

Boer zoekt vrouw en belegger zoekt boerenverstand

Ten tijden van het schrijven van dit artikel vergadert de politieke wereldtop in Kopenhagen om afspraken te maken over de duurzaamheidsagenda voor de komende jaren. En als we politiek en wetenschap mogen geloven is het inmiddels vijf voor twaalf. Als er niet snel wordt ingegrepen naderen we op tal van terreinen het *tipping point* waarbij onherstelbare schade wordt aangericht aan milieu, klimaat en biodiversiteit. Door de vele aandacht voor dit onderwerp in de media zouden we bijna vergeten dat er nog een andere brandende kwestie is die onze bijzondere aandacht verdient. Deze kwestie betreft al die boeren die wanhopig op zoek zijn naar een vrouw. In veel landen is nauwelijks aandacht voor het drama dat hier achter schuil gaat, zo niet in Nederland. In een land dat het primaat van de middelmaat tot norm heeft verheven en waarin het woord *vertrossing* niet voor niets is uitgevonden hebben wij deze boeren collectief geadopteerd. En elke zondagavond kijken we met miljoenen hoe Yvonne Jaspers namens ons de broodnodige hulp verleent aan deze kansarme groep. Kan het nog mooier. Ik dacht het niet.

Hans de Ruiter
Stichting
Pensioenfonds
Hoogovens



In deze korte bijdrage zou ik de focus willen richten op een vergeten probleemgroep, namelijk de beleggers. Helaas zijn er geen televisieprogramma's die deze groep op sleeptouw nemen. Blijkbaar is het collectief schuldgevoel tegenover de boeren groter dan tegenover de beleggers. We zullen het dus zelf moeten doen. Laten we in de volgende paragraaf eerste eens stil staan bij het probleem van de beleggers.

De analyse

De meeste beleggers van vandaag de dag zijn grootgebracht in de neo-klassieke traditie. Tijdens hun studie hebben zij geleerd dat markten perfect zijn en beleggers rationeel handelen. Bovendien zijn financiële markten efficiënt. Belangrijk voordeel van dit wereldbeeld was dat we de prijsvorming op financiële markten op elegante wijze konden modelleren. Bovendien kende de financiële markten geen vervelende oprispingen als crises en (langdurige) instabiliteit.

Mede als gevolg van deze 'opvoeding' is een beleggingsindustrie ontstaan die sterk leunt op geavanceerde kwantitatieve modellen. Deze ontwikkeling is ondersteund door een kwantificering van het vakgebied in de academische literatuur die de suggestie wekt dat beleggen gereduceerd kan worden tot het oplossen van enkele differentiaalvergelijkingen. Het neo-klassieke erfgoed heeft vooral een belangrijke invloed gehad op het risicomanagement. Geleidelijk heeft de gedachte postgevat dat de belangrijkste risico's op kwantitatieve wijze gemeten kunnen worden, en dat we met behulp daarvan in staat zijn deze risico's te managen. Het eindresultaat van dit alles is dat we een beleggingsproces hebben gecreëerd waarbij de menselijke maat naar de achtergrond is verdrongen, of soms zelfs helemaal is verdwenen. Is de belegger van vandaag de dag nog te redden? Voor zover de beleggers onderdeel uitmaken van die populatie die trouw iedere zondagavond de verrichtingen van Yvonne Jaspers volgen weet ik het niet, maar voor de overige beleggers heb ik goed nieuws. Alvorens het goede nieuws met de lezer te delen wil ik graag eerst de beperkingen van het neo-klassieke paradigma schetsen, toegepast op de hedge fund industrie.

De hedge fund industrie

Het is al weer ruim acht jaar geleden dat ik in het VBA Journaal een artikel heb geschreven over de toegevoegde waarde van hedge funds aan een traditionele

beleggingsportefeuille.¹ Vanwege mijn academische achtergrond vertoonde mijn onderzoeksapproach sterke overeenkomsten met de traditionele neo-klassieke aanpak. Als basis voor de analyse hanteerde ik het mean-variance model van Markowitz. Dit leverde interessante uitkomsten op, want volgens de mean-variance analyse diende beleggers – gegeven de gebruikte dataset – bijna 100% naar hedge funds te alloceren. Dit bood geen goede verklaring voor wat in de praktijk werd waargenomen. Nu was mijn mentale staat nu ook weer niet zodanig embryonaal van aard dat ik door deze uitkomst sterk verrast was. Iedereen met enige basiskennis van hedge funds weet dat de standaarddeviatie een incompleet beeld geeft van het feitelijke risico. Immers, veel hedge fund strategieën worden gekenmerkt door een beperkte upside en een redelijke kans op een forse downside (met name veel arbitrage strategieën).

Een voorbeeld. In geval van een (klassieke) merger arbitrage strategie wordt een short positie ingenomen in het aandeel van de bieder en een long positie in het aandeel van de target. Veelal zal voorafgaande aan het definitief worden van de overname, de prijs van de target iets onder de biedprijs noteren (we noemen dit de spread). Wanneer de overname doorgaat wordt bij een merger arbitrage strategie de spread verdiend. Veelal is deze spread niet zo groot. Het rendementspotentieel wordt vaak wat vergroot door toepassing van leverage. Gaan echter de koersen dalen en/of wordt er geen toestemming verleend voor de overname dan kan de koers van de target fors terugvallen. Het resulterende rendementsprofiel is scheef verdeeld naar links; een beperkte upside en een kans op een grote downside. Hieruit volgt dat het risico van hedge funds bepaald wordt door minimaal drie factoren: de standaarddeviatie (volatility), de scheefheid (skewness) en de dikstaartigheid (kurtosis).

In het eerder genoemde artikel heb ik deze statistische eigenschappen van hedge funds onderzocht en kwam daarbij tot de conclusie dat hedge funds zich kunnen gedragen als wolven in schaapskleren. Ze worden gekenmerkt door lage standaarddeviaties en hoge Sharpe ratio's (positief), maar dat gaat gepaard met negatieve scheefheid en dikstaartigheid (negatief). Hoewel deze conclusie zuiver statistisch gezien juist is, heb ik inmiddels geleerd in de afgelopen acht jaar dat je voor een goed begrip van de hedge fund

industrie – en met name voor een goed begrip van de risico's bij hedge funds – achter de cijfers moet kijken. Of in de woorden van Warren Buffett: "Risico ontstaat doordat je niet weet wat je aan het doen bent."

De cijfers en het verhaal achter de cijfers

Als we naar de cijfers kijken in tabel 1 dan kunnen we constateren dat hedge funds over de periode 1994-2008 een goede prestatie hebben geleverd met een gemiddeld meetkundig rendement van 9%. Dit ligt hoger dan het gemiddeld rendement voor aandelen over deze periode en bovendien met een lagere standaarddeviatie. Daar staat tegenover dat het risicoprofiel werd gekenmerkt door een lichte mate van negatieve scheefheid (skewness) en een lichte mate van dikstaartigheid (kurtosis).

Tabel 1: Hedge Fund Total Return Indices, 1994-2008 (jaar-basis)

	HFR Index	CS-Tremont Index
gemiddeld rendement (rekenkundig)	9.8%	9.4%
gemiddeld rendement (meetkundig)	9.1%	8.7%
standaarddeviatie	11.9%	12.1%
skewness	-0.53	-0.65
kurtosis	3.75	3.14

Al met al zou je kunnen stellen dat bovenstaande statistische eigenschappen niet direct aanleiding vormen voor grote zorg. Waarschijnlijk gold dat ook voor de statistische eigenschappen van de vele hedge funds die in de laatste 15 jaar gefaald hebben. En dat is wellicht wel reden tot zorg, of op zijn minst reden voor reflectie. Indien onze standaard toolkit niet langer toereikend is om de echte risico's van hedge funds in kaart te brengen, dan roept dat de vraag op wat dan wel nodig is. Ik wil die vraag beantwoorden door simpelweg naar wat blow-ups van de laatste vijftien jaar te kijken.

Een goed startpunt is LTCM van John Meriwether, met aan boord de nobelprijswinnaars Myron Scholes en Robert Merton. Het fonds werd in 1994 opgericht en legde zich vooral toe op fixed income arbitrage (met name tussen on-the-run en off-the-run staatsleningen van de VS, Japan en Europa), merger arbitrage en aandelenvolatiliteit. Deze transacties gingen gepaard met een hoge mate van leverage (in de

beginsituatie was de debt-to-equity ratio 25:1). Volgens de modellen die LTCM hanteerde – en die geschat waren over een relatief korte periode – was het risico in de verschillende strategieën immers laag. In 1998 ging het fout. Door de financiële crisis in Rusland leed LTCM forse verliezen op haar arbitrage strategieën en in een paar maanden tijd daalde haar eigen vermogen van bijna \$ 5 miljard naar zo'n \$ 400 miljoen. Door ingrijpen van de Fed werd een financiële meltdown voorkomen. Een belegger die in dit geval alleen naar het track record van LTCM dan wel de statistische eigenschappen van de portefeuille had gekeken voorafgaand aan de val van LTCM zou de risico's waarschijnlijk als aanvaardbaar hebben ingeschat. Zou je echter achter de cijfers gekeken hebben, dan zou je tot de conclusie gekomen zijn dat de aard van de strategieën in combinatie met de hoge leverage het fund bijzonder kwetsbaar maakte voor *event risk*. En dat is LTCM uiteindelijk ook fataal geworden.

Een zelfde geschiedenis valt te schetsen voor Amaranth. Deze onderneming was in 2000 opgericht door Nicholas Maounis en legde zich vooral toe op convertible arbitrage strategieën. De onderneming was bijzonder succesvol en dat zorgde voor een sterke toename van het belegd vermogen. Omdat Amaranth het extra geld niet goed meer kwijt kon in de convertible arbitrage markt werd besloten actief te worden in de energy markt. Hiertoe werd Brian Hunter aangesteld. Hij deed voornamelijk spread trades in de natural gas markt in de VS. Bovendien deed hij dit met een debt-to-equity ratio van 8:1. In september van 2006 ging het fout. De spreads gingen tegen Amaranth in en dat resulteerde in een verlies van \$ 6 miljard en het einde van Amaranth. De problemen bij Amaranth had je niet goed van te voren zien aankomen door uitsluitend te kijken naar de statistische eigenschappen van de rendementsverdeling. Niettemin waren er wel goede *early warning indicators*. Ten eerste was dat het betreden van de energiemarkt door Amaranth. Dit was voor Amaranth nieuw terrein en was vooral bedoeld om de groei in het belegd vermogen te kunnen accommoderen. Wanneer een manager zijn terrein van expertise verlaat en groeit een doel op zich wordt dan geldt dat als waarschuwingssignaal. Ten tweede was het niveau van de leverage een bron van risico. Op de energiemarkt was Amaranth actief in convergence trades en die kunnen gepaard gaan met grote verliezen. Een hoge

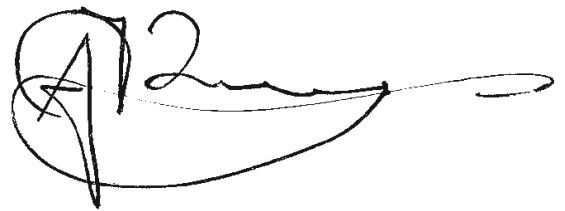
leverage vergroot dit risico aanzienlijk. En tot slot was het binnen de strategie van Amaranth mogelijk om zeer grote geconcentreerde bets te nemen. Dit maakte de onderneming bijzonder kwetsbaar en geldt eveneens als een waarschuwingssignaal.

Een laatste voorbeeld dat ik nog wil noemen is Madoff. Het hedge fund van Madoff – dat was gebaseerd op een split-strike conversion strategy, oftewel een combinatie van een protective put plus een covered call – had een uitstekend track record (het rendement van aandelen met het risico van een spaarrekening). Op basis van de statistische eigenschappen van de strategie was er niets op het hedge fund van Madoff aan te merken, anders dan dat je zou kunnen constateren dat de cijfers *too good to be true* waren. Om de echte risico's te kunnen begrijpen moest je de strategie begrijpen en de operationele kant van de onderneming doorlichten. Wat dit laatste betreft viel op dat de executie, de administratie en de bewaarneming allemaal functies waren die intern werden gedaan bij Madoff. Dat is hoogst ongebruikelijk en het betekent dat er geen onafhankelijk toezicht is op de operationele processen en de (kwaliteit van de) verstrekte informatie. Verder werkte Madoff met een kleine, onbekende accountantsfirma wat ook gezien moet worden als een operationele *red flag*. Verder waren vrijwel alle vitale functies binnen de onderneming in handen van familieleden wat eveneens de onafhankelijkheid niet ten goede komt. Tot slot was Madoff extreem terughoudend in het verschaffen van informatie. Due diligence ten kantore van Madoff kwam nauwelijks voor. Dat zou voor beleggers een absoluut *no go* moeten zijn.

Leve het boerenverstand

Wat hebben bovenstaande voorbeelden gemeen? Ze laten stuk voor stuk zien dat de echte risico's van hedge funds zich niet eenvoudigweg laten vangen in kwantitatieve grootheden. De gedachte dat je het risico van hedge funds kunt reduceren tot een aantal statistische eigenschappen en kwantitatieve maatstaven – laat staan enkel en alleen een standaarddeviatie – getuigt van een groot gebrek aan kennis van deze strategieën. Voor een goed begrip van het risico van hedge funds is een goed begrip nodig van de strategie, de onderneming en de manager ... zodat je – om met Buffett te spreken – weet wat je aan het doen bent. Met andere woorden, de menselijke maat dient weer terug te komen in het risicomanagement

van hedge funds. Of anders gezegd, de belegger dient zijn boerenverstand weer te gaan gebruiken. Dat betekent simpelweg je huiswerk doen, de juiste vragen stellen en een volledig begrip hebben van wat de hedge fund manager doet. Feitelijk al die zaken die je waarschijnlijk automatisch zou doen als het je eigen geld betreft. Kortom, ik roep op tot een brede herwaardering van het boerenverstand in de beleggingsindustrie.



Noot

- 1 Zie H. de Ruiter, De plaatsbepaling van hedge funds binnen een pensioenfondsportefeuille, *VBA Journaal* 2001, nr 2.