

Gelijkschakeling van belangen door performance fees?

Een overbrugging van de kloof tussen theorie en praktijk

Inleiding

Als één van de oorzaken van de huidige kredietcrisis wordt de beloningscultuur in de financiële wereld genoemd. Er wordt daarbij beweerd dat deze niet goed gelinked is aan lange termijn doelen. Managers/beleggers lopen met miljoenen weg terwijl klanten/investeerders uiteindelijk met een negatieve performance blijven zitten. Voorbeelden van bestuurders van slechtlopende bedrijven (banken) die met miljoenenbonussen de deur uit gaan zijn er legio. Ook in het vermogensbeheer kan dezelfde tendens worden onderscheiden.

Eén van de bekendere voorbeelden is het Magellan fund (beschreven door John Bogle [2005]) dat in het verleden zeer veel kapitaal heeft vernietigd voor haar klanten, maar waarvan de managers met miljoenen beloofd zijn. Een Nederlands voorbeeld is Go(ne) Capital die na haar sluiting maar meteen de lancering van een nieuw fonds heeft aangekondigd. De essentie van de problematiek is dat de belangen van klanten en leveranciers niet parallel lopen. Dit kan verschillende oorzaken hebben: onjuiste meetlat (benchmark), korte termijn beoordeling, verkeerde beloningsstructuur, etcetera. Er valt veel te

**Drs. Jan Bertus
Molenkamp
RBA RO¹**

Fiduciair Manager
bij Kempen Capital
Management en
verbonden aan de
Vrije Universiteit te
Amsterdam



zeggen over de verkeerde meetlat/benchmark (denk bijvoorbeeld aan peergroup vergelijking, wat niets te maken heeft met de eigen doelstellingen) en de korte termijn waarop vermogensbeheer beoordeeld wordt. Echter hier zullen we met name ingaan op de beloningssystematiek zelf en haar mogelijke consequenties.

Dit onderwerp willen we hier uitdiepen aan de hand van een pensioenfonds die een manager (vermogensbeheerder) inhuurt en met haar een goede beloning (fee) moet vaststellen. De vraag is hoe dat op een zo optimaal mogelijke manier gebeurt, waarbij er sprake is van gelijkschakeling van de belangen. Vertrekpunt hierbij is de theorie van 'delegated asset management' (principal-agent). Hieruit komt een bepaalde vorm van variabele beloning naar voren. Daarna halen we de praktijk erbij. Interessant hierbij is dat theorie en praktijk vrij ver uit elkaar blijken te liggen. Via een paar eenvoudige ideeën is het mogelijk om de praktijk en theorie beter op elkaar te laten aansluiten en om zodoende een grotere gelijkschakeling van belangen te creëren. We zullen afsluiten met het plaatsen van een beloningsmodel in een breder kader.

Theorie

In Stracca [2006] wordt een overzicht geboden van de literatuur op het gebied van het portefeuille delegatie probleem. De algemene formulering is dat een principaal (=pensioenfonds) een agent inhuurt (=manager) die informatie bezit die onbekend is aan de principaal ('informatie asymmetrie'). De hamvraag is hoe een optimaal contract tussen het pensioenfonds en de manager te maken. De belangrijkste doelen van een goed contract zijn: motivering van de manager om zich in te spannen, risicodeling en signalering. Het eerste doel mag helder zijn; de manager dient geprikkeld te worden om zijn informatie 'prijs te geven'. Risico deling is vooral relevant als zowel pensioenfonds als manager risico-avers zijn; hiermee kan worden voorkomen dat bijvoorbeeld de manager risico's neemt ten koste van het pensioenfonds. Als een contract zodanig is dat een goede manager (met 'skill') dit wil tekenen en een slechte manager (zonder 'skill') niet, dan is het een 'separend' contract en daarmee signalerend. Zo niet, dan wordt dit een 'pooling' contract genoemd en heeft het geen signalerende werking.

In de meeste onderzoeken wordt een optimalisatie probleem opgezet om te komen tot een optimale

fee structuur. Onder gebruikelijke aannames inzake risicoaversie (nutsfuncties) is een lineaire² verdelingsregel van de opbrengsten optimaal. Deze ziet er als volgt uit:

$$\text{Optimale fee} = \text{Bedrag} + \% * \text{Performance}$$

Opvallend is dat zelfs in deze relatief eenvoudige modellen niet alle doelen van een goed contract kunnen worden gehaald. Het bovenstaande contract is een compromis tussen het motiveren van de manager tot inspanning en de risicodeling. Het is een compromis omdat de manager geneigd is om minder inspanning te verrichten dan optimaal is voor het pensioenfonds. Deze lineaire contracten zijn signalerend; goede managers kunnen zichzelf hiermee onderscheiden van slechte managers.

Een belangrijk resultaat in de modellen is daarnaast het "irrelevantie" resultaat (zie Admati-Pfleiderer [1997]): De agent kan altijd zijn opbrengst beïnvloeden door in te spelen op de vorm van het contract. Een concreet voorbeeld hiervan is dat de manager door de mate van risico te kiezen de verwachte opbrengst in haar voordeel kan veranderen. Dit betekent dat er altijd sprake is van een 'moral hazard' probleem.

Naast lineaire contracten zijn ook allerlei andere structuren geanalyseerd. Bijvoorbeeld een kwadratisch contract³. Hierbij wordt de manager gemotiveerd om goede inschatting te geven van haar eigen prestaties en afgestraft voor grote afwijkingen naar boven en naar beneden. Dit is in een analisten framework, waarbij de analist beoordeeld wordt op een goede voorspelling, mogelijk een goede aanpak. Echter in ons voorbeeld minder toepasbaar.

Veel is ook geschreven over de optieachtige (bonus) contracten die managers mogelijk verleiden om meer risico te nemen dan optimaal is voor het pensioenfonds. Aangetoond is dat lineaire contracten waarbij sprake is van een beperkte aansprakelijkheid van de manager gelijk te stellen zijn aan optiecontracten. Algemeen geldt dat symmetrische contracten beter met risicodeling omgaan dan asymmetrische contracten.

Op basis van de literatuur moeten we concluderen dat er tot nu toe zelfs voor het relatief eenvoudige

portefeuille delegatie probleem *geen* generieke oplossing bestaat die ook alle kernpunten (motivatie, risicodeling, signalering) adresseert. De gepresenteerde fee structuren zijn zeer afhankelijk van specifieke aannames met betrekking tot de risicoaversie van de principaal en de agent. Er wordt gestreefd naar zogenaamde ‘closed form’ oplossingen waarbij het resultaat bestaat uit een mooie wiskundige formule, maar om deze te bereiken moeten vaak enige ‘heroïsche’ aannames worden gedaan. Vervelend is ook dat de oplossingen uit de praktijk niet lijken op de theoretisch juiste oplossingen.

Praktijk fee = %* Vermogen + %* Outperformance

De typische fee in de praktijk is een basis fee uitgedrukt in een percentage van het vermogen plus een percentage van de outperformance. Vergeleken met de optimale fee structuur is deze duidelijk afwijkend. Allereerst is het vaste bedrag vervangen door een percentage van het vermogen. Daarnaast is het een asymmetrische feestructuur; alleen bij outperformance is er sprake van een betaling. Het feit dat de theorie niet komt tot deze fee structuur impliceert dat er mogelijk elementen zijn buiten de modellen die worden genegeerd, dan wel dat de huidige praktijkcontracten niet optimaal zijn. Eén van die elementen is dat in de markt de agenten mogelijk de kracht hebben om die fee structuur te kiezen die voordelig is voor hen en daarmee nadelig voor pensioenfondsen (marktmacht). Een andere mogelijkheid is dat in de werkelijkheid de ‘incentive’ structuur voor de agent er heel anders uitziet dan in het model omdat er meer exogene variabelen zijn. Voorbeelden hiervan zijn reputatierisico’s, de kans op ontslag en een manager die meerdere producten aanbiedt (en dus te maken heeft met meerdere feestructuren).

Praktijk

In deze paragraaf vergelijken we verschillende performance fee modellen. We gaan dit doen onder een aantal simplificerende aannames. Pensioenfonds en manager zijn beiden risiconutraal. Er is geen relatie tussen de informatie ratio⁴ van een manager en haar fee structuur. Om de feestructuren te vergelijken worden de *verwachte* performance fees uitgerekend. Deze zullen we benoemen als de Equivalent Base Fee (EBF)⁵.

Naast de lineaire performance fee (% van de performance), die we vanuit de theorie meenemen, en de ‘zuivere’ optie-fee (% van de outperformance) introduceren we tussenliggende structuren met een zogenaamde ‘Negative Carry Forward’ (NCF); dit is vergelijkbaar met een ‘highwatermark’ waarbij een performance fee wordt betaald als er sprake is van cumulatieve outperformance over een bepaalde periode.

Bij deze NCF structuren worden verschillende varianten bekeken.

- Highwatermark met oneindige looptijd
- Highwatermark met beperkte looptijd
- Highwatermark met beperkte looptijd en ‘claw-back’ karakteristieken

‘Claw back’ is het terugbetalen van eerdere performance fees vanwege latere underperformance. Laten we hier meteen helder zijn. De NCF structuren lossen op zichzelf niet het gelijkenschakelingprobleem op. Ze bieden wel een mitigering van de zuivere optiestructuren en slaan mogelijk een brug naar een langere termijn evaluatie.

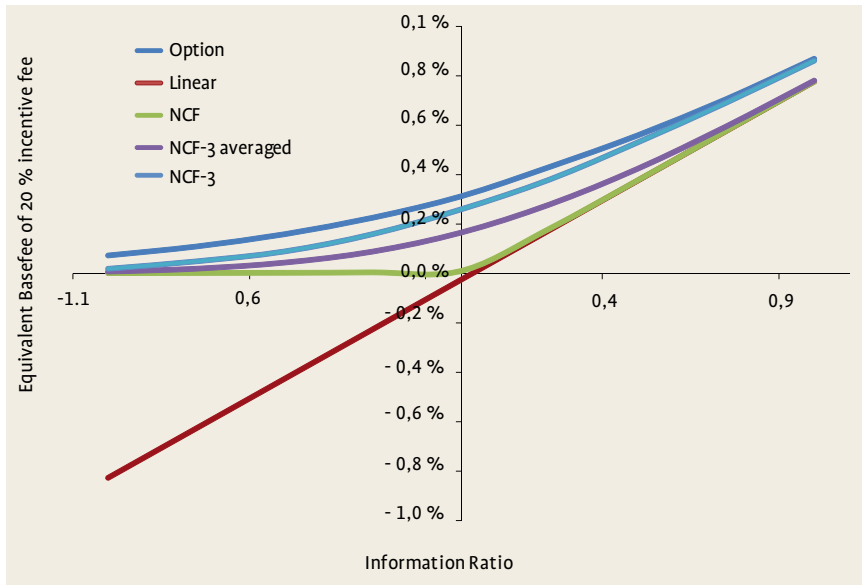
Concreet analyseren we de structuren zoals aangegeven in de tabel.

Tabel 1

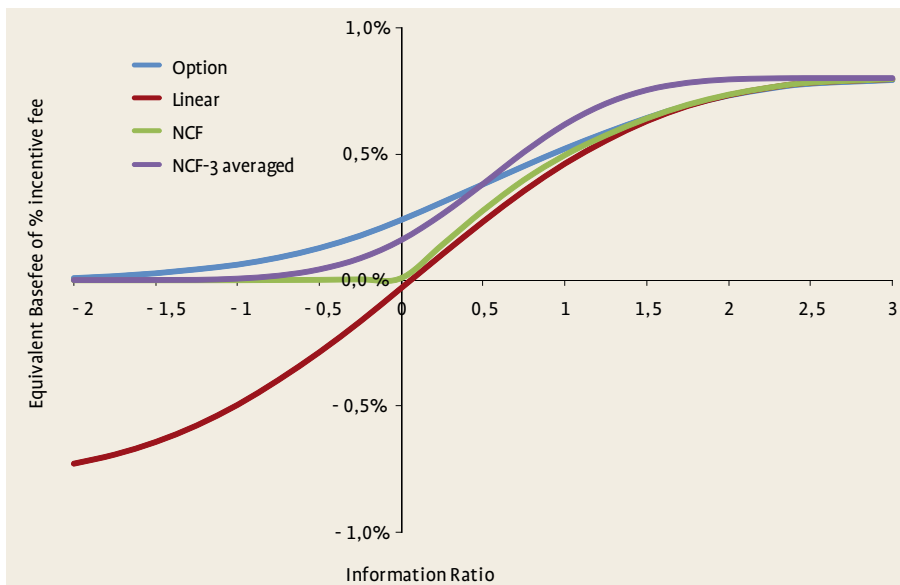
Vorm fee contract	Formule
Optie	20% outperformance (>0)
Lineair	20% performance
NCF-∞	20% outperformance, als cumulatieve performance > 0
NCF-3	20% outperformance, als 3 perioden cumulatieve performance > 0
NCF-3 gemiddeld	1/3 van 20% van cumulatieve 3 perioden performance >0 per jaar

De analyses worden gedaan vanuit een meer-perioden perspectief en onder de veronderstelling dat de rendementen normaal⁶ verdeeld zijn. De ‘tracking error’ of standaarddeviatie ten opzichte van de benchmark is op 4% gezet. De kwaliteit of ‘skill’ van de manager wordt gemeten aan de hand van de informatie ratio. Voor verschillende niveaus van ‘skill’ worden de verwachte performance fees (EBF’s) uitgezet. In figuur 1 worden de resultaten hiervan getoond.

Figuur 1



Figuur 2



De lineaire fee laat duidelijk de eigenschap van risicodeling zien: bij negatieve 'skill' en dus naar verwachting negatieve performance wordt door de manager betaald en niet ontvangen. De zuivere optie fee laat duidelijk het convexe karakter zien. Ook als de manager geen 'skill' heeft is de verwachte waarde van de performance fees positief. De NCF structuren zitten tussen de lineaire en de optiestructuren in. Bij de oneindige high watermark (NCF of NCF- ∞) is er naar verwachting alleen sprake van een fee betaling als de

skill groter is dan 0. Bij afwezigheid van 'skill' of zelfs negatieve 'skill' bestaat er een kans dat in de eerste perioden fee is uitgekeerd waardoor de verwachting iets groter is dan 0.

De beperking van de looptijd van de high watermark tot 3 perioden heeft vooral consequenties (zoals verwacht) bij negatieve skill. Wordt de uitbetaling uitgesmeerd over 3 perioden dan gaat in verwachting de betaling omlaag (versus de optiefee) over de hele curve.

In de praktijk wordt vaak gebruik gemaakt van een van de hierboven geanalyseerde structuren waarbij eveneens nog een 'cap' wordt ingesteld op de feebetaling per jaar. In figuur 2 worden de verwachte fees inclusief een dergelijke cap geanalyseerd. Voor de lineaire structuur impliceert dit eveneens dat er een 'floor' geldt voor de te betalen negatieve fee. De x-as informatie ratio schaal is bewust wat opgerekt om de effecten te laten zien.

Logisch is dat de EBF's van de verschillende structuren lager worden. De helling van de lijnen nemen duidelijk af bij skill niveaus waarvan de verwachte performance fees in de buurt van de cap liggen. De structuur die het minste wordt beïnvloed is de NCF-3 gemiddeld. Dit komt vanwege de geleidelijke uitbetaling van de fees waarbij minder snel de cap wordt geraakt. Voor positieve 'skill' niveaus ligt de NCF-3 gemiddeld zelfs boven de optie structuur.

Uit de grafieken en gegeven onze simplificerende aannames mag worden vastgesteld dat een lineaire fee duidelijk andere eigenschappen heeft en wel vooral aan de kant waar geen skill aanwezig is. En dit is waar de discussie om draait: je wilt als pensioenfonds geen manager belonen die een negatieve toegevoegde waarde brengt. Het liefste wil je nog een stap verder gaan: de beloningstructuur zou goede managers moeten aantrekken en slechte managers moeten afstoten (signalerend).

Op naar gelijkschakeling van belangen!

Het theoretisch optimale contract lijkt slechts ten dele aan te sluiten bij de praktijk. Het modelleert alleen het onderliggende beleggingsproces terwijl in de praktijk dit slechts een deel is van de afwegingen van de manager. Bogle [2005] wijst op verschillende principaal-agent problemen die, door ze te negeren, serieuze consequenties hebben voor de principalen (lees: pensioenfondsen). De gemakkelijkste manier voor managers om zo veel mogelijk geld te verdienen is om het vermogen onder beheer te vergroten. Dit is echter op een gegeven moment nadelig voor de klanten van deze manager. Een andere manier om meer geld te verdienen is door het lanceren van veel, verschillende beleggingsproducten. Hiermee kan de focus bijzonder afnemen voor het specifieke product dat het pensioenfonds afneemt. Een beproefde manier hierbij is de zogenaamde incubatorstrategie. De manager test meerdere beleggingsideeën met een

kleine investering. Een van deze producten zal het op een gegeven moment goed doen. Op dat moment gaat de manager dit specifieke product marketen en zo snel groter laten groeien.

Beide zaken die hier worden aangedragen zijn voorbeelden van 'outside options', mogelijkheden die op dit moment buiten de modellen liggen. Wat we dus moeten doen is deze zaken binnen de modellen halen en komen tot beloningsstructuren die hier rekening mee houden. Hieronder zullen we een paar eenvoudige ideeën introduceren die ontleend zijn aan de praktijk, maar nog niet eerder in modelmatig verband zijn geanalyseerd.

Performance fee op basis van informatie ratio

Het idee is eenvoudig: betaal de manager vooral als zij de outperformance levert die het pensioenfonds van haar verwacht. Als we aannemen dat de manager haar informatie ratio kan beïnvloeden door het leveren van meer inspanning dan zou hiermee de gelijkschakeling positief beïnvloed kunnen worden tussen manager en pensioenfonds. De idee is niet zozeer dat de manager haar informatie ratio kan verbeteren, maar meer dat de informatie ratio niet verslechterd. Het draait hier vooral om het 'capacity constrained' zijn van beleggingsaanpakken.

Laten we aannemend dat de principaal een minimale informatie ratio van de manager wil zien van IR_A . De principaal is bereid om een extra hoge performance fee, x_H te betalen als de informatie ratio daadwerkelijk hoger of gelijk is. Echter als de informatie ratio lager is, maar nog wel groter dan 0, zal slechts een lagere performance fee, x_L , betaald worden. Dat resulteert in de volgende structuur:

$$Fee = BF + x_L \cdot OP \cdot (1 - I(IR \geq IR_A)) + x_H \cdot OP \cdot I(IR \geq IR_A)$$

BF = basefee

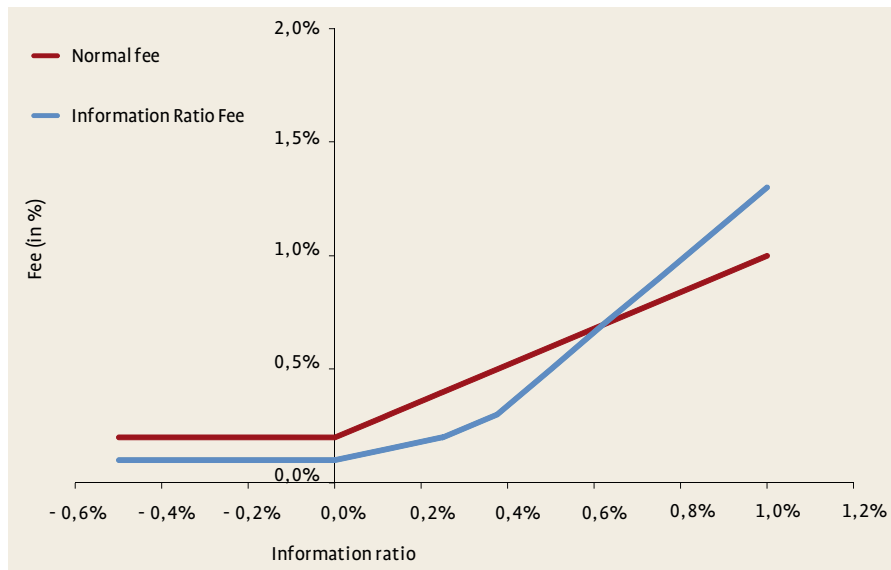
OP = outperformance

IR = informatie ratio

$I(\cdot)$ = Indicator functie; deze is 1 als de expressie tussen haakjes waar is en anders 0.

Merk op dat de manager niet zal profiteren van een hoge performance als gevolg van het lopen van veel risico (hoge tracking error). Door $x_H \gg x_L$ en een lage base fee te kiezen motiveert het pensioenfonds de manager om echt in haar beleggingsproces te investeren. Deze structuur zou de manager kunnen bewe-

Figuur 3⁷



gen om meer inspanning op dit beleggingsproduct en minder op haar marketing te plegen.

Voorbeeld (zie figuur 3)

Een constante 4% tracking error wordt verondersteld. $IR_A=0,25$, $x_H=40\%$, $x_L=10\%$ en $BF=0,1\%$. De 'normale' fee is gebaseerd op een basis vergoeding van 0,2% en 20% van de outperformance.

Vergeleken bij een 'normale' optie fee wordt er bij een lager informatie ratio weinig verdiend; een hoge informatie ratio kan een duidelijk hogere verdienste betekenen. De vraag is hoe deze structuur de afwegingen van de manager gaat beïnvloeden. Laten we naar een beleggingsfonds kijken met een omvang van 100 miljoen euro en laten we aannemen dat de verwachting van de informatie ratio van de manager 0,5 is en zal terugvallen naar 0,25 als het fonds in omvang verdubbeld.

Tabel 2

Fees (mln euro)	Basis 100 miljoen	Basis 200 miljoen	Vershil
Normale fee	0,6	0,8	+0,2
IR fee	0,7	0,4	-0,3
Vershil	+0,1	-0,4	

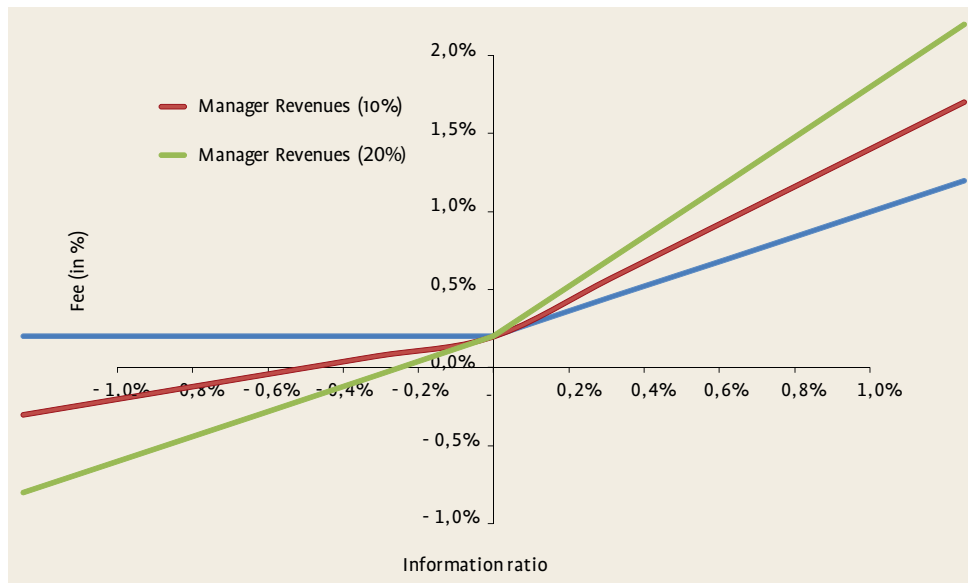
De uitbreiding van het vermogen onder beheer zal bij een normale fee structuur leiden tot hogere inkomsten voor de manager van 0,2 miljoen euro. Onder de IR fee structuur leidt dit tot een verlies van inkom-

sten van 0,3 miljoen, vanwege de verslechterde informatie ratio. Dit is wat de principaal beoogd met deze structuur. Dus door minder te betalen bij lage (positieve) informatie ratios en meer bij hoge informatie ratios kan de principaal de manager beïnvloeden in haar interne belangenafwegingen tussen beleggingsinspanningen en marketinginspanningen.

In het gebruik van de informatie ratio zit een moral hazard verscholen. Een manager met een goed eerste halfjaar performance kan haar performance fee 'inlocken'; de informatie ratio beïnvloeden door de tracking error in het tweede halfjaar te minimaliseren (passief beleggen)⁸. Hiermee wordt de noemer omlaag gebracht terwijl de teller gelijk blijft. In de praktijk kan dit worden voorkomen door monitoring door de principaal op normaal beleggingsgedrag en mogelijk door grenzen te stellen aan de tracking error.

Meer en meer managers roepen dat ze een 'capacity constrained' zijn, o.a. omdat ze weten dat hun klanten op de hoogte zijn van dit fenomeen. Belangrijk is dat i) er een gespecificeerde limiet bestaat voor de beleggingsaanpak, ii) deze inderdaad de informatie ratio beschermd en iii) hoe ver deze limiet ligt van het huidige vermogen onder beheer (met andere woorden: hoeveel marketing inspanning is nog onderweg). Hiermee wordt overigens niet het probleem geadresseerd van de outside optie om nieuwe

Figuur 4⁹



producten te lanceren en minder focus te hebben op dit product. De hierboven voorgestelde fee structuur kan daar nog steeds bij helpen.

Co-investering door manager om belangen gelijk te schakelen

De meest gebruikte performance fee structuur is de optiestructuur. Dit is een calloptie voor de manager waarin wel up-side maar geen down-side bestaat. Los van een meer gelijkgeschakelde, symmetrische fee structuur kan een manager haar commitment signaleren door zelf te investeren in de onderliggende strategie. Hierdoor wordt de totale beloning van de manager meer lineair en lijkt dit meer op een theoretische optimaal contract. Het is een bekende manier die bijvoorbeeld veel bij private equity voorkomt. De logische vraag om te stellen is dan hoeveel een manager dient te co-investeren om serieus te worden genomen in haar commitment signaal. Abstract geformuleerd zal de impact van de performance op de totale inkomsten substantieel dienen te zijn.

Voorbeeld

Gegeven de omvang van een beleggingsfonds en de verwachte informatie ratio kunnen de verwachte fees worden berekend. Laten we een 100 miljoen euro fonds analyseren bij een outperformance fee van 20% en een tracking error van 4%. We analyseren het effect van verschillende percentages aan co-investeringen.

In figuur 4 kunnen we waarnemen dat door co-investeringen de totale opbrengst voor de manager meer lineair is in de informatie ratio. Eveneens kunnen we constateren dat een kleine co-investering (<10 % van het vermogen) nauwelijks effect heeft op de opbrengsten van de manager.

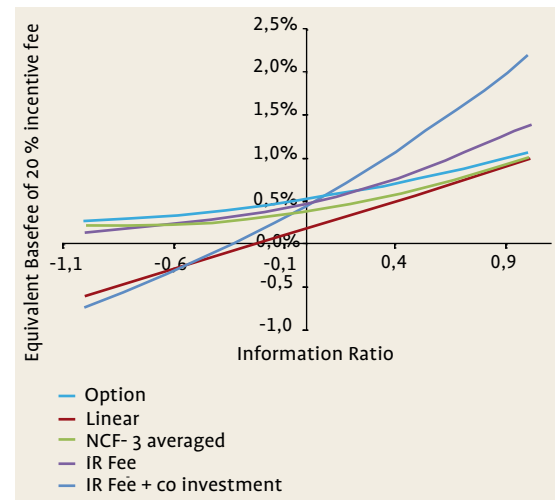
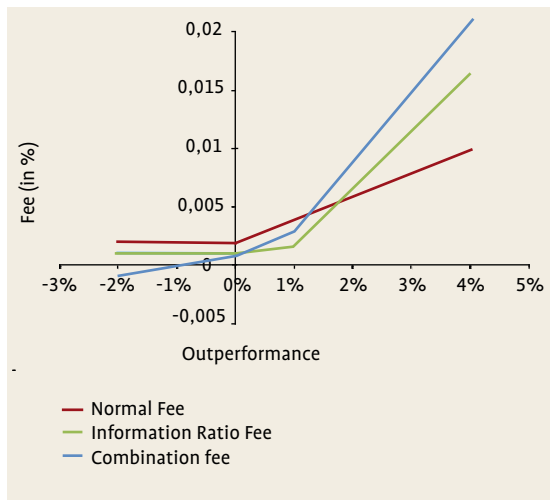
Bij de start van een fonds kan de manager (en vaak is zij daartoe bereid) voor een substantieel percentage deelnemen. Echter om op deze structuur te bouwen is het belangrijk dat dit een substantieel percentage blijft anders is de 'moral hazard' van het verzamelen van vermogen even sterk aanwezig ('asset gathering').

Combinatie van co-investeringen en informatie ratio fee

De combinatie van deze twee ideeën is meer lineair dan de informatie ratio fee alleen.

In het linkerdeel van figuur 5 wordt het effect getoond op de opbrengsten voor de manager van de combinatie. Het zal een groter discriminerende werking hebben tegen managers met lage dan wel geen 'skill'. Hiermee is de combinatie fee duidelijk meer signalerend dan de normale optie fee. Ook de motivatie tot de (juiste) inspanningen van de manager wordt vergroot en de risicodeling tussen pensioenfondsen en de manager wordt vergroot.

Figuur 5



Als we deze feestructuur laten zien versus de al eerder getoonde feestructuren op basis van de verwachte fees, dan krijgen we het figuur aan de rechterkant van figuur 5.

Door het introduceren van de informatie ratio fee wordt de helling van de EBF lijn veranderd ten opzichte van de optie fee; eveneens wordt de EBF lijn aan de positieve skill zijde convexer (de steilheid neemt toe in de informatie ratio). De co-investering zorgt voor meer linearisering van de verwachte EBF; vooral bij negatieve informatie ratios. De pay-off van de optie fee en de combinatie fee bij een informatie ratio van 0 is vrijwel gelijk. Een manager met meer skill is beter af in de combinatie fee dan met de optie fee (dit alles nog steeds onder de aanname van risiconeutraliteit).

Involed van risico aversie

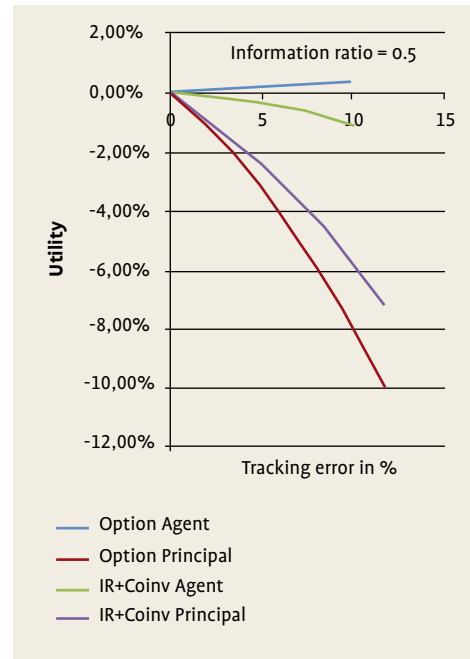
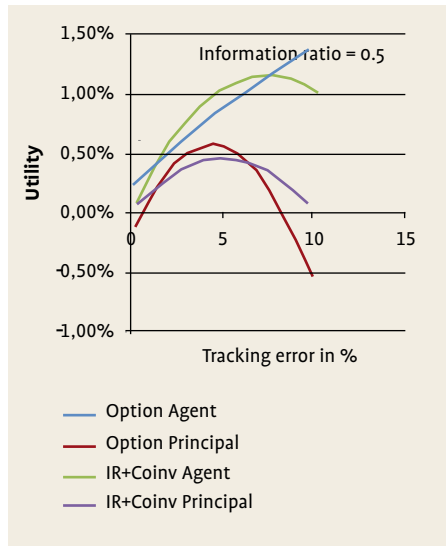
De voorgaande analyses zijn nog van een zeer eenvoudige, simplificerende aard. De afwegingen worden alras complex indien we de aannames wat minder heroïsch maken. We zullen hier vooral ingaan op het effect van risicoaversie bij zowel pensioenfondsen als manager.

Vanuit de literatuur weten we al dat slechts bij eenvoudige nutsfuncties er oplossingen bestaan. Vaak wordt daar uitgegaan van negatief exponentiële nutsfunctie. Het voorbeeld dat we hier geven is gebaseerd op kwadratische risico aversie en is puur bedoeld om de complexiteit van de analyses te demonstreren.

In het volgende voorbeeld mag de manager het risiconiveau (tracking error) bepalen. Aangenomen wordt dat haar informatie ratio constant is. Voor de helderheid van de uiteenzetting wordt de vergelijking gemaakt tussen twee beloningsstructuren: de optie fee en de gecombineerde fee (informatie ratio + co-investment) uit de vorige paragraaf. De risico aversie van de principaal is met betrekking tot de standaarddeviatie van de verwachte *netto* rendementen, dus na aftrek van de fee van de manager. De risico aversie van de manager is met betrekking tot de standaarddeviatie van haar verwachte inkomsten.

Het linkerdeel van figuur 6 geeft de situatie weer bij een informatie ratio van 0,5. Bij de optiefee is de vorm van de nutsfunctie voor de manager positief, (vrijwel) lineair in de tracking error. Dit terwijl de nutsfunctie voor de principaal een bergparabool (concaaf) is. Losjes analyserend kun je stellen dat er gelijkschakeling van belangen is als het marginale nut ('de afgeleide') voor zowel de agent als de principaal over het hele spectrum een gelijk teken heeft (+/-/0). In dit voorbeeld zijn de belangen redelijk gelijk geschakeld tot een tracking error van iets onder de 5; boven deze grens lopen de belangen tegengesteld. Bij de combinatie fee zijn de nutscurves meer gelijkvormig (allebei concaaf). Bij een tracking error tussen de 5 en 8 is het marginale nut tegengesteld. Onder de 5 en boven de 8 is sprake van dezelfde richting. Dus er is sprake van meer gelijkschakeling van belangen dan bij de optiefee. De nutscurve van de manager is

Figuur 6



vooral beter gevormd en leidt minder snel tot excessief risico gedrag.

Bij elke informatie ratio kan dezelfde analyse worden gemaakt. Bij negatieve informatie ratios is de gecombineerde fee structuur nog meer gelijkgeschakeld. Het rechter paneel in figuur 6 laat hier een voorbeeld van zien. Het marginale nut heeft voor de manager en het pensioenfonds dezelfde richting. De manager zou volledig 'passief' dienen te beleggen, dan wel deze opdracht niet moeten aanvaarden (een andere baan zoeken). De optiefee geeft ondanks de negatieve informatie ratio nog steeds een positief nut voor de manager.

De conclusie lijkt gerechtvaardigd, dat onder risicoaversie de eerder gemaakte observaties (in de risico neutrale analyse) overeind blijven en dat ook in nuts- termen de voorgestelde aanpassingen het gewenste effect sorteren.

Conclusies en suggesties voor verder onderzoek

De bovenstaande analyses zijn allemaal eenvoudig. Er wordt uitgegaan van aannames als normaal verdeelde rendementen, 1- periode modellen (ook al worden ze over meerdere periodes geëvalueerd), er wordt geen poging ondernomen tot (wiskundige) optimalisatie, er wordt aangenomen dat performance fees het gedrag sturen van de manager,

de marktstructuur waarop de fees worden bepaald wordt niet meegenomen, slechts 1 principaal 1 manager etc.

Los van al deze bezwaren laten de analyses wel zien dat bijvoorbeeld de zuivere optiefee niet goed de belangen van het pensioenfonds en de manager gelijkschakelt. En ook al is dit soort van beloningen wellicht niet de enige oorzaak van de kredietcrisis, dan is toch de kredietcrisis nog steeds de aanleiding om hier aanpassingen in aan te brengen. Het is wel degelijk mogelijk om deze feestructuur zodanig aan te passen dat de gelijkschakeling van belangen (behoorlijk) verbetert. Een advies aan pensioenfondsen, immers die trekken in optiefee aan het korte eind, is om rekening te houden met deze inzichten om te komen tot fee afspraken die

- meer langjarig zijn
- meer rekening houden met 'outside' opties van de manager
- meer 'skill' van 'noise' onderscheiden en dus meer aantrekkelijk zijn voor 'skilled' managers

Los van de in dit artikel gepresenteerde ideeën mag duidelijk zijn dat fee structuren slechts de gelijk- schakeling van belangen kan ondersteunen en een onderdeel vormen van de totale governance. Monitoring van gedrag van managers is van essentieel belang om het geheel te blijven overzien.

Er blijven nog veel vragen over die verder onderzoek verdienen.

- Wij zijn niet ingegaan op de afweging tussen performance fee en vaste fees. Deze afweging kan wel degelijk worden gemaakt. Een bekende paradox in dezen is dat de goede manager altijd een performance fee zou moeten voorstellen om zijn opbrengsten te maximaliseren en dat het pensioenfonds de goede manager altijd tegen een vaste fee in dienst zou moeten nemen. Natuurlijk ligt dit wel wat subtieler. Bijvoorbeeld, een onderliggende vraag is hoe groot je skills zijn als pensioenfonds om goede managers te selecteren.
- Gezien de organisatie van pensioenfondsen gaat het in de praktijk niet om een 1 principaal 1 agent (P-A) vraagstuk, maar om 1 principaal – 1 fiduciair/ multi-manager – N agenten vraagstuk (P-A_N). Dit betekent dus niet alleen meer managers maar ook meer lagen. Een vraag die zich hierin ook aandient is hoe beloon ik de fiduciaire/multi-manager.
- Een heel ander soort vraag is de vraag naar het risico van performance beloningen omdat deze een positieve feedback loop kunnen vormen. Door te veel (wereldwijde) gelijkschakeling krijg je wellicht het effect van omvallende managers als ook de rendementen slecht zijn. Dit hangt niet alleen samen met de performancestructuur maar ook met de onderliggende benchmarking. Als iedereen dezelfde benchmarks gebruikt zal het risico hierop groter zijn.
- De markt waarin fees/beloningstructuren tot stand komen is ook zeer relevant, denk hierbij aan de tot voor kort onbetwiste 2% + 20% van de outperformance fee structuur bij hedge funds. De vraag is hier hoe investeerders betere beloningsstructuren kunnen afdwingen.

Stellingen

Hieronder zijn een paar stellingen geponeerd waarvoor u wordt uitgenodigd om op te reageren in het VBA Journaal.

1. Goede performance fee afspraken zijn te gecompliceerd; daarom moeten we helemaal af van alle performance fee structuren.
2. Betere performance fee afspraken zijn absoluut nodig om de 'slechte' managers uit de markt te drijven.

3. Veel pensioenfondsen voorzien onvoldoende performance afspraken die worden gemaakt met managers.

Literatuur

- Admati, Anat R., Paul Pfleiderer, "Does it all add up? Benchmarks and the compensation of Active Portfolio managers", *Journal of Business*, 1997, Vol. 70, No. 3, pp. 323-350.
- Bogle, John, "The battle for the soul of capitalism", Yale University Press, 2005.
- Grinblatt, Mark, Titman, S., "Adverse risk incentives and the design of performance-based contracts", *Management Science*, Juli 1989, vol 35 no. 7, pp. 807-822.
- Kritzman, Mark P., "Incentive fees: Some problems and some solutions", *Financial Analysts Journal*, January/February 1987, pp. 21- 26.
- Livia Stracca, "Delegated Portfolio management, a survey of the theoretical literature", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 20, No.5, 2006, pp 823-848
- Sharpe, W.F., "Decentralized Investment Management", *The Journal of Finance*, Vol. 36, No.2, pp.217-234.

Noten

- 1 Dit artikel geeft de visie van de auteur weer niet noodzakelijkerwijs van Kempen Capital Management. De auteur dankt de referent van het VBA Journaal voor de goede suggesties.
- 2 Dit wil zeggen: lineair in de performance.
- 3 De vorm van zo'n contract is bijvoorbeeld: vast bedrag $-c(x-b)^2$, waar c een constante (>0), b de afgegeven doelstelling en x de uitkomst. Afwijkingen van b worden dus kwadratisch 'afgestraft'.
- 4 Informatie ratio = verwachte outperformance / tracking error.
- 5 Concept van Kritzman [1987]
- 6 De mogelijke verwachte fees hangen natuurlijk samen met de gekozen verdeling. In het beoordelen van de verwachte performance fees blijft echter de volgorde van de verschillende structuren onder verschillende statistische verdelingen in tact.
- 7 Let op: hier worden op de verticale as fees en geen verwachte fees weergegeven.
- 8 Dit is een voorbeeld van het eerder genoemde irrelevantie resultaat.
- 9 Revenues = fees + co-investment rendement.