

# Liquid alternatives

Een strategy paper in samenwerking met  
Pictet Asset Management en  
Schroder Investment Management

JUNI 2016

# Inhoudsopgave

1. Samenvatting	3
2. Programma	5
3. Inleiding	6
4. Pictet Strategieën	10
5. Schroder GAIA	12
6. Van concept tot implementatie discussie	14



## COLOFON

Strategy paper Liquid alternatives

Sponsors:

Pictet Asset Management en  
Schroder Investment Management

Concept en organisatie:

Fondsnieuws

Discussieleider:

Jeroen Wilbrink

Tekst geschreven door:

Anton Reijnga

Lay out:

Tineke Hoogenboom

Fotografie:

Binh Tran

Illustraties:

Kim Raad

Drukwerk:

Pantheon drukkers

Copyright 2016:

Fondsnieuws

# Samenvatting

In de huidige, uitdagende context zijn beleggers op zoek naar alternatieven.

Veel beleggers denken dat er weinig rek meer zit in de waarderingen van traditionele assets. De waarderingsratio's van aandelen staan ver boven hun langetermijngemiddelde, obligatierendementen zijn historisch laag en cash en daarmee vergelijkbare assets leveren geen of negatieve rendementen op. Tegelijkertijd is er sprake van aanzienlijke volatiliteit en is de correlatie, vooral tussen aandelen en obligaties, toegenomen.

In deze context zijn beleggers op zoek naar alternatieven. Tal van assets kunnen worden aangemerkt als alternatief. De ervaringen uit het recente verleden hebben beleggers voorzichtig gemaakt met betrekking tot minder liquide strategieën. Deze strategy paper gaat in op zogenaamde liquid alternatives- alternatieve beleggingsstrategieën die zijn verpakt in beleggingsvehikels en liquiditeit bieden, zoals dagelijkse of wekelijks verhandelbare beleggingsfondsen.

Hedgefondsen pogen rendementen te realiseren die niet gecorreleerd zijn met die van traditionele assets. Hoewel veel hedgefondsen handelen in liquide assets, bieden maar weinig van dergelijke fondsen dagelijkse liquiditeit. Veel assetmanagers hebben hedgefondsstrategieën met

liquide varianten gelanceerd om te profiteren van de groeiende vraag naar liquid alternatives onder beleggers.

## Bescherming tegen neerwaartse risico's

De houding van beleggers ten opzichte van hedgefondsen kan worden gekarakteriseerd door zowel bewondering als door scepsis. Hedgefondsmanagers als George Soros, John Paulson en Bill Ackman hebben een sterrenstatus bereikt, maar de prestaties van de sector als geheel vielen tegen in tijden waarin de hedgefondsen verondersteld werden zich te bewijzen als bron van portefeuille-diversificatie.

Gedurende de kredietcrisis en de dalende markten in de nasleep van het faillissement van Lehman Brothers in 2008, werden hedgefondsbeleggers hard getroffen door hefboomwerking van de hoge schuld niveaus in de sector. Toen de markten zich weer positief ontwikkelden en financiële markten als gevolg van de monetaire expansie aantrokken, hadden de hedgefondsen grote moeite om zich qua prestaties te onderscheiden. En zelfs vorig jaar, toen de markten zich niet in een duidelijke richting ontwikkelden en de volatiliteit toenam, had het gemiddelde hedgefonds het moeilijk.

De laatste jaren is de sector echter veranderd. Tegelijk zijn ook de redenen veranderd waarom beleggers kiezen voor hedgefondsen: van het profiteren van bovenmatige rendementen naar betere diversificatie en risico-gecorrigeerde opbrengsten, en uiteindelijk naar bescherming tegen te grote waardedalingen. Bij hedgefondsstrategieën wordt tegenwoordig meer nadruk gelegd op risicomanagement en concentreert men zich op het realiseren van relatieve waarde en absolute rendementen. In de huidige marktcontext worden dit soort strategieën gezien als één van weinige overgebleven bronnen van rendement.

Op dit moment hebben liquid alternatives zich een plaats verworven in de samenstelling van vele institutionele maar ook retailportefeuilles. De standaardisatie van verhandelbare vehikels onder de Europese wetgeving (UCITS) heeft geholpen om de markt voor liquid alternatives te openen voor een bredere basis van beleggers. De toename in populariteit van zogenaamde passieve strategieën zorgt bovendien voor meer aandacht voor de actief beheerde delen van de gehele portefeuille, waaronder ook de liquid alternatives.

’Hedgefondsen worden met bewondering en scepsis bekeken’

# Programma

Deze Strategy paper is geschreven om beleggingsprofessionals inzicht te verschaffen in liquid alternatives strategieën.

’

‘Kennis delen en inzicht verschaffen’

Het gaat hierbij aan de ene kant om asset managers – die deze strategieën aanbieden – en aan de andere kant om banken en financiële planners - die fungeren als de (wholesale) gatekeepers voor de (retail) markt van private investeerders.

De discussie en de strategy paper beogen om:

- > Kennis te delen op het gebied van investeringen in liquid alternatives;
- > Inzichten te verschaffen in de verschillende liquid alternatives strategieën die worden aangeboden door Pictet Asset Management en Schroder Investment Management;
- > Kwesties te bediscussiëren die gatekeepers tegenkomen wanneer ze dergelijke strategieën implementeren.

De discussiebijeenkomst vond plaats op 10 maart 2016 op het kantoor van Schroders in Amsterdam. Interviews met de productspecialisten Pascal Woerlen van Pictet en Andrew Dreaneen van Schroders werden afgenomen in de week voorafgaand aan de bijeenkomst.

Naast de assetmanagers werden ook Gerben Jorritsma, head investment strategy bij ABN Amro, Han Dieperink, chief investment

officer bij Rabobank en Arnold Pagen, partner bij Petram & Co uitgenodigd om deel te nemen aan de discussiebijeenkomst. De deelnemers werden gevraagd om vragen en probleemstellingen in te brengen in de discussie.

Na het welkomstwoord van discussieleider Jeroen Wilbrink gaven de asset managers Pictet en Schroders een korte presentatie over hun benaderingen, gevolgd door een open discussie waarbij vragen en probleemstellingen aan bod kwamen. De bijeenkomst werd afgesloten met een lunch. <<

# Inleiding

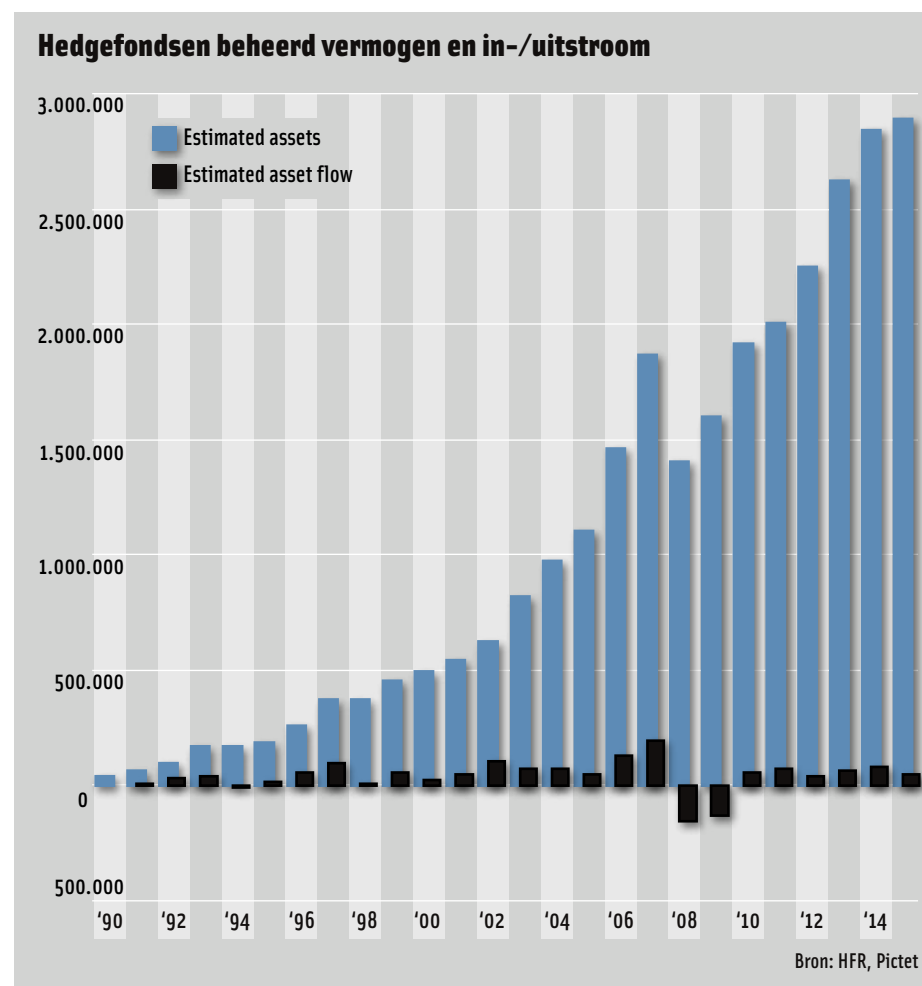
Hedgefondsen beleggen in een groot aantal markten, waarbij ze gebruik maken van een breed scala aan strategieën, financiële instrumenten en vormen van risicomanagement.

Binnen de beleggingsportefeuille van de typische belegger kan iedere asset class die niet tot de traditionele categorieën aandelen, obligaties of cash valt, worden aangemerkt als “alternatief”. Als een alternatieve asset opbrengsten oplevert die niet gecorreleerd zijn met die van de traditionele componenten in een portefeuille, werkt deze als diversificatie in de portefeuille, waardoor het profiel risico/rendement van de portefeuille als geheel verbetert.

Alternatieve beleggingen zijn een veelomvattend begrip en betreffen een breed scala aan assets. Materiële activa zoals edelmetalen, kunst, munten en postzegels kunnen bijvoorbeeld worden beschouwd als alternatief, maar ook een groot aantal financiële assets zoals vastgoed, private equity, venture capital en hedgefondsen vallen hieronder.

## Dagelijkse of wekelijkse liquiditeit

Binnen de context van deze paper gebruiken we de meer specifieke definitie van liquid alternatives. Dit zijn alternatieve beleggingsstrategieën die beschikbaar zijn via beleggingsvehikels die dagelijkse of wekelijkse liquiditeit bieden. Daarnaast



concentreren wij ons op het aanbod liquid alternatives van asset managers – zoals Pictet en Schroders. Deze asset managers beheren deze strategieën zelf of herverpakken en distribueren strategieën die door externe hedgefondsmanagers worden beheerd.

Deze strategieën beogen opbrengsten te genereren die niet gecorreleerd

zijn met traditionele beleggingen. Meestal wordt voor deze producten het gebruik van (schuld) hefboomen niet beperkt door toezichthouders. De naam “hedgefonds” is afgeleid van het gebruik van long en short posities die tot doel hebben het marktrisico te elimineren, ofwel te hedgen. Vandaag de dag beleggen hedgefondsen in een groot aantal markten,

waarbij ze gebruik maken van een groot scala aan strategieën, financiële instrumenten en vormen van risicomanagement.

Dataspecialist en indexprovider in deze sector Hedge Fund Research (HFR) verdeelt de wereld van de hedgefondsen in vier onderdelen: equity hedge, event driven, macro en relative value. Een aantal hedgestrategieën zijn: equity market neutral, fundamental growth en value, quantitative directional, sector en short bias. Event driven betreft: activistische beleggingen, credit arbitrage, distressed debt en speciale situaties. Macro betreft: handel op trends, grondstoffen, valuta, thematische en systematische diversificatie. Relatieve waarde betreft: strategieën in vastrentende waarden, waaronder asset backed, converteerbare, bedrijfs- en overheidsobligaties, volatility en yield alternatives, zoals infrastructuur en vastgoed.

## Groei van de sector

De hedgefondssector heeft sinds 1990 in termen van beheerd vermogen onafgebroken groei laten zien – met uitzondering van de jaren 2008 en 2009 – waarbij eind 2015 een totaal vermogen van \$2.897 miljard dollar werd bereikt. De gemiddelde groei van

’De groei van UCITS hedgefondstrategieën heeft zich versneld’

het beheerd vermogen sinds 2008 bedroeg 11% per jaar. In 2015 werden er voor het eerst sinds 2009 meer fondsen gestaakt, samengevoegd of geliquideerd dan dat er opgezet werden, waarmee een trend zichtbaar wordt waarbij de markt zich consolideert rond een kleiner aantal succesvolle en grotere hedgefondsen. Het totaal aantal fondsen bedroeg in 2015 ruim 10.000.

De laatste jaren zijn de tariefstructuren van hedgefondsen uitgebreid tegen het licht gehouden door – vooral institutionele – beleggers. Tarieven zijn overal naar beneden gegaan – van de gebruikelijke ‘2-and-20-regeling’ waarbij hedgefondsen naast een 2% vast tarief 20% van de waardeverhoging in rekening brachten. Asset managers die strategieën op het gebied van liquid alternatives aanbieden zijn zich bewust van de druk op de tarieven. Vergeleken met traditionele hedgefondsen, zijn liquid alternatives nu vergelijkbaar of lager geprijsd, terwijl zij een betere liquiditeit bieden.

De introductie van verhandelbare fondsen onder de nieuwe richtlijnen van de Europese Unie (European Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives, UCITS) heeft

assetmanagers geholpen bij het aanbieden van gestandaardiseerde producten die beschikbaar zijn voor investeerders overal in de Europese Unie, alsmede bij het aanspreken van een bredere basis van potentiële investeerders voor alternatieve beleggingen. De richtlijn met betrekking tot alternatieve beleggingsfondsen (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD) betreft een aanvullende regulering die geldt voor hedgefondsen en alternatieve investeringen.

De groei van hedgefondstrategieën op basis van open beleggingsfondsen heeft zich sinds 2008 versneld. Dataprovider Eurekahedge voorspelt dat de vraag naar liquid alternatives tot 2017 zal toenemen tot \$1,3 biljoen. Beleggers lijken de voorkeur te geven aan UCITS hedgefondsen, gezien het feit dat de beleggingen in het aanbod van UCITS significant is gestegen. Alix Capital schat het aantal single manager alternative UCITS-strategieën boven de 7000, met een totaal van \$250 miljard aan beheerd vermogen. <<



**FOTO:**

Han Dieperink  
(Rabobank)  
Andrew Dreaneen  
(Schroders)  
Pascal Woerlen  
(Pictet)  
Anton Reijnga  
(Fondsnieuws)  
Gerben Jorritsma  
(ABN Amro)  
Jeroen Wilbrink  
(Discussieleider)  
Arnold Pagen  
(Petram)





# Pictet

## Strategieën

Pictet heeft een sterk track record opgebouwd op het gebied van fondsenselectie.

De hedgefondssector is ontstaan vanuit gepoolde assets van een selecte groep individuele en institutionele beleggers. Pictet heeft, vanaf deze begindagen, een sterk track record opgebouwd op het gebied van fondsenselectie voor deze groep investeerders.

Gedurende de laatste jaren is de hedgefondssector in omvang enorm gegroeid, maar ook veranderd voor wat betreft de samenstelling. In het begin van de jaren '90 behoorden de meeste hedgefondsen tot de categorie macro. Vandaag de dag is de verdeling meer in balans.

Onder de alternative UCITS-fondsen zijn de equity-hedgefondsen het sterkst vertegenwoordigd. Volgens Pascal Woerlen, productspecialist bij Pictet, is er op dit moment grote interesse van cliënten voor dit soort producten. Beleggers hebben een beperkt aantal mogelijkheden wanneer het gaat om traditionele beleggingen en zijn op zoek naar alternatieven. Het rendement van obligaties is extreem laag en aandelenwaarderingen lijken, evenals de allocaties, hoog.

**Kosten van regulering**  
Regulering, zoals UCITS, heeft aan de ene hand de markt voor liquid alternatives geopend voor een bredere groep van beleggers. Aan de



Pascal Woerlen

andere kant beperkt de AIFMD<sup>1</sup> de marketing voor hedgefondsen in Europa die hier niet aan voldoen. Over het algemeen leidt regulering tot extra kosten.

Het voornaamste voordeel van UCITS is liquiditeit. Hiermee worden de meest illiquide strategieën weg gefilterd. In- en uitstroom naar fondsen kunnen echter minder stabiel zijn als gevolg van een groter aantal kleinere beleggers. Ondanks de meer gestandaardiseerde vorm van verslaglegging, vereist het selecteren van UCITS evenzeer gepaste zorgvuldigheid als het selecteren van een offshore hedgefonds.

#### Voor- en nadelen van UCITS

##### Voordelen (+) / Nadelen (-)

- + Dagelijkse of wekelijkse liquiditeit
- Keuze beperkt tot liquide strategieën
- + Kan overal in Europa worden gedistribueerd
- Een categorie cliënten die meer op de korte termijn is gericht
- + Gereguleerd format
- De beste hedgefondsmanagers die zijn gesloten voor nieuwe investeerders lanceren geen UCITS
- + Vereisten ontworpen om investeerders te beschermen
- Vereisten die de vrijheid van managers beperken
- + Standaard set beleggersinformatie

Bron: Pictet

Pictet heeft in 2011 haar UCITS-portefeuille gelanceerd. Na een marktsanering in de hedgefondsindustrie gedurende de dramatische jaren 2008 en 2009, is de wereld van de alternative UCITS volwassen geworden. Vanaf de lancering laat de portefeuille hogere groeicijfers zien dan de gehele markt van alternative UCITS-fondsen. De investeringsfilosofie van Pictet is gebaseerd op risicobewustzijn en een selectieproces van managers van onderaf, waarbij de nadruk ligt op menselijk kapitaal en het opbouwen van een langetermijnrelatie.

Als analisten eenmaal een fonds hebben geselecteerd, onderhandelt Pictet systematisch over de tarieven. Bij deze onderhandelingen is de omvang van belang. Zo kan een UCITS-fonds het standaard tarief hebben van 2,1%, terwijl institutionele beleggers slechts 1,4% betalen en voor Pictet 1,2% van toepassing kan zijn.

#### Vermijden van tilts

Woerlen merkt op dat beleggers voorzichtig moeten zijn wanneer zij hun fondsen selecteren, om ongewild markt- of liquiditeitsrisico te vermijden. Dergelijke risico's kunnen optreden wanneer wordt belegd met managers die veel blootstelling hebben

naar small-capfondsen en high yield of een sterke long equity-bias hebben.

Pictet beheert ongeveer €400 miljard aan vermogen. Het onderdeel dat verantwoordelijk is voor alternatieve beleggingen maakt hiervan ongeveer €19 miljard uit. Deze afdeling adviseert de eigen private banking cliënten van Pictet (interne klanten) en partijen als banken en pensioenfondsen (externe klanten).

Er is in totaal €10,6 miljard belegd in hedgefondsen via advies of discretionaire managementoplossingen. Ongeveer ¾ hiervan betreft oplossingen op maat. De allocatie naar liquid alternatives in UCITS-vorm bedraagt ongeveer €1,5 miljard.

Pictet onderscheidt zes type strategieën: long/short, event driven, distressed

’Omvang is belangrijk bij het onderhandelen over tarieven’

debt, global macro, CTA en relatieve waarde. Strategieën die zich richten op asset backed leningen of die sterk afhankelijk zijn van carry worden hiervan uitgesloten, net als strategieën die investeren in hoog illiquide assets of werken met een hoge leverage.

Cliënten van de private bank beleggen over het algemeen tussen de 10 en 20% in alternatieven. Dit hangt echter af van hun risicoprofiel. Een deel hiervan bevindt zich in thematische hedgefondsooplossingen, die deel uitmaken van de allocatie naar aandelen of obligaties in de kernportefeuille.

#### Hoe te beleggen

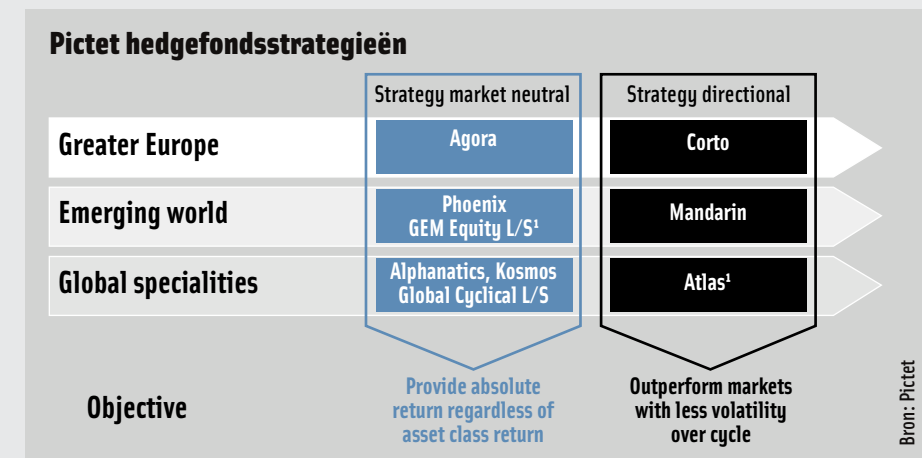
Wanneer besloten wordt om met een bepaalde manager te gaan beleggen, moeten beleggers de keuze maken voor het platform

dat ze willen gebruiken en daar gepast onderzoek naar verrichten. Voor de individuele belegger is het niet eenvoudig om dit werk te doen.

Pictet gebruikt verschillende providers en platformen – waaronder Schroder GAIA. Wanneer Pictet de kwaliteit van een platform evalueert, wordt onder andere gekeken naar het gebruik van derivaten, swaps en naar het tegenpartijrisico.

Het klantenbestand van Pictet is vooral Europees van samenstelling, waarbij cliënten uit Nederland en Zwitserland het grootste deel voor hun rekening nemen. Cliënten binnen de Nederlandse markt betreffen ook grote commerciële en private banken en onafhankelijke vermogensbeheerders.

Naast de selectie van externe managers, beheert Pictet ook zelf bepaalde strategieën. Marktneutrale strategieën hebben tot doel om absolute rendementen te bieden, onafhankelijk van de rendementen van de onderliggende assets. Er zijn strategieën ontworpen om betere prestaties te leveren dan de markt, met minder volatiliteit gedurende de economische cyclus. <<



<sup>1</sup> Alternative Investment Fund Managers Directive

### Het GAIA-platform van Schroders richt zich op blue-chip managers.

Veel beleggers hebben op dit moment het gevoel dat ze niet genoeg alternatieven hebben in hun zoektocht naar yield. De Chinese groeimotor zou weleens stil kunnen zijn gevallen. Ze zien hedgefondsen daarbij steeds meer als een middel om schokken op te vangen. Tegelijkertijd hebben beleggers de neiging om over het algemeen meer risico te nemen.

Hoewel de reguliere hedgefondsen stabiele opbrengststromen niet als hun voornaamste doelstelling hebben, zijn ze aantrekkelijk binnen de huidige context. De typische belegger is sinds de krach van 2008 onderwogen in aandelen, terwijl obligaties hun aantrekkingskracht verliezen na de waardeontwikkeling die ze hebben doorgemaakt.

Volgens Andrew Dreaneen, hoofd Schroders GAIA Product & Business Development, is er sprake geweest van een toename in de vraag naar Schroders' liquid alternatives strategieën. Schroders heeft momenteel zeven UCITS-fondsen die worden beheerd door blue-chip hedgefondsmanagers, beschikbaar op het Schroder Access (GAIA) platform, en ongeveer 20 verschillende liquid alternatives fondsen, die een totaal van \$16 miljard



Andrew Dreaneen

aan assets beheren. De totale waarde van het beheerd vermogen van Schroders bedraagt \$409 miljard.

Dreaneen legt uit waarom Schroders in een goede positie verkeert om een platform voor liquid alternatives te beheren. De asset manager beschikt over veel ervaring op het gebied van selectie van hedgefondsmanagers en hun beleggingen. GAIA is al actief sinds 2000 en heeft in deze tijd een database opgebouwd met hedgefondsen die vermogens beheren, waarin meer dan 4000 fondsen voorkomen.

#### Bredere basis

De bedoeling van het platform is om liquid alternatives beschikbaar te maken voor een breder publiek aan cliënten. Van de huidige cliënten is 75% gevestigd in Europa en 25% daarbuiten – waaronder offshore, Noord- en Zuid-Amerika en Azië. Van de Europese cliënten is de helft afkomstig uit het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland, terwijl de rest afkomstig is uit: 1) Benelux; 2) Scandinavië; 3) Spanje/Portugal; 4) Duitsland; en 5) Frankrijk en Italië. Ongeveer 85% zijn particuliere klanten die beleggen via tussenpersonen (private banks etc.) en 15% betreft institutionele beleggers.

Als er eenmaal een passende strategie is vastgesteld voor het platform, zoekt Schroders in de sector naar potentiële partners, waarbij gebruik gemaakt wordt van expertise en contacten in de sector om de meest geschikte kandidaten te vinden. Schroders doet vervolgens gepast onderzoek naar potentiële kandidaten voor het platform, waarbij processen en beheer van het fonds uitvoerig worden geanalyseerd.

Wanneer managers eenmaal op het platform zijn toegelaten, worden ze zorgvuldig gecontroleerd vanuit een beleggings- en operationeel perspectief. De filosofie van Schroders is hedgefondsstrategieën aan te bieden die goed passen binnen het kader van UCITS, waar volgens de assetmanager sprake is van een sterke vraag onder klanten.

Dreaneen is van mening dat het meest succesvolle fonds van de komende vijf jaar tot liquid alternatives zal behoren. Equity hedge, is echter nog steeds de meest populaire strategie. Veel beleggers – bijvoorbeeld in Zuid-Amerika – tonen pas sinds 5 jaar interesse en hebben nu geïnvesteerd in enkele strategieën op het GAIA-platform. Een toenemend aantal van de grootste

hedgefondsmanagers bieden al UCITS als optie aan. Er bestaan ongeveer 350 hedgefondsen die beschikken over meer dan \$1 miljard vermogen en ongeveer 120 met meer dan \$5 miljard. Van de grootste Europese managers, die hun hoofdkantoor in het Verenigd Koninkrijk hebben, heeft 62% een UCITS-fonds gelanceerd. Schroders volgt de standaarden die zijn vastgesteld door de gerenomeerde instanties binnen de alternatives sector, HFR en anderen. Hier worden aandelen (L/S, marktneutraal), obligaties (absoluut rendement, krediet L/S, relatieve waarde) en portefeuillediversificators (gebeurtenisgestuurd, CTA/macro, catastrofeobligaties) onderscheiden. De allocatie naar liquid alternatives variëren per belegger. Gemiddeld bedraagt deze van 0 tot 5%, maar sommige grotere klanten hebben 15 tot 25% belegd in UCITS hedgefondsstrategieën. Nederlandse beleggers zijn over het algemeen hoog ontwikkelde institutionele en professionele partijen, zoals family offices, banken en onafhankelijke vermogensbeheerders. Vooral de laatste categorie kan tot wel 20 of 30% beleggen in liquid alternatives.

#### Liquid alternatives in portefeuilleconstructie

	Equity	Fixed income	Other
Core	Small/Mid/Large Cap Growth/Value/Blend Sector specific	Sovereign Investment grade High yield Aggregate	Cash
Liquid alternatives	<b>Equity diversifiers:</b> Equity long short market neutral	<b>Bond diversifiers:</b> Absolute return Credit long short Relative value	<b>Equity diversifiers:</b> Event driven CTA/ macro Catastrophe bonds

Bron: Schroders

#### Kern of additioneel

Beleggers kunnen kiezen om direct te investeren of via een fund-of-hedge fund. Ze kunnen liquid alternative strategieën verwerken in bestaande allocaties naar aandelen of obligaties. Ze kunnen zich eveneens met deze allocatie tot doel stellen om de diversificatie van de gehele portefeuille te verbeteren.

Dreaneen denkt dat het voor beleggers verstandig is om in de kern van het aandelen- en obligatiegedeelte van de portefeuille te diversifiëren, bij voorbeeld door gebruik te maken van CTAs/Macro binnen hun allocatie naar alternative-strategieën. Daarnaast is het verstandig om aandacht te hebben voor de individuele fondsen en

’Actief beheer kan waarde toevoegen’

hun managers. Actief beheer levert op de langere termijn waarde op als ze het grootste deel van de tijd betere prestaties kunnen blijven leveren. Dreaneen verwacht dat de groei op de lange termijn doorzet.

Elk van de zeven fondsen op het GAIA-platform past in één van de verschillende categorieën. Het Egerton Equity Fund zijn aandelen long/short strategieën. De fondsen KKR Credit en BSP Credit passen binnen credit long/short. Paulson Merger Arbitrage is een event-driven strategie. Blue Trend is een trendvolgende portefeuillediversificator. De laatste uitbreiding van het platform is NGA Turnaround, dat een distressed debt-strategie biedt.

# Van concept tot implementatie

## discussie

Gatekeepers zijn over het algemeen overtuigd van de voordelen die liquid alternatives bieden, vooral in de huidige context van lage rendementen.

De deelnemers aan de discussie zetten evenwel hun vraagtekens bij het bestaan van hedgefondsen als een op zichzelf staande beleggingscategorie, hetgeen het ingewikkeld maakt om specifieke vaardigheden voor managers vast te leggen door een traditionele benadering van een top-down assetallocatie. Er bestaat in ieder geval een grijs gebied. Beleggers moeten zich bewust zijn van de mate waarin zij bereid zijn risico te nemen.

Bovendien zijn de gatekeepers in de discussie de mening toegedaan dat de convergentie tussen hedgefonds- en long-only-alfamanagers zal leiden tot meer vragen en discussie over de kosten, de liquiditeit en de transparantie van alternatieve strategieën.

Han Dieperink, CIO van Rabobank, is van mening dat het verschil met long-only-alfamanagers steeds kleiner wordt, omdat zij ook, al is dat niet vrijwillig, afwijken van de benchmarks en meer gebruik maken van kwantitatieve



Han Dieperink



Jeroen Wilbrink

modellen en technieken voor factorbeleggen. Volgens Dieperink kunnen strategieën zoals het volgen van trends nu tegen lagere kosten worden uitgevoerd. Dit leidt tot een debat over de toegevoegde waarde van alternatieve strategieën, zoals hedgefondsen. Daarom zal het moeilijker worden voor de gemiddelde hedgefondsmanager om te zorgen voor toegevoegde waarde. Dieperink denkt dat het kostenaspect zelfs nog belangrijker zal worden vanwege het feit dat er snelle ontwikkelingen plaatsvinden in de toepassing van algoritmes om big data te analyseren. Een belangrijke factor om hedgefondsen te beoordelen is daarom de snelheid waarmee een alfabron kan worden gerepliceerd. Dit zet weer druk op de kosten van deze strategieën.

Gerben Jorritsma, hoofdstrateg van ABN Amro, vindt echter dat een belegger breder moet kijken dan enkel naar de alfa-waarde. Van een hedgefonds of een andere alternatieve

strategie kan diversificatie worden verwacht, maar in een context van spanningen op de markten zijn ook liquiditeit en transparantie erg belangrijk. Uit zijn eigen ervaring vreest hij dat er een te optimistisch beeld heerst over de toegevoegde waarde van alternatieve strategieën. In stresssituaties presteren ook veel van deze alternatieve strategieën niet altijd goed. Daarom dienen cliënten die in hedgefondsen beleggen zich te richten op de lange termijn.

### Markteffecten

Deze trend wordt bevestigd door het feit dat 75% van de instroom naar managers gaat met meer dan \$5 miljard beheerd vermogen, die geneigd zijn minder risico te nemen. Pictet is van mening dat het beter zou zijn om te zoeken naar hedgefondsmanagers die tussen \$300 miljoen en \$1 miljard aan vermogen beheren, vanwege hun grotere flexibiliteit, beperkte marktpact en de ideale omvang van hun interne organisatie.

In de praktijk blijkt het echter ingewikkeld om deze kleinere hedgefondsen te selecteren. De belangrijkste beleggers zijn private banken, die cliënten hebben die er de voorkeur aan geven om te beleggen in grote namen zoals Ackmann en Paulson, omdat zij te boek staan als succesvol. Het aanbevelen van kleinere managers is in de praktijk lastig en moeilijker.

Jorritsma is het eens met de constatering dat cliënten zich vaak meer bezig houden met de negatieve aspecten dan de positieve factoren wanneer het gaat om strategieën van hedgefondsen. “Onze klanten zijn erg gevoelig voor stresssituaties. Daarom dienen we ons te richten op de lange termijn, en een zo gediversifieerd mogelijke benadering kiezen.” Hij is voorstander van de benadering die Amerikaanse universiteitsfondsen als die van Yale en Harvard kiezen, omdat zij minder kwetsbaar zijn wanneer de liquiditeit opdroogt, maar de meeste cliënten kunnen



Gerben Jorritsma



Arnold Pagen

hier niet mee omgaan. Daarom is het in het belang van vermogensbeheerders dat zij hun cliënten helpen om zich te focussen op de lange termijn en een daarbij passende strategie te kiezen. Specifieke strategieën kunnen zorgen voor meer diversificatie.

### Langetermijnvisie

Alle deelnemers aan de discussie zijn het erover eens dat het ingewikkeld is om deze strategieën te gebruiken bij een top-down allocatie. Woerlen van Picot benadrukt het punt dat het moeilijk is om te diversifiëren door verschillende strategieën op verschillende tijden uit te voeren. “De waarde hiervan is minder dan van het selecteren van de juiste manager.”

Op dit moment is liquiditeit voor alle gatekeepers een centraal thema dat niet volledig maar deels wordt ondervangen door het gebruik van UCITS. Arnold Pagen, partner van Petram, denkt daarom dat liquid UCITS alternatives een nieuwe inkomstenbron

voor hedgefondsmanagers zouden kunnen worden. Dit kan, tenminste gedeeltelijk, ingaan tegen de verwachting dat je een premie kunt incasseren voor de ontbrekende of gebrekkige liquiditeit die doorgaans deel uitmaakt van hedgefondsstrategieën. Hiermee is de vraag gerechtvaardigd wat de voornaamste reden is voor hedgefondsmanagers om hun strategie ook in liquid alternative UCITS vorm aan te bieden: zijn dat de beleggingskansen die men ziet of is dat het vergaren van beheerd vermogen? Alle deelnemers aan de discussie zijn het erover eens dat discipline en een langetermijnvisie de sleutel zijn tot het succes van een belegger. Schroders en Pictet – van wie de taak is om hedgefondsmanagers en alternatieve strategieën te selecteren – zien dat er, dankzij regulering en professionalisering van de branche zelf, in dit deel van de sector veel positieve ontwikkelingen aan de gang zijn.



