat dichter op de bal en doen iets meer aan stress scenario analyse.

Ik heb twee keer op een hoorzitting van het Europees parlement gesproken over regulering van de hedgefondsindustrie. Wij zijn er geen voorstander van om alles helemaal dicht te timmeren. We zijn wel voor meer transparantie maar via standaard oplossingen en bij voorkeur via de weg van zelfregulering."