

Performance fees – perverse prikkel of succesvolle stimulans?

Er was eens een klein pensioenfonds. Het fonds behaalde een fantastisch rendement, waardoor de portefeuille tientallen miljoenen in waarde steeg. Toen kwam er een factuur van de vermogensbeheerder. De vermogensbeheerder bracht een miljoen euro in rekening voor de behaalde outperformance. Grijzend tekende de directeur van het pensioenfonds de factuur. Ten opzichte van het behaalde rendement was dat bedrag maar een schijntje.

Het volgende jaar verliep dramatisch. Het rendement was zwaar negatief, zodat de portefeuille miljoenen in waarde daalde. Tot overmaat van ramp ontving het fonds ook nog een factuur van de vermogensbeheerder, die een miljoen euro declareerde voor de behaalde outperformance. Zuchtend ging de directeur akkoord met de factuur, nadat hij had laten nagaan dat die geheel volgens contract was.

Het bestuur van het pensioenfonds zette vraagtekens bij de betaling aan de beheerder over het tweede jaar. Hoe kon het zo zijn dat de portefeuille een negatief rendement behaalde, maar de beheerder toch een bonus kreeg? De directeur legde uit dat dit kwam doordat de vermogensbeheerder wordt vergeleken met een benchmark: “De benchmark geeft weer wat de markt doet. Als de markt inzakt maar de beheerder houdt de schade beperkt, dan heeft de beheerder het eigenlijk goed gedaan. Voor bijvoorbeeld alleen de Europese aandelen wordt de vermogensbeheerder vergeleken met de MSCI Europa index. Zakt de index 30% en de beheerder ‘maar’ 25%, dan heeft de beheerder het prima gedaan. In dit geval heeft de beheerder veel defensiever belegd dan zijn benchmark, waardoor onze portefeuille minder sterk zakte dan de markt als geheel”.

Het bovenstaande is geen sprookje maar dagelijkse praktijk. Veel pensioenfondsen zijn gecharmeerd van het principe van performance fees, een beloning die afhangt van de performance. Maar is de gedachte achter performance fees altijd juist, en worden performance fees wel correct bepaald? In de eerste plaats zijn er principiële overwegingen. Een pensioenfonds gaat door een uitgebreid proces om te komen tot de keuze van een beheerder. Het is tegenstrijdig om vervolgens een performance fee af te spreken met die beheerder. Als de beheerder het immers in de toekomst zo goed doet als verwacht, is het beter om alleen een vaste vergoeding te betalen. Met een performance fee zal het pensioenfonds duurder uit zijn. Een performance fee is alleen rationeel als een underperformance wordt verwacht. Maar daarvoor selecteer je de vermogensbeheerder toch niet?

Het idee dat de vermogensbeheerder meer in het belang van het pensioenfonds gaat werken bij een performance fee, kan worden betwijfeld. Bestaande klanten zullen vertrekken na een periode van underperformance. Een vermogensbeheerder is ook voor toekomstige klandizie aangewezen op de in het verleden behaalde performance. De beheerder heeft dus puur voor zijn voortbestaan al een duidelijke prikkel om het goed te doen.

Soms wordt afgesproken dat een eerder behaalde underperformance eerst moet worden goedge maakt voordat een performance fee kan worden verdiend. Als de underperformance echter zo groot is dat de vermogensbeheerder die eigenlijk nooit meer kan goedmaken, is elke prikkel voor de beheerder verdwenen. In het jaar 2008 raakten diverse beheerders in deze situatie, dankzij vele procenten aan underperformance en vervolgens een door de klanten ingeperkt mandaat.

Eigenlijk zou een pensioenfonds een performance fee alleen moeten dulden wanneer de vermogensbeheerder de klant alleen accepteert indien die akkoord gaat met een performance fee. Zo wordt de klant dus min of meer gestraft voor het correct selecteren van een goede vermogensbeheerder.

Performance fees lijken vooral als effect te hebben dat de gemiddelde beloning van vermogensbeheerders omhoog gaat. Met name voor vermogensbeheerders is een performance fee een sprookje. Vermogensbeheerders ontvangen via performance fees ook een prikkel om meer risico te nemen. Blijven ze dicht bij hun benchmark, dan winnen ze namelijk zeker niet de jackpot. Het risicoprofiel van de portefeuille zal dus toenemen. Het pensioenfonds dient extra goed te bewaken dat de portefeuille binnen de kaders van de ALM-studie blijft.

En wat te denken van een pensioenfonds dat gaat beleggen in een beleggingsfonds waarbinnen performance fees worden ingehouden? Stel dat in de voorgaande periode een flinke outperformance is behaald. Bij veel aanbieders van beleggingsfondsen zal het pensioenfonds na de instap gaan betalen voor de outperformance die de andere participanten hebben genoten. Zelfs als er vervolgens een underperformance wordt behaald. Performance fees dienen uiteraard klantspecifiek te worden bepaald om dit ongewenste effect te vermijden. Het probleem kan bijvoorbeeld worden verkleind door het uitdelen van extra units aan pensioenfondsen die na een periode van outperformance zijn ingestapt.

Stel dat dit probleem is opgelost, waarna een vermogensbeheerder buiten een beleggingsfonds om performance fees berekent voor de performance van dit fonds. Een nieuwe participant in het fonds die een performance fee overeenkomt zal geen enkele invloed hebben op het beleid van de vermogensbeheerder. Die wordt al genoeg 'geprikkel' door de al lopende afspraken voor performance fees. Het pensioenfonds bereikt dus geen vorm van 'alignment of interest' door ook een performance fee overeen te komen en is onderworpen aan het belang dat de beheerder heeft uit hoofde van de al lopende performance fee afspraken met het grote aantal andere participanten. Voor het pensioenfonds is het rationeel om geen performance fee te willen.

In de tweede plaats zijn er methodische overwegingen. Stel dat een beheerder wordt geselecteerd omdat die altijd een defensieve portefeuille aanhoudt, bijvoorbeeld een portefeuille met veel hoog dividend aandelen. Als de markt inzakt maar de portefeuille zakt minder weg, wat is dan de verdienste van het pensioenfonds en wat is de verdienste van de beheerder? Het was de keuze van het fonds om een defensieve strategie in te zetten. Het minder dalen van de defensieve aandelen is dus een performance-bijdrage van het pensioenfonds. De beheerder heeft het eigenlijk alleen goed gedaan als hij beter heeft gepresteerd dan andere defensieve portefeuilles. Als benchmark zou dus geen standaard marktindex moeten worden gebruikt maar een index van defensieve aandelen, passend bij

de door het pensioenfonds gekozen strategie.

Vaak worden contracten afgesloten waarbij op jaarbasis wordt afgerekend: als er een outperformance is, wordt een bonus uitgekeerd. Maar als er een underperformance is, betaalt de vermogensbeheerder niets terug aan het pensioenfonds. De underperformance wordt gewoon 'kwijtgescholden'.

Vervolgens is er in het nieuwe jaar weer sprake van 'nieuwe ronde, nieuwe kansen' voor de vermogensbeheerder. Over een periode van enkele jaren kan het zo zijn dat de vermogensbeheerder achterblijft bij de markt, maar het pensioenfonds toch een aantal jaren een stevige performance fee betaalt. Zodra er in een periode van een aantal jaren een keer een underperformance optreedt – en dat zal echt eens gaan gebeuren – betaalt het fonds te veel performance fee.

Soms wordt dit probleem gemitigeerd door de performance over een 'rollende periode' te bepalen. Bijvoorbeeld wordt de gemiddelde outperformance over een periode van drie jaar toegepast op een gemiddeld vermogen. Ook in deze situatie zal het pensioenfonds per saldo regelmatig een stuk underperformance 'kwijtschelden' en over een meerjarige periode te veel betalen. Bovendien treedt bij deze methodiek het effect op dat een outperformance in het eerste jaar wordt toegepast op het vermogen in het derde jaar. Bij een leuke stijging van de markt levert dat een gratis extra performance fee op.

Slimme pensioenfondsen denken het probleem te tackelen door uit te gaan van een methodiek van 'negative carry forward'. Dit principe lijkt op de 'high watermark' uit de wereld van hedge funds, waarbij de participatiewaarde eerst moet zijn uitgestegen boven het tot dan toe bereikte hoogste punt, alvorens er weer een performance fee wordt betaald. Bij de 'negative carry forward' gebeurt hetzelfde met de outperformance: er wordt pas betaald als de cumulatieve outperformance hoger is dan de tot dan toe hoogste cumulatieve outperformance waarover is betaald. Een periode van underperformance moet dus eerst worden goedge maakt. Hierbij moet goed worden afgesproken wat precies de basis is voor de 'negative carry forward': wordt de underperformance in procenten uitgedrukt en 'op de lat geschreven', of wordt de underperformance uitgedrukt in een geldbedrag dat moet worden goedge maakt? En wordt dat geldbedrag gerelateerd aan het vermogen waarmee de beheerder aan het werk is gezet, wordt een gemiddeld vermogen gebruikt of wordt – zoals diverse beheerders standaard voorstellen – de eindwaarde gebruikt? Het verschil kan snel significant worden.

De grootste bottlenecks bij de bepaling van performance fees zijn wel de benchmark en de kasstromen. Dat het soms lastig is om de benchmark juist te bepalen wordt vaak als verrassend gezien. Een pensioenfonds gebruikt echter vaak een complexe normportefeuille, inclusief valuta-afdekkingen en rente-afdekking. Als het niet volkomen duidelijk is hoe de benchmark is gedefinieerd, wordt er een performance fee betaald over ruis. Hierbij hebben we het nog niet eens over het effect van het kiezen van een 'net' benchmark, waarmee vermogensbeheerders alvast wat gratis outperformance in de schoot geworpen krijgen doordat wordt gedaan alsof het pensioenfonds minder belasting kan terugvorderen dan in werkelijkheid.

De kasstromen (stortingen en onttrekkingen) zijn op twee manieren zwaar verstorend. In de eerste plaats kan het rendement alleen zuiver worden bepaald als de waarde van de portefeuille bekend is op het moment dat een kasstroom optreedt. Anders moet een benaderende methode worden gebruikt.

Die zit al snel tientallen basispunten naast de werkelijkheid. Ook dan wordt weer betaald voor ruis. Zelfs partijen die voldoen aan alle regels van GIPS (Global Investment Performance Standards) rapporteren vaak benaderingen van rendementen. Met als resultaat bijvoorbeeld dat een indexfonds een significante outperformance krijgt toegewezen. Voor een zuiver rendement zal ook de custodian tussentijds een nauwkeurige waardering moeten afgeven die gereconcilieerd is met de beheerder. In de tweede plaats neemt door een kasstroom de waarde van de portefeuille toe of af. Zo kan het gebeuren dat eerst over een klein vermogen een outperformance van 1% wordt behaald, en na een forse extra storting een underperformance van 0,5%. Cumulatief een leuke outperformance uitgedrukt in procenten, maar wat was eigenlijk de outperformance in geld uitgedrukt? En was er eigenlijk wel een outperformance? Bij veel vermogensbeheerders mag het pensioenfonds een performance fee betalen terwijl het fonds geld kwijtraakte ten opzichte van een belegging in de benchmark.

Welke afspraken men ook mondeling heeft gemaakt, het is zaak die vervolgens adequaat op papier te krijgen. Dat gaat vaak fout. Er worden termen gebruikt die niet zijn gedefinieerd, er wordt in het midden gelaten of het gaat om bruto of netto outperformance, er wordt niet vastgelegd of de outperformance rekenkundig of meetkundig wordt vastgesteld, er wordt niet gezegd wat te doen bij kasstromen. Degenen die het contract hebben opgesteld, zijn na een paar jaren verdwenen zodat de oorspronkelijke argumenten ook niet meer na te speuren zijn. Eigenlijk moet er altijd een aantal voorbeelden worden opgenomen waaruit de bedoelde methodiek ondubbelzinnig blijkt. In de voorbeelden dienen allerlei mogelijke scenario's aan bod te komen. Pas bij het maken van zulke voorbeelden komt meestal ook de beleggingscommissie achter de ware aard van de afspraken. Zelfs voor vermogensbeheerders is zo'n concrete uitwerking nog wel eens verrassend.

Na het behalen van een outperformance treedt het merkwaardige effect op dat er zwaar wordt gediscussieerd over de berekening van de outperformance, terwijl beide partijen elkaar juist op de schouders zouden moeten slaan van tevredenheid. En na het behalen van een underperformance vergeten veel partijen dat de underperformance wel precies moet worden uitgerekend, om te weten hoeveel er in de toekomst moet worden goedgeemaakt. Door dat te vergeten wordt het rekenprobleem in de toekomst alleen maar groter. Want de basisgegevens zijn steeds lastiger terug te vinden, en wat waren ook alweer precies die kasstromen die optraden op 17 maart twee jaar geleden? Het berekenen van een underperformance is ook geen bevredigende activiteit, die helaas wel tijd en daarmee geld kost.

Andere zaken die opgenomen kunnen worden, zijn een maximering van de performance fee (bijvoorbeeld: de beheerder kan maximaal tweemaal de basisvergoeding als performance fee ontvangen) en een symmetrische performance fee (bijvoorbeeld: de beheerder kan de helft van de basisvergoeding kwijtraken maar hij kan ook de helft extra verdienen). Ook kan gepoogd worden om een risico-correctie op te nemen. Dat is echter qua meetbaarheid moeilijk bij een korte tijdsperiode, maar ook bij langere perioden indien geen strikte (maand)waarderingen worden gemaakt. En scherp geformuleerde beëindigingsclausules zijn uiteraard van belang, mocht de mooie zwaan uiteindelijk toch een lelijk eendje blijken. Ook op dit vlak staan er nog wel eens zaken op papier waardoor een van de partijen stevig benadeeld wordt.

Wie gelooft in sprookjes moet vooral een performance fee afspreken. Maar dan wel, net als

Roodkapje, met een jager op de achterhand die de hele constructie kan fileren voor het geval de aardige vermogensbeheerder toch wat anders blijkt te zijn.

Om terug te komen bij het voorbeeld aan het begin: het kleine pensioenfonds was ongelukkig met de situatie en realiseerde zich dat het beter was om over te gaan naar een bij de werkzaamheden passende, niet op performance gebaseerde, vergoeding. Sterker nog, de vergoeding was niet eens uitgedrukt in een percentage van het belegde vermogen. Voor de vermogensbeheerder was dat even slikken, omdat het beheerde vermogen vrijwel altijd stijgt en hierdoor de inkomsten bijna zeker stijgen bij een fee op basis van het vermogen. Aan de andere kant zou de vermogensbeheerder ook niet worden getroffen in zijn inkomsten wanneer de markt scherp zou dalen. Het pensioenfonds en de vermogensbeheerder leefden nog lang en gelukkig...

Hans Braker (dr. ir. J.G. Braker, CFA) is consultant op het gebied van performancemeting.