

BLACK BOX BELEGGEN BEVAT STEEDS MINDER GEHEIMEN

Door Joost van Mierlo

Iedereen heeft het de laatste jaren over factorbeleggen, maar wat moet je er als bestuurder van een pensioenfonds mee? Dat is de belangrijkste vraag tijdens een op 20 maart door Financial Investigator georganiseerde educatieve bijeenkomst over dit onderwerp in het hoofdkantoor van Blue Sky Group in Amstelveen. Met andere woorden: hoe krijg je grip op het fenomeen Factor Investing?

Dagvoorzitter Toine van der Stee, Algemeen Directeur van Blue Sky Group, toont zich een wijnliefhebber. Hij vraagt zich bij zijn openingswoord openlijk af of het bij factorbeleggen niet gaat om 'oude wijn in nieuwe zakken'. Om daar meteen ook zelf antwoord op te geven. In zijn ogen is er sprake van een ware revolutie in de beleggingswereld. Die vergelijkt hij, hoe kan het ook anders, met de ontwikkelingen in de wijnindustrie. In het verleden was het maken van wijn een kunst die slechts weinigen echt onder de knie hadden. Tegenwoordig is de kunst van het maken van een goed glas wijn wijdverbreid. Dat geldt volgens Van der Stee ook voor het beleggen. Er is in zijn ogen sprake van een black box die steeds minder geheimen bevat.

Aan Maarten Roth, Senior Fund Manager Equities van Blue Sky Group, de belangrijke taak om de basisprincipes van het

factorbeleggen toe te lichten. Op vlotte wijze schetst hij een beleggingshorizon waarbij aandelen niet langer in sectoren worden onderverdeeld, maar waarbij de onderliggende karakteristieken van het aandeel doorslaggevend zijn.

De marktfactoren Value, Momentum, Quality, Size en Low Volatility passeren de revue. Om steeds verschillende redenen blijken bepaalde aandelen in de ogen van beleggers minder aantrekkelijk – of zoals Roth het placht aan te duiden: 'niet sexy' – waardoor ze ondergewaardeerd zijn, met als logisch gevolg dat ze op termijn beter zullen presteren.

Roth waarschuwt meteen voor allerlei mogelijke valkuilen. Zo doen pensioenfondsen er goed aan niet op één paard te wedden. Een combinatie van diverse factoren is raadzaam in de ogen van Roth. Ook doen fondsen er goed aan meerdere benaderingen voor het benutten van een bepaald factorvoordeel te beproeven. Als het gaat om Waarde-aandelen, doen beheerders er goed aan om niet alleen te kijken naar een lage koers/winstverhouding, maar ook naar een lage boekwaarde, en om een koers ten opzichte van de omzet in acht te nemen.

Mark-Jan Boes heeft als Hoofd Beleggingsstrategie en Onderzoek van het ABN AMRO Pensioenfonds jarenlange ervaring met



Alternative Beta, opgedaan toen zijn pensioenfondsen zeven jaar geleden de MSCI World Index inwisselde voor de FTSE RAFI Index en de MSCI Minimum Volatility Index. Het leek de bestuurders van het fonds indertijd de beste manier om kosten te besparen en om de risico's van het beleggen te beperken.

Of het zeven vette of magere jaren zijn geweest, daarover laat Boes zich niet uit. Hij maakt duidelijk dat het rendement van de portefeuille achterblijft bij de MSCI World Index. Toch is dat geen reden voor ontevredenheid. Boes: 'Het is in onze ogen belangrijker om te kijken naar het voor risicogewogen rendement. Dan blijkt de portefeuille beter gepresteerd te hebben dan als we hadden vastgehouden aan de MSCI World Index.'

Boes heeft het regelmatig over het 'DNA' van zijn pensioenfondsen. Bestuurders moeten zich vooral afvragen wat voor fonds ze willen hebben. In het geval van ABN AMRO zijn lage risico's en lage kosten belangrijk. Dat het rendement dan tijdelijk wat lager kan zijn, is iets wat volgens Boes geaccepteerd dient te worden.

Peter Dietvorst heeft als Hoofd Manager Selectie van PGB Pensioendiensten in 2012 de overstap gemaakt naar een beleggingsstrategie die meer rekening houdt met factorkenmerken. Hij geeft toelichting op hoe en waarom er recent tot een verbeterde invulling van de aandelenallocatie besloten is. Het leeuwendeel van de zogenoemde Return-portefeuille, waarmee gestreefd wordt om het rendement van de hele portefeuille op te krikken, heeft tegenwoordig een 'Enhanced' karakter.

In het verleden werd voor de aandelenportefeuille een onderscheid gemaakt tussen actieve en passieve beleggingen. Nu gaat het om beleggingen op basis van de door Roth beschreven marktfactoren. Het leidt er volgens Dietvorst toe dat er sprake is van een meer gespreide portefeuille, waarbij de gemiddelde kosten ook nog lager zijn. Enhanced beleggen is weliswaar duurder dan passief beleggen,

maar dat kostennadeel wordt volgens Dietvorst opgeheven door het feit dat het aanzienlijk goedkoper is dan het traditionele actief beleggen, wat afgebouwd wordt.

Fons Lute, Client Portfolio Manager bij Russell Investments, vat tegen het einde van de bijeenkomst de ervaringen met het factorbeleggen, ofwel Smart Beta, samen. Hij constateert dat er steeds meer over wordt gesproken, getuige onder andere deze bijeenkomst. Hij merkt ook op dat de belangstelling voor Factor Investing past bij het streven van pensioenfondsbestuurders om de kosten te drukken.

Daar staat tegenover dat er na twaalf jaar discussie over het onderwerp toch geen enorme vooruitgang is geboekt. Het blijkt niet zo eenvoudig om de bouwblokken van het rendement op aandelen te destilleren. Veel institutionele beleggers kiezen in de woorden van Lute voor een 'teen-in-het-water'-benadering, waarbij ze de mogelijkheden van het factorbeleggen slechts aftasten.

Bij Russell Investments ziet men geen tegenstelling tussen actief beheer, passief beheer en factorbeleggen. Zij vinden het bouwblokken die nodig zijn om robuuste aandelenportefeuilles te creëren. Lute haalt een hedge fund manager aan die recent een discussie had met John Cochrane, een hoogleraar aan de Stanford Universiteit in Californië. Volgens Cochrane behaalt de hedge fund manager geen alpha, want zijn rendementen kunnen worden gerepliceerd met factorportefeuilles. De hedge fund manager antwoordt dat exotische beta zijn alpha is. Hij zegt: 'Ik begrijp deze systematische factoren en weet hoe ik deze moet verhandelen. Mijn klanten begrijpen dat niet.'

Voordat iemand de gelegenheid heeft om te vragen of Lute deze hersenkraker toe kan lichten, maakt dagvoorzitter Van der Stee een onverbidlijk einde aan het officiële gedeelte van het programma door over te gaan tot de borrel. Daar worden de resterende vragen, onder het genot van een goed glas wijn, verder besproken.◀

