

FACTORBELEGGEN BEANTWOORDT AAN DE FIDUCIAIRE TAAK VAN HET PENSIOENFONDS

Door Harry Geels

Factorbeleggen is tegenwoordig een veelbesproken onderwerp aan de bestuurstafels van pensioenfondsen. Maar de daadwerkelijke invoering ervan in de beleggingsportefeuilles duurt lang, zo stelt Rob Heerkens, bestuurslid van Pensioenfonds PGB, 'omdat er een nieuwe generatie nodig is om het achterliggende idee te omarmen'. Tegelijkertijd gaat volgens Fons Lute, Client Portfolio Manager bij Russell Investments, factorbeleggen een nieuwe fase in, namelijk die van de dynamische factorallocaties.

ER WORDT VEEL OVER FACTORBELEGGEN GESPROKEN, OOK AAN DE BESTUURSTAFELS VAN PENSIOENFONDSEN. MAAR WORDT HET CONCEPT OOK OMARMED?

Fons Lute: 'De resultaten van beleggingsportefeuilles kunnen eigenlijk worden verklaard door zo'n tien tot vijftien factoren. Die factoren, die voor aandelen en obligaties gedeeltelijk anders zijn, zijn inmiddels voldoende bewezen door een enorme hoeveelheid wetenschappelijk onderzoek. Als we verder gaan zoeken, komen we wellicht wel tot enkele honderden factoren, waarvan een groot gedeelte feitelijk op hetzelfde neerkomt. Het is alweer twaalf jaar geleden dat Rob Arnott in Nederland kwam uitleggen dat beleggers de factoren kunnen benutten door middel van speciale indices. Hij kwam toen met Fundamental Indexation, waarin hij verschillende aandelenfactoren samenbracht. Als ik nu kijk naar wat pensioenfondsen twaalf jaar later met factorbeleggen doen, dan ben ik verbaasd over de beperkte toepassing ervan. Over de hele linie hebben ze niet meer dan een teen in het water gestoken. Factorbeleggen heeft de institutionele beleggingswereld nog zeker niet op andere gedachten gebracht.'

Rob Heerkens: 'Dit komt waarschijnlijk omdat pensioenfondsen van origine conservatief zijn. Het duurt nu eenmaal lang voordat beleggingsconcepten, hoe overtuigend ze ook mogen zijn, omarmd worden. Ook passief beleggen heeft er tientallen jaren over gedaan om geaccepteerd te worden. Soms worden stappen pas gezet

als een jongere generatie medewerkers in de pensioensector er meer onbevangen naar kijkt. Ten aanzien van factorbeleggen is er wat mij betreft inmiddels wel sprake van twee tenen in het water. Bij ons betekent factorbeleggen vooral het systematisch en gestructureerd inrichten van de portefeuilles. Er zijn grofweg twee denkscholen: de actieve belegger die op basis van kennis, ervaring en kunde kwalitatieve beslissingen neemt versus de gestructureerde factorportefeuille waarvan de resultaten robuust en onafhankelijk van de persoon zijn. Er is overigens nog een derde school, die van passief beleggen. Ik denk dat de gestructureerde manier van beleggen goed beantwoordt aan de fiduciaire taak van een pensioenfonds, omdat deze veel beter aan de deelnemers uitlegbaar is.'

DUS FACTORBELEGGEN DIENT DE FIDUCIAIRE TAAK VAN EEN PENSIOENFONDS?

Lute: 'Inderdaad, een alternatieve manier van kijken naar factorbeleggen is het te zien als het uiteenrafelen van risicopremies. Dertig jaar geleden spraken we alleen over de aandelen- en kredietrisicopremies. Factorbeleggen heeft ons doen inzien dat er meer risicopremies benoemd kunnen worden. Een voordeel is verder dat een belegger kan besluiten om bepaalde factoren, ofwel risicopremies, meer of juist minder in de portefeuille tot uiting te laten komen. De belegger kan nu precies de compilatie van gewenste risicopremies samenstellen die hij wenst. De beleggingsbeginselen van pensioenfondsen worden daar nu ook wel op ingericht.'

Heerkens: 'Het goed kunnen verklaren van resultaten is inderdaad een belangrijke fiduciaire taak. De studie van het Norwegian Government Pension Fund Global uit 2014 heeft ons doen inzien dat factoren veel van de beleggingsprestatie verklaren. Deze studie was voor de pensioensector eigenlijk zowel een 'eye opener' als een springplank om met factoren aan de slag te gaan. Soms heb je een aanleiding nodig om iets in gang te zetten. Vergeet ook niet dat de hele 'quantindustrie' relatief jong is. Pas zo'n vijftien jaar geleden kon voor praktijkmensen de rekenkracht van de computer gekoppeld worden aan grote betrouwbare databestanden en statistische softwarepakketten.'

IS FACTORBELEGGEN EIGENLIJK NIET DE DERDE GOLF? EERST ACTIEF BEHEER, TOEN - NA DE TELEURSTELLLENDE RESULTATEN VAN ACTIEF BEHEER - PASSIEF BEHEER EN NU FACTORBELEGGEN ALS TUSSENWEG.

Lute: 'Ja, maar zelf zijn wij al met de vierde golf bezig. Als een belegger met factoren aan de slag gaat, kan de praktijk weleens tegenvallen, omdat de factorpremies door de tijd heen niet steeds dezelfde 'payoff' laten zien. Een pensioenfonds dat in zijn portefeuille inzet op de waardefactor, omdat dit een belief van het fonds is, kan zomaar meemaken dat deze factor het drie of meer jaar slecht doet. Dan moet er veel aan de 'stakeholders' worden uitgelegd. Dit is een belangrijk dilemma bij het bepalen van het wegingschema voor factorportefeuilles.

Ik denk dat we dynamischer met factoren om moeten gaan. De weging van de verschillende factorportefeuilles wordt daarbij vastgesteld op basis van een adaptief model. Een voorbeeld hiervan zou kunnen zijn dat de momentumfactor een lagere weging krijgt als momentumaandelen na een krachtige rally erg duur zijn geworden. Het is een soort asset allocatie op de middellange termijn op elk van de factoren. Dit doen we bij Russell Investments ook. In ons Dynamic Preferred Preferences proces kijken wij niet alleen naar de factorwaardering maar hanteren wij voor elke factor ook scores voor de cyclus, de waardering en het sentiment.'

Heerkens: 'Ik ben het ermee eens dat factorbeleggen een mooie tussenweg is. Actief beheer heeft lange tijd niet altijd de belofte waargemaakt. Het is dan moeilijk aan de deelnemers uit te leggen waarom we relatief hoge kosten moeten maken voor een actieve manager. Toen kwam de beweging om naar kosten te kijken en passief te beleggen. Nu wordt de stap gezet naar factoren die tot op zekere hoogte aantoonbaar betere rendementen leveren tegen iets hogere kosten dan passief, een soort semi-actief. Een mooie tussenweg tussen rendement en kosten. Punt is inderdaad dat veel factoren erg volatiel zijn, voor lange tijd kunnen 'underperformen' en een

hoge tracking error met zich meebrengen. Daarom zien we veel beleggers spreiden tussen factoren, want ook hier geldt dat spreiding de enige 'free lunch' is.'

VOEGT FACTORBELEGGEN COMPLEXITEIT TOE AAN HET BELEGGINGSPROCES?

Heerkens: 'Ja, ten eerste omdat er geprobeerd wordt extra rendement te behalen boven de standaard-benchmark. Daarvoor vereist DNB dat er extra buffers worden aangehouden. Daarnaast zijn sommige factoren complex. Belangrijk is dan dat ten minste een aantal bestuurders in staat is te begrijpen en uit te leggen wat de factoren doen en waarom die op lange termijn waarschijnlijk tot outperformance of minder risico leiden. De vraag is in welke mate het hele bestuur



Foto: Archief Pensioenfonds PGB

CV

Rob Heerkens is bestuurslid van Pensioenfonds PGB. Hij is verantwoordelijk voor de portefeuille Balans- en Vermogensbeheer. Na zijn studie Finance & Investments werd hij directeur bij beleggingsbedrijf Robeco. Hij vervolgde zijn loopbaan als directeur bij de pensioenuitvoerders Beon en Interpolis/Achmea en als CIO bij Achmea. Heerkens is bestuurder namens FNV bij Pensioenfonds PGB sinds 2011.

gedetailleerde kennis hierover moet hebben, maar dat is een andere discussie. Als er ook nog eens een dynamische factorallocatie wordt gekozen, ontstaat nog meer complexiteit. Maar we moeten tegelijkertijd niet bang zijn voor die extra complexiteit. Zolang het pensioenfonds in staat is te begrijpen wat er gebeurt en structuren en processen erop worden ingericht, zijn er vanuit het fiduciaire perspectief geen obstakels, aangezien een hoger rendement in het belang is van de deelnemers.'

Lute: 'De voordelen die iemand ziet ten aanzien van factorbeleggen hangen sterk af van de lens waarmee hij ernaar kijkt. De PhD die factorbeleggen onderzocht heeft,

kijkt door een geavanceerde elektronenmicroscopie en ziet hele andere dingen dan een CIO of een bestuurder. Wat evident is voor de één is dat helemaal niet voor de ander. Maar, zoals ik al zei, is het niet handig om statisch in factoren te beleggen. De ondernemingen waarin wordt belegd, zijn ook geen statische entiteiten; hun kenmerken veranderen door de tijd heen net zo goed. Zo kan een onderneming die te boek staat als een 'value stock' opeens meer blootstelling krijgen naar 'growth' als er een materiële acquisitie is gedaan. Denk aan DSM, dat vroeger bekend stond als een bulk-chemiebedrijf en nu een 'specialty chemicals' speler is, of aan Philips dat haar divisies voor licht en medische instrumenten verzelfstandigt. Onder een microscoop is er dus veel dynamiek in de aandelenportefeuille, maar die is met het blote oog niet waarneembaar. Zo bekeken valt de complexiteit van die dynamische benadering wel mee als er een microscoop beschikbaar is. Het gaat er ook om dat informatie over de methodiek helder en eenvoudig kan worden uitgelegd. Factorbeleggen leent zich daar zeker voor. Een mooi voorbeeld is de Deense pensioenuitvoerder ATP die voor haar DC-klienten de gehele beleggingsportefeuille in factoren uiteensplitst en daarmee de balans van de klienten beheert. Zo'n compositie van factoren kan veranderen door de tijd heen. Over tien jaar zullen veel Nederlandse pensioenorganisaties waarschijnlijk ook zo werken.'

DUS FACTORBELEGGEN PAST OOK GOED BIJ DC-REGELINGEN?

Heerkens: 'Ja, en hier zie ik de toegevoegde waarde van een pensioenfonds dat in staat is voor de deelnemers onder de motorkap te kijken. Bij Pensioenfonds PGB wordt het beleggingsbeleid van de DC-regelingen ook door het bestuur vastgesteld en zo wordt een complex beleggingsproces zo verantwoord mogelijk gemaakt voor de DC-deelnemers. Naarmate beleggen ingewikkelder wordt, en dat wordt het zoals eerder betoogd door onder meer factorbeleggen, ontstaat er des te meer behoefte aan een vertrouwd bestuur.'

Lute: 'Inderdaad, in Nederland vinden we het belangrijk dat er een bestuur is dat het overzicht voor de deelnemers bewaakt. In de VS hebben we gezien wat er met 401k-pensioenregelingen fout is gegaan toen mensen te veel vrijheden kregen in het kiezen van hun eigen beleggingsbeleid. Mensen hebben de neiging die beleggingen te kiezen die het de voorbije jaren goed gedaan hebben. Ik denk dat factorbeleggen zich de komende jaren zal bewijzen. Aandelen zijn nu relatief duur en de volatiliteit staat op naoorlogse diepteniveaus. Beurzen kunnen nog weleens turbulentere tijden doormaken. Als goed gebalanceerde factorportefeuilles zich op zulke momenten bewijzen, dan maakt dat de uitleg naar deelnemers ook eenvoudiger.' «

Foto: Archief Russell Investments



CV

Fons Lute is Client Portfolio Manager in het Investment Division team bij Russell Investments. Lute is in maart 2016 bij Russell Investments in dienst getreden. Hij ondersteunt klantrelaties in de regio Noord-Europa bij portefeuilleconstructie en asset allocatie. Daarvoor werkte hij als Managing Director bij BlackRock Solutions in Londen. In eerdere functies was hij onder andere werkzaam bij PGGM en Blue Sky Group. Lute studeerde aan de Hogere Economische School in Amsterdam, is register beleggingsanalist en heeft een CEFA accreditatie.