

Valkuilen voor de performancemeter

Hans Braker

Braker Investment Consulting B.V.

Een paar valkuilen

- Strategisch geen cash
- Dividenden
- Performance fee
- Valuta-afdekking
- Beauty Parade, met een reeks mogelijke valkuilen

Braker Investment Consulting B.V.

IIR Masterclass 14 juni 2005

2

Strategisch geen cash

casus:
Pensioenfonds
“Geen cent te veel”

Casus: “Geen cent te veel” (1)

- **Beleid:**
 - 50% in aandelen tegen benchmark X
 - 50% in vastrentende waarden tegen benchmark Y

- **Performance-analyse over gehele jaar:**

	Portefeuille		Normportefeuille		allocatie	selectie
	weging	rendement	weging	rendement		
aandelen	50%	-2%	50%	-2%	0.0%	0.0%
vastrentend	40%	2%	50%	2%	-0.2%	0.0%
liquiditeiten	10%	3%	-	-	0.0%	0.3%
totaal		0.1%		0.0%	-0.2%	0.3%

- **Conclusie:** allocatie niet best, selectie prima

Braker Investment Consulting B.V.

IIR Masterclass 14 juni 2005

4

Casus: "Geen cent te veel" (2)

Braker Investment Consulting B.V.

- Hetzelfde beleid, anders geformuleerd:
 - 50% in aandelen tegen benchmark X
 - 50% in vastrentende waarden tegen benchmark Y
 - 0% in liquiditeiten tegen benchmark Z
- Performance-analyse over gehele jaar:

	Portefeuille		Normportefeuille		allocatie	selectie
	weging	rendement	weging	rendement		
aandelen	50%	-2%	50%	-2%	0.0%	0.0%
vastrentend	40%	2%	50%	2%	-0.2%	0.0%
liquiditeiten	10%	3%	0%	3%	0.3%	0.0%
totaal		0.1%		0.0%	0.1%	0.0%

- Conclusie: allocatie prima, selectie neutraal

IIR Masterclass 14 juni 2005

5

Casus: "Geen cent te veel" (2)

Braker Investment Consulting B.V.

- Wat als toename liquiditeiten keuze van manager vastrentende waarden was (durationverkorting)?
- Performance-analyse over gehele jaar:

	Portefeuille		Normportefeuille		allocatie	selectie
	weging	rendement	weging	rendement		
aandelen	50%	-2.0%	50%	-2%	0.0%	0.0%
vastrentend + liquiditeiten	50%	2.2%	50%	2%	0.0%	0.1%
totaal		0.1%		0.0%	0.0%	0.1%

- Conclusie: allocatie neutraal, selectie prima

IIR Masterclass 14 juni 2005

6

Dividenden

casus:
Bedrijfstakpensioenfonds skileraren

Casus: Bpf Skileraren (1)

Braker Investment Consulting B.V.

- Per 1 januari belegd vermogen:
 - in aandelen EUR 50 miljoen
 - in vastrentende waarden EUR 50 miljoen
- In januari veel aandelen ex-dividend
- Eind januari:
 - in aandelen EUR 60 miljoen
 - in vastrentende waarden EUR 40 miljoen
 - EUR 10 miljoen te ontvangen dividenden
- Administratie: waarde eind januari EUR 100 miljoen

IIR Masterclass 14 juni 2005

8

Casus: Bpf Skileraren (2)

- Administratie: exclusief opgelopen dividenden
- GIPS: inclusief opgelopen dividenden

- Rendementsberekening Bpf:

	januari		
	begin	eind	rendement
Aandelen	50	60	20.00%
Vastrentend	50	40	-20.00%
Totaal	100	100	0.00%

- Rendementsberekening GIPS:

	januari		
	begin	eind	rendement
Aandelen	50	70	40.00%
Vastrentend	50	40	-20.00%
Totaal	100	110	10.00%

Braker Investment Consulting B.V.

IIR Masterclass 14 juni 2005

9

Casus: Bpf Skileraren (3)

- In februari:
 - aandelen: rendement 0%
 - vastrentend van EUR 40 miljoen naar EUR 50 miljoen
 - dividenden herbeleggen in aandelen

- Rendementsberekening Bpf:

	januari			februari			gehele periode
	begin	eind	rendement	begin	eind	rendement	
Aandelen	50	60	20.00%	60	70	16.67%	40.00%
Vastrentend	50	40	-20.00%	40	50	25.00%	0.00%
Totaal	100	100	0.00%	100	120	20.00%	20.00%

- Rendementsberekening GIPS:

	januari			februari			gehele periode
	begin	eind	rendement	begin	eind	rendement	
Aandelen	50	70	40.00%	70	70	0.00%	40.00%
Vastrentend	50	40	-20.00%	40	50	25.00%	0.00%
Totaal	100	110	10.00%	110	120	9.09%	20.00%

Braker Investment Consulting B.V.

IIR Masterclass 14 juni 2005

10

Casus: Bpf Skileraren (4)

- Bij switch begin februari:
 - verkopen EUR 40 miljoen aandelen
 - switch naar vastrentende waarden
 - dividenden ontvangen, in aandelen herbeleggen
- Rendementsberekening Bpf:

	januari			februari			gehele periode
	begin	eind	rendement	begin	eind	rendement	
Aandelen	50	60	20.00%	20	30	50.00%	80.00%
Vastrentend	50	40	-20.00%	80	100	25.00%	0.00%
Totaal	100	100	0.00%	100	130	30.00%	30.00%

- Rendementsberekening GIPS:

	januari			februari			gehele periode
	begin	eind	rendement	begin	eind	rendement	
Aandelen	50	70	40.00%	30	30	0.00%	40.00%
Vastrentend	50	40	-20.00%	80	100	25.00%	0.00%
Totaal	100	110	10.00%	110	130	18.18%	30.00%

Braker Investment Consulting B.V.

IIR Masterclass 14 juni 2005

11

Performance fee

**in de herhaling:
Pensioenfond
"Geen cent te veel"**

Casus “Geen cent te veel II” (1)

- Braker Investment Consulting B.V.
- Afspraak performance fee:
 - “manager mag 1/5 van outperformance houden”
 - Formule: $1/5 * (TWR(P) - TWR(B)) * [\text{Belegd vermogen}]$
 - Manager 1:
 - $TWR(P) = 15\%$
 - $TWR(B) = 10\%$
 - belegd vermogen begin jaar: EUR 100 miljoen
 - belegd vermogen einde jaar: EUR 115 miljoen
 - Performance fee manager 1: EUR 1,15 miljoen

IIR Masterclass 14 juni 2005

13

Casus “Geen cent te veel II” (2)

- Braker Investment Consulting B.V.
- Afspraak performance fee:
 - “manager mag 1/5 van outperformance houden”
 - Formule: $1/5 * (TWR(P) - TWR(B)) * [\text{Belegd vermogen}]$
 - Manager 2:
 - $TWR(P) = 105\%$
 - $TWR(B) = 100\%$
 - belegd vermogen begin jaar: EUR 100 miljoen
 - belegd vermogen einde jaar: EUR 205 miljoen
 - Performance fee manager 2: EUR 2,05 miljoen

IIR Masterclass 14 juni 2005

14

Casus “Geen cent te veel II” (3)

Probleem 1: gebruik van eindwaarde. Beter:

- Manager 1:
 - TWR(P) = 15%
 - TWR(B) = 10%
 - belegd vermogen begin jaar: EUR 100 miljoen
 - performance fee manager 1: EUR 1 miljoen
- Manager 2:
 - TWR(P) = 105%
 - TWR(B) = 100%
 - belegd vermogen begin jaar: EUR 100 miljoen
 - performance fee manager 2: EUR 1 miljoen

Braker Investment Consulting B.V.

IIR Masterclass 14 juni 2005

15

Casus “Geen cent te veel II” (4)

Probleem 2: gebruik van additieve outperformance

- Was additief: $(TWR(P) - TWR(B))$
- Bij multiplicatief: $\frac{1 + TWR(P)}{1 + TWR(B)} - 1$
- Manager 1: $\frac{1 + 15\%}{1 + 10\%} - 1 = 4,5\%$ -> fee: EUR 0,9 miljoen
- Manager 2: $\frac{1 + 105\%}{1 + 100\%} - 1 = 2,5\%$ -> fee: EUR 0,5 miljoen

Braker Investment Consulting B.V.

IIR Masterclass 14 juni 2005

16

Valuta-afdekking

**casus:
Verzekeraar
“In EUR we trust”**

Casus: “In EUR we trust” (1)

Braker Investment Consulting B.V.

- Beleggingsbeleid:
 - “de USD wordt gedurende het jaar afgedekt”
- Normportefeuille:
 - 40% aandelen, waarvan helft in USA (in USD)
 - 60% vastrentend in EUR
- Normrendementen:
 - aandelen USA, in USD: 10%
 - aandelen overig, in EUR: 10%
 - vastrentend, in EUR: 10%
 - USD daalt gedurende het jaar met 5%

IIR Masterclass 14 juni 2005

18

Casus: "In EUR we trust" (2)

Braker Investment Consulting B.V.

- Normrendementen:
 - aandelen USA, in USD: 10%
 - aandelen overig, in EUR: 10%
 - vastrentend, in EUR: 10%
 - USD daalt gedurende het jaar met 5%
- Kort door de bocht in EUR:
 - normrendement op afgedekte aandelen USA: 10%
 - normrendement op aandelen overig: 10%
 - normrendement op vastrentend: 10%
 - normrendement totaal: 10%

IIR Masterclass 14 juni 2005

19

Casus: "In EUR we trust" (3)

Braker Investment Consulting B.V.

- Redenering zou kloppen als:
 - er geen hedgekosten zijn (geen renteverschillen)
 - op ieder moment iedere USD geheel is afgedekt
- Welke methodiek gebruikt?
 1. op jaarbasis afdekken beginbedrag
 - in EUR of USD?
 - o.b.v. renteverschil of o.b.v. termijncontract?
 2. op maandbasis doorrollen beginbedrag
 3. op maandbasis afdekken dan geldend bedrag
 4. op dagbasis afdekken USD-exposure
- Iedere methodiek levert een ander rendement op
- Geen van allen levert normrendement van 10% op

IIR Masterclass 14 juni 2005

20

De beauty parade

“Schijn bedriegt”

Pensioenfonds XYZ wil uw advies

- Wereldwijd beleggingsmandaat
- Huidige beheerder Alpha Active
- Alternatieve beheerders in “beauty parade”
- Welke beheerder adviseert u?

Braker Investment Consulting B.V.

IIR Masterclass 14 juni 2005

22

Beauty Parade

Braker Investment Consulting B.V.

Belegger	Rendement laatste 5 jaar
Alpha Active	10%
Beta Broad	9%
Gamma Global	8%
Delta Diversified	7%
Epsilon Extreme	6%

IIR Masterclass 14 juni 2005

23

Uw advies

Braker Investment Consulting B.V.

Handhaaf Alpha Active

... of toch niet?

IIR Masterclass 14 juni 2005

24

Beauty Parade

Braker Investment Consulting B.V.

Belegger	Rendement laatste 5 jaar	Benchmarkrendement
Alpha Active	10%	5%
Beta Broad	9%	8%
Gamma Global	8%	8%
Delta Direct	7%	6%
Epsilon Extreme	6%	7%

IIR Masterclass 14 juni 2005

25

Uw advies

Braker Investment Consulting B.V.

Handhaaf Alpha Active

... of ...?

IIR Masterclass 14 juni 2005

26

Beauty Parade - het vervolg

Braker Investment Consulting B.V.

Hoe de vijf beheerders verder te analyseren?
Karakteristieken van de beheerders uitgewerkt

IIR Masterclass 14 juni 2005

27

Alpha Active (1)

Braker Investment Consulting B.V.

- *Gerapporteerd rendement: 10%*
- *Benchmarkrendement: 5%*
- Beginvermogen: 90
- Storting: 20 (halverwege periode)
- Eindwaarde: 120
- Money Weighted Return: $(120 - 90 - 20) / 100 = 10\%$

IIR Masterclass 14 juni 2005

28

Alpha Active (2)

Braker Investment Consulting B.V.

- Beginvermogen: 90
- Storting: 20 (halverwege periode)
- Eindwaarde: 120
- Waarde halverwege periode: 60
- Time Weighted Return:
 - TWR deelperiode 1: $60/90 - 1 = -33\%$
 - TWR deelperiode 2: $120/80 - 1 = 50\%$
 - TWR totaal: $(1 - 33\%)(1 + 50\%) - 1 = 0\%$

IIR Masterclass 14 juni 2005

29

Alpha Active (3)

Braker Investment Consulting B.V.

- Had moeten rapporteren:
 - Rendement 0%
 - Benchmarkrendement 5%
- Dus underperformance van 5%

IIR Masterclass 14 juni 2005

30

Beta Broad (1)

Braker Investment Consulting B.V.

- Gerapporteerd rendement: 9%
- Benchmarkrendement: 8%
- Outperformance: 1%
- Tracking error: 4%

IIR Masterclass 14 juni 2005

31

Beta Broad (2)

Braker Investment Consulting B.V.

- Beta Broad is een passieve belegger
- Outperformance van 1% is niet acceptabel
- Proces / risicomanagement niet adequaat

IIR Masterclass 14 juni 2005

32

Gamma Global (1)

Braker Investment Consulting B.V.

- Gerapporteerd rendement: 8%
- Benchmarkrendement: 8%
- Outperformance: 0%
- Rendementsberekening volgens standaarden
- Uit GIPS-compliant presentatie

IIR Masterclass 14 juni 2005

33

Gamma Global (2)

Braker Investment Consulting B.V.

- Gamma Global is een zeer exclusieve club
- Jaarlijkse beheerkosten: 0,6%
- Dus kosten 3% in 5 jaar
- Netto rendement: 5%
- Netto dus 3% underperformance

IIR Masterclass 14 juni 2005

34

Delta Direct (1)

Braker Investment Consulting B.V.

- Gerapporteerd rendement: 7%
- Benchmarkrendement: 6%
- Dus outperformance: 1%
- Geheel correct berekend netto rendement

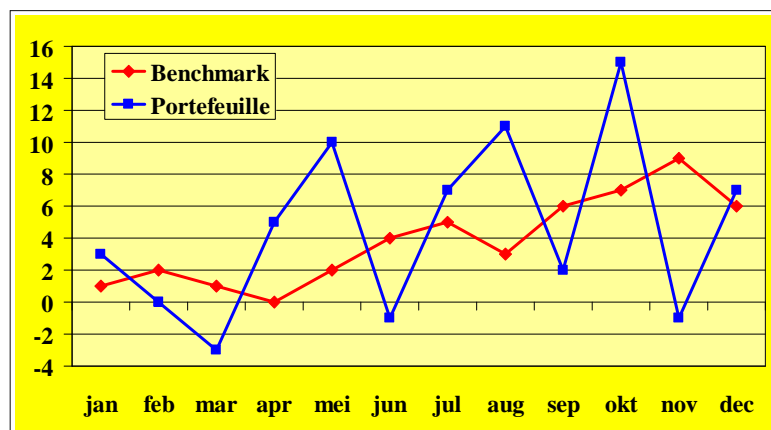
IIR Masterclass 14 juni 2005

35

Delta Direct (2)

Rendementsverloop in de tijd:

Braker Investment Consulting B.V.



IIR Masterclass 14 juni 2005

36

Delta Direct (3)

Braker Investment Consulting B.V.

- Tracking error circa 15%
- Benchmark bevat 1300 aandelen
- Portefeuille bevat 10 aandelen
- Onacceptabel risico

IIR Masterclass 14 juni 2005

37

Epsilon Extreme (1)

Braker Investment Consulting B.V.

- *Gerapporteerd rendement: 6%*
- *Benchmarkrendement: 7%*
- Underperformance: 1%
- Pover resultaat

IIR Masterclass 14 juni 2005

38

Epsilon Extreme (2)

Braker Investment Consulting B.V.

- Track record van feitelijke portefeuille
- Correcte berekeningen
- Na aftrek feitelijke 2% beleggingskosten
- Bruto rendement dus 8%
- XYZ kan participeren tegen 0,5% kosten

IIR Masterclass 14 juni 2005

39

Epsilon Extreme (3)

Braker Investment Consulting B.V.

- *Gerapporteerd rendement: 6%*
- *Benchmarkrendement: 7%*
- Vergelijkbaar rendement bij 0,5% kosten: 7,5%
- Dus 0,5% netto outperformance
- Tracking error: 3%
- Een prima belegging...

IIR Masterclass 14 juni 2005

40

Uw advies

Ontsla Alpha Active

Selecteer Epsilon Extreme

... en onderbouw met goed analyserapport waarin ook andere aspecten worden belicht

Braker Investment Consulting B.V.

IIR Masterclass 14 juni 2005

41