

LESSEN UIT DE PRAKTIJK

DE KRACHT VAN FACTOR BELEGGEN

RABOBANK

'STABIELER RENDEMENT IS HÉT KENMERK VAN FACTORBELEGGEN'

Met factorbeleggen worden aandelen geselecteerd op grond van kenmerken die op lange termijn hebben bewezen de markt te kunnen verslaan. Rabobank gaat deze beleggingsstrategie een prominente plaats geven in zijn aanbod voor de retailmarkt. "We richten ons vooral op de langetermijnbelegger."

Han Dieperink, Chief Investment Officer bij Rabobank Particulieren & Private Banking: "Factorbeleggen is niet nieuw, maar wel vernieuwend. De basis ervan werd gelegd in de jaren zeventig van de vorige eeuw. Toen werd al kwantitatief onderzoek verricht met als uitgangspunt dat het model van de efficiënte markt tekortkomingen heeft." Het heeft echter lang geduurd voordat factorbeleggen breed werd toegepast. Dieperink: "De financiële crisis gaf daar mede aanleiding toe, die stimuleerde de vraag naar harde bewijzen voor de werking van beleggingsstijlen. Maar ook digitalisering en automatisering spelen een rol. Wat we nu kunnen, was tien jaar geleden niet mogelijk. De exponen-

tiel toegenomen rekenkracht van computers is daar bijvoorbeeld debet aan, en de veel grotere beschikbaarheid van data."

PATRONEN

Factorbeleggers proberen geen rendement te halen uit klassieke criteria zoals de sector waarin een bedrijf actief is of de (geografische) markt. Ze bespelen ook geen ma-

“**FACTORBELEGGEN IS NIET NIEUW, MAAR WEL VERNIEUWEND**”



Illustratie Erik Verekamp

cro-economische thema's zoals de rente. Ze zoeken daarentegen, op grond van gevonden patronen in grote hoeveelheden data, naar andere kenmerken, andere 'factoren'. Een voorbeeld daarvan is lage volatiliteit. Aandelen die zich alleen onderscheiden omdat ze (relatief) minder koersschommelingen doormaken, leveren op de lange duur een hoger rendement, zo blijkt. Dieperink: "Uiteraard kennen ook deze factoren betere en slechtere tijden, maar combineer ze in een fonds en dan blijken ze op de lange termijn een stabiel rendement op te leveren. Daarom is dit een beleggingskeuze die Rabobank zijn klanten niet wil onthouden. Op termijn denken we dat factorbeleggen eenderde van onze portefeuille zal innemen."

'WIJ ZOCHTEN

Rabobank gaat structureel ruimte geven aan factorbeleggen. Met het oog daarop zijn drie fondsmanagers geselecteerd, Robeco, Allianz Global Investors en iShares. Waarom die drie? "We zochten bovenal ervaring. Een lang track record, een omvangrijk en ervaren beleggingsteam, betrokkenheid bij wetenschappelijk onderzoek, solide modellen, systematiek en discipline in de uitvoering." Rishma Moennasing, Senior Analyst bij Rabobank Particulieren & Private Banking, somt enkele van de belangrijkste criteria op

BOVENAL ERVARING'

bij de selectie van de actieve managers, een proces dat leidde naar Robeco en Allianz Global Investors. "Geen experimenten, geen waagstukken. Proven technology, daar waren we op uit", zegt ze. "In deze markt, gekenmerkt door vele nieuwkomers, was dat geen sinecure." Bijkomende eis was dat de geselecteerde fondsen en strategieën elkaar moesten aanvullen. "Deze twee actieve managers werken met verschillende visies en deels met verschillende factoren. Daarom zijn ze complementair aan elkaar." Een passieve vermogens-

beheerder moest het geheel vervolmaken. Dat werd iShares. Moennasings collega, Senior Analyst Gertjan Dorrepaal: "We hebben een woud aan producten beoordeeld, naar een lange reeks criteria." Uiteraard zijn performance en kosten van het grootste belang. "Maar om verrassingen te voorkomen wil je bovenal het proces begrijpen. Bijvoorbeeld: welke methodologie gebruikt de manager om de gekozen index te repliceren? Daarnaast zijn transparantie en onafhankelijkheid cruciaal. iShares scoorde op al deze punten tezamen het beste."

ROBECO

'DE RESULTATEN LATEN ZIEN DAT FACTORBELEGGEN WERKT'

'Beleggers zijn ook maar mensen. Hun gedrag is niet altijd rationeel, of ze moeten zich houden aan regels die leiden tot inefficiënties. Zo kunnen 'onlogische' patronen ontstaan op de financiële markten. Met factorbeleggen kun je van deze patronen profiteren.'

De belegger als kuddedier. Over het hoe en waarom van die veronderstelling kunnen prachtige sociologische of psychologische verhandelingen worden opgezet, maar nog mooier is het als ze bevestigd kan worden met harde cijfers. Dat kan onder meer met het kwantitatieve onderzoek dat Robeco, zelfstandig en in samenwerking met universiteiten, sinds de jaren negentig verricht. Het is geweldig om met onderzoekers zoals Joop Huij, David Blitz en Pim van Vliet innovatieve strategieën te ontwikkelen. Daarmee is de basis gelegd voor onze huidige multifactorfondsen", zegt Willem Jellema, portfoliomanager van het Quantitative Equities-team bij Robeco. Het vermogen onder beheer van dit team is in 2015 gegroeid naar 25 miljard euro.

Vooraf van de kracht van de factoren waarde, momentum en lage volatiliteit is Robeco diep overtuigd. Jellema: "Om factoren goed te kunnen beoordelen eisen wij enerzijds de statistische gegevens die het patroon laten zien en anderzijds de logische verklaring waarom dat patroon optreedt. Alleen als die beide typen bewijs aanwezig zijn, gaan wij er mee door. En de resultaten laten zien dat deze benadering werkt."

UIT TE LEGGEN

Dat geldt ook voor de selectie van de individuele aandelen die bij het spelen van een bepaalde factor horen, voegt Jellema daaraan toe. "Het moet altijd uit te leggen zijn waarom een bepaald aandeel wordt opgenomen of waarom het wordt verwijderd. Dat laten we niet alleen over aan het model. Wij kijken mee en grijpen in als het nodig is."

“**WIJ KIJKEN MEE EN GRIJPEN IN ALS HET NODIG IS**”

DE FACTOR LOW VOLATILITY

Aandelen met een lage volatiliteit behalen hogere rendementen dan je zou verwachten, zegt Willem Jellema. "Het idee dat meer risico zich op termijn uitbetaalt in hoge rendementen blijkt volgens academisch onderzoek niet te kloppen. Verder onderzoek toont aan dat met laag risico-aandelen een rendement valt te behalen dat niet achterblijft bij de markt. Het voordeel van een laagvolatiele strategie is dat de betreffende aandelen in een dalende markt minder verlies lijden. Als de markt eenmaal herstelt, hoeven laagvolatiele aandelen doorgaans minder terrein goed te maken voor een positief rendement."

Robeco combineert op een efficiënte wijze de drie factoren in een multifactorfonds. "Ze vullen elkaar aan en moeten samen een stabiel rendement opleveren", aldus Jellema. Daarbij mogen factoren elkaar niet tegenwerken. "Een aandeel kan geselecteerd worden omdat het bijzonder goed scoort op lage volatiliteit, maar als het dan bijzonder slecht scoort op waarde of op momentum, dan zien we er toch vanaf. We staren ons dan ook niet blind op een enkele factor."

TRANSACTIEKOSTEN

Er is sprake van actief management. "Waarbij we niet overdrijven. We speuren niet voortdurend de markt af naar nieuwe aandelen om in de portefeuille op te nemen. Dat leidt alleen maar tot onnodige transactiekosten. Uiteraard herbalanceren we de portefeuille geregeld, maar de focus ligt dan op het verwijderen van de onaantrekkelijke aandelen. Deze benadering leidt tot een beter rendement, door de lagere kosten."

ISHARES VAN BLACKROCK

'FACTORBELEGGEN MET ETF'S BIEDT UITZONDERLIJKE FLEXIBILITEIT'

'Kiezen voor een bepaalde belegging wil nog niet zeggen dat je precies de exposure krijgt die je zoekt. De nieuwe generatie instrumenten voor factorbeleggen geeft daar wél de mogelijkheden toe. Tot op de komma nauwkeurig kunnen we de risico's vormgeven die de belegger wil aangaan.'

Een methodologie die doet wat je moet doen." Zo eenvoudig kan een product zijn, zegt David Gibbon, Head of EMEA Factor Based Strategies bij BlackRock. 's Werelds grootste vermogensbeheerder kan in factorbeleggen geen track record van decennia overleggen, maar maakte met de vijf iShares Factor ETF's - Exchange Traded Funds - toch een vliegende start. "We hebben kunnen bouwen op onze kennis en ervaring van en met systematisch beleggen", legt Gibbon uit. "Daar doen we al tientallen jaren onderzoek naar en dat onderzoek verschilt niet veel van het type research dat aan factorbeleggen ten grondslag ligt. De methodologie die daaruit voortkomt, is uitgebalanceerd, transparant en uitermate effectief." De iShares ETF's die zijn geselecteerd door de Rabobank volgen zogeheten single-factorindices. Doel is niet het leveren van een stabiel rendement door meerdere factoren met elkaar te combineren, maar het nauwkeurig volgen van een geselecteerde single-factorindex. De huidige vijf factoren waar iShares ETF's omheen heeft gebouwd zijn waarde, momentum, minimale volatiliteit, kwaliteit en omvang.

CORRIGEREN

"Single-factor ETF's hebben het grote voordeel dat ze beleggers kunnen bedienen die sterk overtuigd zijn van de kracht van een individuele factor", aldus Gibbon. "Bovendien zien we dat ze in portefeuilles ingepast worden om ongewenste afwijkingen in het risicoprofiel van die portefeuille te corrigeren. Dat is mogelijk door de uitzonderlijke flexibiliteit die deze fondsen bieden."

Het passieve karakter van deze fondsen (ETFs) maakt ze daarnaast geschikt om diversificatie aan te brengen in een actieve portefeuille. Gibbon: "Met lage kosten en een hoge mate van transparantie kunnen ze een mooie aanvulling zijn op actieve fondsen."

VANGEN

De kosten zijn onder meer laag omdat weinig research nodig is om te bepalen welke aandelen het beste een bepaalde factor 'vangen'. Die aandelen zijn immers door MSCI geanalyseerd en in de index opgenomen. Het onderzoek van iShares is gericht op de vraag via welke methode die index zo goed mogelijk na te bootsen is. En dat is juist de tak van sport waaraan het fondsenhuis zijn naam en faam te danken heeft.

DE FACTOR MOMENTUM

"De markt blijkt inefficiënt te reageren op nieuws", zegt David Gibbon. Bovendien worden vooroordelen opgebouwd. Gibbon: "Een aantal studies wijst erop dat beleggers ingehouden kunnen reageren op nieuwe fundamentele informatie over bedrijven. Die informatie wordt dan pas na verloop van tijd verwerkt in de koersen. Anderzijds kunnen ze overdreven reageren op koersbewegingen; beleggers neigen ernaar kuddegedrag te vertonen en jagen zo de koersen van sterk presterende bedrijven op." Het resultaat is over- en onderwaardering. "Een factorbelegger kan profiteren van dit, door onderzoek bewezen mechanisme."

DE MARKT REAGEERT INEFFICIËNT OP HET NIEUWS

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

'TIJDENS DE CRISIS BLEEF ONS TRACK RECORD OVEREIND'

'De financiële crisis verpulverde het track record van een groot aantal beleggingsfondsen. Het onze bleef overeind en dat heeft de aandacht getrokken van beleggers. Ze willen weten hoe de prestaties van factorbeleggen verklaard kunnen worden. Ze zoeken - geheel terecht - het verhaal achter de rendementscijfers.'

Benedikt Henne, Chief Investment Officer Systematic Equity bij Allianz Global Investors, beheert met een team van twaalf portefeuillemanagers 30 miljard euro in multi-factor aandelenstrategieën. Deze zogenaamde Best Styles-strategieën zijn gebaseerd op diepgaand kwantitatief onderzoek en actieve aandelenselectie. De teamleden hebben deels een achtergrond in de wis- en natuurkunde en deels in de economische wetenschap. Henne is gepromoveerd wiskundige. Allianz Global Investors is een van de weinige partijen die beschikt over een lang track record in factorbeleggen. Henne en zijn team begonnen met de strategie in 1999 en zijn nu dus bezig aan hun zeventiende jaar. "In veertien van de afgelopen zestien kalenderjaren heeft Best Styles de benchmark verslagen", zegt hij.

SPREIDING

Deze stabiele outperformance is onder meer te danken aan de spreiding over factoren. Die wordt bewust zo vormgegeven dat de strategie onafhankelijk is

van de economische fase waarin markten zich bevinden. De allocatie naar factoren wordt bepaald door data van de afgelopen twee economische cycli te analyseren waarbij correlaties tussen factoren een belangrijke rol spelen. Er zijn aandelen die op grond van meerdere factoren geselecteerd zouden kunnen worden. "Beleggingen in zogenaamde 'superstocks' worden gelimiteerd. Zij bieden geen echte diversificatie en kunnen 'crowded trades' zijn. Dit laatste kan funest zijn als beleggers zo'n aandeel van de hand gaan doen", aldus Henne. "Dit is precies de reden waarom ons track record zo goed heeft standgehouden tijdens de quant meltdown in 2007."

NEUTRALITEIT

Daarnaast onderscheiden de Best Styles-strategieën zich door hun - zo mogelijk absolute - neutraliteit ten opzichte van economische thema's. "Binnen elk van de factoren wordt diversiteit nagestreefd over tal van economische thema's, zoals rente, kredietkwaliteit en conjunctuurvoeligheid. Daarnaast zijn de portefeuilles

BELEGGINGEN IN ZOGENAAMDE SUPERSTOCKS WORDEN GELIMITEERD

DE FACTOR WAARDE

De waardefactor ('value') speelt in op het positieve verband tussen aandelen die laag geprijsd zijn ten opzichte van hun fundamentele waarde (de boekwaarde) en hun bovengemiddelde rendement. "Dat verband is in academische literatuur al tientallen jaren geleden aangetoond, maar het onderzoek ernaar wordt onverminderd voortgezet", zegt Benedikt Henne (Allianz

Global Investors). Dit verband wordt verklaard door het feit dat waarde aandelen door hun fragiele business model en volatiele cashflows voor analisten relatief moeilijk te waarderen zijn. Deze onvoorspelbaarheid leidt ertoe dat een veiligheidsmarge wordt gehanteerd in de vaststelling van het koersdoel. Henne: "Het is precies die veiligheidsmarge die de waardefactor verklaart."



BELANGRIJKE INFORMATIE

Deze publicatie is bedoeld voor professionele beleggers. Beleggen is een risico. De waarde van een belegging en de opbrengsten ervan kunnen zowel stijgen als dalen, en geheel of gedeeltelijk verloren gaan. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties. Dit is een marketingbericht uitgegeven door Robeco Institutional Asset Management B.V., Allianz Global Investors GmbH en BlackRock Advisors (UK) Limited. Robeco Institutional Asset Management B.V., heeft een vergunning als beheerder van ICBE's en ABI's van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam ('AFM'). Allianz Global Investors GmbH heeft een vestiging in Nederland, Allianz Global Investors GmbH-Netherlands Branch, die onderworpen is aan beperkt toezicht door de Autoriteit Financiële Markten (www.afm.nl). BlackRock Advisors (UK) Limited is geautoriseerd en gereguleerd door de Financial Conduct Authority ('FCA') in het Verenigd Koninkrijk. iShares® en BlackRock® zijn geregistreerde handelsmerken van BlackRock Inc. of haar dochterondernemingen in de Verenigde Staten en elders. iShares fondsen zijn veelal geautoriseerd voor aanbidding in Nederland en als zodanig ook geregistreerd bij de AFM.