

Minder risico en toch meer rendement? Dat kan!

DOOR JOOST VAN MIERLO

Bij Robeco zijn ze de fundamenteën onder de traditionele beleggingsleer aan het weghalen. De relatie tussen risico en rendement gaat op zijn kop.

Akelig stil was het enkele jaren geleden, toen Joop Huij, Head Factor Investing Research van Robeco, zijn laatste bevindingen had rondgestuurd aan een aantal kennissen en mede-onderzoekers. Het Robeco-onderzoek toonde niet alleen aan dat het mogelijk was om minder risico te nemen en tegelijkertijd een hoger rendement te behalen. Dat was eerder ook wel eens aangetoond, in ieder geval dat dit mogelijk was onder bijzondere omstandigheden. Volgens Huij en zijn mede-onderzoekers was dit echter niet alleen in speciale gevallen mogelijk, maar feitelijk altijd. 'Na een tijdje kreeg ik toch enkele reacties', zegt Huij. 'Het waren alleen maar haatmailtjes. Het leek wel of ik iets schandaligs had gezegd.'

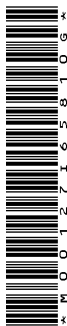
Samen met collega Simon Lansdorp, die deel uitmaakt van het Robeco team dat onderzoek doet naar factor investering, is Huij bezig de bevindingen uit te werken. Want constateren dat er geen relatie is tussen risico en rendement is opmerkelijk, achterhalen waar extra rendement dan wél vandaan komt, is een tweede.

WAT ZIJN DE BEVINDINGEN TOT NU TOE?

Lansdorp: 'We kijken op dit moment naar de structuur van de markt. Daarbij gebruiken we allerlei inzichten op het gebied van behavioral economics, de tak van de economische wetenschap waar vooral naar het gedrag van de actoren wordt gekeken. Dat levert nieuwe inzichten op.'

Huij: 'Om het heel eenvoudig te zeggen: het maakt waarschijnlijk behoorlijk verschil of iemand zijn eigen geld belegt, of dat van een ander. In de traditionele theorie wordt altijd uitgegaan van rendement. Dat is immers waar het voor de belegger om draait. Maar de wereld zou voor de vermogensbeheerder wel eens heel anders in elkaar kunnen zitten. Voor hem draait het, bijvoorbeeld, om zijn salaris. Extra risico nemen zou weleens tot een lager rendement kunnen leiden, maar intussen ook tot een hoger

We zetten vraagtekens bij de traditionele verklaringen voor het succes van een factorbenadering.



inkomen van de vermogensbeheerder. Dat zou een deel van het verschil verklaren.'

WAT WILLEN JULLIE EIGENLIJK BEWIJZEN?

Huij: 'We zetten vraagtekens bij de traditionele verklaringen voor het succes van een factorbenadering. Daarmee wil ik niet zeggen dat de factorbenadering niet zou werken. Ik denk dat de studies die op dit punt zijn verricht duidelijk aangeven dat het mogelijk is om een premie toe te kennen aan factoren als Waarde, Momentum en Kwaliteit. We proberen echter ook te snappen hoe dit wordt veroorzaakt. Je kunt statistisch gezien bewijzen dat iets werkt, maar dat is nog niet hetzelfde als ook precies begrijpen waarom iets werkt.'

ZIJN JULLIE AL VERDER OP DAT GEBIED?

Lansdorp: 'Een van de redenen is dat vaak naar gemiddelden wordt verwezen om het succes van bepaalde Smart Beta-strategieën te bewijzen. Zo hebben Waarde-strategieën over het algemeen een superieure performance ten opzichte van de benchmark in vergelijking met een traditionele actieve benadering. Bij de Waarde-fondsen presteert 60% beter dan de index. Bij de traditionele fondsen is dat slechts 20%. Toch gaan ook Waarde-fondsen soms spectaculair de mist in. Hoe is dat mogelijk?, vroegen wij ons af. Dan blijkt dat dit soort fondsen juist veel risico genomen hebben door te beleggen in bedrijven met een hoog faillissementsrisico. Op dit moment zijn Russische banken waarschijnlijk interessant als het gaat om een Waarde-benadering, maar je zadelt de portefeuille in zo'n geval wel op met allerlei andere risico's.'

Huij: 'Ik was laatst aan mijn echtgenote aan het uitleggen waar ik mee bezig was. Die begreep meteen wat ik bedoelde. 'Het is als een menu van een topkok', zei ze. 'Je weet welke ingrediënten je nodig hebt. Je kunt daarnaast de aanwijzingen precies volgen. Maar het uiteindelijke resultaat is vaak toch heel anders dan je ervaring in het restaurant.' Ik denk dat ze daarmee de spijker op de kop slaat. Een naïeve invulling van de waardebenadering leidt waarschijnlijk tot allerlei ongewenste resultaten. En datzelfde geldt voor andere factorbenaderingen.'

TOT WELKE CONCLUSIE LEIDT DIT?

Huij: 'Ik denk dat we niet kunnen zeggen dat we precies weten waarom een factorbenadering werkt. En ook in dat geval komt het erop neer om vragen te stellen bij de motivatie van betrokkenen. We kunnen in ieder geval stellen dat een simpele waardebenadering, of welke zogenoemde smart beta-benadering dan ook, niet de oplossing is.

In het verlengde hiervan hebben we onderzocht wat de gevolgen zijn van een combinatie van smart beta-strategieën. Daaruit blijkt dat een keuze voor kwaliteit juist negatieve gevolgen kan hebben voor andere smart beta-componenten.

Het simpelweg combineren van verschillende strategieën is dus niet de oplossing.'

GEBEURT DAT DAN?

Lansdorp: 'Jazeker. Er zijn namelijk twee boodschappen. Aan de ene kant wordt gesteld - en waarschijnlijk terecht - dat de factorstrategie werkt. De tweede boodschap is - waarschijnlijk ook terecht - dat het goed is om aan risicospreiding te doen en dus te kiezen voor een combinatie van de factorbenaderingen. Er zit dus een logica achter. Maar door de twee boodschappen simpelweg te combineren, is ook hier weer sprake van ongewenste gevolgen.'

HOE BLIJKT DAT?

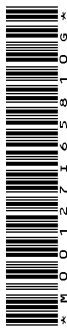
Lansdorp: 'We hebben de portefeuille van een Amerikaans pensioenfonds geanalyseerd. Daaruit blijkt dat ze een deel van



Foto: s Raaij, Jonkers Fotografie

CV

Joop Huij, Hoofd Factor Investing Research, is verantwoordelijk voor de coördinatie van onderzoek naar factorbeleggen en de ontwikkeling van op maat gemaakte oplossingen hiervoor. Hij is gespecialiseerd in empirische asset pricing en beleggingsstrategieën. Huij is tevens parttime professor Finance aan de Rotterdam School of Management. Hij heeft artikelen gepubliceerd in verschillende wetenschappelijke tijdschriften, waaronder het Journal of Banking and Finance, Journal of Empirical Finance, Journal of Financial Markets en het Financial Analyst Journal. In 2007 startte hij zijn carrière als researcher. Hij is gepromoveerd in Finance aan de Rotterdam School of Management en is (cum laude) afgestudeerd in Economie & Informatica aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.



de portefeuille gebruiken om in zogenoemde kwaliteitsaandelen te beleggen. Een ander deel kiest voor Waarde-aandelen. Bij weer een ander deel is specifiek gekozen voor een Momentum-benadering en ten slotte is er ook een deel dat kiest voor Kwaliteit.

Dan blijkt bijvoorbeeld dat een Kwaliteits-benadering, naast positieve gevolgen voor de Momentum-factor, juist negatieve gevolgen heeft voor de Waarde-factor. En in het geval van de Momentum-benadering blijkt juist dat het een nog sterkere positieve werking heeft voor de Lage Volatiliteitsbenadering.'

WAT IS DE OPLOSSING?

Huij: 'Je zult dus voor een ander soort benadering moeten kiezen. Op zich is er niets mis met het idee dat het goed is om de risico's te spreiden door voor verschillende factorbenaderingen te kiezen. Maar het betekent wel dat de inrichting van de portefeuille op een heel andere manier moet worden benaderd dan vanuit het oogpunt van de individuele factorbenaderingen.'



CV

Simon Lansdorp, PhD, is Researcher bij Robeco's Factor Investing Research-team. Zijn expertisegebieden zijn onder andere factorallocatie, aandelenselectie en portfolioconstructie. Zijn focus ligt op klantspecifieke factor investingsoplossingen en het ontwikkelen van nieuwe beleggingsstrategieën. Lansdorp kwam bij Robeco in 2009 als Kwantitatief Onderzoeker, terwijl hij tegelijkertijd werkte aan zijn dissertatie. Hij heeft een MSc in Economie van de Erasmus Universiteit Rotterdam en een PhD in Finance van het Tinbergen Institute. Hij heeft gepubliceerd in het Journal of Financial Markets.

We kunnen in ieder geval stellen dat een simpele waardebenadering, of welke zogenoemde smart beta-benadering dan ook, niet de oplossing is.

WAT IS EIGENLIJK HET PROBLEEM MET INDEXBELEGGEN? HET IS GOEDKOOP EN HET ZORGT ER IN IEDER GEVAL VOOR DAT MEN NIET IS OVERGELEVERD AAN DE GRILLEN VAN EEN HYPERACTIEVE FONDSBEHEERDER.

Lansdorp: 'Een van de problemen met indexbeleggen is dat de index op twee momenten per jaar wordt herwogen. Dat zorgt voor allerlei ongewenste effecten. Een daarvan is dat hedge funds en andere gewiekste beleggers anticiperen op de gevolgen van de herweging. Als we kijken naar de prijs van een aandeel, blijkt deze op de dag voorafgaand aan de herweging het hoogst. Maar ook na de herweging zijn aandelen in ieder geval in de eerste week duurder dan in de week voor de herweging. Dat komt allemaal voor rekening van de indexbelegger. Het is een van de redenen waarom wij de voorkeur geven aan een factorbenadering.'

MAAR JULLIE VERZETTEN JE TEGEN DE NAÏEVE INTERPRETATIE VAN FACTOR INVESTING. WAAR KOMT DIE NAÏVITEIT VANDAAN?

Huij: 'Het heeft waarschijnlijk te maken met de manier waarop de beleggingswetenschap is ontstaan. Het was een hele normatieve activiteit. Beleggers werden als rationele wezens gepresenteerd. Dat was mooi, want op die manier kon hun gedrag prachtig in wiskundige formules worden gepresenteerd. De conclusie was dat markten reuze efficiënt waren.

Inmiddels weten we wel beter. De zogenaamde efficiëntie van markten was geen conclusie, maar zat als premisse ingebakken in het model. Daar zijn we geleidelijk aan achtergekomen door de theorie te toetsen aan de praktijk. De wetenschap houdt zich de laatste jaren vooral bezig met de empirische toetsing van bepaalde veronderstellingen. Dat hebben wij bijvoorbeeld gedaan door de premisse dat extra risico tot extra rendement leidt, te ondergraven. Sommige mensen zijn daar niet blij mee, maar als de empirie leidinggevend is - en dat is ze tegenwoordig - dan moet de theorie zich daaraan aanpassen.' «

★ Vermogensbeheerder kiest niet noodzakelijk voor hoogste rendement.

★ Vraagtekens bij traditionele verklaring succes factorbenadering.

★ Naïviteit grootste gevaar bij vermogensbeheer.