

Factorbeleggen aandelen

IN DEZE UPDATE

Een uitmuntend jaar voor aandelen en voor factorbeleggen in het bijzonder

- Aandelenmarkten in ontwikkelde landen behaalden ook in het laatste kwartaal van het jaar een mooi rendement en sloten het jaar daarmee af met een indrukwekkend rendement. De opkomst van de omikronvariant van het coronavirus lijkt voorsnog beperkte impact te hebben op de financiële markten.
- Factorbeleggen kende eveneens een goed kwartaal. De factoren value, momentum en quality leverden alle een positieve bijdrage en sloten het jaar daarmee af met een substantiële outperformance.
- De Achmea IM multi-factor strategie had dit kwartaal een outperformance van 2,6%, en behaalde daarmee over het gehele jaar gemeten een outperformance van +7,4% t.o.v. MSCI World (net TR in EUR).

AUTEURS



René Wijnen,
Portfolio Manager
Equities



Mark Voermans,
Senior Portfolio
Manager Equities

THEMA

Aandelenportefeuilles in lijn brengen met duurzaamheidsdoelstellingen

Sinds enkele jaren zien we vele institutionele beleggers in Nederland eigen duurzaamheidsdoelstellingen formuleren. Dat is een goede ontwikkeling. Het goed inrichten van een aandelenportefeuille in lijn met die duurzaamheidsdoelstellingen brengt nieuwe uitdagingen met zich mee. Om die reden zijn wij begonnen om een duurzaamheidsfactor op maat te ontwikkelen die de klantportefeuille zo goed mogelijk laat aansluiten bij de specifieke duurzaamheidsdoelstellingen.

[Lees verder op pagina 3 →](#)



Marktsentiment blijft positief ondanks opkomst omikronvariant

Aandelenmarkten zetten in het laatste kwartaal van het jaar de stijgende trend verder door en opnieuw werden recordstanden gebroken. Reden voor het aanhoudend positieve sentiment is onder meer de sterke en robuuste economische groei in ontwikkelde landen, die veelal boven verwachtingen uitkomt. Eind november zorgde de opkomst van de omikronvariant van het coronavirus voor onrust op aandelenmarkten. De zorgen bleken later in het kwartaal weer wat af te nemen. Hoewel veel Europese landen opnieuw maatregelen tegen het virus invoeren, lijkt de economische impact hiervan op financiële markten met iedere nieuwe golf af te nemen. Zorgen over structureel hoge inflatie namen dit kwartaal verder toe. Door de hoge inflatie en het sterke economische herstel lijkt een krappere monetair beleid bij veel centrale banken steeds waarschijnlijker.

Vrijwel alle sectoren sloten het vierde kwartaal positief af, met uitzondering van communication services. Vooral de IT-sector deed het wederom goed en ook de utility-sector liet een sterke performance zien. De MSCI World index (net TR in EUR) steeg in het vierde kwartaal met 9,8%, mede vanwege de lagere stand van de euro. De hedged MSCI World index steeg met 7,9%.

Factorbeleggen sluit het jaar in de plus af

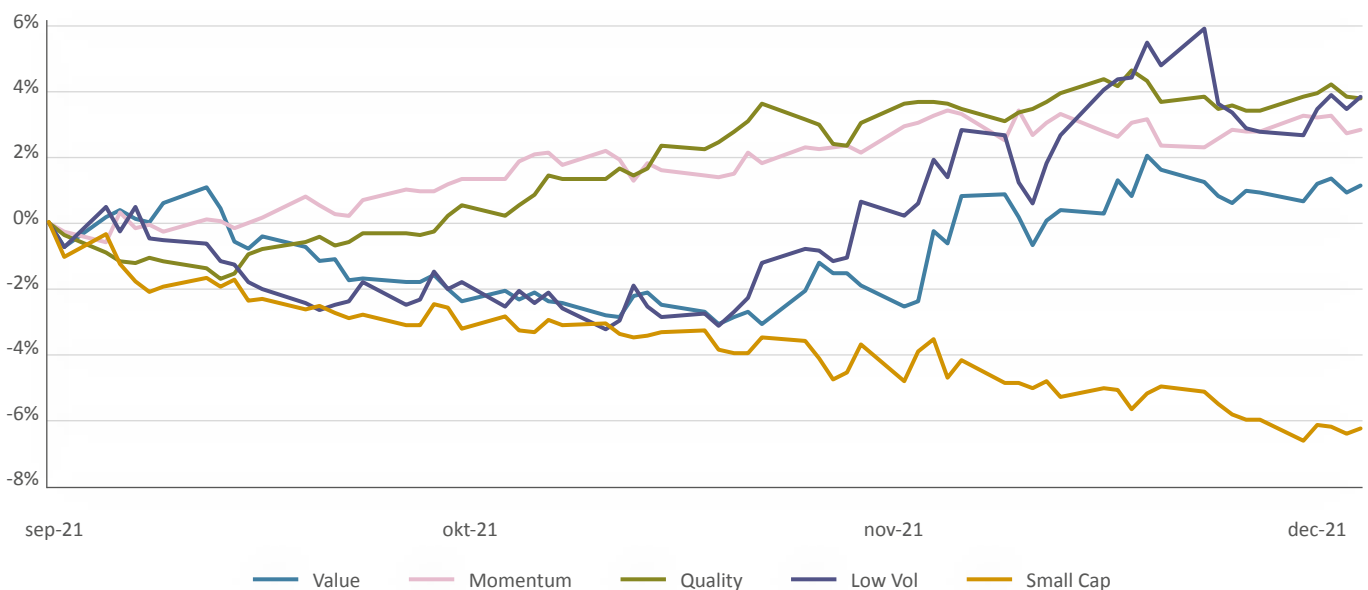
De factoren quality, value, momentum en low volatility eindigden afgelopen kwartaal in de plus. De momentum en quality factoren lieten het hele kwartaal een mooie performance zien. Deze factoren

waren overwogen naar de goed presterende IT-sector, daarnaast was momentum onderwogen naar de slecht presterende communication services sector. De factoren value en low volatility stonden gedurende de eerste twee maanden van het kwartaal in de min, maar wisten het kwartaal - door een sterke performance in de laatste maand - alsnog in de plus te eindigen. De small cap factor bleef achter bij de markt, mede vanwege de onderweging naar de sterk presterende IT-sector.



Momentum en quality: exposure naar IT-sector resulteerde in mooie performance

Figuur 1: Factorrendementen Q4 2021



Bron: Achmea IM

Data per 31 december 2021. De tabel laat de long/short kwartaalrendementen zien van de vijf door Achmea IM geïdentificeerde factoren value, momentum, quality, low volatility en small cap.

Met een rendement van 38,4% in 2021 blijft de Achmea IM multi-factor strategie de markt ver voor

Dankzij de goede performance van de factoren, sloot de Achmea IM multi-factor strategie het kwartaal positief af. De strategie behaalde een rendement van 12,4% waar de benchmark (MSCI World net TR in EUR) een eveneens hoog rendement van 9,8% wist te behalen. Gekeken naar het gehele jaar sluit de Achmea IM multi-factor strategie 2021 af met een rendement van 38,4% ten opzichte van een rendement van 31,1% voor de benchmark¹. Hiermee wordt het jaar afgesloten met een indrukwekkende outperformance van +7,4%.

¹ In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Dit is reclame. Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM Achmea IM Global Multi Factor Equity Fund (EUR hedged) voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

Zoals gezegd: de goede performance van value-aandelen droeg hier aan bij. Al eerder signaleerden wij [een trendbreuk in de value factor](#) en schreven hier een publicatie over; de afgelopen jaren bleef de performance van de value factor vaak achter, wat ook het rendement van de Achmea IM multi-factor strategie in die jaren enigszins drukte. De value factor liet een sterk herstel zien in de eerste helft van 2021. Deze outperformance werd in de tweede helft van het jaar deels teniet gedaan, bij de niet-sector neutrale invulling van de value factor. Achmea IM hanteert een sector neutrale invulling van de value factor en daardoor bleef de performance in de tweede helft van 2021 relatief constant. Dit heeft in 2021 geleid tot mooie rendementen voor onze multi-factor strategieën.

THEMA

Aandelenportefeuilles in lijn brengen met duurzaamheidsdoelstellingen

De duurzaamheidsfactor, speed read:

- Na normatieve uitsluitingen en ambities om portefeuille-karakteristieken (CO₂-niveau of overall ESG-factor/best in class) op gebied van duurzaamheid te verbeteren, zien we de laatste jaren bij pensioenfondsen steeds meer specifieke duurzaamheidsdoelstellingen ontstaan (vaak gerelateerd aan thema's, alignment met SDG's of meer recent ook de Europese taxonomie).
- Een ESG-georiënteerde index is veelal te generiek in termen van duurzaamheid. Een passieve benadering van duurzaam beleggen levert daarmee suboptimale resultaten. Daarom kiezen wij voor het ontwikkelen van duurzaamheidsfactoren op maat. Hierdoor ontstaat de mogelijkheid om een klantportefeuille zo goed mogelijk exposure te geven naar bedrijven die positief bijdragen aan gewenste thema's en tegelijkertijd overige portefeuilledoelstellingen niet uit het oog te verliezen.
- Waar uitsluiten de "slechte" bedrijven uit een portefeuille verwijdert en portefeuilleverbeteringen op basis van ESG-scores kunnen leiden tot beleggingen in zowel "slechte" als "goede" bedrijven, zorgt deze duurzaamheidsfactor voor exposure naar bedrijven die positief bijdragen aan de duurzaamheidsdoelstellingen van pensioenfondsen.

Waarom is een duurzaamheidsfactor nodig?

Na normatieve uitsluitingen en verbeteringen aan portefeuille-karakteristieken als de CO₂-voetafdruk of ESG-score, zien we dat duurzaamheidsintegratie steeds verder ontwikkelt. Sinds enkele jaren formuleren steeds meer institutionele beleggers in Nederland hun eigen duurzaamheidsdoelstellingen. Om daar goed op in te spelen, zien wij twee nieuwe uitdagingen:

- hoe maak je de vertaling van de duurzaamheidsambities naar de portefeuille en naar bedrijven, en
- hoe is dit te combineren met bestaande portefeuilledoelstellingen als rendement, risico of tracking error?

Door een op maat gemaakte duurzaamheidsfactor toe te voegen aan een kwantitatieve strategie kan de portefeuille exposure opbouwen naar bedrijven die positief bijdragen aan die duurzaamheidsambities én worden de financiële doelstellingen niet uit het oog verloren. Toch zien we in de markt dat ESG-integratie vaak een worsteling blijft. Dit komt mede doordat grote buitenlandse asset managers veelal nog niet kunnen voldoen aan de wensen van Nederlandse pensioenfondsen.



Er wordt veel onderzoek gedaan naar ESG-scores als mogelijke verklarende factor van risico en rendement

Duurzaamheid als "factor"

De gangbare definitie voor een factor is dat een factor een karakteristiek van aandelen is die de verschillen in risico en rendement tussen aandelen kan verklaren. De meest bekende factoren zijn de Fama en French factoren size en value¹. Ook momentum, quality en low volatility zijn factoren die breed bestudeerd² zijn en worden toegepast in de markt.

De laatste jaren is, door zowel de academische wereld als door vermogensbeheerders, veel onderzoek gedaan naar ESG-scores en de mogelijke rol van duurzaamheid als verklarende factor van risico en rendement. Uit de daaruit volgende literatuur is nog geen eenduidig antwoord naar voren gekomen.

1 Fama, E.F. and K.R. French, "The Cross Section of Expected Returns", Journal of Finance 47, 1992

2 Jegadeesh, N. and Titman, S., "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency", The Journal of Finance, 48(1), pp.65-91, 1993

Sloan, R., "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?", 1996

Clarke, R., de Silva, H. and Thorley, S., "Minimum-variance portfolios in the US equity market", Journal of Portfolio Management, pp.10-24, 2006

Ang, Goetzmann & Schaefer, "The Efficient Market Theory and Evidence: Implications for Active Investment Management", Foundations and Trends in Finance, Vol5, No. 3, 2010

Fama, E.F. and K.R. French, "A Five-Factor Asset Pricing Model", 2013

Novy-Marx, R., "The other side of value: The gross profitability premium", Journal of Financial Economics, 108(1), pp.1-28, 2013

Vaak wordt de beperkte datakwaliteit als voornaamste oorzaak genoemd voor de uiteenlopende conclusies. Coverage over een breed universum is pas sinds enkele jaren beschikbaar en de frequentie van veel ESG-data is slechts jaarlijks. Dit resulteert in een relatief kleine dataset waardoor het moeilijk is om doorslaggevende en betrouwbare uitkomsten te verkrijgen op het gebied van risico en rendement.

Daarnaast zijn er nog meer factoren die het onderzoek bemoeilijken: de beperkte correlatie tussen ESG-dataproviders, de veranderingen in de methodologieën van ESG-scores door de tijd heen en de enorme aandacht die ESG de laatste jaren gekregen heeft. Mede hierdoor blijven we u het antwoord op de vraag of duurzaamheid wel of niet een verklarende factor is voor aandelenrendementen en risico's vooralsnog verschuldigd. De duurzaamheidsfactor heeft echter een andere, belangrijke, rol: de portefeuille in lijn brengen met de duurzaamheidsambities van een belegger.

Duurzaamheidsfactor zorgt voor de connectie van de portefeuille met de duurzaamheidsdoelstelling

Ondanks de hierboven genoemde aandachtspunten, zien we vele mogelijkheden voor het integreren van duurzaamheidsdoelstellingen in aandelenportefeuilles. Duurzaamheidsdoelstellingen volgen voor de meeste institutionele beleggers namelijk niet enkel uit risico- en rendementsafwegingen, maar komen steeds vaker naar voren vanuit de wens om alignment met of impact op bepaalde duurzaamheidsthema's te realiseren. Het gebruiken van een duurzaamheidsfactor zorgt ervoor dat de portefeuillemanager controle heeft over de alignment van de portefeuille met de duurzaamheidsdoelstelling van de klant. De samenstelling van de duurzaamheidsfactor moet de



Pensioenfondsen kunnen dankzij toenemende ESG-data portefeuilles steeds beter in lijn brengen met hun duurzaamheidsdoelstellingen. Bijvoorbeeld op het gebied van recycling.

duurzaamheidsdoelstellingen zo goed mogelijk weerspiegelen, net zoals dat een goede value factor de relatieve waarderingen van bedrijven weerspiegelt. Vervolgens dient de portefeuille op een effectieve manier exposure naar deze duurzaamheidsfactor op te bouwen. Daar is een kwantitatieve factorstrategie bij uitstek geschikt voor (en iets wat in een passieve beleggingsstrategie vrijwel ondoenlijk is).

ESG-integratie middels een kwantitatieve benadering biedt voordelen

Een kwantitatief beleggingsproces biedt onder meer de volgende voordelen:

- Grip op portefeuillekarakteristieken**
 Een kwantitatief beleggingsproces kan exposure naar de duurzaamheidsfactor opbouwen en tegelijk sturen op gewenste en gebalanceerde exposure naar andere factoren (value, quality, momentum, ...), tracking error of volatiliteit beperken en sector- en/of landrestricties hanteren. Daarnaast biedt een kwantitatief proces de mogelijkheid om in de portefeuilleconstructie een optimale diversificatie na te streven en tevens de liquiditeit van de portefeuille en transacties in acht te nemen.
- Transparantie, ook over ESG-integratie**
 Een kwantitatief beleggingsproces kan inzichtelijk maken in welke mate de duurzaamheidsdoelstellingen terugkomen in de portefeuille. Dankzij toepassingen die gebruik maken van 'machine learning' kan zelfs op positieniveau inzichtelijk worden gemaakt welke rol duurzaamheid (de duurzaamheidsfactor) en de andere elementen van de portefeuilleconstructie spelen in de bepaling van de positie in ieder aandeel. Deze transparantie is zeer welkom gezien de aanwezige scepsis omtrent greenwashing, waarbij beleggers en klanten zich afvragen wat precies met de ESG-integratie wordt bereikt in de portefeuille.
- Attributie naar de duurzaamheidsfactor**
 Tenslotte kan de performance van de portefeuille eenvoudig geassocieerd worden naar alle factoren en dus ook naar een op maat gemaakte duurzaamheidsfactor. Op die manier kan inzichtelijk gemaakt worden wat de financiële impact van de ESG-integratie was op de performance.

Er is geen 'one-size-fits-all' duurzaamheidsfactor; duurzaamheidsdoelstellingen zijn leidend

Bij het samenstellen van de duurzaamheidsfactor kijken wij in de eerste plaats naar de duurzaamheidsdoelstellingen van de klant. Verschillende doelstellingen vereisen andere (soorten) data en een andere samenstelling van de duurzaamheidsfactor. Hierbij moet gelet worden op [de thema's of SDG's](#) waarop gestuurd wordt en het verwachte doel dat bereikt moet worden door de ESG-integratie. Dat doel kan bijvoorbeeld zijn om:

- negatieve impact te vermijden
- duurzaamheidsrisico's te beperken
- alignment met duurzaamheidsdoelen te realiseren, of
- positieve impact te realiseren.

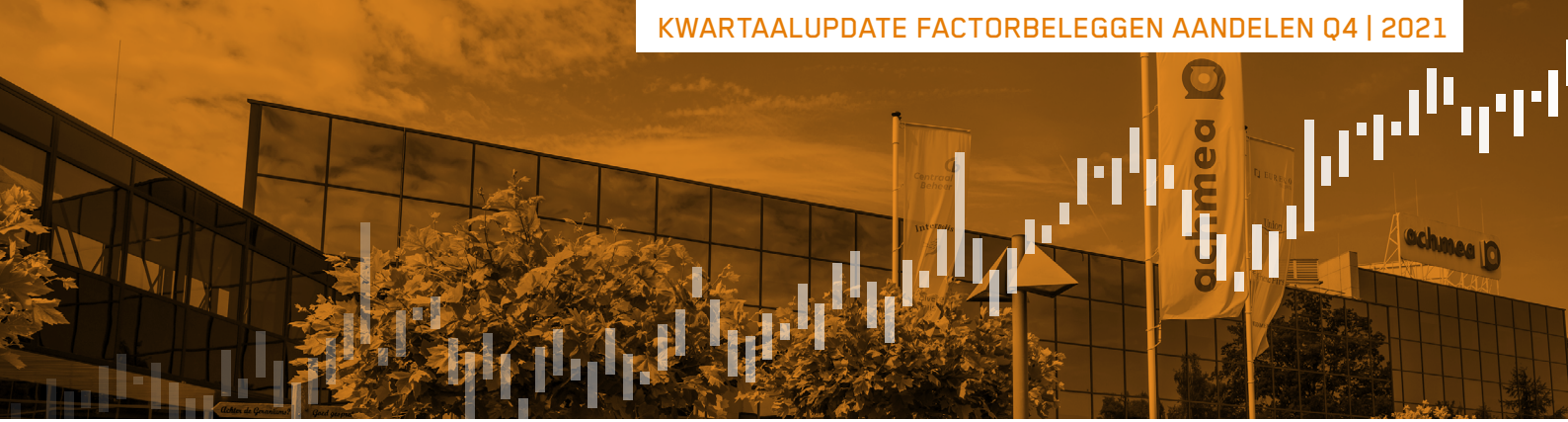
Tevens is het belangrijk om te bepalen of duurzaamheidsdoelstellingen even belangrijk wegen voor verschillende industrieën of dat hierin een onderscheid noodzakelijk of gewenst is.

Veelbelovende ontwikkelingen op het gebied van duurzaamheidsdata

De ontwikkeling van onze duurzaamheidsfactoren wordt vooral mogelijk gemaakt doordat op datagebied veel gebeurt. Er is veel nieuwe data beschikbaar gekomen en er komt steeds meer nieuwe data bij. Bedrijven rapporteren steeds meer over aan duurzaamheid gerelateerde zaken, mede vanwege druk van actieve aandeelhouders, de maatschappij en wet- en regelgeving.

Enige scepsis over de data blijft bestaan. Zo kennen de ESG-ratings van verschillende dataproviders vaak een lage correlatie. Geruststellend is dat die lage correlatie vooral het geval is voor de "Overall" ESG-ratings vanwege verschillen in de methodologie van providers om tot een rating te komen. Voor de onderliggende data van ESG-ratings lijkt dit minder problematisch te zijn en juist deze data is geschikt voor het samenstellen van een op maat gemaakte duurzaamheidsfactor. De doelstellingen van de klant behoren leidend te zijn en niet de methodologie van de dataprovider.

Dit alles stemt ons optimistisch over de mogelijkheden die een kwantitatieve benadering biedt om via een duurzaamheidsfactor ESG-integratie in aandelenportefeuilles echt vorm te geven.



Voor meer informatie:



[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



[Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Jeroen van Rumund, Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl, +31 6 224 559 26

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.