

Forvalteranalyse

13. november 2015

H2O

Af Peter Rixen

| Senior Porteføljemanager | peter.rixen@skandia.dk |

Vi har tidligere skrevet om Skandias [rejse mod alternative investeringer](#) og kigget på de aktivklasser, som vi anvender inden for alternative investeringer. En af disse aktivklasser er hedgefonde. Det første skridt, når man skal investere i hedgefonde, er at afgøre, hvilken type af hedgefond (fx equity long/short eller Global Macro) man ønsker at investere i. Herefter er det næste og noget større skridt at vælge, hvilke hedgefonde inden for den ønskede type af hedgefonde man ønsker at investere i. Vores udvælgelse af hedgefonde er overordnet baseret på de samme principper, som vi anvender i udvælgelse af traditionelle forvaltere. I denne forvalteranalyse kommer vi nærmere ind på, hvorfor vi har valgt H2O som en af vores forvaltere på hedgefonde.

I princippet fungerer vores forvalterudvælgelse på hedgefonde efter de samme principper som på de mere traditionelle fonde. Der er imidlertid to væsentlige forskelle mellem hedgefonde og traditionelle fonde, som har en væsentlig betydning for arbejdet med at udvælge fonde. For det første er hedgefonde generelt betydeligt mere heterogene end traditionelle fonde. Når det kombineres med det meget store antal fonde (globalt findes der mere end 10.000 forskellige fonde), bliver det en meget tung opgave at reducere det antal fonde, som det er realistisk at gå mere i dybden med. For det andet har mange hedgefonde en juridisk struktur, som kræver meget stor kompetence at gennemskue, og som kan rumme væsentlige risici for svindel og lignende.

Af disse grunde har vi i Skandia valgt primært at investere i hedgefonde, som indgår i "platforme" hos aktører (typiske store investeringsbanker), der er specialiserede i at vælge de bedste hedgefonde og samtidig har etableret en juridisk struktur for investorerne, som eliminerer risiciene for svindel. Vi har i den forbindelse gennemført en større udvælgelsesproces for at identificere de bedste platforme på markedet. Vores kriterier for valget mellem de forskellige platforme har været antal fonde på platformen, alsidigheden af fondene på platformen, historisk performance, omkostninger og serviceniveau på platformen. Vi er endt op med at bruge platforme fra Deutsche Bank og Lyxor, som giver os mulighed for at vælge mellem 150 forskellige hedgefonde.

Vores udvælgelse af hedgefonde er dermed blevet en anelse simplere, da universet af fonde er reduceret fra 10.000 til 150. Det betyder imidlertid ikke, at vi med god ro i maven kan vælge en tilfældig fond fra platformen. Nå vi vælger hedgefonde fra de to platforme, tager vi udgangspunkt i, hvad vi ønsker, fonden skal bidrage med i en overordnet portefølje eller "stand alone".

En af de fonde, vi har valgt, er H2O Force 10. Selvom Deutsche Bank allerede har "blåstemplet" fonden for deres DB Select managed account platform såvel som deres "LiquidAlts" platform, har fonden været igennem nøjagtigt den samme due diligence proces, som vi foretager ved udvælgelsen af alle andre fonde. Det gør vi for at sikre, at den investeringsmæssige kvalitet i fonden lever op til de krav, vi stiller, og at fonden passer til de behov, vi har. Det betyder, at vi har lavet en 4P analyse, hvor vi går i dybden med investeringsfilosofi (philosophy), investeringsproces (process), medarbejderne (people) og afkast (performance). Overordnet kigger vi også på organisationen og de tilgængelige ressourcer.

Organisation og ressourcer

H2O blev etableret i august 2010 af Bruno Crastes (CEO) og Vincent Chailley (CIO), der på det tidspunkt havde arbejdet sammen i 14 år. Begge kom fra Credit Agricole Asset Management/Amundi, hvorfra også to andre stiftende partnere (Jean-Noël Alba og Marc Maudhuit) kom fra.

Selskabet er i dag ejet af Natixis Asset Management (50,01 procent), de fire stiftende partnere plus yderligere seks partnere. Den tætte relation til Natixis betyder, at H2O gør brug af en række funktioner og systemer hos Natixis. Det drejer sig primært af back- og middle-office og risikomonitorering. Det betyder, at H2O kan operere med en væsentligt mindre organisation, end der ellers var krævet for at håndtere de forskellige porteføljer. Der er 35 ansatte, hvoraf 14 sidder med investeringsbeslutningerne.

H2O håndterer en række forskellige porteføljer. Alle porteføljerne er dog styret ud fra den samme grundlæggende investeringsfilosofi og investeringsproces. Det er primært kundespecifikke mandater og retningslinjer, som fører til differentiering mellem de forskellige porteføljer.

Investeringsfilosofi

Investeringsfilosofien i H2O er baseret på en overbevisning om, at value diversifikation er den mest stabile og robuste tilgang til alpha over tid. Value elementet kommer fra et langsigtet topdown-fokus på markedsligevægte, mens diversifikationen ikke alene fokuserer på aktivklasser og markeder, men også på investeringshorisonter og forvaltere.

En konsekvens af dette er, at H2O's forvaltningsstil kan karakteriseres som "value" ud fra overbevisningen om, at værdiansættelse er et afgørende anker, når der investeres på de finansielle markeder, hvis det understøttes af en effektiv porteføljekonstruktion (diversifikation) og en tilstrækkelig investeringshorisont (fra seks måneder til tre år).

H2O's investeringsfilosofi understøttes af et DNA, som er et investeringsteam drevet af en stærk tro på deres makroøkonomiske udsigter og de tilhørende investeringsstrategier.

Som en aktiv forvalter søger H2O at udnytte den inefficiens, der eksisterer på de globale finansielle markeder. Disse inefficienser varierer fra aktivklasse til aktivklasse, ligesom de varierer over tid.

H2O er meget afhængig af "kvaliteten" af korrelationer, hvor kvalitet defineres som korrelationer tæt på nul. Der er en klar tendens til, at det risikostyret afkast er bedst, når den absolutte værdi af korrelationerne falder eller er stabile. Desværre

er der en tendens til, at den absolutte værdi af korrelationerne stiger under ekstreme begivenheder som Lehmans konkurs og den europæiske gældskrise.

For H2O er risiko et input til investeringsbeslutningen og ikke et output af denne. Det betyder, at det fastsatte risikobudget udgør den afgørende ramme for, hvordan de mulige investeringsstrategier skal indgå for at levere den maksimale alpha.

Investeringsproces

I den konkrete fond fra H2O indgår tre overordnede aktivklasser; aktier, valuta og statsobligationer. Fonden har mulighed for at etablere både korte og lange positioner inden for hver af disse aktivklasser.

Der er overordnet tre elementer i investeringsprocessen hos H2O.

Det første element er dannelse af markedsholdninger med udgangspunkt i deres team approach og en top down analyse. Holdningerne baseres på en kombination af intern og ekstern research. Holdningerne bliver foretaget på tre forskellige niveauer. Det første niveau fokuserer på retningen inden for de tre aktivklasser – eksempelvis om man ønsker at være lang eller kort aktier. Det næste niveau forholder sig til relative positioner inden for de enkelte aktivklasser – eksempelvis europæiske aktier kontra amerikanske aktier og placering på rentekurven for obligationer. Det sidste niveau er endnu mere detaljeret og kigger eksempelvis på landallokeringen på obligationer og subsektorer på aktier.

Når en markedsholdning er dannet bliver det filtreret gennem en firfaktormodel for at sikre, at intet er overset. De fire faktorer er økonomi, værdiansættelse, flow og positionering og teknik.

Det næste element i processen er at få omsat disse markedsholdninger til konkrete positioner. Det sker gennem en kvantitativ optimeringsproces baseret på en metodologi fra Black-Litterman. Den kræver i første omgang, at de forventede afkast på de forskellige markedsholdninger kvantificeres. H2O tror ikke på, at det er muligt at opstille meget specifikke estimater for de enkelte holdninger, men vælger i stedet at give dem en z-score varieret efter styrken af troen på de enkelte holdninger. Ud fra den historiske volatilitet kan denne z-score oversættes til et forventet afkast. Den endelige allokering til de enkelte markedsholdninger er i høj grad afhængig af korrelationen og volatilitet. Her bruges historiske data.

Modellens resultater er således i et vist omfang afhængige af historiske data og sammenhænge. Investeringsteamet har dog mulighed for at udfordre resultaterne for ikke at blive afhængige af modellen. Det skete blandt andet i 2012, hvor investeringsteamet ønskede at købe risikable aktiver, men modellen foreslog at købe obligationer. H2O's holdning var, at Fed ville normalisere pengepolitikken, og at obligationer på den baggrund burde short'es. Ud fra den negative historiske korrelation mellem aktier og obligationer siden 2009 gav det derfor samtidig mening at overvægte aktier. Et længere kig på de historiske korrelationer mellem aktier eller obligationer afslører imidlertid, at korrektionen oftere har været positiv. Det vil sige, at aktier og obligationer sandsynligvis vil klare sig dårligt på samme tidspunkt. H2O valgte derfor at shorte både risikable aktiver og obligationer. Det gav en betragtelig gevinst i 2013, da Fed "taper tantrum" udløste et skift i korrelationerne og et fald i både risikable aktiver og obligationer.

De forskellige temaer implementeres gennem flere scenarier for ikke at blive afhængige af timing af temaet.

Det sidste element i investeringsprocessen er et kortsigtet handels-overlay, der skal forsøge at udnytte kortsigtede handelsmuligheder og volatilitetsarbitrage. Denne del af investeringsprocessen bruger omkring 25 % af risikobudgettet.

Fonden gør brug af et meget eksplicit risikomandat opgjort som Value at Risk. Der er et limit for den samlede portefølje, men også for hver af de tre aktivklasser. Det betyder også, at der er indbygget en stop-loss politik omkring Value at Risk styringen, hvilket betyder, at risikoen vil blive nedbragt i forhold til forskellige triggers.

Medarbejdere

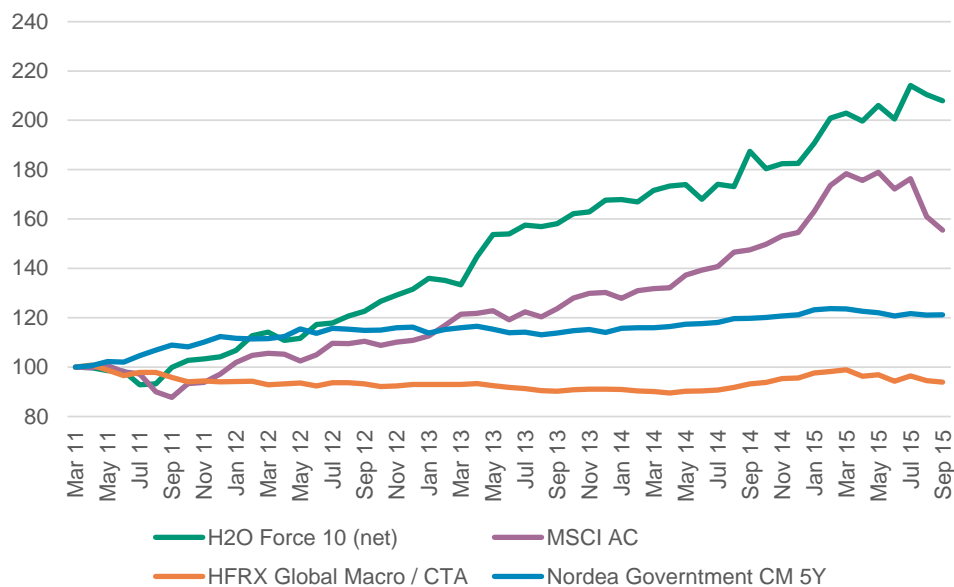
Setup'et i H2O er lidt unikt forstået på den måde, at samtlige investeringsfolk i organisationen reelt er inde over fonden. Det skyldes, at investeringsteamet ikke er sammensat med henblik på at forvalte denne specifikke fond, men derimod er sammensat for at danne markeds-views, som derefter omdannes til allokeringer for alle deres fonde inden for rammerne af den enkelte fond.

På den baggrund er det meget positivt, at mange af medarbejderne har en fælles baggrund, der strækker sig længere tilbage end etableringen af H2O. Det dokumenterer, at de er vant til at arbejde i denne form for netværksstruktur.

Afkast

Det historiske afkast i H2O Force 10 har været meget højt, hvilket også fremgår af nedenstående graf.

Graf 1 | Historisk udvikling



Kilde: Bloomberg, Deutsche Bank og egne beregninger

Det annualiserede afkast for perioden er imponerende 17,6 procent efter omkostninger. Til sammenligning har hedgefonde inden for denne kategori i gennemsnit givet negative afkast i perioden. Fonden har også klaret sig markant bedre end aktiemarkedet, uden at risikoen har været højere.

Et andet positivt aspekt fra de historiske afkast er nogle meget begrænsede drawdowns undervejs. Det mest alvorlige tab var på 20 procent fra top til bund.

Dette tab blev indhentet på blot to måneder. Til sammenligning tog det i samme periode aktiemarkedet ét år, før det havde indhentet dets tab på godt 23 procent i samme periode.

Det er afgørende at kvantificere, hvor meget af det historiske afkast der kan tilskrives den aktive forvaltning, og hvor meget der kunne være opnået ved mere passive investeringer i traditionelle aktivklasser og/eller alternative risikopræmier (se analysen "Rejsen mod alternative investeringer" for en uddybning af alternative risikopræmier).

Det er vores umiddelbare vurdering, at halvdelen af afkastet kan tilskrives den generelle markedsudvikling og forskellige risikopræmier, mens den øvrige del kan tilskrives den aktive forvaltning. De har hver især bidraget med omkring 11 % pro anno før omkostninger.

Når bidraget fra de to elementer gøres op, er det også relevant at se på bidraget til den samlede risiko. Vi vurderer, at den generelle markedsudvikling og risikopræmier har bidraget med en volatilitet på omkring 10 procent, hvilket betyder, at der er en sharpe ratio på godt én fra dette element. Den aktive forvaltning har isoleret bidraget med en volatilitet på knap 9 procent, hvilket betyder, at der er en sharpe ratio (eller måske mere korrekt udtrykt en information ratio) på godt én.

Det samlede afkast på fonden svarer til summen af de to elementer – altså omkring 23 % før omkostninger. Den samlede risiko på fonden er imidlertid mindre end summen af risikoen på de to elementer. Det skyldes, at afkastbidraget fra den aktive forvaltning er ukorreleret med afkastbidraget fra den generelle markedsudvikling. Derfor er den realiserede risiko på fonden "kun" godt 13 procent.

Et væsentligt element i vurderingen af afkastbidraget fra den aktive forvaltning er at vurdere, hvor konsistent dette bidrag har været. Der er selvfølgelig ikke tale om et fuldstændig konstant bidrag, hvilket hænger entydigt sammen med volatiliteten på bidraget fra den aktive forvaltning. Der har dog ikke været nogen rullende 12 måneders periode, hvor der har været et negativt bidrag fra den aktive forvaltning. Endnu mere positivt ser det ud til, at bidraget fra den aktive forvaltning er vokset det seneste år i en periode, hvor bidraget fra den generelle markedsudvikling faktisk har været negativt.

Konklusion

Hedgefonden H2O Force 10 indgår i Skandias portefølje med alternative investeringer under kategorien Hedgefonde – Global Macro / CTA. Fondens er valgt efter en grundig analyse, hvor vi har kigget på fondens investeringsfilosofi og investeringsproces, forvaltningsansvarlige medarbejdere og ikke mindst de historiske resultater, der er skabt.

H2O har en meget tydelig investeringsfilosofi, der skal danne grundlag for at skabe et højt afkast. Vi deler de opfattelser, som ligger bag filosofien og har af den grund tillid til, at H2O over tid vil være i stand til at skabe et afkast, som er noget højere end det generelle markedsafkast.

Investeringsprocessen i H2O er meget kvantitativ, men har samtidig den fornødne fleksibilitet til, at medarbejderne kan bruge deres viden og erfaring til at justere på modellernes "beslutninger". Vi ser en klar og tydelig sammenhæng mellem investeringsfilosofi og investeringsproces.

Det er klart vores vurdering, at medarbejderne hos H2O har den fornødne erfaring og kompetence til at forvalte fonden inden for de opstillede retningslinjer. Samtidig er det meget positivt, at forvaltningen af fonden sker i et team, hvilket gør organisationen mindre afhængig af, om nøglepersoner forlader H2O. Dertil kommer, at de mest centrale nøglepersoner er de stiftende partnere, hvilket klart reducerer risikoen for, at de forlader H2O.

H2O har efter vores vurdering det rigtige setup til at skabe et langsigtet attraktivt afkast. Vigtigst af alt er imidlertid, at de også har været i stand til at dokumentere dette igennem de historiske afkast. En del af afkastet stammer fra den almindelige markedsudvikling, men mere end halvdelen, vurderer vi, kommer fra den aktive forvaltning. Risikoen i fonden hører til i den høje ende af hedgefonde, men det kompenseres der rigeligt for via meget høje afkast.

Du er meget velkommen til at kontakte Skandia Asset Management, hvis du vil høre mere om H2O Force 10 og mulighederne for at investere i fonden. Du må også gerne kontakte os, hvis du vil høre mere om vores andre investeringer i hedgefonde.

Dette materiale er udarbejdet af Skandia Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (i det følgende "Skandia").

Materialet er til personlig orientering for de investorer, som Skandia har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå. Skandia påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Skandia påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om historiske afkast, simulerede historiske afkast, fremtidige afkast eller kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Skandia og/eller andre selskaber i Skandia koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.