

Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global

Review door David Blitz (Robeco) en Joop Huij (Robeco en Erasmus Universiteit)

Met een beheerd vermogen van meer dan €700 miljard behoort het Noorse petroleumfonds tot de grootste institutionele beleggers ter wereld. Met deze grootte komt ook een verantwoordelijkheid. Een realisatie van deze verantwoordelijkheid is dat het fonds in 2009 een uitgebreide studie heeft laten uitvoeren om te onderzoeken of de wijze waarop zij invulling heeft gegeven aan het inrichten van haar beleggingsportefeuille zinnig is geweest. Om onafhankelijkheid te garanderen bij de evaluatie van het fonds is het onderzoek uitbesteed aan een drietal hoog aangeschreven academici van gerenommeerde universiteiten.

De opzet van de studie is vrij standaard: na een beschrijving van het fonds en haar beleggingsbeleid te hebben gegeven, verrichten de onderzoekers een empirische analyse waarin zij de rendementen die het fonds heeft behaald met haar actieve beleid evalueren ten opzichte van passieve benchmarkindices. De eerste bevinding is dat het actieve beleid extra rendement heeft opgeleverd. Vervolgens maken de onderzoekers een decompositie van deze outperformance om beter inzicht te krijgen waar de toegevoegde waarde precies vandaan komt. Hiertoe relateren zij de outperformance van het fonds aan verschillende *factorpremies*, zoals de small-cap-, value- en momentumpremies. Uit deze analyse blijkt dat een zeer substantieel gedeelte van de outperformance van het fonds valt toe te schrijven aan deze factorpremies. Dit is op zich geen opmerkelijke conclusie aangezien vergelijkbare bevindingen zijn gedaan in andere studies die de prestaties van professionele beleggers evalueren. Waarin het rapport voor het Noorse petroleumfonds zich echter onderscheidt is door hier ook een concrete aanbeveling aan te verbinden. Concreet raden de onderzoekers het fonds aan haar beleggingsbeleid aan te passen door in de strategische asset allocatie expliciet te alloceren naar factorpremies. Dit is een wezenlijke verandering ten opzichte van de typische aanpak, waarbij gealloceerd wordt naar de standaard beleggingscategorieën, en vervolgens binnen iedere categorie strategieën worden gekozen die de index zouden moeten verslaan. Hoewel een implementatie van een factorportefeuille verre van triviaal is, zien we dat het idee door een groeiend aantal professionele beleggers wordt omarmd. Te meer omdat enkele grote institutionele partijen met een hierop lijkende aanpakken indrukwekkende beleggingsresultaten hebben weten te boeken over de afgelopen jaren.

Hoewel de aanbeveling van het rapport als revolutionair zou kunnen worden bestempeld in de literatuurstroming over de evaluatie van beleggingsprestaties, is het rapport vrij summier in het beschrijven hoe een factorpremie portefeuille er precies uit zou moeten zien. In de

appendix van de studie worden een aantal kandidaat factoren opgesomd, maar belangrijke vragen moeten nog worden beantwoord. Zo denken we dat het van groot belang is om de economische rationale achter de factorpremies te begrijpen. Vaak wordt gesteld dat factor premies een compensatie geven aan beleggers voor buitengewone risico's, waar beleggers zich dus terdege van bewust dienen te zijn. Het empirische bewijs voor risicoverklaringen lijkt voor veel factorpremies echter te ontbreken. Als de premies om andere redenen bestaan, bijvoorbeeld vanwege systematische gedragspatronen bij beleggers, zou het kunnen zijn dat de premies in de toekomst verdwijnen omdat markten deze wegarbitreren.

Een ander belangrijke onbeantwoorde vraag is de exacte allocatie. Naar welke factoren moet gealloceerd worden, en met welk gewicht? En wat is het resultaat? Hoeveel gaat een belegger er nu precies op vooruit als zij een factorpremie invulling geeft aan haar portefeuille? We denken dat het theoretisch interessant is om te weten dat een groot deel van de toegevoegde waarde van actief beheer toe te schrijven valt aan factorpremies, maar in de praktijk zijn natuurlijk significante kosten verbonden aan het veranderen van het beleggingsproces. Het is van belang dat inzicht verkregen wordt in de baten van een factorpremie benadering voordat overgegaan wordt tot implementatie.

Tenslotte zijn nog verschillende openstaande vraagstukken met betrekking tot de implementatie van factorpremie strategieën. Bijvoorbeeld, hoe belangrijk zijn portefeuilleconstructie en transactiekosten in deze context? Verschillende academische studies laten zien dat factorpremies het grootst zijn in het minder liquide segment van de markt. Zeker voor een grote institutionele belegger is het daarom noodzakelijk om inzicht te krijgen in de invloed van transactiekosten op de grootte van de te verdienen premies. Tegelijkertijd is het van belang om zicht te hebben op de invloed van restricties waarmee sommige instituten geconfronteerd worden (bijvoorbeeld short-selling restricties).

Al met al denken we dat de aanbeveling van het Noorse rapport om direct in de strategische asset allocatie naar factorpremies te alloceren zeer interessant is, maar we denken dat belangrijke onderzoeksvragen beantwoord dienen te worden voordat een dergelijke aanpak geïmplementeerd kan worden.

Review van "Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global" door Andrew Ang (Columbia Business School), William Goetzmann (Yale School of Management), and Stephen Schaefer (London Business School).