

VOORZITTER:

Peter Wesselius, *Achmea Investment Management*

DEELNEMERS:

Paul van Gent, *Corestone Investment Management*

Joop Huij, *Robeco*

Erik Hulsegge, *PGGM*

Thomas Kieselstein, *Quoniam Asset Management*

Andreas Poole, *Storebrand Asset Management*

Maarten Roth, *Altis Investment Management*

Daniel Ung, *SPDR ETF (SSgA)*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Quoniam, Robeco, SPDR ETF (SSgA) en Storebrand Asset Management.

Foto's: Ruben Eshuis Photography



VRAAG NAAR FACTORBELEGGEN NEEMT TOE

Door Hans Amesz

Factorbeleggen wordt steeds populairder, vanwege de relatief lage kosten en de transparantie. Bovendien zijn de technieken die factorbeleggers gebruiken, door de beschikbaarheid van veel data, inmiddels voor vrijwel iedereen toegankelijk.



Hoe robuust zijn factorstrategieën? Zullen factorpremies op den duur verdwijnen vanwege hun populariteit?

Paul van Gent: 'De robuustheid van factorstrategieën hangt af van de betreffende factor en hoe die gedefinieerd wordt. Er zijn bijvoorbeeld nogal wat manieren om naar de factorwaarde te kijken. Er is niet altijd sprake van dezelfde definitie. Bij factorstrategieën moet je je ook afvragen of de performance bepaald wordt door het verkleinen van de afstand tussen de koers

De grote trend van de afgelopen jaren is de toenemende populariteit van passief factorbeleggen.

> **Pieter Wesselius** is Portfolio Manager aandelen bij Achmea Investment Management. Hij is verantwoordelijk voor het ontwikkelen en beheren van de wereldwijde kwantitatieve beleggingsstrategieën. Hiervoor was Wesselius werkzaam bij ABN AMRO en Royal Bank of Scotland, waar hij aan het hoofd stond van het Global Quantitative Analysis (Equities) team. Wesselius studeerde Econometrie en Wiskunde (beide Universiteit van Amsterdam) en heeft een MSc in Econometrics and Mathematical Economics (London School of Economics).

en de fundamentele waarde of door het gedrag van beleggers, waar geen fundamentele basis voor is. Dus wees op je hoede, let op dat er nog een theoretische basis voor de performance is en houdt niet alleen vast aan de historische ervaring.'

Erik Hulsegge: 'Wat factorpremies betreft, moet je nagaan of die het gevolg zijn van mispricing of van een beloning voor gelopen risico's.'

Daniel Ung: 'Hoewel de vraag naar factorbeleggen toeneemt, is de omvang te beperkt om de structuur van de markt te veranderen. De vraag naar low volatility neemt bijvoorbeeld toe, maar de markt is nog steeds overwogen naar high volatility. De reden daarvoor is dat actieve managers beloond worden om een benchmark te verslaan, wat vaak geprobeerd wordt met een hogere beta.'





> **Paul van Gent** is Hoofd Impact Investing and Special Projects bij Corestone en lid van het Investeringscomité. Voorheen was van Gent verantwoordelijk voor Manager Selection bij PME, het Nederlandse bedrijfstakpensioenfonds voor de metaalindustrie. Voordat hij bij PME in dienst trad, was hij hoofd Investment Consulting en verantwoordelijk voor de selectie van externe vermogensbeheerders voor de IBM-pensioenfondsen in de EMEA-regio. Van Gent is Bedrijfskundige, afgestudeerd aan de Technische Universiteit Eindhoven. Hij is lid van de beleggingscommissie van het IBM Nederland pensioenfonds.

Veel actieve managers doen soortgelijke dingen als factorstrategieën, bijvoorbeeld ondergewaardeerde aandelen kopen. Zou dat niet opgenomen moeten worden als onderdeel van de factormarkten?

Ung: 'Veel actieve managers worden geclassificeerd als value managers, terwijl ze eigenlijk niet specifiek op zoek zijn naar de factor value. Dit kan veroorzaakt worden doordat een geconcentreerde portefeuille wordt aangehouden, met de verwachting dat deze aandelen het goed zullen doen. Voor echte factor exposure is het van belang om een voldoende gespreide portefeuille aan te houden.'

Thomas Kieselstein: 'Ik ben het er niet mee eens dat factorbeleggen slechts een zeer klein deel van de totale markt uitmaakt. We moeten ons realiseren dat de technieken die factorbeleggers gebruiken inmiddels voor iedereen beschikbaar zijn. Iedereen heeft Bloomberg en kan op Price/ Earnings of Price/ Momentum screenen. Het is op zijn minst waarschijnlijk dat een simplistische definitie van factoren tot op zekere hoogte kan worden weg gearbitreerd. Ik denk wel dat het nemen van extra (factor)risico in de toekomst beloond zal worden, maar die beloning zal minder zijn dan in het verleden.'

Door zich te committeren aan bepaalde factoren zullen definities en transparantie het risico van crowding en de uiteindelijke verwatering van de factorpremies vergroten. Aan de andere kant verhoogt het toevoegen van verfijning door een continu onderzoeksproces het risico van het najagen van prestaties of ongewenste complexiteit. Hoe vind je een goede middenweg?

Joop Huij: 'De grote trend van de afgelopen jaren is de toenemende populariteit van passief factorbeleggen. De meest genoemde redenen daarvoor zijn transparantie en lage kosten. We hebben hier onderzoek naar gedaan en gezien dat de prijzen van aandelen in populaire factorindices significant omhoog zijn gegaan: meer dan honderd basispunten per transactie over de afgelopen jaren. Ruwweg tweederde van de prijsstijging was het gevolg van crowding en eenderde van front running. We hebben ook gezien dat de effecten in de loop van de tijd groter worden. Dus hoe meer geld er in de index wordt geïnvesteerd, hoe groter het effect.'

Andreas Poole: 'Misschien moet je niet proberen deze indices na te bootsen maar in plaats daarvan je eigen strategieën opbouwen. Ik denk dat elke manager een strategie moet kiezen waarin hij gelooft. Er zijn verschillende strategieën om uit te kiezen, waardoor de zogenoemde 'factor-ruimte' meer gediversifieerd raakt en het risico dat iedereen hetzelfde doet, kleiner wordt.'

Van Gent: 'Daar ben ik het mee eens. Bij factorbeleggen kunnen klanten ook kiezen voor benchmarks die op maat gemaakt worden en die passen bij hun eigen wensen. Je hoeft niet een algemene benchmark te volgen.'

Maarten Roth: 'In de afgelopen jaren hebben veel managers de factor value al aangepast en bijvoorbeeld kredietscores toegevoegd bij de selectie van de aandelen in de value-portefeuille. Door dit soort kleine veranderingen krijg je wel een bepaalde stijldrift waar je voor moet waken.'

Van Gent: 'Managers moeten voortdurend innoveren om voorop



te blijven lopen, dus hebben ze een proces nodig om nieuwe ontwikkelingen in hun strategie te integreren.'

Hulsegge: 'Mijn punt is dat je altijd aan je vooraf geformuleerde hypothesen, je eigen waarheid, moet vasthouden. Je moet een theorie hebben waarom je strategie zou moeten werken.'

Het is tegenwoordig vrij eenvoudig om aan alle benodigde gegevens te komen, dus het is ook vrij eenvoudig om bepaalde strategieën te kopiëren.

Ung: 'Er zijn inderdaad veel gegevens beschikbaar en het is mogelijk om een strategie te kopiëren, maar er zijn inmiddels zoveel strategieën dat het complex is geworden om de juiste strategie te vinden.'

Sommige factorstrategieën zijn relatief eenvoudig en goedkoop te implementeren, maar niettemin aanzienlijk minder liquide dan market cap portfolio's. Zijn er, gezien hun populariteit bij grote institutionele beleggers, twijfels over de capaciteit van dergelijke strategieën?

Kieselstein: 'Er bestaat geen transparantie over de hoeveelheid assets die wordt gemanaged in bepaalde indexconcepten. Dat kan een groot probleem worden als beleggers bijvoorbeeld ineens snel ergens uit willen stappen.'

Van Gent: 'Houdt dat in dat bezitters van activa wereldkundig zouden moeten maken waarin ze beleggen? Ik hoop van niet.'

Kieselstein: 'Dat zullen ze waarschijnlijk nooit doen, maar het probleem is dat we in een situatie terecht kunnen komen waarin veel beleggers min of meer dezelfde portefeuilles hebben en niemand weet van hun bestaan.'

De resultaten van factoreffecten variëren aanzienlijk tussen verschillende implementaties van dezelfde factor en verschillende combinaties van factoren. Hoe kunnen we daar het beste mee omgaan?

Het idee om van een factor die de laatste tijd slecht gepresteerd heeft over te stappen op een factor die het in die tijd juist goed heeft gedaan, is niet erg verstandig.

Poole: 'We proberen een risicopremie voor de zeer lange termijn vast te leggen, maar houden ook de kortetermijnresultaten in de gaten. We moeten naar het grote geheel kijken: als er sprake is van een maand underperformance, wil dat niet zeggen dat onze strategie niet werkt.'

Roth: 'Er moet sprake zijn van een robuuste strategie, die niet alleen wordt gedreven door één of twee meeteenheden binnen die factor. Binnen de factor 'value' is er bijvoorbeeld een grote dispersie tussen de rendementen van de verschillende waardesignalen. Als je die op de juiste manier mixt, heb je een robuustere factor. Dit is een belangrijk onderdeel van hoe we de goede en middelmatige managers van elkaar scheiden.'

Huij: 'Je kunt diversifiëren over de factoren heen, maar ook binnen één factor. Je kunt dat doen vanuit verschillende definities. Dit maakt ook een onderscheid tussen een goede en middelmatige beleggingsstrategie.'

Van Gent: 'Vermogensbeheerders moeten zich richten op wat zij het beste vinden om een bepaald door de klant gewenst doel te bereiken. Je kunt dus niet bij voorbaat zeggen wie een goede of slechte manager is, want dat hangt af van de wensen van de klant. Pas als je weet welk doel de klant heeft, kan je gaan analyseren welke manager goed zou kunnen zijn om dat doel te bereiken.'

Moet de asset owner hierbij worden betrokken of moet alleen de portfoliomanager zich hiermee bezighouden?

Kieselstein: 'Eigenaren van assets worden steeds meer betrokken bij deze beslissingen, maar er blijft sprake van een

> **Joop Huij**, PhD, is Hoofd Factor Investing Equities en Factor Indices bij Robeco. Hij heeft een deeltijd-positie als Associate Professor of Finance aan de Rotterdam School of Management en publiceerde in *Journal of Banking & Finance*, *Journal of Empirical Finance*, *Journal of Financial Markets* en *Financial Analyst Journal*. Hij begon zijn carrière als onderzoeker in 2007. Hij heeft een Finance PhD van de Rotterdam School of Management en een Informatics & Economics Master (cum laude) van de Erasmus Universiteit.





> Erik Hulsegge is de Lead Portfolio Manager van het Systematic Equity Strategies team bij PGGM Investments. In deze rol is hij verantwoordelijk voor de ontwikkeling en het beheer van de factor gedreven aandelen portefeuilles. Voordat hij in 2015 bij PGGM begon werkte Hulsegge bij Achmea Investment Management alwaar hij verschillende kwantitatieve en fundamentele strategieën ontwikkelde voor de aandelenportefeuilles. Hij begon zijn carrière als researcher bij SPF Beheer. Hulsegge heeft een master degree in Econometrie (RuG).

grijs gebied met betrekking tot wie welke verantwoordelijkheid neemt. Ik denk dat er nog meer interactie moet komen tussen asset owners en asset managers. Het moet duidelijk zijn wat de klant wil en welke doelstellingen worden nagestreefd.'

De prestaties van de factor 'value' zijn de afgelopen tien jaar nogal teleurstellend geweest. Verdient deze factor zijn populariteit nog altijd? Zou er niet meer aandacht moeten zijn voor factoren die meer effectief zijn?

Hulsegge: 'Het hangt allemaal af van de gebruikte definitie van 'value'. Met andere woorden: welke factoren kies je hiervoor? Daarnaast is het van belang hoe je de waardefactor voor investeringen en risico's beheerst. Corrigeer je wel of niet voor sectorverschillen?'

Van Gent: 'Als je in staat zou zijn te weten te komen wat de toekomstige kasstromen zijn, weet je dus dat de ene investering meer cashflow oplevert dan de andere. Dat is dan de waarde, niet hoe de beurs dat vandaag waardeert. Als je vertrouwen hebt in je definitie van value, zou je met een gerust hart kunnen wachten totdat de markt dit ook ziet, al kan dat lang duren. Als je waarde wel gedefinieerd hebt, krijg je waarschijnlijk te maken met onbedoelde andere exposures, zoals naar volatiliteit, grootte, momentum of kwaliteit, die je niet ook managet.'

Huij: 'Het idee om van een factor die de laatste tijd slecht gepresteerd heeft over te stappen op een factor die het in die tijd juist goed heeft gedaan, is niet erg verstandig. Dat blijkt uit recent door ons uitgevoerd onderzoek. Ik zeg niet dat timing onmogelijk is, maar het is op zijn minst buitengewoon moeilijk.'

Kieselstein: 'We moeten niet al te procyclisch zijn als het erom gaat een valuefactor te onderwegen. Maar er is misschien één element dat het traditionele waardebeleggen bemoeilijkt en dat is het veranderende bedrijfsmodel van veel ondernemingen. Er is een verschuiving gaande van het maken van producten naar het leveren van diensten. Bij het waarderen van bedrijven worden immateriële activa steeds belangrijker. Er zijn schattingen dat tussen de 70 en 90 procent van de marktkapitalisatie van de S&P 500 bestaat uit immateriële

activa. Aan de andere kant worden materiële activa in bijna alle waarderingen gebruikt als waardedimensie. In essentie betekent dit dat we de manier waarop we waarde meten, moeten heroverwegen en verbeteren. Dat is niet eenvoudig.'

Hulsegge: 'In de jaren negentig hadden we hetzelfde probleem. Value werkte toen volstrekt niet. Ik herinner me dat mensen toen met nieuwe waarderingmethoden kwamen, zoals real options, om de extreem hoge waarderingen te rechtvaardigen.'

Van Gent: 'Het voorspellen van waarde is het verdisconteren van toekomstige kasstromen. Dat lukt beter door de beschikbaarheid van steeds meer kwalitatieve en kwantitatieve data. Nu wordt in quantstrategieën vooral naar het verleden gekeken in plaats van vooruit. Kijken in de achteruitkijkspiegel is niet de meest ideale manier om een auto naar voren te rijden.'

Low Volatility/Minimum Variance strategieën hebben het geweldig gedaan, mede door een gunstig renteklimaat. Moeten beleggers geld blijven alloceren naar deze strategieën, ook als zij verwachten dat de rente zal stijgen?

Ung: 'Er bestaat geen overtuigend causaal verband tussen de rentevoet en betere of slechtere prestaties van low volatility-strategieën. Uit een onlangs gepubliceerde studie in de 'Journal of Index Investing' blijkt dat de causaliteit afhangt van de periode waar je het over hebt, wat betekent dat de relatie met de rente niet zo robuust is. Ook als de rentevoet van invloed zou zijn op low vol strategieën, is het omgekeerde niet per se waar: strategieën met een hoge volatiliteit profiteren ook niet standaard van een hogere rente.'

Poole: 'De afgelopen jaren is de rente zo laag geweest, dat obligaties zeer aantrekkelijk zijn geworden. Het op één na beste qua risico was geld in low vol-aandelen steken. Er zijn echter meer verklaringen voor het feit dat low vol strategieën hebben gewerkt. Er zijn dus goede redenen om, ondanks een heel lage rentevoet, in deze strategieën te blijven investeren.'

Kieselstein: 'Het is afhankelijk van je doelstelling. Als je vooral

kijkt naar voor risico gecorrigeerde rendementen of Sharp ratio's, kunnen low volatility-strategieën nog steeds een superieure belegging zijn. Als het voornaamste doel een hoger rendement is, het leveren van een betere prestatie dan market cap-kapitalisatie, ben ik er niet zo zeker van dat dit bereikt kan worden met een extreem lage volatiliteit van de portefeuille.'

Van Gent: 'Deze vraag gaat eigenlijk over timing. Kun je timen wanneer een strategie het goed zal doen en wanneer niet? Het is mogelijk dat iemand over deze vaardigheden beschikt, maar het blijkt erg moeilijk en ik zou niemand adviseren om te proberen te timen totdat je iemand gevonden hebt die dit kan.'

Roth: 'Een multifactorstrategie kan zodanig geconstrueerd worden dat er gecontroleerd wordt op andere niet-gewenste risico's, zoals mogelijk renterisico. Daarnaast zullen de andere factoren, bijvoorbeeld waarde en mogelijk momentum, het risico verminderen.'

Hoe valt het nut van een investering in een actieve, passieve of factorstrategie te meten? Zijn de implementatiekosten naar behoren verantwoord?

Huij: 'De meesten van ons zijn het erover eens dat de investeerbaarheid kan worden gemeten aan de hand van verschillende liquiditeitsmaatstaven. Daar is veel onderzoek naar gedaan, dat kan worden gebruikt voor actieve, passieve en factorstrategieën. Wordt er goed rekening gehouden met de implementatiekosten? Dat is een van de grootste hiaten in de kennis die we hebben over zowel actief als passief als factorbeleggen. Dit heeft natuurlijk ook veel te maken met een gebrek aan gegevens, aangezien er niet veel grote datasets zijn die teruggaan in de tijd. De meest dominante modellen die worden gebruikt, zijn gebaseerd op gegevens waarvan je je moet afvragen of ze nog steeds representatief zijn.'

Kieselstein: 'De ramingen van de implementatiekosten moeten echt worden afgestemd op het volume van de verhandelde effecten. Zodra je immers boven bepaalde drempels komt, bijvoorbeeld 10 procent handelsvolume, is de kans groot dat de



implementatiekosten aanzienlijk zullen stijgen en daar is in de meeste backtesting-omgevingen niet goed rekening mee gehouden. Zij houden niet echt rekening met de werkelijke handelsgegevens, wat ik erg belangrijk vind.'

Wat is een goede benchmark voor het evalueren van een factormodel?

Roth: 'Daar is eigenlijk geen eenduidig antwoord op te geven. Veel benchmarks worden nog altijd naar marktkapitalisatie gewogen. Factorindices kunnen ook sterke concentraties hebben naar landen en sectoren.'

Van Gent: 'Als je eenmaal gekozen hebt voor een factorstrategie, zou je een benchmark moeten kiezen die een afspiegeling is van wat de manager van plan is te doen, om de implementatie daarvan op een goede manier te meten. Om op de lange termijn de keuze voor een bepaalde factorstrategie te kunnen beoordelen, denk ik dat een marktkapitalisatie-benchmark de meest neutrale index is, en daardoor de beste langetermijnmaatstaf.'

Kieselstein: 'We moeten accepteren dat bijna alle implementaties van factorbeleggen tot op zekere hoogte actief

> **Thomas Kieselstein, CFA**, is mede-oprichter en Chief Investment Officer van Quoniam Asset Management. Als CIO houdt hij toezicht op de Equity, Fixed income en multi asset investment teams. Voordat Kieselstein werkzaam was bij Quoniam werkte hij voor de DZ Bank en Dresdner Bank Investment Group. Al sinds 1994 ontwikkelt hij kwantitatieve beleggingsprocessen voor multi-factor aandelenstrategieën. Kieselstein behaalde zijn Msc. in Engineering aan de Universiteit van Karlsruhe.





> **Andreas Poole** trad in 2008 in dienst bij Storebrand Asset Management als Senior Portfolio Manager bij het quant-team voor wereldwijde aandelen. Sinds 2011 is hij portfolio manager van Storebrand's grootste factorfonds, Storebrand Global Multifactor. Eerder was hij werkzaam bij de IT-bedrijven Data Nova en Tieto Enator. Poole heeft gestudeerd aan de Norwegian University of Science & Technology (Master of Science, 2003) en behaalde zijn MBA aan de Norwegian School of Economics in 2008.

zijn. Het is erg moeilijk om de ene implementatie met de andere te vergelijken. Dat betekent niet dat we die informatie niet moeten laten zien. Het is zeker interessant om te zien hoe factorindices zich ontwikkeld hebben, maar laten we de klanten niet vertellen dat het om een passieve benchmark van het betreffende fonds gaat. Het is informatie, zoals sector- of stijljrendement.'

Factorbeleggen kan onder meer worden toegepast door een geïntegreerde multifactorbenadering of door te alloceren naar single factor-strategieën. Is een geïntegreerde aanpak altijd efficiënter?

Poole: 'Ik denk niet dat een geïntegreerde aanpak altijd beter is. De veronderstelling dat er een lineair verband is tussen exposure en verwacht rendement, gaat niet altijd op. Bij de geïntegreerde aanpak kom je meestal uit op aandelen die redelijk goed presteren op meerdere factoren, maar die niet hetzelfde verwachte rendement hebben als de specialistische aandelen die echt goed zijn op factorgebied.'

Kieselstein: 'Een single-factorbenadering is waarschijnlijk goed genoeg om een lage tracking error te bereiken. Voor klanten die hierop uit zijn, is dat ook eenvoudiger te begrijpen.

Maar hoe meer activiteit in de portefeuille, hoe efficiënter een geïntegreerde aanpak. Dat dit laatste efficiënter is, heeft ook te maken met het feit dat alle informatie over een aandeel op hetzelfde moment wordt geanalyseerd.'

Ung: 'Een single-factorbenadering leidt over het algemeen tot een zeer lage tracking error. Beleggers die de effecten van verschillende economische cycli willen gladstrijken, kunnen beter kijken naar een bottom-up, geïntegreerde factorbenadering. Op deze manier krijgen ze een betere factorexposure.'

Is voor aandelenfondsen met meerdere factoren het doel om het voor risico's gecorrigeerde rendement te maximaliseren in strijd met het doel om een marktbeta van 1 te hebben? Zo ja, welk doel moet dan prioriteit krijgen?

Poole: 'In Noorwegen zijn veel multifactorfondsen die een zeer laag risico lijken te hebben en waarvan sommige een beetje lijken op fondsen met een lage volatiliteit. Veel multifactorbeleggers kiezen vier factoren: waarde, momentum, kwaliteit en lage volatiliteit. De eerste twee zijn hoge en de andere twee lage betafactoren. Als je deze vier factoren combineert, komt er niet een samenvattende beta uit.'

Hulsegge: 'Het maakt natuurlijk verschil of je doel het behalen van een zo hoog mogelijk rendement is of het bieden van een mate van bescherming. Dat moet in de portefeuille weerspiegeld worden, eindigend wellicht met een portefeuille die een lagere beta dan 1 heeft.'

Roth: 'Met multi-factor kijken we meer naar de Information Ratio dan naar de Sharpe Ratio. De strategie moet goed kunnen presteren in bijna alle markten. Hoewel de beta iets lager is dan 1, zou dit niet moeten betekenen dat de strategie altijd achterblijft in opgaande markten.'

Ung: 'Over het algemeen zijn beleggers in multi-factorstrategieën op zoek naar spreiding en een betere balans tussen risico en rendement. Dit betekent vaak dat een portefeuille minder volatiliteit kent, een lagere beta laat zien en dus minder cyclisch is.'



Moet een niveau van factor-timing worden geïntegreerd in multi-factorstrategieën?

Huij: 'Timing is volgens mij het veranderen van factorgewichten met de bedoeling het rendement te verhogen door factorpremies te voorspellen. Ik geloof dat het juist is om de gewichten van een factorstrategie in de loop van de tijd dynamisch aan te passen, bijvoorbeeld omdat de voorkeuren van de klant veranderd zijn. We werken dus veel samen met klanten met betrekking tot de allocatie naar factoren in hun portefeuilles. Ik denk dat het een goed idee is om aan holistisch risicobeheer te doen. Als er iets gebeurt in de portefeuille, zou je die informatie vanuit het oogpunt van risicomanagement in de factorportefeuille kunnen opnemen. Overigens, je kunt een beetje aan timing doen, maar het zou een klein deel van je risicobudget moeten betreffen.'

Ung: 'Ondanks dat de factor timing controversieel is en als lastig wordt ervaren, zijn veel analisten het er over eens dat ook factoren in een bepaalde cyclus bewegen. Wij onderzoeken op dit moment het effect van timing in multi-factorstrategieën.'

Poole: 'Een groot probleem bij timing is dat er maar weinig waarnemingen zijn. Het is een onderwerp voor data mining of data snooping en dat is de reden waarom veel multifactormanagers proberen het hele timingprobleem te vermijden.'

Hulsegge: 'Wij zijn ons allemaal wel enigszins bewust van het sentiment in de markt en de stand van de economie. Uit onderzoek dat ik heb gedaan, blijkt dat dit bewustzijn niet leidt tot de juiste signalen en genoeg duidelijkheid verschaft over het risico dat genomen kan worden.'

Van Gent: 'Als selecteur hoop je dat je managers kunt vinden die kunnen timen. We willen zeker niet iemand de mogelijkheid ontzeggen het te proberen, maar zij moeten wel bewijzen dat ze het daadwerkelijk kunnen. Tot nu toe hebben we nog geen manager gevonden die dit overtuigend kan. We zijn dus niet principieel tegen timen, alleen lijkt het in de praktijk nauwelijks mogelijk.'

> **Maarten Roth** is Senior Portfolio Manager Equities bij Altis Investment Management. Zijn verantwoordelijkheden liggen bij de selectie & monitoring van externe managers. Na bijna 5 jaar in een vergelijkbare functie bij Blue Sky Group is hij in 2017 bij Altis aan het werk gegaan. Roth is in 2009 begonnen als Equity Derivatives Trader bij All Options. Hij is afgestudeerd in Financiële Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Belangrijke werkgebieden in zijn carrière zijn onder andere 'factor investing' en strategieën gebaseerd op de volatiliteits risicopremie.



Kieselstein: 'Factorrisico verandert in de loop van de tijd, dus factorbeleggen zonder risicomanagement is een slechte zaak. Dat betekent dat je waarschijnlijk aan een zekere factortiming zou moeten doen in termen van het toewijzen van een risicobudget. Bovendien kan je een soort van lange termijn factortiming gebruiken als je van mening bent dat bepaalde factoren die niet langer efficiënt zijn, na verloop van tijd een lager gewicht moeten krijgen.'

Roth: 'Als je aan het multifactorproces een extra lage timing toevoegt, is dat een extra brug die je moet nemen om de strategie uit te leggen aan klanten. Het heeft dus niet onze voorkeur.'

Technieken uit de datawetenschappen zijn de laatste jaren steeds populairder geworden. Maken jullie daar gebruik van?

Kieselstein: 'We gebruiken ze wel, maar niet op een manier die meer dan tien tot vijftien procent van het model in beslag neemt. Ik denk dat we de komende jaren een soortgelijke technologische verandering zullen zien als in de jaren negentig. Destijds was het mogelijk om voor het eerst honderduizenden aandelen op vele financiële ratio's te screenen. De huidige





> **Daniel Ung**, Vice President, is senior SPDR ETF-strateeg bij State Street Global Advisors (SSgA). Hij is verantwoordelijk voor het uitvoeren van research op SPDR ETF's met focus op Smart Beta. Voor SSgA was Ung Director van Global Research & Design bij S&P Dow Jones Indices. Daarvoor werkte hij bij Barclays Wealth and Investment Management en BNP Paribas Fortis Bank. Hij bezit een masterdiploma van de Ecole Supérieure de Commerce de Paris (ESCP Europe) en is CFA, CAIA en FRM-charterholder.

extreem grote datasets gaan veel verder in termen van omvang en snelheid van informatie en we hebben nieuwe technologieën nodig voor analyse en evaluatie.'

Institutionele beleggers, maar ook hun klanten, richten zich steeds meer op het integreren van ESG-gegevens in hun beleggingsproces. Waar zal deze trend toe leiden?

Van Gent: 'Als je van mening bent dat een laag risico gepaard gaat met een laag rendement, zou een goede ESG-invulling logischerwijs tot een lager rendement moeten leiden. Ik denk echter dat we nu in een periode zijn beland waar je fatsoenlijk geld kunt verdienen met goed zijn in ESG. Echter, op de lange termijn, als ESG gemeengoed is geworden, zal een bedrijf dat goed scoort op het gebied van ESG een lager risico hebben.'

Hulsegge: 'Het is heel goed mogelijk dat ESG-risico's niet goed worden verdisconteerd door de markten.'

Kieselstein: 'Als één bepaalde methode voor het meten van ESG

de markt domineert, is er mogelijk een probleem, namelijk dat er veel vraag is naar aandelen met goede ESG-metingen volgens die methode en dat ze duur worden. Niet iedereen maakt gebruik van ESG-scores, maar over twee of drie jaar zal dat waarschijnlijk wel het geval zijn. Dat moeten we goed in de gaten houden.'

Poole: 'ESG is voor mij een kwaliteitsfactor. De beste ESG-bedrijven zijn ook de beste kwaliteitsbedrijven en zullen op de lange duur financieel beter presteren.'

Om op de lange termijn de keuze voor een bepaalde factorstrategie te kunnen beoordelen, denk ik dat een marktkapitalisatie-benchmark de meest neutrale index is, en daardoor de beste langetermijnmaatstaf.

CONCLUSIE

De robuustheid van factorstrategieën hangt af van de betreffende factor en hoe die gedefinieerd wordt. Wat factorpremies betreft, moet je nagaan of die het gevolg zijn van mispricing of van een beloning voor gelopen risico's. De grote trend van de afgelopen jaren is de toenemende populariteit van passief factorbeleggen. De meest genoemde redenen daarvoor zijn transparantie en lage kosten. Het idee om van een factor die de laatste tijd slecht gepresteerd heeft over te stappen op een factor die het in die tijd juist goed heeft gedaan, is niet erg verstandig. Dat blijkt uit onderzoek. De afgelopen jaren is de rente zo laag geweest dat obligaties onaantrekkelijk zijn geworden. Het qua risico op één na beste was geld in low volatility-aandelen steken. Er zijn meer verklaringen voor

het feit dat low vol-strategieën hebben gewerkt, dus er zijn goede redenen om, ondanks een lage rentevoet, in deze strategieën te blijven beleggen. Over het algemeen zijn beleggers in multifactorstrategieën op zoek naar spreiding en een betere balans tussen risico en rendement. Dit betekent dat een multifactorportefeuille minder volatiliteit kent, een lagere beta laat zien en dus minder cyclisch is. Timing is het veranderen van factorgewichten met de bedoeling het rendement te verhogen door het voorspellen van factorpremies. Factorrisico's veranderen in de loop van de tijd, dus factorbeleggen zonder risicomanagement is een slechte zaak. Er moet waarschijnlijk aan een zekere factortiming worden gedaan in termen van het toewijzen van een relatief klein risicobudget.