

VOORZITTER: Gerben Jorritsma, ABN AMRO Bank

DEELNEMERS: Jason Hsu, Rayliant Global Advisors
Erik Hulsegge, PGGM
Andreas Poole, Storebrand Asset Management
Gerben de Zwart, APG Asset Management

DUURZAAM EN VERANTWOORD BELEGGEN WORDT BELANGRIJKE TREND

Door Hans Amesz

Het Seminar what's next for Factor Investing in Equities & Fixed Income, dat plaatsvond op 29 mei, werd afgesloten met een paneldiscussie waarin vragen en stellingen aan de orde kwamen.



De vraag die Andreas Poole ter discussie stelde, was: 'Hoe integreert u factor timing views in uw multi-factor beleggingsportefeuille?' Hij gaf zelf vier mogelijke antwoorden: A) Geen timing, statische exposure, B) Maak gebruik van mean reversion door herbalancering, C) Benut het momentum van de factor door niet te herbalanceren en D) Actieve timing door expliciet in te zetten op een factor.

Nadat moderator Gerben Jorritsma had vastgesteld dat de meerderheid van de seminardeelnemers aan wie de vragen en stellingen ook werden voorgelegd, had gestemd voor optie A, dus geen timing, zei Poole dat hij het met het publiek eens was. 'Dat is wat we doen in onze multi-factor portefeuille. We proberen de gewichten zo 'bevroren' mogelijk te houden.' Daarnaast stelde Poole dat hij een beetje verbaasd was dat optie B, mean reversion, meer stemmen kreeg dan optie C, factor momentum, omdat hij de indruk had dat meer beleggers in momentum geloofden dan in mean reversion.

Gerben Jorritsma: 'Zijn de panelleden het met Poole en het grootste deel van de toehoorders eens of zouden jullie pleiten voor een actiever strategie?'

Gerben de Zwart: 'Het lijkt erop dat je mensen er altijd weer van moet overtuigen waarom je niet aan factor timing zou moeten doen. De meeste beleggers stellen dat je niet aan timing moet doen, maar daar heb je natuurlijk wel wat bewijs voor nodig, want in principe zijn de opportuniteiten, als je bijvoorbeeld in staat bent perfect vooruit te kijken, enorm.'

Andreas Poole: 'Het is buitengewoon moeilijk om aan te tonen dat de timingstrategie werkt omdat er zoveel gradaties van vrijheid en zo weinig datapunten zijn. Het is heel gemakkelijk om een backtest te creëren die goed presteert, want in principe is alles wat je moet doen het vinden van een strategie die het ergste vermijdt of de beste periode voor een factor overweegt. Transactiekosten zijn ook een probleem want timing-strategieën hebben een hoge omzet, en deze kosten vormen een rem op het rendement van de strategie.'

Jason Hsu: 'In het algemeen waarschuw ik beleggers voor timing. Er zijn gewoon te veel aanwijzingen dat de meeste beleggers, wanneer ze flexibiliteit krijgen, de neiging hebben om de recente prestaties overmatig te extrapoleren en hun eigen timing te overschatten.'

De volgende vraag kwam van Erik Hulsegge en luidde: 'Hoe zou u factorbeleggen implementeren?' De door hemzelf geformuleerde mogelijke antwoorden waren: A) Passieve implementatie door het repliceren van een publiekelijk beschikbare factorindex, B) Stel uw eigen index samen en volg deze passief, C) Creëer en implementeer uw eigen actieve strategie.

Desgevraagd zei Hulsegge zelf de voorkeur te geven aan het creëren en implementeren van een eigen actieve strategie, omdat dat de meeste flexibiliteit verschaft. 'In termen van efficiëntie, handelskosten, het behalen van het hoogste risicogewogen rendement, zou ik hiervoor kiezen.' Meer dan

de helft van de aanwezigen maakte deze keuze ook en tot verrassing van Jason Hsu koos slechts een klein gedeelte van de aanwezigen voor optie B.

Hsu: 'Ik geef de voorkeur aan het samenstellen en passief volgen van een eigen index. Hoewel dit wellicht minder optimaal is dan het creëren en implementeren van een eigen actieve strategie, weet ik, als iemand die het gedrag van beleggers bestudeert, ook dat als je iemand flexibiliteit verschaft, die over het algemeen wordt gebruikt om precies het verkeerde te doen. We weten dus dat het voordelen heeft om flexibiliteit weg te halen. Mijn voorkeur is meer arbeidsintensief want de beleggingscommissie moet er dan wel over gaan stemmen, nadenken over een nieuw voorstel. Als een factor niet goed presteert, wordt er lang genoeg gewacht op herstel en niet toevallig iets gedaan. Mijn redenering is dat we frictie willen uitbannen en flexibiliteit willen wegnemen om te voorkomen dat er precies het verkeerde gebeurt.'

De vraag die Jason Hsu aan het publiek voorlegde, was: 'Denkt u dat factorrendementen kunnen worden getimed?' Mogelijke antwoorden: A) Ja, B) Nee, C) Ja, maar het effect is misschien te klein om ertoe te doen.

Hsu: 'Mijn persoonlijke vooringenomenheid is eigenlijk antwoord C. Dit heeft te maken met een onderzoek van professor John Cochrane van de Universiteit van Chicago, waarin staat dat de aandelenrisicopremie, dus in feite het markt beta rendement, tijdgebonden is en getimed kan worden. Het heeft heel lang geduurd voordat men het erover eens werd dat de aandelenpremie tijdgebonden is, dat wil zeggen dat er tijden zijn waarin de aandelenmarkten te uitbundig, te optimistisch zijn, er te veel kapitaal en liquiditeit zijn, waardoor

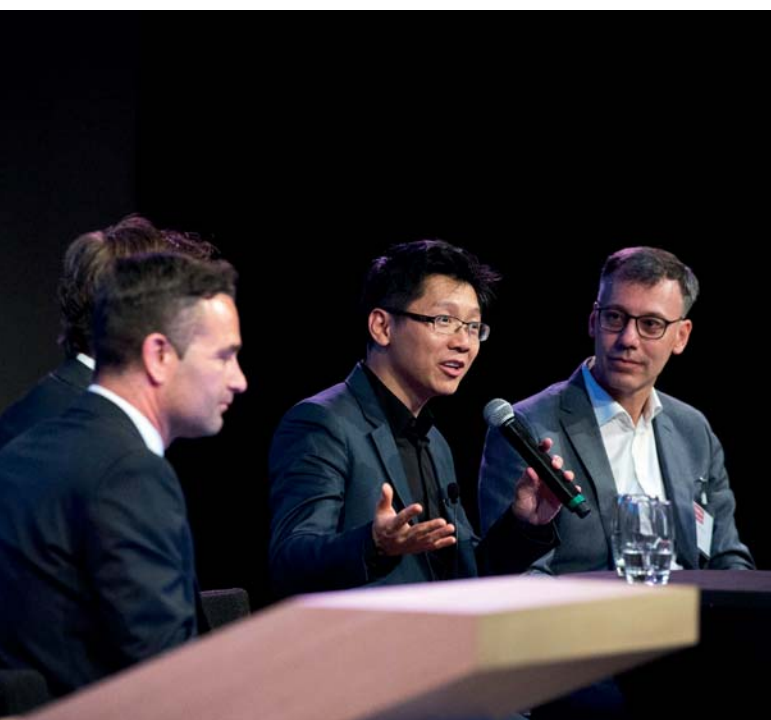
de rendementen te laag zijn. En er zijn tijden waarin de markten te pessimistisch zijn en de rendementen hoog. Maar omdat de cycliciteit en de lengte van de cycli zo onzeker zijn, leidt handelen daarop nauwelijks tot werkelijk meetbare voordelen. Dat maakt het bijna niet de moeite waard om te proberen agressief te timen. Terug naar mijn eerdere opmerking. Ik denk dat elke keer dat je iemand de mogelijkheid verschaft om te timen, de kans groot is dat dat slecht uitpakt.'

Gerben de Zwart had de volgende stelling geformuleerd: 'Duurzaam en verantwoord beleggen wordt een belangrijke trend.'

Gevraagd om toelichting zei hij ervan uit te gaan dat 'we het er allemaal over eens zijn dat de meeste Nederlandse pensioenfondsen ambities hebben om verantwoord beleggen en duurzaamheid in hun beleggingsprocessen te integreren. Het zal daarom dus ook een belangrijke trend worden voor factorbeleggen.'

Er zijn hiertoe volgens De Zwart drie voorwaarden. 'Het vraagt ten eerste om een flexibel IT-platform om maatwerk mogelijk te maken voor het specifieke beleid van een pensioenfonds. In de tweede plaats zijn alternatieve data en kunstmatige intelligentie een belangrijke succesfactor voor de implementatie en ten derde zal duurzaam en verantwoord beleggen voortdurend evalueren vanwege zijn aard.'

Daarna ging hij in op deze voorwaarden en de reacties van het publiek. 'Een flexibel platform is nodig omdat duurzaam en verantwoord beleggen verschilt van pensioenfonds tot pensioenfonds. Veel fondsen hebben hun eigen beleid op dit gebied. Dat betekent dat maatwerk nodig is. Ik ben het dus



volledig eens met de 35 procent van de toehoorders die vindt dat een flexibel platform nodig is.'

De Zwart zei dat hij goed begreep waarom sommige toehoorders kozen voor punt drie: duurzaam en verantwoord beleggen zal voortdurend evalueren. 'Mijn favoriete voorbeelden zijn de spaarlampen die een paar jaar geleden nog werden aangeprezen omdat ze veel energiezuiniger zijn dan de oude gloeilampen. Inmiddels kun je in Nederland geen gloeilamp meer kopen en zijn spaarlampen uitgegroeid tot een commodity, een normaal product in plaats van een niche product. Als een bedrijf betrokken is bij de productie van deze spaarlampen, is het niet langer een speciaal bedrijf vanuit duurzaamheidsperspectief. Die plek is ingenomen door producenten van ledlampen, die nog energiezuiniger zijn. Het is dus zeker in evolutie, in ontwikkeling.'

De Zwart zelf denkt toch dat punt twee (implementatie met behulp van alternatieve data en kunstmatige intelligentie) er vooral voor zal zorgen dat duurzaam en verantwoord beleggen een belangrijke trend wordt. 'De vraag op dit seminar gaat niet over verantwoord beleggen door pensioenfondsen; de discussie van vandaag gaat over verantwoord beleggen in combinatie met factorbeleggen. De grote uitdaging waar we voor staan als we een klantspecifiek duurzaam en verantwoord beleggingsbeleid willen voeren, is data. De enige manier waarop we factorbeleggen immers kunnen uitvoeren, is datagedreven. Als ik naar de huidige dataleveranciers kijk, zie ik te veel hiaten om te voldoen aan de eisen van de klanten. Dus dat maakt dat we moeten kijken naar alternatieve databronnen, noem het ongestructureerde databronnen, noem het machine learning door middel van geogoste data. Ik denk dat we een grote behoefte hebben aan goede data om pensioenfondsen

te faciliteren op hun missie van duurzaam en verantwoord beleggen in factorbeleggen.'

Hulsegge: 'Beschik je al over een soort bewijs dat kunstmatige intelligentie de juiste antwoorden geeft op ESG?'

De Zwart: 'Ja, dat hebben we. Onze grote klanten willen via hun beleggingen meer bijdragen aan duurzame ontwikkeling. Daarvoor hebben ze de duurzame ontwikkelingsdoelen van de Verenigde Naties (Sustainable Development Goals) als richtsnoer gekozen. Beleggingen in bedrijven die hieraan bijdragen noemen we Sustainable Development Investments (SDI's). Het vermogen dat we in deze SDI's beleggen, zal moeten verdubbelen naar 58 miljard euro in 2020. Onze klanten vragen ons: kunnen jullie een classificatie van onze aandelen geven? Welk bedrijf classificeert zich voor SDI en welk niet? De gegevens die je daarvoor nodig hebt, zijn heel moeilijk te achterhalen. We hebben veel datamining-exercities gedaan om deze bedrijven te achterhalen, te identificeren en te labelen. Dus ja, er is bewijs dat sommige innovatieve concepten veel waarde toevoegen.'

Hulsegge: 'Is er op het gebied van factorbeleggen een factor die met behulp van kunstmatige intelligentie wordt bepaald en die beter is dan bijvoorbeeld de MSCI ESG-data?'

De Zwart: 'Het betreft geen factor vanwege het rendement. Ons doel is om de ambities van klanten op het gebied van duurzaam en verantwoord beleggen mogelijk te maken. Dit is al belangrijk. De volgende stap zou kunnen zijn daar ook alpha uit te halen, maar de resultaten die ik tot nu toe heb gezien, zijn vrij beperkt.'



Foto: Archief Jolanda de Groot