

De twee gezichten van factorbeleggen



Trots was de bezitter van de bloedrood gevlamde tulp *Semper Augustus*. Rond 1635 kostte een enkele bol van deze tulp 10.000 gulden. Dat was evenveel als de prijs van een grachtenpand in Amsterdam. Nederland was in de ban van de tulpengekte. In februari 1637 stortte de handel in tulpenbollen opeens in. De publieke opinie had zich tegen de tulpenspeculanten gekeerd. Veel burgers zagen speculatie als een vorm van gokken, en daarmee als een ernstige zonde. Er ontstond een chaotische situatie met veel onenigheid onder handelaren over de geldigheid van de afgesloten contracten. Veel speculanten verloren een fortuin en bleven met schulden achter.

Zien we vanuit risicomanagement een analogie met de huidige beleggingsomgeving? De huidige lage rentestand wordt vaak als oorzaak gezien voor luchtballen in financiële instrumenten. Met als resultaat beleggers die op zoek gaan naar rendement in (nieuwe) asset categorieën of strategieën waarvoor het mooie beloofde rendement mogelijk niet bestaat. Op dit moment lijkt *factorbeleggen* de nieuwe trend. In hoeverre kennen we daarvan alle risico's? Is er door de toenemende interesse sprake van *factor crowding*? Rob Arnott waarschuwt tijdens een recent VBA seminar voor de hoge waarderingen van verschillende factoren. Voor factoren als kwaliteit en low volatility is het rendement in de afgelopen 10 jaar volgens hem grotendeels te verklaren door een toegenomen Price-to-Book ratio. Bij de keuze voor factoren is het dan ook belangrijk om de waardering mee te nemen.

Ook de implementatie van de factorstrategie houdt risico in zich. Een uitgangspunt van veel institutionele beleggers is dat de strategische asset allocatie het grootste deel van het rendement verklaart en dat alle keuzes daarna ondergeschikt zijn. Ian Kennedy laat echter zien dat deze wijsheid niet altijd opgaat. Verschillen tussen de best en slechtst renderende pensioenfondsen worden grotendeels verklaard door de implementatie van het beleggingsbeleid na de strategische asset allocatie. Het verlies in rendement ten opzichte van de strategische portefeuille door implementatiekeuzes noemen we de *implementation shortfall*.

Hoe zit het met de implementation shortfall bij factorbeleggen? In essentie is factorbeleggen juist een manier om implementation shortfall te vermijden. Diversificatie over onderliggende factoren leidt immers tot een hoger en stabielere rendement dan het simpelweg volgen van de index.

Tientallen jaren geleden is dit al aangetoond in de academische literatuur en ook recent onderzoek levert hiervoor nog steeds bewijs. De selectie van factormanagers heeft wel een forse impact op het uiteindelijke resultaat. Wetenschappelijk onderzoek laat zien dat het rendementsverschil tussen verschillende US Low Volatility managers maar liefst 13%-punt bedraagt en het verschil in volatiliteit 7%-punt. De verschillen zijn te verklaren door de definitie van het universum, de gehanteerde risicomaatstaf en de portefeuilleconstructiemethode. Uit andere onderzoeken blijkt dat gemiddeld slechts 17% van het actieve risico van factorindices toe te wijzen is aan de gewenste factor exposure. Dit onderstreept het belang van een gedegen onderzoek naar de feitelijke karakteristieken van een factorportefeuille. De naam van het product of een hoog rendement is geen garantie voor een goede factor exposure.

Tenslotte zijn kosten een aandachtspunt. Hoewel factorbeleggen minder intensieve research vergt dan traditionele stock picking, weet de assetmanagementindustrie altijd weer inventieve manieren te bedenken om geld te verdienen. Het simpelweg volgen van de factorstrategieën die wetenschappelijk getest zijn, kan eenvoudig op een passieve manier worden geïmplementeerd. Een dergelijke implementatie kan echter leiden tot concentraties naar landen, sectoren en kleinere illiquide aandelen met alle risico's van dien. Dit is reden voor veel aanbieders van producten om de strategieën te verfijnen. Ook het combineren van factoren tot een multi-factor portefeuille is aanleiding voor verfijnde optimalisatietechnieken. Op zich niks mis mee, mits de oorspronkelijke doelstelling van diversificatie, transparantie en exposure naar de gewenste factoren overeind blijft staan.

Eerdergenoemde onderzoeken tonen aan dat dat niet altijd het geval is, terwijl de kosten wel toenemen met de mate van complexiteit. En laten kosten nu net een van de oorzaken zijn van de implementation shortfall.

Factorbeleggen heeft voor risicomangers dus twee gezichten: enerzijds een hoger en stabielere rendement, anderzijds is extra aandacht voor de waardering en implementatie nodig, zodat de beoogde voordelen ook daadwerkelijk worden behaald. ■

VBA commissie Risicomanagement
(Paul de Beus en Loranne van Lieshout)

Referenties van artikelen die als achtergrondmateriaal zijn gebruikt voor deze column zijn opvraagbaar bij de auteurs.

Literatuur

- <https://nl.wikipedia.org/wiki/Tulpenmanie>
- Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, 1986, "Determinants of Portfolio Performance." *Financial Analysts Journal*, vol. 42, no. 4:39-44.
- Kennedy, Ian, 2007, "Beyond Asset Allocation: Next Steps", Annual Conference CFA, New York
- Fama, Eugene and Kenneth R. French. 1992. "The Cross-section of expected stock returns". *Journal of Finance*, vol. 47, p. 427-465
- Arnott, Rob, Noah Beck, Vitali Kalesnik, and John West. 2016. *How Can "Smart Beta" Go Horribly Wrong?* Research Affiliates
- Marmer, Harry S, 2015, "Fire! Fire! Is U.S. Low Volatility a Crowded Trade?". *Practical Applications of Institutional Investor Journals*, Smart Beta Special Issue, Vol. 3
- Hunstad, Michael and Jordan Dekhayser. 2015. "Evaluating the Efficiency of Smart Beta Indices". *Practical Applications of Institutional Investor Journals*, Smart Beta Special Issue, Vol. 3