

Rendement onder alle marktomstandigheden

tekst: Mischa Peters

In de hedgefondsenindustrie is er een revolutie gaande. Fondsbeheerders hebben een manier gevonden om zichzelf te bevrijden van de historische beperking die inhield dat beleggingsresultaten automatisch gekoppeld waren aan marktperformance. Op basis van een geraffineerde diversificatie, waarbij het vermogen van een fonds over verschillende strategieën, handelsmodellen en beleggingscategorieën wordt gespreid, wordt het mogelijk om in alle marktomstandigheden positieve rendementen te maken. In Nederland is het Dutch Quantitative Strategy Fund (DQS Fund) sinds 2006 op dit gebied actief. Het beleggingsbeleid van DQS Fund wordt bepaald door Kees Collee en John Hoek, die beiden een lange staat van dienst hebben binnen de beleggingswereld. Begin april spraken wij met Hoek over beleggen in het algemeen en specifiek over DQS.

Welke weg heeft u bewandeld voordat u in 2006 samen met Collee het DQS Fund bent gestart? Mijn loopbaan begon met de crash van 1987, die ik meemaakte bij mijn eerste werkgever, een participatiemaatschappij ('venture capitalist'). Via deze werkgever kwam ik als broker op de optiebeurs terecht. Vervolgens ben ik marketmaker geworden. Uiteindelijk eindigde ik mijn carrière op de beursvloer als directeur Europa van een Amerikaans marktmakersbedrijf met dertig handelaren. Na de overgang op elektronische handel heb ik voor All Options de afdeling kwantitatieve research opgezet. Na een aantal jaren liep ik Kees Collee tegen het lijf, die ik al kende uit onze optiebeursperiode. Hij stond op het punt om de door hem ontwikkelde handelsmodellen binnen een fondsstructuur te gaan aanbieden. We besloten dit verder samen te gaan doen, wat in 2006 heeft geleid tot de oprichting van DQS Fund.

Kunt u onze lezers in het kort uitleggen wat het verschil is tussen een traditioneel fonds en een hedgefonds? Traditionele beleggingsfondsen zijn vaak statutair verplicht volledig te beleggen in aandelen of obligaties of een combinatie daarvan, zelfs wanneer de fondsbeheerder er geen heil meer in ziet en hij zijn eigen geld allang op een spaarrekening heeft gezet. De hedgefondsenbeheerder heeft een veel grotere beleggingsvrijheid. Hij oefent actief invloed uit op het patroon van risico en rendement.

Hoe komt de negatieve correlatie met de S&P500-index tot stand?

Op dit moment hebben wij een kleine negatieve correlatie van -0,09 met de aandelenmarkt, maar het niet



John Hoek

gecorrleerd zijn met de aandelenmarkten is geen doel op zich. Het doel is rendementen te behalen ongeacht de bewegingen op de financiële markten. DQS Fund past een zogenaamd multi-strategieconcept toe, waarbij tegelijkertijd meerdere strategieën of modellen worden ingezet. De grootste weging in de portefeuille wordt aan de zogenaamde CTA (Commodity Trading Advisor)-modellen gegeven. De term CTA is komen overwaaien uit de Verenigde Staten en staat veelal voor 'trendvolgende futuresstrategieën'. Daarnaast passen we nog 'break-out', 'short term reversal' en patroonherkenningmodellen toe en sinds oktober 2010 ook een volatility-arbitragemodel. Een goede verdeling over de modellen zorgt ervoor dat de rendementen en risico's niet met elkaar zijn gecorreleerd en er onder alle omstandigheden positief rendement gemaakt kan worden.

Onder alle omstandigheden?

Inderdaad. Sterker nog, ik zie het als een bittere noodzaak dat de groei van een vermogen niet gecorreleerd is met de economische cycli. In het dagelijks leven zijn we daar al te zeer afhankelijk van. Denk maar aan de hoogte van je pensioen, de waarde van je huis of de waarde van je onderneming als je zelfstandig bent.

Op de website kan ik lezen dat Collee voorafgaand aan de oprichting de strategieën voor eigen rekening en risico heeft gehandeld. Wat echter opvalt, is dat er duidelijke verschillen bestaan tussen het risicoprofiel van het Pre Fund en dat van het DQS Fund, zowel aan de rendementkant (lager samengesteld rendement) als aan de risicokant (afname volatiliteit). Is dit een bewuste keuze, of een samenloop van omstandigheden?

Zoals ook bij andere fondsen het geval is, verlopen de rendementen niet in een rechte lijn en ook de periodes van hogere en lagere volatiliteit wisselen elkaar af. Slechts sporadisch worden kleine wijzigingen in de modellen doorgevoerd.

Worden de CTA's door jullie geselecteerd of zijn het

jullie eigen modellen?

Alle modellen zijn zelf ontwikkeld. Overigens, de toewijzing van de wegen in de portefeuille wekt bij sommigen de indruk dat er aparte potjes bestaan voor iedere strategie en dat die potjes altijd voor 100% ingezet worden. Dat is niet het geval. Slechts een gedeelte van het fondsvermogen wordt gebruikt voor margin. Het taartdiagram zoals op de website staat, geeft onze verwachting weer over de bijdrage aan het totaalresultaat van de diverse strategieën.

Ondanks de absolute rendementdoelstelling werd er in 2009 een significant verlies gerealiseerd. Hoe kwam dit tot stand?

Circa 50% van het rendements- en risicoprofiel werd destijds toegekend aan CTA-strategieën. In dat jaar hadden onze CTA-strategieën, en in mindere mate de aandelenstrategie, het moeilijk. Hetzelfde zag je bij andere Commodity Trading Advisors. De oorzaken lagen bij het ingrijpen van overheden waardoor de markten niet hun eigen gang konden gaan. Gelukkig zijn we vast blijven houden aan onze overtuiging, wat over 2010 en nu in 2011 weer heeft geleid tot prima resultaten.

Wat is in uw ogen de grootste valkuil bij het maken van handelsmodellen en -systemen?

Veel mensen realiseren zich niet dat toeval een zeer grote rol speelt bij het beoordelen van data. Sommigen denken een winstgevend model te hebben als dat in tien jaar tijd dertig trades heeft gegenereerd. Naar mijn mening slaat dit nergens op. Regelmatig lees ik boeken waarin allerlei interessante en lucratieve modellen worden beschreven. Deze vertaal ik middels TradeStation en VBA in een model, zodat ik het over een langere periode dan in het boek staat beschreven kan testen. Het blijkt dan dat in 99 van de 100 gevallen het model (zeer) verliesgevend is. Verbazingwekkend vind ik dit, temeer een groot deel van de auteurs van deze boeken bekend is als 'expert' in zijn of haar vakgebied.

Hoe zou het anders moeten?

Allereerst moet een nieuw model op heel veel data zijn getest. Hiermee bedoel ik minimaal 10.000 datapunten. Op basis hiervan ontwikkel je het model. Daarna pas je het toe op een andere reeks die niet is gebruikt bij het tot stand komen, ofwel de out-of-sample-test. Of je maakt gebruik van een geheel andere 'data set'. De resultaten van de out-of-sample-periode mogen niet significant afwijken van de periode waarop het systeem ontwikkeld is.

Wat wordt hiermee bedoeld?

Als je een trendvolgend model getest hebt op data van de AEX, dan wil ik ook graag weten of het niet door zijn hoeven zakt als je het toepast op andere aandelenindices. Het kan ook voorkomen dat een model gedurende een bepaalde periode, laten we zeggen voor de eeuwwisseling, goed werkt en daarna niet meer als gevolg van een verandering van de marktdynamiek. Denk hierbij aan arbitragemodellen die tien jaar geleden misschien goed presteerden, maar nu door het toepassen van high-frequencytrading niet meer uit de verf komen. Met andere woorden, de verdeling van de resultaten moet min of meer gelijk verdeeld zijn over de gehele testperiode.

Welke andere valkuilen zijn er nog meer bij het ontwikkelen van handelsmodellen?

Het te veel optimaliseren wat leidt tot 'curve fitting'.

Kunt u hier een voorbeeld van geven?

Stel dat je een simpel model ontworpen hebt waar duizend trades uit komen. Je koopt bijvoorbeeld als de opening lager is dan het slot van gisteren. Als uit de resultaten van de test blijkt dat het model moeite heeft met bepaalde marktomstandigheden, is het heel verleidelijk om door toevoeging van een aantal voorwaarden de beste honderd trades over te houden. Deze optimalisatie zorgt er dan voor dat het model goed in het verleden werkt, maar de voorspellende waarde is waarschijnlijk nihil.

Kunt u een korte omschrijving geven van de trendvolgende modellen, de modellen die inspelen op patroonherkenning, de kortetermijnreversalmodellen en break-outmodellen?

Wat de trendvolgende modellen betreft: dat wordt ook door andere fondsen gedaan en het bepalen van een trend op zich is niet het moeilijkste gedeelte. De kunst is de juiste entry en exit van de posities te bepalen, daar kun je het verschil maken. Waar we naar mijn mening uniek in zijn, is dat wij dit combineren met een aantal andere modellen die juist niet trendvolgend zijn, zoals patroonherkenning, reversalmodellen en sinds oktober 2010 een volatility-arbitragestrategie.

Hoe beperken jullie verder nog het risico?

Het risico en het reduceren daarvan managen wij op verschillende manieren. Allereerst is de omvang van een positie afhankelijk van de volatiliteit van het product, dus hoe hoger de bewegelijkheid des te kleiner de posities en vice versa. Ook zijn de posities die worden ingenomen op basis van onze modellen met een langere horizon weer kleiner. Verder leidt de diversificatie over verschillende handelsmodellen en -strategieën tot een reductie van het risico, maar dit hebben we al uitgebreid besproken.

Ontvangt DQS Fund een kickback op de transactiekosten van brokers?

DQS Fund is een fonds voor gemene rekening met een onafhankelijke 'custodian', die alleen de belangen van de deelnemers in het fonds behartigt. De rekening bij de broker staat op naam van de custodian. De fondsbeheerders hebben slechts een volmacht om op deze rekening transacties te doen. Wij als fondsbeheerders hebben dus geen relatie met de broker. Op die manier kan ik ook geen kickback krijgen. ✘

In de rubriek Interview een vraaggesprek met een bekende analist of trader.

MISCHA PETERS

Mischa Peters is initiatiefnemer van www.beurstrendonline.nl en als sinds 1996 werkzaam in de financiële sector.