



Albert Menkveld, albertjmenkveld@gmail.com

Albert Menkveld is Associate Professor of Finance aan de VU te Amsterdam en is Research Fellow bij Duisenberg school of finance. In 2002 behaalde hij zijn Tinbergen PhD aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Albert heeft gepubliceerd in diverse wetenschappelijke journals en is sinds 2011 lid van de Group of Economic Advisors of the European Securities and Market Authority (ESMA). Daarnaast is hij sinds 2004 lid van de Academic Council of the Autorité des Marchés Financiers ("French SEC").

Marketing

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor in het verleden behaalde resultaten

Midden jaren negentig is de start van hedge fund XYZ (gefingeerde naam). Vier maanden na de oprichting beginnen zij de vrijwillige rapportage van hun rendement. Een jaar later is XYZ qua assets-under-management (AUM) een top 20 procent hedge fund. Dan, halverwege het eerste decennium, is er een slecht kwartaal; XYZ stopt de vrijwillige AUM rapportage. Eind 2008 is er weer een fantastisch kwartaal en wordt er een buitengewoon rendement gehaald in de dubbele cijfers: XYZ behoort tot de top 10 procent. Een paar maanden later wordt dit rendement aangepast. Het kwartaalresultaat was eigenlijk een groot negatief rendement! Eenzelfde patroon volgt een jaar later.

Rendementsaanpassingen zijn geen uitzondering, zoals blijkt uit een recent Oxford onderzoeksrapport geschreven door Patton, Ramadorai en Streatfield. Zij onderzochten de vrijwillige rapportage van 18.382 hedge funds in de periode van 2007 tot 2011. Veertig procent van deze fondsen stelde haar in het verleden gerapporteerde rendementen tenminste één keer bij. Twintig procent stelde maandelijkse rendementen bij met tenminste 0.5 procent. En, er werd vaker naar beneden bijgesteld dan naar boven.

Je zou kunnen zeggen: 'Wel, dergelijke bijstellingen zijn bekend bij doorgewinterde hedge fund beleggers. Markten zijn efficiënt en dit gedrag is dus ingeprijsd.' Mis! Stel je start in 2007 met een portefeuille waarin hedge funds opgenomen zijn, die nooit historisch hebben bijgesteld en een portefeuille met fondsen die al eens hebben bijgesteld. Je volgt de portefeuille tot 2011 en, zodra een fonds een historisch rendement bijstelt, breng je het van de niet-bijstellers portefeuille naar de bijstellers portefeuille. De bijstellers portefeuille heeft grofweg 10 procent meer rendement opgeleverd over de drie jaren, vergeleken met de bijstellers portefeuille. Actief

fund-of-funds beleid lijkt zich dus te lonen.

Vrijwillige rapportage is klaarblijkelijk geen goed idee. De Amerikaanse toezichthouder heeft dan ook actie ondernomen en zal vanaf eind dit jaar grote hedge funds verplichten in detail aan haar te rapporteren. Dit onderdeel van de zogenaamde 'Dodd-Frank Act' zal transparantie vergroten, althans richting de toezichthouder. De rapportages zullen niet publiek worden gemaakt en derhalve blijft het voor beleggers gissen of een (nieuw) fonds zich zal manifesteren als 'onbetrouwbaar' in haar rapportage of niet.

Als econoom vraag je je af waarom er niet meer druk is richting publieke transparantie. Immers, de niet-bijstellers subsidiëren in zekere zin de bijstellers omdat beleggers hen, althans in de jaren tot de eerste bijstelling, niet van elkaar kunnen onderscheiden. Zij zullen dus van beide type hedge funds een hoger rendement eisen ter compensatie van een 'bijstellersrisico'. Natuurlijk blijft een hedge fund graag onder de radar voor wat betreft haar beleggingsstrategie, maar betrouwbare rendementen rapporteren zal de rendementseis verlagen voor niet-bijstellers zonder de onderliggende handelsstrategie te openbaren. De bijstellers daarentegen zullen tegen verplichte rapportage zijn; immers, de rendementseis voor hen zal stijgen. Of, beter, zij ondervinden nu een prikkel om betrouwbaar te rapporteren.

Hedge fund XYZ hield in 2009 op te bestaan. Zij was, in mijn overtuiging, bij meer transparantie al veel eerder verdwenen. «

Het uitgebreide onderzoeksverslag is terug te vinden als "The Reliability of Voluntary Disclosures: Evidence from Hedge Funds," geschreven door Andrew J. Patton, Tarun Ramadorai en Michael Streatfield (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1934543).