

Met hedge fondsen kunnen beleggers geld verdienen als de koersen dalen. In het slechte beursklimaat groeit hun macht. Dat is fijn voor pensioenfondsen en andere beleggers die een groeiend deel van hun vermogen in deze fondsen steken. Maar toezichthouders zijn er niet gerust op.

Jeroen Wester

Een advocaat krijgt een telefoontje met het verzoek een rechtszaak tegen een bedrijf aan te spannen om de koers naar beneden te jagen. Het is geen Hollywood-fantasie, maar werkelijkheid. Toen handelsbedrijf Buhrmann (kantoorartikelen) twee jaar geleden een paar keer achter elkaar waarschuwde voor een tegenvallende winst, kreeg een vooraanstaande Nederlandse effectenjurist het verzoek om namens een 'boze' belegger tegen Buhrmann te procederen. Doel: de beurskoers verder laten dalen, want daar zou deze belegger in hedge fondsen aan verdienen.

Normale beleggers verliezen geld als de koersen dalen, maar de uit Amerika overgewaaid hedge fondsen zijn anders. Zij stellen zich ten doel altijd geld te verdienen, of de beurs nu stijgt of daalt (zie kader). Er wordt dan ook soms op koersdalingen gespeculeerd in plaats van op koersstijgingen.

Op de financiële markten groeit hun invloed gestaag. Een steeds groter deel van de maandelijks pensioen- en verzekeringpremies van Nederlandse burgers stroomt ernaar toe. Traditionele vermogensbeheerders als pensioenfondsen en verzekeraars investeren er steeds meer kapitaal in. ABP, een van de grootste pensioenfondsen ter wereld, heeft inmiddels 5 miljard dollar in hedge fondsen belegd.

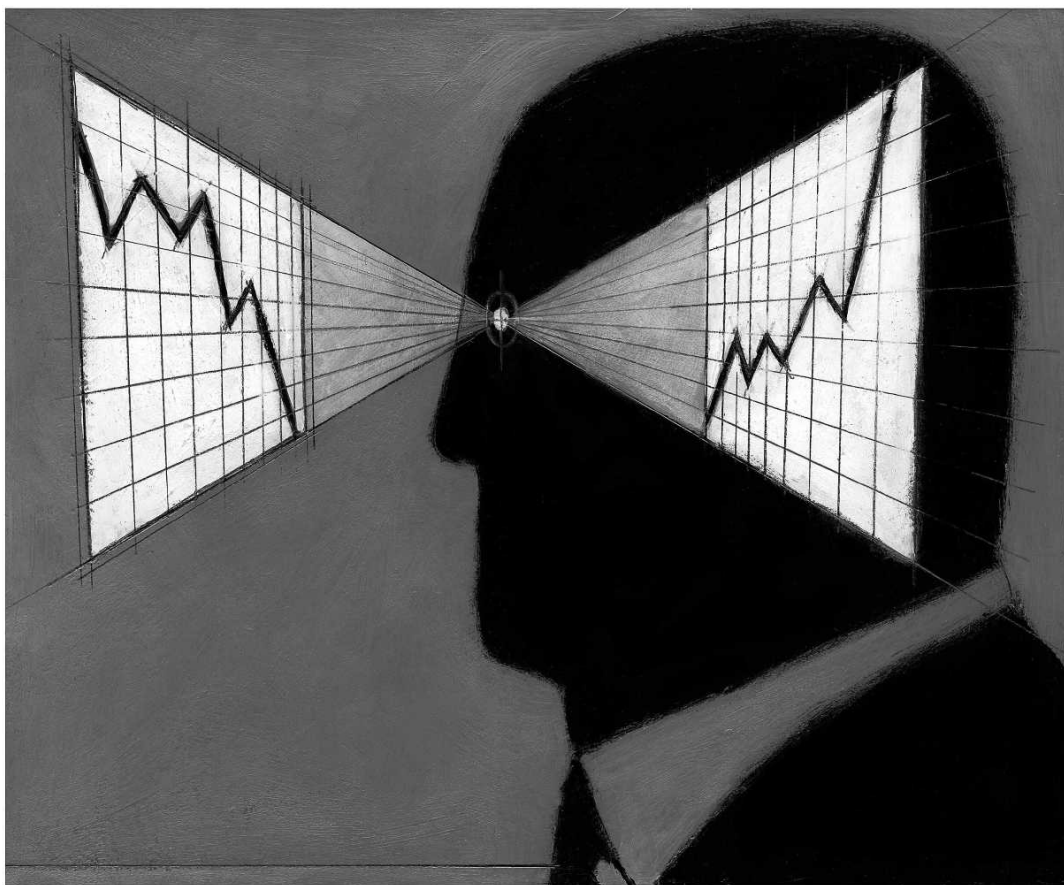
Maar ondertussen waarschuwen bankiers, economen en politici steeds vaker voor de risico's die deze fondsen op de internationale kapitaalmarkten met zich mee zouden brengen. Deze vrees wordt aangewakkerd door bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen, vooral bedrijven waar het slecht mee gaat. Toen de top van KPN zijn beurskoers vermorzeld zag worden, kregen hedge fondsen de schuld. Hetzelfde gebeurde bij voedingsbedrijf Numico en bij automatiseringsbedrijf Getronics. Toenmalig Getronics-bestuursvoorzitter Peter van Voorst en zijn rechterhand Jan Docter gaven speculatieve beleggers de schuld voor „kwaadaardige en ongefundeerde geruchten over een faillissement” van het automatiseringsbedrijf. Overigens zorgen hedge fondsen er ook wel eens voor dat beurskoersen naar boven knallen, maar daar zijn weinig klachten over te horen.

Die juridische procedure tegen Buhrmann is er nooit gekomen: de effectenjurist weigerde zulke spelletjes mee te spelen. Een vermoedelijk zouden de hedge fondsen helemaal geen juridische pesterij van Buhrmann hebben overwogen als het bedrijf niet zo vaak winstalarm had geslagen.

Asgieren zijn geen populaire dieren, maar wel nuttig voor het biologische evenwicht. Zo ook hedge fondsen: ze hebben een zuiverende werking in het bedrijfsleven. De eerste die onraad bij Enron rook, was een gisse hedgefondsmanager. Om aan zijn inzichten te verdienen was hij erbij gebaat zijn twijfels over de boekhouding met de buitenwereld te delen. Bij het Belgische spraaktechnologiebedrijf Lernout & Hauspie kwam het boekhoudschandaal mede aan het licht door hedge fondsen.

Vaak koppelen de hedge fondsen hun investeringen aan een soort aandeelhoudersactivisme. Zij kopen aandelen in een bedrijf dat in hun ogen aan verandering toe is, gaan vervolgens die verandering eisen en hopen daarmee rendement te maken. Iedere belegger kan deze koevoetmethode hanteren, maar sommige hedge fondsen specialiseren zich erin. De Amerikaanse belegger Knight Vinke kocht vooral na het reser-veschandaal bij Shell aandelen van het energieconcern om vervolgens veranderingen in het bestuur te eisen. En de langlopende discussie over opsplitsing van het Vendex-concern werd vlotgetrokken door Amerikaanse speculanten.

Marco van Bergen van Barclays Global Investors vindt dan ook dan hedge fondsen veel te negatief worden afgeschilderd. „Hedge fondsen laten de markt van vraag en aanbod juist beter functioneren.” Waar het professionele beleggers door interne regels vaak verboden is in bepaalde aandelen te beleggen, mogen hedge fondsen dat wel. „Daarmee zorgen ze voor een betere verhandel-



ILLUSTRATIE RHONALD BLOMMESTIJN

Toezichthouders waarschuwen voor de risico's van hedge fondsen voor de internationale kapitaalmarkten

Moderne alchemisten

baarheid en een betere prijsvorming”, zegt Van Bergen.

Als voorbeeld noemt hij de interne beleggingscriteria bij pensioenfondsen die voor irrationeel beleggingsgedrag zorgen. Veel vermogensbeheerders dienen bijvoorbeeld aandelen van Koninklijke Olie (Shell) te kopen omdat het energieconcern zo belangrijk is in een beursindex, niet omdat zij het aandeel zo aantrekkelijk vinden. De traditionele beleggers doen dat om in de buurt te blijven van het marktgemiddelde. Zulke investeringsbeslissingen ontberen beleggerslogica. Ook moeten professionele beleggers soms verplicht hun aandelen verkopen zodra een bedrijf beneden een bepaalde grens van kredietwaardigheid komt. Hedge fonds hebben geen last van zulke rigide interne regels. Sterker, ze maken gebruik van het geregeuleerde kuddedrag van institutionele beleggers.

Bovendien proberen hedge fondsen bewuster geld te verdienen met hun vergaarde kennis dan traditionele beleggers. Als een pensioenfonds of verzekeraar na uitgebreide studie tot de conclusie komt dat een onderneming geen aantrekkelijke belegging is, koopt de belegger het aandeel niet. Punt. Een hedge fonds zal nog geld proberen te verdienen met de vergaarde kennis: het fonds kan *short gaan*: speculeren op een koersdaling.

Hedge fondsen vinden hun oorsprong bij rijke particulieren die gezamenlijk exotische beleggingsavonturen zochten. Een particuliere belegger is – in tegenstelling tot verzekeraars en pensioenfondsen – tevreden als hij waarde-groei boekt en ontvreden als hij geld verliest, wat de markt ook doet. Institutionele beleggers waren altijd tevreden zolang zij het beter deden dan de markt, ook al verloren zij geld. Maar dat is aan het veranderen. De historisch lage rente en de lauw aandelenmarkt duwen de verzekeraars en pensioenfondsen naar alternatieve investeringen.

Daar hebben ze wel gemengde gevoelens over. De topman van Fortis klaagde over hedge fondsen, terwijl zijn bank- en verzekeringsconcern zelf actief is op dit vlak. Ten behoeve van de rust op de markt riepen pensioenfondsen ABP en PGGM een paar jaar geleden andere beleggers op hun aandelen niet meer aan hedge fondsen uit te lenen – terwijl zij zelf op dat moment actief erin belegden. ABP zegt nu dat er sinds 2002 door de grote kapitaalinstroom van hedge fondsen de financiële markten beter zijn gaan functioneren en er meer rust is gekomen. „Het lijkt waarschijnlijker dat door de invloed van hedge fondsen de beweeglijkheid op de markten eerder is gereduceerd dan toegenomen”, aldus Paul Spijkers, directeur ABP Vermogensbeheer.

Het is nu zelfs zo ver, dat beroepsbeleggers de drijvende kracht zijn achter de groeiende invloed van hedge fondsen (zie grafiek). Het Amerikaanse ambtenarenpensioenfonds Calpers kondigde een paar weken geleden aan zijn beleggingen in hedge fondsen te zullen verduubelen. ABP heeft inmiddels 5 miljard dollar in hedge fondsen belegd. Het pensioenfonds let er daarbij vooral op dat de fondsbeheerders hun beleggingsstrategie goed kunnen uitleggen, rekening kunnen houden met de tekortkomingen van hun risicomodellen en een goede organisatie hebben. ABP laat weten uitsluitend te beleggen in hedge fondsen om er voor te zorgen dat zij minder afhankelijk worden van het beursklimaat. Daarmee zouden volgens het pensioenfonds de risico's van ABP's beleggingsportefeuille juist worden vermindert.

De hedge fondsen varen er wel bij. Zie het Nederlandse GO Capital, in 2000 opgericht door ervaren beleggingsanalisten die bij ABN Amro hun baan opzegden. Sinds de oprichting heeft het fonds een rendement geboekt van meer dan 150 procent, ofwel een gemiddeld jaarlijks rendement van 26,6 procent. Eind 2000 hadden de startende ondernemers 10 miljoen euro onder beheer. „Eind 2002 was dat 20 miljoen, en eind 2004 zaten we op 125 miljoen”, zegt

Frans van Schaik, een voormalig hoofd aandelenresearch van ABN Amro Amsterdam en vanaf het begin bij het fonds betrokken. GO Capital heeft wegens succes zijn beleggingspool vanaf vrijdag gesloten (zie kader). Deze week tilde een nieuwe financieringsronde het beheerd vermogen naar 150 miljoen euro.

De meeste managers van hedge fondsen zijn ervaren vermogensbeheerders die voor zichzelf beginnen. Net als GO Capital is Aster-X opgericht door voormalige vermogensbeheerders, nu van Philips Pensioenfonds. Mede-oprichter Marc Voncken wijst erop dat sommige fondsen inderdaad op koersdalingen speculeren, maar anderen richten zich op de financiering van bedrijven in problemen of op de arbitrage in kleine technische koersverschillen. „Wij doen geen gekke wilde dingen”, zegt Voncken. „Wij bouwen heel voorzichtig en gedisciplineerd aan ons rendement.”

Wie succesvol is, verdient gouden bergen. Het is gangbaar om 1 tot 2 procent vaste beheersvergoeding in rekening te brengen, en van het rendement gaat ruwweg een vijfde naar de beheerders. Geen wonder dat internationale banken de grootste moeite hebben om getalenteerde vermogensbeheerders binnenboord te houden. Hun jongste antwoord in de Verenigde Staten is om een hedge fonds gewoon maar te kopen. Daarmee halen de banken talent én een snel groei-

ende beleggerscommune binnen. Bijna alle grote banken hebben inmiddels een afdeling die duizenden hedge fondsen bestuderen en de beste voor hun klanten selecteren. Het voordeel voor de klanten: meer zekerheid, meer spreiding en een extra veiligheidsklep tegen oplichters. Hun nadeel: ze betalen tweemaal commissie. Naast de grote smak voor de speculatieve fondsen bestaat er de vergoeding voor de werving en selectie van een stapelfonds. Er zijn inmiddels ook al fondsen die in stapelfondsen beleggen: nog meer risicospreiding en driemaal commissie.

Juist deze stapelfondsen zijn een zorg voor de Nederlandse beurstoezichthouder. Paul Koster van de Autoriteit Financiële Markten waarschuwt deze week dat het hier om een „hele ondoorzichtige markt gaat”, terwijl door de stapelfondsen steeds meer kleine beleggers in aanraking komen met hedge fondsen.

Daarnaast vrezten veel economen de wereldwijde risico's die met de razendsnelle opkomst van de fondsen en stapelfondsen zouden samenhangen. Bekend voorbeeld is het Long Term Capital Management beleggingsfonds van twee Nobelprijslareaten dat in Rusland ten onder ging aan het eigen succes. Het fonds had zoveel inleg, en leende daar nog zoveel bij, dat het te dominant op de

markt was geworden. Er bleken niet genoeg tegenpartijen meer te zijn om zaken mee te doen, toen het nodig was.

Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) beschuldigde hedge fondsen onlangs van destabilisatie van de aandelenmarkten en van het opdrijven van de olieprijs. Het IMF telt 184 landen en is ooit opgericht om stabiliteit op de financiële markten te bevorderen en monetaire samenwerking te stimuleren. Todd Groome, econoom bij het IMF waarschuwt: „We weten nog steeds niet wat we niet weten over hedge fondsen.”

De invloedrijke Amerikaanse belegger Warren Buffett noemt het fenomeen van hedge fondsen een 'manie' die meer te maken heeft met de marketing van Wall Street dan met beleggingsrendementen. Maar critici zeggen dat Buffett zelf miljardair is geworden met handelsstrategieën die we nu hedge fondsen zouden noemen.

De waarschuwingen voor hedge fondsen gaan steeds vaker gepaard met een roep om meer toezicht, al was het maar door de beleggers zelf. De vermogende particulieren van weleer worden steeds vaker vergezeld door institutionele beleggers die publiek geld in de waagschaal leggen. Daar horen duidelijke afspraken bij. De Amerikaanse toezichthouder SEC werkt aan strengere regels voor de fondsen. Het AFM analyseert momenteel de risico's die de fondsen in Nederland met zich meebrengen en zal later dit jaar verslag uitbrengen.

De Wereldbank waarschuwde er vorige maand voor dat met name pensioenfondsen de risico's niet begrijpen. Juist door de zwakke aandelenmarkten verwacht de bank dat er nog veel meer geld dan de huidige circa 1.000 miljard dollar naar de fondsen zal stromen. „Te veel beleggers zien de fondsen als moderne alchemisten”, zei vice-president van de Wereldbank Graeme Wheeler eind vorig jaar op een conferentie in Genève. „Maar helaas begrijpen sommigen niet de veranderingen van de gebruikte basismaterialen.” Hij vreest dat de hedge fondsen daardoor nog meer met geleend geld gaan werken. Wheeler: „Wat gebeurt er met de markt als zulke fondsen gedwongen worden snel hun effecten te verkopen?” Voorlopig blijven de toezichthouders zich met vragen bezighouden over hedge fondsen, antwoorden zijn er nog niet.

