

# Factorbeleggen in veel asset classes mogelijk

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Voor zover bekend, zal er er onder het nieuwe pensioenstelsel meer behoefte zijn aan stabielere beleggingsproducten, lagere volatiliteit en minder drawdowns. Daardoor ontstaat wellicht meer ruimte voor de factoren kwaliteit en lage volatiliteit, natuurlijk in combinatie met ESG. Maar hoe efficiënter je wilt zijn vanuit een ESG-standpunt, hoe geconcentreerder de portefeuille.

**De trend naar duurzaamheid en meer impact lijkt te leiden tot meer geconcentreerde portefeuilles. Wat betekent dit voor passieve en factorgedreven portefeuilles? Kun je nog wel vasthouden aan market cap-beleggen en is het nog mogelijk factoren efficiënt vast te leggen als het aantal namen in een portefeuille steeds verder wordt teruggebracht?**

**Svetlana Borovkova:** ‘Wij kijken diepgaand naar strategieën waarbij verschillende soorten ESG-informatie worden gebruikt voor het samenstellen van portefeuilles. Wat blijkt, is dat het uitsluiten van namen, om welke reden dan ook, niet automatisch leidt tot een betere duurzaamheidsprestatie van de portefeuille. Ik heb ernstige twijfels over zelfs de fundamentele premisse van dit soort strategieën.’

**Antoine Lesné:** ‘Hoe efficiënter je vanuit een ESG-standpunt wilt zijn, hoe geconcentreerder je portefeuille moet zijn. De hamvraag is hoe je dat uitvoert om je doelstellingen te bereiken. Het is heel moeilijk om het bewijs voor betere ESG-prestaties te leveren. Zelfs als je over de afgelopen tien jaar correcte gegevens zou hebben vanuit ESG-standpunt, is het tijdsbestek te kort om te kunnen zeggen dat je een betere of slechtere prestatie hebt neergezet. Je moet dus accepteren dat er afwijkingen zijn.’

**Joop Huij:** ‘Een direct gevolg van het implementeren van duurzaamheid is een meer geconcentreerde portefeuille. Wat betekent dat voor de diversificatie en factorpremies? Wij hebben dat onderzocht en de resultaten waren nogal verrassend. Wat betreft de nodige diversificatie kan in veel minder namen worden belegd dan we gewoonlijk zien. Al met zo'n zeshonderd (in plaats van zes- of zelfs tienduizend) namen bereik je het meeste dat je kunt halen met diversificatie. Ook kun je de breedte van het beleggingsuniversum aanzienlijk verkleinen zonder de prestaties van een passieve strategie of factorstrategie te schaden. Ik denk dat het belangrijkste dilemma is hoe ‘duurzaamheid’ te definiëren.’

**Mark Voermans:** ‘Passief of factorbeleggen is mogelijk met minder aandelen. Met honderd of tweehonderd voorzie ik geen probleem. Je moet wel goed opletten bij de portefeuilleconstructie en ervoor zorgen dat je portefeuille goed gediversifieerd is. Naarmate er meer uitsluitingen of andere keuzes worden gemaakt, neemt het risico op onbedoelde exposures toe. Met een paar honderd aandelen is dat goed te doen.’

**Marc Vijver:** ‘Als je duurzaamheidsfactoren toevoegt aan een universum, implementeer je effectief al factoren die je mogelijk aantrekkelijk vindt – momentum, grootte enzovoort. Als je andere factoren zoekt, zit je in een moeilijkere positie om die te implementeren. Wat betreft market cap-beleggen, denk ik dat dat mogelijk zou moeten zijn.’

**Bestaat er een juiste definitie van duurzaamheid?**

**Huij:** ‘De duurzaamheidsratings van de verschillende ratingbureaus wijken sterk van elkaar af. Hoe kun je dan vergelijken welke maatstaf beter aangeeft wat goed en slecht is? Wij zijn nagegaan wat de duurzaamheidsscore was van de bedrijven die op de uitsluitingslijsten van grote institutionele beleggers staan. De resultaten waren nogal schokkend. Ongeveer 20% tot 25% van de uitgesloten bedrijven kreeg een AAA-rating van de grote bureaus, terwijl wij uiteraard een heel lage rating hadden verwacht.’

**Voorzitter:**

**Erik Hulsegge,**  
PGGM Investments

**Deelnemers:**

**Svetlana Borovkova,**  
Probability & Partners  
**Joop Huij,**  
Robeco  
**Antoine Lesné,**  
State Street SPDR ETF's  
**Martijn Rozemuller,**  
VanEck Europe  
**Marc Vijver,**  
diverse pensioenfondsen  
**Mark Voermans,**  
Achmea Investment  
Management



**VOORZITTER**

Erik Hulsegge

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 factorgedreven aandelenportefeuilles. Voordat hij in 2015 bij PGGM begon, werkte Hulsegge bij Achmea Investment Management. Hij begon zijn carrière als Researcher bij SPF Beheer. Hulsegge heeft een Master's degree in Econometrie (RuG).





Svetlana  
Borovkova

Svetlana Borovkova is Hoofd Quant Modelling bij Probability & Partners. Zij heeft meer dan 25 jaar ervaring in het bouwen van kwantitatieve modellen voor risicobeheer, financiële markten en instrumenten. Borovkova is tevens Associate Professor Quantitative Finance and Risk Management aan de Vrije Universiteit Amsterdam. In het verleden was zij Onderzoeker bij De Nederlandsche Bank op het gebied van financiële stabiliteit.



Joop  
Huij

Joop Huij is als Head of Sustainable Index Solutions verantwoordelijk voor de indices bij Robeco, waar hij in 2007 als Researcher begon. Hij is tevens Associate Professor Finance aan de Rotterdam School of Management. Huij heeft een PhD in Finance (Rotterdam School of Management) en een Master's degree in Informatics & Economics (Erasmus Universiteit Rotterdam).



Antoine  
Lesné

Antoine Lesné is Head ETF Strategy & Research bij State Street SPDR ETFs. Met zijn team analyseert hij financiële markten en de economie in de context van de beschikbare SPDR aandelen- en obligatie ETFs. Lesné werkt sinds 2006 bij State Street Global Advisors.



Martijn  
Rozemuller

Martijn Rozemuller is CEO Europa bij VanEck. Hij begon zijn carrière als Optiehandelaar bij Optiver, een Nederlandse firma die actief is op het gebied van high frequency trading. Hier werd hij Partner. Rozemuller richtte in 2009 de eerste Nederlandse ETF-aanbieder Think ETF's op, een bedrijf dat later door VanEck werd overgenomen.



Marc  
Vijver

Marc Vijver is sinds 1989 actief als Investment Professional. Hij is lid van diverse beleggingscommissies, is actief bij meerdere pensioenfondsen en adviseert institutionele beleggers en vermogende families over de strategie en het beleggingsproces. Zijn specialisme is het reorganiseren van de beleggingsopzet en (uitbesteding van) vermogensbeheer.



Mark  
Voermans

Mark Voermans is Senior Portfolio Manager Equities bij Achmea Investment Management, waar hij sinds 2018 in dienst is. Hij is verantwoordelijk voor onderzoek, ontwikkeling en portefeuillebeheer van kwantitatieve aandelenportefeuilles. Eerder werkte hij onder meer bij ABN AMRO Asset Management, Saemor Capital, PGGM, APG en, als Quantitative Portfolio Manager, bij Robeco. Voermans is afgestudeerd in Econometrie (Quantitative Finance) aan de Universiteit van Tilburg en is CEFA.

**Borovkova:** 'Volgens verschillende rating agencies was British Tobacco op een gegeven moment het bedrijf met zo'n beetje de beste ESG-rating in de FTSE 100, terwijl het wel op de uitsluitingslijst van veel beleggers staat. Waarom? Omdat de onderneming zeer duurzame landbouw bedrijft, een fantastische community outreach heeft en alle diversiteiten en vrouwen aanneemt. Ze scoort dus extreem hoog op alle parameters van verschillende dataleveranciers, maar er is nergens een vraag gesteld over de producten.'

**Lesné:** 'Er bestaat geen overeenstemming over hoe duurzaamheid moet worden gedefinieerd. Zelfs regelgevers – denk aan de SFDR-chaos – worstelen met de vraag welke gemeenschappelijke definitie vanuit een politiek standpunt aanvaardbaar zou zijn. We moeten bij de regelgevers beginnen om te proberen te begrijpen wat we willen doen.'

**Voermans:** 'Wij implementeren bij voorkeur de duurzaamheidsdoelstelling van een klant in portefeuilles. Dit betreft duurzaamheidsthema's die de klant zelf gekozen heeft. Aan de hand van een gesprek met een klant gaan we op zoek naar ESG-datapunten die het beste passen bij die specifieke thema's en creëren we exposure in de portefeuille naar die thema's. Maar inderdaad, het gebruikmaken van een generieke ESG-rating zou ik niet aanraden als je duurzaamheid nastreeft.'

**Martijn Rozemuller:** 'Toen wij ruim tien jaar geleden de eerste duurzame ETF lanceerden, was er nog een serieus debat over de definitie ervan. Ik had verwacht dat dat debat nu wel afgerond zou zijn, maar dat is nog steeds niet het geval. Zelfs de toezichthouder is niet in staat een duidelijk perspectief te bieden hoe wij als sector hiermee om moeten gaan. Voor mij is het uiteindelijk een soort van 'best effort'. Als industrie moeten wij op zijn minst ons best doen om tot iets te komen dat te rechtvaardigen is, maar uiteindelijk zijn het de bedrijven die in sommige gevallen hun gedrag duidelijk moeten veranderen.'

**Lesné:** 'Wij maken gebruik van gegevens van verschillende dataproviders, combi-

neren die met onze eigen research en komen vervolgens met onze eigen duurzaamheidsscore.’

### **Wat betekent het streven naar duurzaamheid voor het rendement?**

**Rozemuller:** ‘Toen wij onze eerste duurzame ETF lanceerden, hadden we een vergelijkbaar fonds, maar zonder screening op duurzaamheid. We konden beide over een periode van acht jaar vergelijken, en wat de prestaties betreft weken ze niet echt veel van elkaar af. Het ene jaar deed de duurzame ETF het iets beter, het andere jaar de andere ETF. Beide hadden zo’n 250 componenten, met ruwweg zestig tot zeventig verschillende namen. Dat de prestaties zelfs over een periode van acht jaar niet significant verschilden, was voor mij verrassend.’

**Borovkova:** ‘Ten eerste denk ik dat de financiële performance anders is voor een uitsluitingsstrategie dan voor een strategie met best-in-class-aandelen. Deze strategieën verschillen aanzienlijk qua rendement. Het tweede punt is dat als duurzaamheid je mandaat is, je wellicht bereid bent om 1%, 2% of welk percentage dan ook per jaar aan rendement op te offeren voor een duurzamere portefeuille. Maar in veel gevallen is het mandaat uitsluitend gericht op een zo hoog mogelijk rendement, voor bijvoorbeeld het pensioen. Ik denk dat beleggers en bedrijven op dit gebied zeer voorzichtig moeten opereren en dat de lopende rechtszaken in de Verenigde Staten in dat opzicht een waarschuwing zijn.’

**Rozemuller:** ‘Onze eerste verantwoordelijkheid als industrie is het leveren van performance. Ik denk dat we vanuit een regelgevend perspectief te veel in een soort sjabloon worden gedwongen, wat niet per se gunstig is voor het realiseren van rendement.’

### **Is het mogelijk om het klimaatrisico van de portefeuille te verlagen zonder het rendement te schaden?**

**Huij:** ‘Het hangt er denk ik vanaf in welke mate je het klimaatrisico wilt verlagen. Het zou goed zijn als we het eens worden over een standaard. De standaard die hierbij vaak wordt gebruikt

## **‘Als je duurzaamheidsfactoren toevoegt aan een universum, implementeer je effectief al factoren die je mogelijk aantrekkelijk vindt.’**

is de Paris-aligned benchmark. Wij hebben onderzoek gedaan en dat toonde aan dat het mogelijk is om precies hetzelfde rendement te behalen met een passieve of waardestrategie, met behoud van de vereisten die nodig zijn voor het label ‘Paris-aligned’. Het antwoord is dus ‘ja’. Je kunt eigenlijk best ver gaan met het verlagen van klimaatrisico zonder het verwachte rendement negatief te beïnvloeden.’

**Lesné:** ‘Het is waarschijnlijk veel gemakkelijker om het klimaatrisico te verlagen in een vastrentende dan in een aandelenportefeuille.’

**Rozemuller:** ‘Je kunt waarschijnlijk wel aannemen dat je met een goede ESG-screening terecht komt bij bedrijven die een beter risicobeheer hebben. Zonder daarvoor een duidelijk wetenschappelijk bewijs te hebben, veronderstel ik dat de risico-rendementsverhouding door ESG-screening kan worden verbeterd.’ >



## ‘Het is waarschijnlijk veel gemakkelijker om het klimaatrisico te verlagen in een vastrentende dan in een aandelenportefeuille.’

**Borovkova:** ‘Mijn punt gaat niet over het klimaat, maar over de sociale aspecten van ESG. Vele sociologische studies hebben aangetoond dat divers samengestelde teams en bedrijven op de lange termijn beter presteren. Dat is een van de sociale aspecten van het ESG-verhaal. Er is een potentieel als je in staat bent om het soort bedrijven te identificeren dat het op de lange termijn beter zal doen.’

### **Tussen 2018 en 2020 hebben veel factorgedreven portefeuilles een teleurstellend resultaat laten zien. Heeft dit geleid tot nieuwe inzichten, herallocaties of aanpassingen?**

**Rozemuller:** ‘Ik herinner me dat low vol op een bepaald moment heel anders uitpakte dan verwacht, vermoedelijk door een soort black swan events. Wij moeten als sector in gedachten houden dat je strategie door allerlei oorzaken waar je niet aan gedacht hebt in de war kan worden geschopt. Je kunt een mening hebben over assets of sectoren, of zelfs individuele aandelen, maar uitein-

delijk gaat het erom de specifieke strategie of sector of aandelen op het juiste moment te kiezen.’

**Borovkova:** ‘We moeten niet alleen kijken naar de prestaties van de verschillende factoren, maar die ook beoordelen in de context van de wereldwijde economie. Beleggers hebben bijvoorbeeld de neiging te vergeten dat de factor ‘groei’ het goed doet als de rente laag is en ‘waarde’ juist niet. Nu komen we in een periode van hogere rentes en dan geldt het omgekeerde.’

### **Zijn factoren gewoon toeval of bevatten ze daadwerkelijk rationaliteit?**

**Rozemuller:** ‘Ik denk dat factoren en thema’s tot op zekere hoogte een soort self-fulfilling prophecy kunnen zijn. Als iedereen op de wagen springt, stijgt de waardering, maar op een bepaald moment zullen beleggers teleurgesteld raken en vertrekken. Dat betekent dus dat je moet diversificeren en je niet tot één factor of één thema moet beperken. Zorg ervoor dat je rationeel blijft en herweegt, want dat is de enige manier om te voorkomen dat je gaat uitstappen op de bodem en probeert weer in te stappen als het weer omhooggaat.’

**Borovkova:** ‘Ik geloof dat Warren Buffett heeft gezegd dat je verliezen moet incasseren tot ze in winst omslaan.’

**Rozemuller:** ‘Sommigen proberen echt hun verliezen vast te houden tot ze winst maken. Als je dat doet met een strategie voor één aandeel, ben je gedoemd te mislukken. In een veel meer gediversifieerde portefeuille zal het waarschijnlijk werken.’

**Huij:** ‘Ten aanzien van alle relevante factoren die er zijn, hebben wij consequent vastgesteld dat je eigenlijk factorpremies kunt verdienen zonder hoog risico te nemen. Wij denken dus dat de hypothese dat er een op risico gebaseerde interpretatie is van het bestaan van factorpremies, niet erg waarschijnlijk is. Het bestaan van deze premies ligt, denk ik, meer in de gedragssfeer. In dit verband is het ook interessant dat veel beleggers, zelfs ervaren beleggers, goede





bedrijven lijken te verwarren met goede investeringen. Waardoor komen de gedragsvooroordelen van beleggers tot stand, die het bestaan van de factorpremies veroorzaken? Misschien speelt ook de neiging van beleggers om weg te lopen na een korte tijd van underperformance een rol.'

### Wie moet bij een pensioenfonds de beslissing nemen om in bepaalde factoren te investeren?

Vijver: 'Dat is het bestuur, dat gevoed wordt met informatie van adviseurs. Je hebt hier ervaren professionals tegenover parttime bestuursleden, die geen doorgewinterde beleggers zijn. Daar is sprake van een enorm scheve verhouding, wat een groot probleem is. Vergeleken met zo'n vijf jaar geleden is er wel sprake van een aanzienlijke verbetering. Professionele beleggers als pensioenfondsen moeten nu investment cases hebben, waarin onder andere staat of ze passief of actief willen beleggen, of ze een gesegregeerd mandaat of een fonds willen, een hogere of lagere tracking error, ESG-normen et cetera. Daarmee ga je van 'push' naar 'pull'.'

Lesné: 'Bij een pensioenfonds is, net als bij een centrale bank, een onafhankelijk bestuur heel belangrijk om niet te veel beïnvloed te worden door bijvoorbeeld banken en fiduciairs.'

### Macro-economische veranderingen hebben de afgelopen jaren een grote invloed gehad op aandelenrendementen. Nemen jullie op de een of andere manier macrofactoren mee in de portefeuilleconstructie?

Huij: 'Factoren hebben de neiging zich verschillend te gedragen in de verschillende cycli van de economie. Het probleem bij de toepassing van dat inzicht is ten eerste dat je de conjunctuurcyclus goed moet kunnen voorspellen, wat heel moeilijk is. En ten tweede worden in bijna alle studies die op dit gebied zijn verricht de handelskosten die samenhangen met herbalancering over het hoofd gezien. Wij geloven in diversificatie en een buy-and-hold-strategie.'

## 'Je kunt eigenlijk best vergaan met het verlagen van klimaatrisico zonder het verwachte rendement negatief te beïnvloeden.'

Voermans: 'Nee, een goede spreiding over wetenschappelijk bewezen risicorendementsfactoren heeft onze voorkeur boven het gebruik van macro-economische variabelen. We maken vooral producten met een lage tracking error en lage turnover. Macro-economische factoren kunnen daar niet goed bij gebruikt worden.'

Lesné: 'We zien dat beleggers de markt proberen te timen en op basis daarvan in- en uitstappen. Dat is razend moeilijk. Wat betreft de handelskosten, is het misschien handig om groot in te zetten teneinde die kosten als het ware te overwinnen.'

Rozemuller: 'Ik ben meer een agnostische belegger, wat inhoudt dat ik niet probeer om de markt te voorspellen en niet te veel kijk naar de macro-economische omstandigheden. Een van mijn favoriete vormen van beleggen is equal weight. Omdat de portefeuille zal reageren op macro-economische omstandigheden, vertelt de portefeuille me wat gekocht en verkocht moet worden. Deze agnostische manier van beleggen ziet er op de lange termijn goed uit, maar je moet, net als bij elke andere strategie, in staat zijn om de rit uit te zitten. Een nadeel van equal weight vormen de handelskosten. Je moet dus wel nadenken over de herbalanceringsstrategie en de frequentie van herbalanceren zo laag mogelijk houden.'

### Zijn er binnen andere asset classes dan aandelen, bijvoorbeeld binnen fixed income en commodities, mogelijkheden om aan factorbeleggen te doen?

Lesné: 'Er zijn inmiddels een paar fondsen die meer systematisch in vastrentende waarden beleggen. Wij hebben kunnen aantonen dat het misschien >

gunstig is om bepaalde soorten bedrijven te overwegen op basis van hun koers-winstverhouding, hun price to book of hun kredietwaardigheid.’

**Rozemuller:** ‘Wij en andere aanbieders hebben een zogenoemde fallen angels-strategie. Kan je in dit verband spreken van een factor?’

**Lesné:** ‘Het is een vorm van een factor. In de wereld van fallen angels heb je gedwongen verkopers als pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en vermogensbeheerders die een investment grade index hebben. Er is dus een directe prijs-impact op de betreffende obligatie op het moment dat deze wordt afgewaardeerd. Een ander interessant element wordt gevormd door obligaties met een resterende looptijd van minder dan een jaar. Bij herbalancering verkopen we die obligaties. Als er minder liquiditeit is – dat geldt niet voor treasuries – is er in wezen een vorm van premie die je kunt oogsten.’

**Voermans:** ‘Naast factorbeleggen in aandelen hebben we ook een rule-based-product in commodities. We hebben binnen commodities drie belangrijke factoren geïdentificeerd waar we systematisch op inspelen: commodity-selectie, curve-positionering en roll-timing. Deze strategie werkt erg goed.’

**Huij:** ‘Ik denk dat er ook enig bewijs is dat factoren kunnen worden geïdentificeerd voor treasuries, high yield en real investment trust. Ik heb onlangs een studie gezien die aantoonde dat factoren

zelfs relevant zijn voor private equity deals. Er worden dus inderdaad factoren waargenomen in een hele reeks asset classes.’

**Borovkova:** ‘En zijn dat dezelfde factoren of andere, nieuwe factoren?’

**Huij:** ‘Dezelfde factoren, dus value, momentum, small-cap effect enzovoort. Wij implementeren die al enige tijd in credits, maar ook in opkomende markten.’

### **Er zijn steeds meer alternatieve data beschikbaar. Heeft dit al zijn weg gevonden naar factorportefeuilles?**

**Borovkova:** ‘Wij zijn zeer actief op dit gebied. Ik werk al sinds 2009 met aanbieders van big data op het gebied van ‘sentiment’, dat wil zeggen het nieuws en social media sentiment. Ik denk dat met name sentimenten, snel bewegende data uit vrij toegankelijke bronnen over de hele wereld, uitstekende signalen zouden kunnen zijn met betrekking tot bijvoorbeeld factoren of risico. Wat ESG aangaat, is er nu een beweging gaande om niet te vertrouwen op de grote, trage ESG-dataleveranciers, maar op duurzaamheids-, klimaatgerelateerde informatie die op dezelfde manier is verkregen als de sentimentgegevens, dus uit open bronnen, met behulp van natuurlijke taalverwerking, machine learning, en artificial intelligence. Dit soort informatiebronnen zijn veel moeilijker te manipuleren dan de informatie die door ondernemingen zelf aan de grote data-aanbieders worden verstrekt. Als er iets over bijvoorbeeld een olieramp op Twitter staat, zal dat niet meteen zichtbaar zijn in de communicatie van de betrokken bedrijven. Die zullen proberen de zaak glad te strijken. Maar Twitter kan door zulke informatie bij wijze van spreken ontploffen. Ik geloof hier sterk in, maar begrijp waarom vermogensbeheerders dit soort informatie over het algemeen niet gebruiken. Het is duur, er is veel rekenkracht nodig en er is veel expertise vereist om het goed te gebruiken. Maar ik denk dat het een uitstekende aanvulling is op multi-factorstrategieën.’

‘Als iedereen op de wagen springt, stijgt de waardering, maar op een bepaald moment zullen beleggers teleurgesteld raken en vertrekken. Dat betekent dus dat je moet diversificeren en je niet tot één factor of één thema moet beperken.’

### Is dit factorbeleggen op een andere manier of is het iets heel anders?

**Borovkova:** ‘Als je puur naar correlaties kijkt, is het zeer laag gecorreleerd met andere factoren. We dachten bijvoorbeeld dat een factor op basis van sentiment, van het gebruik van sociale media, zou correleren met momentum, maar dat is niet het geval. Het gaat om andere informatie en ik weet niet hoe ik dat moet ontwarren. De kunst is om dit soort alternatieve data om te zetten in bruikbare signalen. We hebben verschillende vermogensbeheerders – geen hedgefondsen – geholpen om dit soort signalen als aanvulling op hun actieve strategieën te implementeren. Traditioneel waren hedgefondsen de eerste die het omarmden, maar er zijn inmiddels ook andere die dit soort signalen met succes hebben geïmplementeerd. Het is duidelijk dat de meeste grote financiële bedrijven kunstmatige intelligentie beproeven om te kijken hoe daarvan geprofiteerd kan worden als het gaat om het creëren van strategieën.’

**Voermans:** ‘Wij gebruiken machine learning niet voor het samenstellen van onze portefeuilles, maar maken er wel veel gebruik van bij het verklaren van de posities in die portefeuilles. Hiermee verklaren we uit welke factor of welke restrictie in je optimalisatie een bepaalde positie is ontstaan. En ook achteraf, bij het toeschrijven van performance. Zo kunnen wij de performance toeschrijven aan beslissingen in het proces. Niet alleen aan factoren, maar ook aan de uitsluitingslijst en andere ESG-integratie. Het helpt ons en onze klanten om te begrijpen waar de performance vandaan komt.’

**Huij:** ‘Wij passen big data-technieken toe op het scannen van omvangrijke documenten als rapporten en ondernemingsbeschrijvingen teneinde te kunnen beoordelen hoe bedrijven zijn afgestemd op de SDGs. Met machine learning kan je het universum van door analisten te beoordelen bedrijven, waarvan de reikwijdte uiteraard beperkt is, aanzienlijk uitbreiden. Meer recent hebben we ook een metriek ontwikkeld die de exposure naar het klimaattransitierisico meet, en

‘Een goede spreiding over wetenschappelijk bewezen risico-rendementsfactoren heeft onze voorkeur boven het gebruik van macro-economische variabelen.’

daartoe scannen we nieuwsartikelen. We proberen vast te stellen of er een klimaatshock plaatsvindt op de markt en vervolgens proberen we na te gaan welke bedrijven daar positief op reageren en welke negatief. Op basis van statistische analyse proberen we vast te stellen of die reactie systematisch is, dus welke bedrijven systematisch positief of negatief reageren op een klimaatshock, om uiteindelijk bedrijven te identificeren die voordeel of juist nadeel ondervinden van de klimaattransitie.’

### Is dat om de portefeuille robuuster te maken, om alpha te leveren, of om iets anders?

**Huij:** ‘Dat hangt ervan af. Er zijn klanten die alfa doelstellingen hebben en dus een factorstrategie. Er zijn ook klanten die een passieve strategie hebben, maar die dan duurzaamheid willen inbouwen. Zo willen deze klanten bijvoorbeeld bepaalde bedrijven uitsluiten van hun beleggingsuniversum. Dat betekent in >





feite dat wij met een inschatting moeten komen, zoals hoe een bedrijf is afgestemd als het gaat om de klimaat-SDGs. Als een bedrijf niet door een fundamentele analist wordt gevolgd, hebben we geprobeerd een algoritme toe te passen dat op zijn beurt gebruikmaakt van bedrijfsbeschrijvingen en rapporten van bedrijven.'

**Borovkova:** 'Maar hoe pak je dat aan? Werken jullie samen met externe leveranciers of wordt alles intern gebouwd?'

**Huij:** 'We hebben een grote afdeling die zich bezighoudt met duurzaamheidsonderzoek en het ontwikkelen van software, dus is het efficiënter om het intern te doen. Er is een SDG-classificatie ontwikkeld waarvan wij denken dat die beter is dan wat er op de markt beschikbaar is.'

### Maken jullie gebruik van ChatGPT?

**Rozemuller:** 'We gebruiken het nu niet actief, maar we hebben wel verschillende afdelingen gevraagd om na te denken over een goede manier om ChatGPT te gebruiken. Ik denk dat het nog te veel in de kinderschoenen staat. Ik zou meer bewijs moeten hebben dat er niets mis kan gaan of dat er geen verkeerde informatie kan worden doorgegeven, of wat dan ook. Eerder is gesproken over sociaal sentiment als een factor of drijfveer voor investeringsbeslissingen. Het is misschien een manier om de wijsheid van een menigte te gebruiken, of in de gedachten van mensen te kijken, en bijna, nog voor ze iets doen, al te zien waar ze naartoe gaan. Dat kan een voorspellende waarde hebben. De grote uitdaging is om beleggers ervan te overtuigen dat het nuttig kan zijn om ernaar te kijken. Misschien kunnen wij het op een bepaald moment aan institutionele beleggers verkopen.'

### Tot slot, is er iets dat nog aan de orde moet komen?

**Borovka:** 'Ik heb een vraag. Hoe beoordelen de verschillende grote institutionele beleggers, bijvoorbeeld sovereign wealth funds en pensioenfondsen, wat we allemaal besproken hebben?'

**'Ik denk dat met name sentimenten, snel bewegende data uit vrij toegankelijke bronnen over de hele wereld, uitstekende signalen zouden kunnen zijn met betrekking tot bijvoorbeeld factoren of risico.'**

**Vijver:** 'Het hangt ervan af wat je als belegger wilt bereiken. Het hoogste rendement, een betere wereld of een combinatie van beide? Pensioenfondsen kunnen heel goed streven naar het hoogste rendement voor hun deelnemers, maar voor sovereign wealth funds kan dat een beter milieu zijn of een duurzaam land. In het laatste geval krijgt het sociale deel voorrang boven het rendementsdeel. Door met die fundamentele zaken rekening te houden bij de samenstelling van een portefeuille ontstaan dus verschillende portefeuilles.'

**Voermans:** 'Er komt een nieuw pensioenstelsel in Nederland op basis van premie-inleg en individuele opbouw van pensioenvermogen. Voor zover we het op dit moment kunnen zien, zal er meer behoefte zijn aan stabielere producten, lagere volatiliteit en minder drawdowns. Daardoor ontstaat potentieel ruimte voor de factor quality en lage volatiliteit, natuurlijk in combinatie met ESG.'

**Lesné:** 'Ik denk dat regelgeving de drijvende kracht zal zijn. In Frankrijk hebben bijvoorbeeld de meeste publieke pensioenfondsen fossiele brandstoffen bijna volledig uitgesloten. Institutionele beleggers hebben er verschillende overtuigingen, gedragingen, rollen. Er zijn meerdere manieren om het gebruik van een specifieke factor te bespreken, uit te leggen, te verkopen. Je legt niet hetzelfde uit aan een staatsfonds in Noorwegen als aan een fonds in bijvoorbeeld het Midden-Oosten of Azië.' ■

## IN HET KORT

Een direct gevolg van het implementeren van duurzaamheid is een meer geconcentreerde portefeuille.

Passief of factorbeleggen is mogelijk met minder aandelen dan we gewoonlijk zien. Je moet er wel voor zorgen dat je portefeuille goed gediversifieerd is.

Er bestaat geen overeenstemming over hoe duurzaamheid moet worden gedefinieerd. Zelfs de toezichhouder is niet in staat een duidelijk perspectief te bieden hoe de sector hiermee om moet gaan.

Er moet niet alleen worden gekeken naar de prestaties van de verschillende factoren, maar die moeten ook beoordeeld worden in de context van de wereldwijde economie.

Factoren hebben de neiging zich verschillend te gedragen in de diverse cycli van de economie.