

“Uiteindelijk gaat het om de performance.” Wie van u heeft dit nog nooit gezegd?

De behaalde performance is hét visitekaartje van een vermogensbeheerder. Onderstaand vindt u praktijkervaringen van een controleur van performancemetingen. Na lezing van deze ervaringen kijkt u waarschijnlijk een stuk kritischer aan tegen gerapporteerde prestaties en hieraan gekoppelde beloningen.



# PERFORMANCEMETING: VAN VISITEKAARTJE TOT PRIJSKAARTJE

Door dr. ir. Hans Braker, CFA, consultant bij Braker Investment Consulting B.V.

**D**e performance staat vermeld in de rapportages en wordt daarom voor waar aangenomen. Het is voor velen een verrassende ontdekking dat de werkelijk behaalde performance anders kan zijn dan de gerapporteerde performance waarop de vermogensbeheerder wordt afgerekend. Temeer, omdat dat afrekenen soms letterlijk gebeurt in de vorm van een extra beloning.

## Outperformance van een indexfonds?

Waarom moet ook alweer het rendement van een vermogensbeheerder worden gemeten op basis van de Time Weighted Return (TWR)? Stel een belegger heeft EUR 100 miljoen belegd in een indexfonds. Halverwege de maand stort de belegger daar nog eens EUR 10 miljoen bij. Aan het einde van de maand is de waarde van de belegging EUR 120 miljoen. Veel performancerapportages tonen nu een rendement van 9,5% (zie kader).

De belegger constateert dat de benchmark van het fonds een rendement van 8% behaalde. Moet hij blij zijn met deze geweldige outperformance van 1,5%? Ja en nee. Ja, want de gemeten 9,5% is geen TWR maar een Money Weighted Return (MWR): het effect van de gunstige timing van de extra EUR 10 miljoen, in het dal van de markt, wordt hierin meegenomen. De 9,5% is niet het rendement van het indexfonds, maar het rendement van de belegger. Nee, want de beheerder van het fonds heeft “gewoon” de index gevolgd en zeker geen 1,5% outperformance behaald.

In het geval van een indexfonds valt het duidelijk op dat de MWR afwijkt van de TWR. Ook bij andere beleggingen is het gerapporteerde rendement niet gelijk aan het zuivere rendement wanneer zelfs maar kleine stortingen of onttrekkingen optreden. Dan valt echter niet meteen op dat er iets bijzonders aan de hand is. Sterker nog, vaak wordt



Hans Braker

ten onrechte geconcludeerd op basis van de MWR dat een beheerder het goed of slecht heeft gedaan. Omdat veel partijen standaard niet de zuivere TWR berekenen, rekening houdend met alle kasstromen, zitten veel gerapporteerde rendementen naast het werkelijke rendement. Verschillen kunnen tienden van procenten, maar ook volle procenten zijn.

### Bijstellen van rendementen

Naast bovenstaand standaardprobleem kunnen om allerlei redenen rendementen fout zijn berekend. Fouten in de gebruikte formules (delen door eindwaarde in plaats van beginwaarde), verkeerde celverwijzingen in Excel, het gebruik van onjuiste waarderingen (beginwaarde jaar die verschilt van eindwaarde vorig jaar), incorrecte classificatie van kasstromen (opbrengst in plaats van storting), maar ook op grafischere manieren.

Een vermogensbeheerder had bijvoorbeeld een nieuwe klant binnengehaald. De klant stortte eind januari alvast EUR 100.000 die op de bankrekening werd geplaatst, waarna op 1 februari nog eens EUR 100.000.000 overkwam. De vermogensbeheerder dekte op 31 januari alvast valutarisico's af voor de totale portefeuille waarvan het

## Omdat veel partijen standaard niet de zuivere TWR berekenen, rekening houdend met alle kasstromen, zitten veel gerapporteerde rendementen naast het werkelijke rendement.

beheer op 1 februari startte. Op 31 januari werd op deze afdekking een negatief rendement van EUR 1.000 gemaakt. De vermogensbeheerder rapporteerde een rendement van -1% in januari, waarna over de periode februari tot en met december een outperformance van 0,5% werd behaald. Over de periode januari tot en met december werd, dankzij het januari-rendement, een underperformance van 0,5% gerapporteerd. De valuta-afdekking had echter betrekking op de portefeuille per 1 februari, zodat ook het verlies van EUR 1.000 diende te worden genomen op het totale vermogen per februari. Het jaarrendement werd hierdoor 1% hoger en de vermogensbeheerder kon terecht een outperformance van 0,5% claimen.

Overigens leidt bovenstaand voorbeeld tot discussies met bijvoorbeeld accountants, indien deze niet door de portefeuille heen kijken, maar vasthouden aan het principe (dat ook volgens

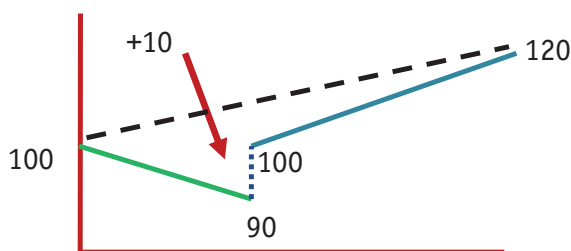
de standaard GIPS geldt) dat de eindwaarde van de periode bepalend is voor het rendement. Veel accountants hebben moeite met bovenstaande bijstelling en zouden een misrepresentatie van de performance juist aanmoedigen. Met als gevolg dat de keurige track record van een vermogensbeheerder onterecht om zeep geholpen kan worden.

### De benchmark is het grootste probleem

De feitelijke portefeuille is een bestand iets, waarvan maandrapportages, kasstroomoverzichten en waarderingen bekend zijn. Maar wat is de benchmark? Dat is een fictieve portefeuille waarin in theorie het gehele vermogen belegd kan worden. Voor een pensioenfonds is die benchmarkportefeuille het complexe resultaat van een uitgebreid beleggingsplan dat gedetailleerd gelezen moet worden. In jaren controlewerk bleek steeds de juiste bepaling van de benchmark de bottleneck te zijn. Afwijkingen van 0,01% tot 2,5% in het benchmarkrendement moesten worden bijgesteld. Problemen waren de rebalancing-methodiek (per maand terug naar de strategische wegingen, per kwartaal, of helemaal niet), de valutahedging (vaak wordt alleen gesteld dat "de dollar wordt afgedekt", terwijl maandelijks bijgestelde afdekking iets anders oplevert dan afdekking ineens over het jaar), definitie van custom indices, het per ongeluk overnemen van de verkeerde index, het abusievelijk gebruiken van een benchmark in dollars, de juiste vastgoedbenchmarks, overlays, en het juiste gebruik van formules en verwijzingen in uitdijende spreadsheets.

Een bijzonder issue is de rente-afdekking in de benchmark. Zeker voor bedrijfstakpensioenfondsen die onder

Figuur 1: Outperformance van een indexfonds



Storting begin maand:	EUR 100 mln
Rendement 1e helft maand:	-10%
Waarde halverwege maand:	EUR 90 mln
Extra storting halverwege maand:	EUR 10 mln
Waarde halverwege maand na storting:	EUR 100 mln
Rendement 2e helft maand:	+20%
Waarde eind maand:	EUR 120 mln
Money Weighted Return hele maand:	$(120 - 100 - 10) / (100 + 10/2) = 9,5\%$
Time Weighted Return hele maand:	$(1-10\%) * (1+20\%) - 1 = 8\%$



## Als er één advies op zijn plaats is, is het wel dat de benchmark veel nauwkeuriger moet worden vastgelegd.

het regime van de z-score vallen is dit van belang. Veel fondsen hanteren een methodiek waarbij “het effect van de afdekking” voor de portefeuille wordt bepaald en wordt overgezet naar de benchmark. Dit kan op veel manieren. Wat bijvoorbeeld te doen wanneer de overlay-portefeuille aan het begin van het jaar al een waarde heeft en door de vermogensbeheerder deze waarde niet mag worden “afgeroomd”? Dat deel van de portefeuille kan dus niet actief worden beheerd, zodat de benchmark niet op de hele portefeuille van toepassing is. Nog interessanter is het als de overlay aan het begin van het jaar een negatieve waarde heeft: de actief beheerde portefeuille omvat dan meer dan 100% van het vermogen. De benchmark zou dan ook op meer dan de portefeuillewaarde moeten worden toegepast.

Nu en dan komt het zelfs nog voor dat vermogensbeheerders hun prestatie vergelijken met een prijsindex, waarin dividenden niet worden meegenomen. Subtieler is dat veel beheerders “netto” benchmarks gebruiken, waarbij wordt gedaan alsof er maar weinig dividendbelasting kan worden teruggevorderd. Dit terwijl Nederlandse pensioenfondsen van prima belastingverdragen gebruik kunnen maken.

Als er één advies op zijn plaats is, is het wel dat de benchmark veel nauwkeuriger moet worden vastgelegd.

### Performance fees: het prijskaartje

De bepaling van performance fees is geen exacte wetenschap. Partijen hebben intenties en principes op papier gezet, maar in de praktijk gebeuren er altijd zaken die roet in het eten gooien. Iets eenvoudigs als een storting in de portefeuille kan de berekening al zo veel vertekenen dat er tonnen onterecht te veel of te weinig worden uitbetaald. Worden betaalde kosten verrekend in het rendement? Ongeacht of ze vanuit de portefeuille of rechtstreeks zijn betaald?

Een basisprobleem treedt op bij performance fees per kalenderjaar: de manager ontvangt een extra beloning als er over het jaar een outperformance wordt behaald, maar bij een underperformance is er geen sanctie. Na een jaar van underperformance begint de teller opnieuw op nul, en is het voor de manager een kwestie van “nieuwe ronde, nieuwe kansen”. Voor het pensioenfonds kan dan over een periode van twee jaar een underperformance resulteren, terwijl er toch een performance fee wordt betaald. De manager heeft in deze constructie een stimulans om meer risico te nemen. Qua rapportages is er ook een prikkel om bij een minder jaar zo veel mogelijk underperformance in dat jaar te stoppen door waar mogelijk de interpretaties ten nadele van dat jaar uit te leggen.

Dit probleem wordt in de praktijk ondervangen door af te spreken dat een eventuele underperformance eerst moet worden goedge maakt alvorens er een performance fee kan worden verdiend. Er bestaat een scala aan uiteenlopende contractuele afspraken die Nederlandse pensioenfondsen hiervoor de afgelopen

jaren hebben gemaakt, allemaal met specifieke voor- en nadelen.

Een voorbeeld van een constructie die dan toch opmerkelijke beloningen kan opleveren, is de methodiek met rollende perioden. Hierbij wordt bijvoorbeeld een gemiddelde outperformance over drie jaren toegepast op het gemiddeld belegde vermogen in deze jaren. Dan kan het gebeuren dat in het eerste jaar op een klein vermogen een grote outperformance wordt behaald en in het laatste jaar op een groot vermogen een kleine underperformance. De overeengekomen methodiek leidt dan tot een flinke performance fee, terwijl het pensioenfonds er in geld gemeten niets op vooruit is gegaan.

Een andere valkuil is het gebruik van de eindwaarde in plaats van beginwaarde als basis voor de fee. De verleiding is ook groot om een gemiddelde waarde te gebruiken, terwijl bij een stijgende markt de werkelijke prestatie hierdoor positief wordt vertekend. Bijzonder complexe constructies ontstaan wanneer performance fees op onderdelen van portefeuilles worden afgesproken. De kans dat dan tot een eerlijke vergoeding wordt gekomen, is niet groot.

Performancemeting is en blijft in essentie handwerk. Interpretaties en aanpassingen zijn regelmatig nodig. Dit maakt performancerapportages dan ook kwetsbaar voor onjuiste interpretaties en voor massaproductie waar niet naar individuele omstandigheden wordt gekeken. «

**Kortom: “uiteindelijk gaat het om de correct bepaalde netto performance”.**