

**VOORZITTER:**

Joris Roggeveen, *Altis Investment Management*

**DEELNEMERS:**

Julien Barral, *bfinance*

Aniket Das, *LGIM*

Frederic Hoogveld, *Amundi*

Erik Mulder, *Allianz Global Investors*

Christopher Palazzolo, *AQR*

Martin Prins, *APG Asset Management*

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Allianz Global Investors, Amundi, AQR en LGIM.*



# FACTORBELEGGEN IN OPKOMENDE MARKTEN KAN WAARDEVOL ZIJN

Door Hans Amesz

Emerging markets vormen een interessant gebied voor factorbeleggen. De factorpremie voor opkomende markten is hoger dan die voor ontwikkelde markten. Maar beleggen in emerging markets moet wel gebeuren binnen een strikt kader.



**Emerging markets zijn over het algemeen minder efficiënt. Kan (rules-based) factorbeleggen hier waarde toevoegen of heeft (bottom-up) actief management meer zin?**

**Julien Barral:** 'Opkomende markten zijn zeer diepe markten, in termen van aantallen bedrijven. Ik denk dat het een uitdaging kan zijn om een meer fundamenteel/discretionair beleggingsproces te voeren zonder de benodigde middelen. Een systematisch beleggingsproces in emerging markets kan zinvol zijn om echt toegang te krijgen tot de breedte van de markt.'

**Erik Mulder:** 'Wij geloven dat emerging markets een interessant gebied vormen voor factorbeleggen omdat er zulke grote hoeveelheden aandelen te vinden zijn. Dan rekenen we de frontier markets nog niet mee, maar daar zal spoedig

verandering in komen. Omdat de data van ondernemingen in emerging markets consequent verbeterd zijn, is toepassing van kwantitatieve strategieën inmiddels goed mogelijk. Er moet wel worden opgemerkt dat de emerging markets geen homogene groep vormen. Er bestaat bijvoorbeeld geen gemeenschappelijk valuta- en handelsbeleid.'

**Martin Prins:** 'De transactiekosten en risico's zijn in emerging markets wellicht iets hoger dan in ontwikkelde markten, maar dat maakt het niet complexer om in opkomende markten te beleggen. Portefeuilleconstructie verdient daarbij wel extra aandacht.'

**Aniket Das:** 'Uit academisch onderzoek komt naar voren dat de factorpremie voor opkomende markten hoger is dan voor ontwikkelde markten. Bij beleggen in emerging markets moet

> **Joris Roggeveen** is Senior Portfolio Manager bij Altis Investment Management, met een focus op passieve strategieën. Hij is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe vermogensbeheerders, het managen van klantportefeuilles en het onderhouden van klantrelaties. Hiervoor heeft hij bij ING gewerkt als Beleggingsadviseur en bij het ING Investment Office als beleggingsanalist. Hij is geregistreerd bij het DSI als beleggingsanalist en institutioneel Portfolio Manager, en is een CAIA charterholder.





> **Julien Barral** werkt sinds begin 2008 bij bfinance in Londen en maakt deel uit van het Equity Research team dat consulting-opdrachten uitvoert voor een groot aantal institutionele beleggers wereldwijd. Hij houdt zich specifiek bezig met equity asset allocation, investment manager reviews, managerselectie en smart beta projecten. Hij is mede-auteur van diverse artikelen op het gebied van smart beta. Barral werkte voorheen bij Fortis Banque Monaco. Hij heeft een Bachelor in Applied Mathematics van de Sophia Antipolis - Nice University in Frankrijk en een Master in Finance met als specialisme Risk en Asset Management van de EDHEC Business School, Lille-Nice in Frankrijk.

je echter heel voorzichtig zijn ten aanzien van de liquiditeit van assets.'

**Frederic Hoogveld:** 'Wij zien wel waarde in factorbeleggen in opkomende markten. Het is echter uitermate moeilijk om de premies te incasseren, aangezien opkomende markten idiosyncratische risico's kennen. Beleggen in opkomende markten zou dan ook moeten gebeuren binnen een zeer strikt kader, met een gecontroleerde, geografische allocatie en homogene bouwstenen.'

**Christopher Palazzolo:** 'Het is zeker waar dat bijvoorbeeld transactiekosten en beschikbaarheid van data potentiële obstakels zijn in opkomende markten. Op basis van onze jarenlange ervaring geloven wij echter dat het ondanks deze uitdagingen mogelijk is om succesvol te zijn in opkomende markten.'

### Welke factoren identificeren jullie bij aandelenbeleggingen, welke niet en waarom?

**Das:** 'Er zijn zes factoren waar in toenemende mate consensus over bestaat: value, size, quality, momentum, low volatility en

yield. Die factoren hebben bepaalde kenmerken, zoals bijvoorbeeld: onderbouwing door academisch onderzoek, robuustheid, een lange data-geschiedenis, praktische uitvoerbaarheid in een live omgeving na de researchfase en genoeg capaciteit voor institutionele beleggers om in te stappen.'

**Hoogveld:** 'Wij bieden een breed scala aan strategieën om te voldoen aan de wensen van beleggers, geïmplementeerd in open-end fondsen en specifieke mandaten, met een brede benadering richting smart beta en factorbeleggen. Voor onze passieve smart beta-oplossingen kunnen we allerlei indices repliceren. In onze oplossingen onderscheiden we de volgende risicofactoren: value, momentum, low volatility, quality en size. De combinatie van deze factoren maakt het mogelijk een gediversifieerde portefeuille te creëren die kan worden afgestemd op verschillende beleggingsdoelstellingen.'

**Prins:** 'Wij geven de voorkeur aan factoren die gemiddeld genomen goed werken, vooral als pensioenfondsen moeilijke tijden doormaken. Dat houdt bijvoorbeeld in dat we exposure naar illiquideitspremies minder aantrekkelijk vinden.'

**Barral:** 'Ik denk dat de definities van deze algemene factoren in de loop van de tijd kunnen worden verbeterd, in plaats van voortdurend factoren toe te voegen. Nieuwe factoren worden gebruikt om de meta-factoren beter te definiëren.'

**Palazzolo:** 'Size is een factor waarover waarschijnlijk nog geen consensus bestaat. Naar onze mening doorstaat size niet alle tests die een factor zou moeten doorstaan om er op de lange termijn echt op te kunnen vertrouwen.'

**Mulder:** 'Als de kapitaalkosten van ondernemingen in de emerging markets naar beneden gaan, kan dat een impuls voor de factor size betekenen. Dus ik weet niet zo zeker of size wel zo discutabel is. Belangrijker is hoe je size in de factor-portefeuille implementeert. Je kunt size als aparte factor implementeren maar ook met inbegrip van de vier of vijf andere factoren. Misschien werkt het dan beter.'



**Das:** 'De size-factor is vaak een natuurlijk bijproduct van de diversificatie in de portefeuille, meer dan een gerichte exposure. Size werkt ook het beste in combinatie met andere factoren, niet zozeer op stand-alone basis.'

**Mulder:** 'In het algemeen geldt: hoe efficiënter een markt is, hoe beter factorbeleggen werkt. Vanuit onze westerse optiek beschouwen wij emerging markets als minder efficiënt, maar als je ter plekke bent, ziet de wereld er toch iets anders uit. Ik denk dus dat factor investing daar ook goed kan werken.'

### Hoe bouwen jullie een factor-portefeuille op met een minimale exposure naar onbedoelde en geen rendement opleverende risico's?

**Hoogveld:** 'Beleggen in factoren als value en quality leidt noodzakelijkerwijs tot exposure naar niet-renderende factoren, zoals bijvoorbeeld sectoren. Deze secundaire exposure is meestal lastig onder controle te krijgen. Dit hoort nu eenmaal bij het concept factorbeleggen. In sommige perioden kunnen aandelen uit een bepaalde sector bijvoorbeeld goedkoper zijn dan de markt, dus een portefeuille op basis van value factoren zou de voorkeur hebben voor deze bepaalde sector. Beleggers kunnen het hier mee eens zijn of niet. Bovendien werken we bij voorkeur met homogene geografische gebieden, waarbij we een neutrale exposure hebben. Macroverschillen tussen regio's hebben significante invloed op de rendementen van aandelen uit deze regio's en beïnvloeden daarmee dus de factorpremies.'

**Mulder:** 'Als je exposure hebt naar bepaalde factoren als value, momentum of quality, krijg je tegelijkertijd ook bijvoorbeeld enige olie-exposure. Factoren worden immers beïnvloed door macro-factoren. Je kunt proberen deze verschillende macro-factoren te neutraliseren door bijvoorbeeld de grootste over- en ondergewichten in deze factoren te corrigeren. Je wilt geen factor exposure hebben die door dingen wordt gedreven waarover je geen controle hebt.'

**Das:** 'Veel beleggers houden zich te weinig bezig met een aantal belangrijke exposures (landen, regio's, valuta). Dit

## Dat factorbeleggen in fixed income duidelijk is achtergebleven bij factorbeleggen in aandelen, hangt samen met het feit dat het moeilijker is om een fixed income strategie op systematische wijze uit te voeren.

zorgt vaak voor onbedoelde uitkomsten van het proces. Echter, je wilt niet corrigeren voor elk risico omdat dat te veel transactiekosten (turnover) met zich meebrengt.'

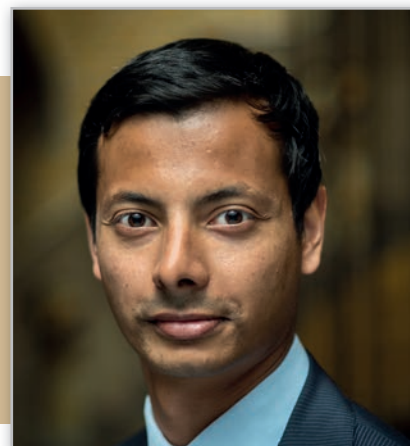
**Barral:** 'Ik veronderstel dat het meer een kwestie van risicomanagement en portefeuilleconstructie is, en dat het eigenlijk ook van toepassing is op niet per se alleen de systematische wereld, maar ook op enkele van de meer fundamentele strategieën. Een meer gebalanceerde strategie (die verschillende factoren in overweging neemt) zal in staat zijn om ongewenste of ongecontroleerde exposures te voorkomen.'

### Zien jullie in een multi-factor portefeuille meer toegevoegde waarde in een vaste weging met reguliere herbalancing of in 'timing' van factoren en/of variabele weging?

**Prins:** 'Wij denken dat factor timing buitengewoon moeilijk is. Maar ook al zouden we factoren kunnen timen, dan zou dat gezien de omvang van onze portefeuilles nagenoeg onmogelijk zijn.'

**Barral:** 'Factor timing is erg moeilijk en, indien überhaupt mogelijk, zal het een zeer geavanceerde en mogelijk ondoorzichtige benadering vergen, wat niet past bij het algemene smart beta ethos. Waar het gaat om rebalancing hangt het van de horizon van de factoren af. Sommige factoren zijn van veel kortere duur dan andere en moeten vaker worden geoogst. Het gaat erom een goede balans tussen de verschillende type factoren te vinden.'

> **Aniket Das** is Senior Beleggingsstrateeg index- en factorbeleggen bij LGIM en is verantwoordelijk voor het onderzoek naar factorbeleggen. Voor Das in 2016 bij LGIM begon, werkte hij bij beleggingsadviseur Redington, waar hij het onderzoek naar factorbeleggen leidde. Daarvoor was hij werkzaam bij Standard & Poor's en Morningstar. Das is fellow van het Institute and Faculty of Actuaries, fellow van het Institute of Actuaries of Australia en Charter Financial Analyst. Hij deed een actuariële studie en een studie toegepaste financiën aan de Macquarie University in Sydney.





> **Frederic Hoogveld** is bij Amundi sinds 2015 Hoofd van de beleggingspecialisten van de afdeling Indexing & Smart Beta. Hoogveld startte bij Amundi in 2011 als Beleggingsspecialist, waar hij specifiek werkte aan 'low carbon' beleggingsoplossingen. Voor Amundi werkte hij als kwantitatieve aandelenanalist en als consultant voor Factset Research Systems. Hoogveld studeerde zowel aan de École Centrale de Nantes als aan La Sorbonne University en behaalde zijn Master in Engineering en Corporate Finance. Daarnaast deed hij zijn MBA aan INSEAD en is hij CFA en CAIA charterholder.

**Palazzolo:** 'Timing is inderdaad heel moeilijk. Om te beginnen is het moeilijk om de aard van de relatie tussen bepaalde economische omstandigheden en prestaties vast te stellen, dus zelfs als men de economische omgeving zou kunnen voorspellen, blijft het effect op de timing onduidelijk.'

**Mulder:** 'Het hangt ervan af wat beleggers met factorbeleggen proberen te bereiken. Er zijn verschillende manieren van factorbenadering – niet alleen het genereren van outperformance – die inderdaad samenhangen met het gewenste doel.'

**Hoogveld:** 'Voor alle duidelijkheid: we geloven niet in timing van factoren, in de zin dat we niet het gevoel hebben dat te voorspellen is welke factor in de nabije toekomst beter zal presteren. We vinden echter wel dat beleggers een gediversifieerde portefeuille, op basis van factoren waarvan ze rendement verwachten, moeten opbouwen om zo het beste risico-gecorrigeerde rendement te realiseren. Wij kiezen dan ook voor een aanpak waarbij we hetzelfde risicobudget toewijzen aan alle factoren waarin we beleggen. Dit proces leidt tot het dynamisch aanpassen van het gewicht van elke factor op basis van hoe het specifieke risicoprofiel zich ontwikkelt.'

**Das:** 'Timing is in feite het voorspellen van de factorrendementen en het veranderen van de gewichten in overeenstemming met die rendementen. Het kan strategisch nuttig zijn een dynamisch beleid te voeren ten aanzien van factorgewichten. Een voorbeeld zou kunnen zijn de zogenoemde glijpad-investeringen in DC (defined contribution): bijvoorbeeld in de loop van de tijd meer switchen naar quality en low volatility.'

**We geloven niet in timing van factoren, in de zin dat we niet het gevoel hebben dat te voorspellen is welke factor in de nabije toekomst beter zal presteren.**

**Er zijn zogenoemde superstocks die exposure naar meerdere factoren hebben. Hoe gaan jullie om met die aandelen in een multi-factor portefeuille?**

**Mulder:** 'Er zijn altijd aandelen te vinden die het met betrekking tot de vijf of zes genoemde factoren over het algemeen goed doen. Ze zijn aantrekkelijk geprijsd, van hoge kwaliteit en ze leveren op een termijn van drie tot zes maanden fatsoenlijke inkomsten op. Iedere belegger weet, zeker sinds we openbaar beschikbare data gebruiken, om welke aandelen het gaat. Met name kwantitatieve beleggers neigen ertoe dezelfde soort aandelen te kopen wat vooral in tijden van crises, als men massaal van zijn aandelen afwil, grote problemen op kan leveren. Voor ons betekent dit dat we zogenaamde superstocks maar tussen de twee en drie procent overwegen. Dat heeft trouwens ook te maken met het feit dat wij niet geïnteresseerd zijn in het hoogst mogelijke actieve rendement, maar meer in stabiele groei van de rendementen. We overwegen wel superstocks, maar niet te veel.'

**Palazzolo:** 'Wij zouden het zeldzaam vinden als een of meerdere aandelen perfect voldoen aan alle criteria die we zoeken. Meestal vinden we dat er ten minste één of twee dimensies zijn die er niet goed uitzien. Dus als een aandeel er op alle vlakken goed uitziet, kan ik niet zeggen dat we het niet willen hebben. Integendeel, dit zou een zeldzame diamant in een ruwe omgeving zijn.'

**Barral:** 'Het hangt natuurlijk af van het aantal factoren dat je in overweging neemt. Als je aandelen selecteert op een beperkt aantal factoren, is de kans groter dat er aandelen zijn die er aantrekkelijk uitzien op basis van alle factoren. Dit was een aantal jaren geleden het geval voor bepaalde meer basale low volatility strategieën, die geen rekening hielden met waarderingen (de value factor) in hun benadering.'

**Prins:** 'Ik denk dat sommige aandelen superstocks worden genoemd omdat ze het met betrekking tot meerdere factoren goed doen; omdat alle fondsen deze aandelen willen hebben, kan er een crowding risk ontstaan dat je tot op zekere hoogte wilt vermijden.'

**Das:** 'Het belangrijkste is gediversifieerd te zijn en je niet te concentreren op een specifiek gebied. Dat geldt ook voor superstocks.'

**Hoogveld:** 'Superstocks of 'factor champions' kunnen leiden tot hoog geconcentreerde portefeuilles. Daarom zijn we zeer zorgvuldig in het samenstellen van een zeer gediversifieerde portefeuille met een zeer laag specifiek risiconiveau.'

### Welke factoren identificeren jullie in vastrentende waarden, welke niet en waarom?

**Das:** 'Ik denk niet dat er precies dezelfde factoren zijn voor vastrentende waarden als voor aandelen. Het zou mooi zijn een-op-een relaties te hebben, maar die hebben we tot nu toe niet gevonden en ik weet niet of ze ook echt bestaan.'

**Prins:** 'Als bijvoorbeeld de factoren value of momentum werken bij aandelen, zou ik eigenlijk eisen dat ze in alle asset classes werken. Natuurlijk is de implementatie van factoren in de verschillende asset classes anders, maar de basisideeën gelden voor alle beleggingscategorieën. Daar is veel academisch bewijs voor. Waarom duurde het toch zo lang voordat factorbeleggen ook in andere asset classes dan aandelen werd toegepast? Een belangrijke reden is de beschikbaarheid van data, die was er wel bij aandelen maar pas later bij obligaties. Maar dat verbetert, bijvoorbeeld in data ten aanzien van transactiekosten en marktliquiditeit. Dus ik denk dat de beschikbaarheid van data een van de factoren is die ervoor zorgt dat fixed income zich zal ontwikkelen zoals aandelen dat in het afgelopen decennium hebben gedaan.'

**Palazzolo:** 'Dat factorbeleggen in fixed income duidelijk is achtergebleven bij factorbeleggen in aandelen, hangt samen met het feit dat het moeilijker is om een fixed income strategie op systematische wijze uit te voeren. Maar ironisch genoeg, en misschien geldt dat alleen voor mij, leent het idee van factorbeleggen zich beter voor fixed income dan voor aandelen. Zo maken fixed income beleggers zich naar mijn mening veel meer zorgen over neerwaartse risico's dan aandelenbeleggers, die zich zeer bekommeren om de groei van



ondernemingen en dus meer om het 'groeiverhaal'. Beleggen in vastrentende waarden is in veel opzichten meer een numerieke aangelegenheid.'

**Hoogveld:** 'Een van de redenen waarom smart beta strategieën meer geaccepteerd zijn in aandelen dan in vastrentende waarden, is dat indexatie een grotere bekendheid geniet in aandelen dan in vastrentende waarden. Dit zal de komende jaren veranderen, doordat er steeds meer geavanceerde indices worden geïntroduceerd in de wereld van vastrentende waarden.'

**Prins:** 'Er zijn nogal wat obstakels als het gaat om factorbeleggen in fixed income markten, maar dat betekent tegelijkertijd dat de opportuniteiten veelal groot kunnen zijn.'

### Begrijpen beleggers überhaupt wat we bedoelen met de term ESG (environment, social, governance)? Wat is ESG en wat is het niet?

**Hoogveld:** 'Er is nog steeds geen overeenstemming over een gemeenschappelijke definitie van duurzaam of verantwoord

> **Erik Mulder** is Portefeuillemanager en sinds 2008 werkzaam bij Allianz Global Investors. Hij beheert Best Styles Global All Country en Best Styles Pacific-portefeuilles, evenals de European Stable Growth-strategie. Eerder werkte hij voor IDS, een Allianz-partner, gespecialiseerd in performance van aandelenportefeuilles en risicoanalyses. Mulder startte zijn loopbaan bij Dresdner Asset Management in Frankfurt, Duitsland in 1999. Hij heeft 18 jaar ervaring in de beleggingssector. Mulder heeft een masterdiploma in bedrijfskunde van de Erasmus Universiteit Rotterdam in Nederland. Hij is CFA-charterholder en Certified Financial Risk Manager (FRM).





> **Christopher Palazzolo** is Hoofd van de Europese activiteiten van AQR. Hij was mede-oprichter van de ESG-werkgroep van AQR en was lid van de ESG DDQ-werkgroep van de UNPRI. Palazzolo verdiende een BA in de politieke wetenschappen met een focus in de economie van het Amherst College, een MBA van Harvard Business School en een MPA van Harvard University Kennedy School of Government. Hij is ook CFA-charterholder. Voorafgaand aan AQR werkte hij voor de Palladium Group en bij Goldman Sachs en was hij co-auteur van verschillende gepubliceerde artikelen.

beleggen. Sommigen zien het als een morele plicht, anderen weer als wettelijke verplichtingen of als een mogelijkheid om rendementen te genereren door te investeren in een aantal specifieke thema's, zoals de overgang naar een koolstofarme economie. Aan de andere kant denk ik dat de ESG-terminologie wordt gezien als framework om systematisch extra financiële risico's van een bepaald bedrijf te kunnen analyseren onder de noemer Environmental, Social en Governance. Dit leidt doorgaans tot verschillende ratings voor de prestaties van het bedrijf. Ondanks een zekere spreiding in de ESG-beoordelingen van verschillende aanbieders, lijken beleggers beter te begrijpen hoe ESG-ratings van bedrijven worden verkregen.'

**Palazzolo:** 'Ik zou zeggen dat het begrip ESG te algemeen gebruikt wordt om zinvol te zijn, en daarom tot ernstige verwarring in de markt heeft geleid. Er moet nog veel werk worden verricht om helder te maken wat ESG precies inhoudt, want het is natuurlijk nuttig als termen een betekenis hebben die mensen over het algemeen kunnen begrijpen. Bijvoorbeeld: is ESG ethisch beleggen of niet? Wat betekent ethiek in dit verband en voor wiens ethiek staat dat? Het zou voor iedereen goed zijn als we concreter zouden zijn over wat ESG betekent.'

**Prins:** 'Misschien is dit niet zo'n groot probleem. Wij zijn een duurzame langetermijnbelegger en streven als zodanig naar het beste langetermijnrendement voor onze klanten. Verder willen wij op ESG-gebied leidend zijn, wat vertaald kan worden in concrete doelstellingen, waaronder het reduceren van de CO2-footprint met 25 procent, het verdubbelen van SDI (sustainable development investment)-beleggen tot 58 miljard euro in 2020 en het verhogen van beleggingen in hernieuwbare energie van één tot vijf miljard dollar. Dit zijn concrete en heldere doelstellingen.'

**Das:** 'Het baart mij wel zorgen als beleggers de term ESG heel losjes gebruiken. Ik denk dat het van markt tot markt zeer verschillend is hoe geavanceerd ze zijn. Nederland en de Scandinavische landen lopen in Europa voorop. Wereldwijd – in Australië en een handvol andere landen – zijn er grote vermogensbezitters die als het ware het voortouw nemen op het gebied van ESG-initiatieven. Maar er zijn veel landen en gebieden waar beleggers eigenlijk moeten worden opgevoed als het om ESG gaat, omdat het vrij nieuw voor ze is en ze gewoon weten dat ze iets op ESG-gebied moeten doen.'

**Mulder:** 'Binnen onze organisatie focussen de fundamentele aandelenteams zich op ESG, want dat betekent engagement met het ondernemingsbestuur. Voor het systematische team is het belangrijk dat ESG kwantificeerbaar is, want nu is het meer kwalitatief. Sommigen zeggen dat je met een ESG-portefeuille een beter rendement haalt, maar dat is discutabel. Het hangt van de kwaliteit van de data af en de definitie van ESG wordt door individuele beleggers vaak veranderd. Voor een quant-belegger is het universum meestal groter dan een standaard benchmark en dan wordt het veel moeilijker om ESG te implementeren, hoewel niet onmogelijk. Overigens staat niet vast of het rendement wordt gedreven door ESG of de factorkwaliteit. Dus de causaliteit is echt moeilijk te ontwarren.'



**In het algemeen geldt: hoe efficiënter een markt is, hoe beter factorbeleggen werkt.**

**Barral:** ‘Onze ervaring is dat klanten niet altijd precies weten hoe ze ESG moeten definiëren. Sommige hebben al een duidelijk beleid gevormd, maar andere zijn op de hoogte van ESG, willen er wel iets mee doen, praten met verschillende vermogensbeheerders, en door middel van een door ons begeleid selectieproces formuleren zij hun eigen strategie. Je kunt inderdaad stellen dat de definitie van ESG mogelijk te breed is om zinvol te zijn, aangezien iedere klant zijn eigen keuzes maakt ten aanzien van de implementatie.’

### Hoe betrouwbaar en/of relevant zijn de huidige ESG-data van de grootste providers (MSCI, Sustainalytics, FTSE en andere) bij het managen van een multifactor ESG-strategie?

**Hoogveld:** ‘Onze ESG-analyse is gebaseerd op meer dan 5.500 wereldwijde issuers en op een engagementbeleid dat is ontworpen om bedrijven te ondersteunen in hun strategie voor duurzame ontwikkeling. Ons uitgebreide team van financiële analisten houdt de consistentie van de data van providers als MSCI scherp in de gaten. Een kritische blik op ESG-data is nodig, aangezien het voor kan komen dat er verschillen zijn tussen verschillende providers. Mochten er verschillen tussen providers zijn, dan kunnen we terugvallen op de analyse van onze eigen financiële analisten.’

**Prins:** ‘Wij willen kunnen beleggen op basis van consistente, vooruitkijkende en kwalitatief hoogstaande data. Die zijn over het algemeen niet beschikbaar. Daarom zijn wij constant in gesprek met onze aanbieders om met kwalitatief betere data te komen. Wij maken overigens gebruik van externe en interne data en combineren die.’

**Das:** ‘Er bestaat nogal wat variabiliteit tussen datasets van de verschillende providers. Maar de grootste variabiliteit zit natuurlijk in de ESG-scores van bedrijven en niet in de onderliggende variabelen. De verschillende ESG-scores zijn gebaseerd op volledig verschillende methodologieën van de aanbieders.’

## Uit academisch onderzoek komt naar voren dat de factorpremie voor opkomende markten hoger is dan voor ontwikkelde markten.

**Mulder:** ‘Wij kijken naar ESG-scores, maar er is geen bevestiging dat ESG werkt. Ik bedoel dat het afhankelijk is van het doel dat je wilt bereiken.’

**Barral:** ‘We zien dat vermogensbeheerders gebruikmaken van de door providers aangeleverde ruwe data en niet zozeer van de door die providers opgestelde ESG-scores voor bedrijven. De externe data worden dan meestal aangevuld met eigen onderzoek of een kwalitatieve overlay.’

### Hoe zorgen jullie ervoor dat de ESG-scores die jullie gebruiken in het beleggingsproces consistent zijn met eventuele engagementinspanningen bij bedrijven om hun scores te verbeteren?

**Das:** ‘Een groot aantal van onze klanten belegt in market cap indices. Wij proberen bedrijven beter te laten presteren zodat de markt als geheel kan verbeteren en rendement kan genereren. Je moet echt een ESG-scoringsproces creëren met je corporate governance-team dat is afgestemd op hun engagementinspanningen. Je zult misschien niet in staat zijn de complexiteit van sommige van deze dataverstrekkingen te matchen, maar er is een afweging tussen complexiteit en transparantie en afstemming met engagementinspanningen.’

**Hoogveld:** ‘Ons team van financiële analisten en ons corporate governance-team communiceren op drie niveaus met de bedrijven waarin we beleggen: thematische betrokkenheid om zaken in specifieke sectoren te beïnvloeden, data om de ESG-beoordeling van het bedrijf te bepalen en de pre-AVA-stemmingsdialoog. De ESG-beoordelingen van ons team van analisten kunnen worden beïnvloed door het niveau van samenwerking en transparantie

> **Martin Prins** is sinds 2013 werkzaam bij APG Asset Management. Momenteel is hij verantwoordelijk voor het ontwerp en de implementatie van Quant Credit bij APG Asset Management. Daarvoor heeft Prins een sleutelrol gespeeld bij het strategische ‘redesign’ van de Treasury portefeuille. Vóór APG was hij hoofd Multi-Asset Quantitative Strategies bij ING Investment Management. Prins heeft Econometrie gestudeerd aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.





dat de bedrijven hebben getoond tijdens onze interactie met hen, met betrekking tot ESG.'

### Identificeren jullie ESG als factor of als overlay? En in hoeverre accepteren jullie een tracking error vanwege de toegevoegde ESG-factoren/overlay?

**Prins:** 'ESG is bij ons geen factor, maar volledig geïntegreerd in het beleggingsproces. Op basis van literatuurstudie van meer dan zestig academische studies concluderen wij dat de academia geen uitsluitel geeft over de impact van ESG op performance. De meeste studies vinden geen effect, positief of negatief.'

**Barral:** 'In potentie zou ESG een factor kunnen zijn. Op dezelfde manier waarop value en momentum worden beoordeeld, zouden ESG of ESG-criteria kunnen worden beoordeeld. Dat hangt van het beleggingsproces af. Op de vraag of ESG waarde toevoegt of juist niet, bestaat geen eensluidend wetenschappelijk antwoord. Wel hebben we op dit gebied een aantal zeer goede managers ontmoet.'

**Palazzolo:** 'Wij adviseren om voorzichtig te zijn met het koppelen van ESG-overwegingen aan een noodzakelijkerwijs positief rendement. Wellicht kun je stellen dat als er sprake is van een positief rendement, ESG op zichzelf een factor is en bij een negatief rendement een overlay of beperking. We houden ons immers niet bezig met corporate-negatieve rendementsfactoren. Wij zijn niet bereid om een op de lange termijn verwacht negatief rendement van een bepaalde factor te accepteren, tenzij dit natuurlijk een door de belegger opgelegde beperking is.'

**Mulder:** 'Ons fundamentele team ziet ESG vermoedelijk als een factor. Het systematisch team, waar ik deel van uitmaak, ziet ESG als overlay, want het is in de eerste plaats onze taak om de factoren op een voor ons belangrijke manier te implementeren. En we zijn er niet zo zeker van dat ESG in dit verband als een afzonderlijke factor kan worden beschouwd. We gebruiken ESG, maar meer als een overlay.'

**Hoogveld:** 'Wij zien ESG meer als overlay dan als factor. Het is in onze optiek een manier om risico's beter te beheersen, aangezien sommige ESG-datapunten kunnen worden gebruikt als risico-indicatoren. Dit geldt met name voor environmental en governance kwesties. Als we bijvoorbeeld kijken naar opkomende markten, dan moet de kwaliteit van het bestuur van bedrijven zorgvuldig worden gevolgd om portefeuille-risico's beter te beheersen. Aan de andere kant geloven we niet dat een goede ESG-beoordeling kan worden gebruikt om op korte termijn outperformance te genereren.'



## CONCLUSIE

Onder andere transactiekosten, risico's en de beschikbaarheid van data zijn potentiële obstakels in opkomende markten, maar dat maakt het op zich niet complexer om in opkomende markten te beleggen. Ondanks deze uitdagingen is het mogelijk succesvol te zijn in emerging markets. Er zijn vijf factoren waar in toenemende mate consensus over bestaat: value, momentum, size, low volatility en quality. In het algemeen geldt: hoe efficiënter een markt is, hoe beter factorbeleggen werkt. Beleggen in factoren als value en quality leidt noodzakelijkerwijs tot exposure naar niet-renderende factoren, zoals bijvoorbeeld sectoren. Factor timing is erg moeilijk en zal, indien überhaupt mogelijk, een zeer geavanceerde en mogelijk

ondoorzichtige benadering vergen, wat eigenlijk niet past bij het algemene smart beta ethos. Velen geloven niet in timing van factoren, in de zin dat niet te voorspellen is welke factor in de nabije toekomst beter zal presteren. Dat factorbeleggen in fixed income duidelijk is achtergebleven bij factorbeleggen in aandelen, hangt samen met het feit dat het moeilijker is om een fixed income strategie op systematische wijze uit te voeren. Over het algemeen zijn consistente, vooruitkijkende en kwalitatief hoogstaande data, op basis waarvan kan worden belegd, nog niet beschikbaar. Externe data worden meestal aangevuld met eigen onderzoek of een kwalitatieve overlay. ESG wordt meestal niet gezien als factor.