

VOORZITTER

Martin Mlynár,
Corestone Investment Managers

DEELNEMERS

Pierluigi Ansuinelli, *Franklin Templeton Solutions*
Rob Brand, *Blue Sky Group*
Natasha Schneider Fernández, *Aviva Investors*
Michael Herzum, *Union Investment*
Michael Kelly, *PineBridge Investments*
Jacco Koopmans, *PGGM Investment*
Kin Lee, *MN*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aviva Investors, Franklin Templeton Solutions, PineBridge Investments en Union Investment.

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



MULTI-ASSET BELEGGEN: OP MAAT GEMAAKTE BELEGGINGSOPLOSSINGEN

Door Hans Amesz

Beleggers kijken allang niet meer alleen naar aandelen en obligaties, maar naar alle rendementsbronnen. Bij multi-asset beleggen gaat het erom robuuste portefeuilles te bouwen die weerbestendig zijn.

Waar maken beleggers zich vandaag de dag de meeste zorgen over?
De deelnemers aan de ronde tafel delen hun mening voor de camera.
Bekijk de video op www.financialinvestigator.nl/videos





Wat is multi-asset beleggen?

Michael Kelly: 'Oorspronkelijk was er een allocatie naar total return. Dit werd aangegrepen door de hedge fund industrie en ingebracht in een vijandige, onvriendelijke, wettelijke en kostenstructuur. Wij beleven de val van hedge funds en de opkomst van multi-asset. Bij multi-asset beleggen gaat het om een nieuwe strategische mix, waarbij risicopariteit en absoluut rendement essentieel zijn. Wij leveren een alternatief voor groei-assets met minder volatiliteit. Daar zijn onze klanten in toenemende mate in geïnteresseerd.'

Natasha Schneider Fernández: 'Wij geloven dat beleggers verder moeten kijken dan traditioneel multi-asset beleggen

om aan hun rendements- en inkomenseisen te kunnen blijven voldoen. De waardering van asset classes bevindt zich op recordhoogte na de bullperiode in obligaties en aandelen van de laatste dertig jaar, terwijl asset class correlaties minder stabiel zijn en voortdurend veranderen. Multi-strategy beleggen is waarschijnlijk een natuurlijke evolutie van het traditionele multi-asset beleggen, wat zowel de traditionele categorieën aandelen- en obligatiebeleggingen als risicopariteitstrategieën omvat. Multi-strategie beleggen betekent voor ons uitbreiding van het beleggings-assortiment, van de bronnen van diversificatie en rendement, terwijl het echt combineren van de beste beleggingsideeën ertoe leidt dat er een robuuste portefeuille ontstaat die goede resultaten genereert onafhankelijk van de marktomstandigheden.'

> **Martin Mlynár** is Managing Director en mede-oprichter van Corestone Investment Managers AG in Zug, Zwitserland. Mlynár begon zijn carrière bij Barings in Londen en zette die voort bij ING Baring in CF/ECM in Amsterdam. In 2002 is hij Hoofd van Corporate Development bij IMC geworden. Gezamenlijk met IMC heeft Mlynár Altis Investment Management AG in Zug opgericht, waar hij als Managing Director verantwoordelijk was voor het opzetten van de institutionele business in Europa. Hij zit als non-executive in het bestuur van Source Capital AG, Boston Partners (een Robeco/Orix-dochteronderneming in de VS) en de Van Hasselt Stichting in Nederland.





> **Pierluigi Ansuinelli** is Institutional Product Specialist voor Franklin Templeton Solutions. Voordat hij bij Franklin Templeton startte (2012), werkte Ansuinelli (2008-2011) bij Monte dei Paschi di Siena aan het ontwikkelen van de Portfolio Consulting en Advisory Service; eerder was hij jarenlang (1997-2008) verantwoordelijk voor het beheer van Multi Manager producten voor MP Asset Management SGR. Ansuinelli behaalde een bachelor's degree in Economics and Business aan de L.U.I.S.S. Universiteit en volgde opleidingen bij UBS (Swiss Bank Corporation, Basel) en SDA Bocconi (Milaan) in asset allocatie en risicobeheer.

Michael Herzum: 'Volgens een studie van McKinsey zullen de rendementen in de komende twintig jaar nog maar de helft zijn van die van de afgelopen dertig jaar. Er wordt nu naar alle rendementsbronnen gekeken – niet alleen naar traditionele aandelen en obligaties en alternatieve beleggingscategorieën als hedge funds, private equity, real estate, commodities – om robuuste portefeuilles te bouwen. De laatste twee, drie jaar hebben we ons intensief beziggehouden met multi-strategieën en factorbeleggen die bijzondere correlatie-eigenschappen laten zien. Ook op het gebied van risicomanagement hebben we ons ontwikkeld doordat we dat met een drawdown-perspectief hebben aangevuld.'

Rob Brand: 'Het gaat vooral om de robuustheid van rendementen. Je moet een portefeuille construeren die als het ware tegen elke weersgesteldheid bestand is. Daarbij dien je je goed te realiseren aan welke combinatie van exposures je blootstaat en hoe je met de verschillende correlaties omgaat. Ik denk dat het, zeker wat betreft de asset allocatie, in de toekomst meer de kant opgaat van een kwantitatieve benadering.'

Kin Lee: 'Multi-asset beleggen gaat over op maat gemaakte beleggingsoplossingen. Het is een middel om een doel te bereiken, een distributiekanaal om de risicopremies te oogsten waarin je gelooft op de lange termijn. Het construeren van een multi-asset portefeuille is noodzakelijk om diversificatie tot stand te brengen en kapitaal te beschermen, zoals dat in het beleggingsplan is vastgelegd.'

Jacco Koopmans: 'Er moet onderscheid worden gemaakt tussen strategische asset allocatie, die in nauw overleg met het pensioenfondsbestuur tot stand komt, en een multi-asset product. Het grote verschil zit in de governance van de beleggingsbeslissing. In Nederland oefent de toezichhouder druk uit op bestuurders om in control te zijn wat betreft hun beleggingsbeleid en -producten. Zo gezien is een multi-asset oplossing op zijn minst uitdagend te noemen. Het betekent ook dat je waarschijnlijk niet alleen leunt op asset classes maar ook op de expertise van degene die een en ander voor je uitvoert. Het bestuur geeft een beperkt risicobudget aan een externe partij om het best mogelijke beleggingsproduct te beheren.'

Runt een pensioenfonds een multi-asset portefeuille in zijn totaliteit?

Koopmans: 'Een typische multi-asset strategie maakt gebruik van LSD (leverage, shorting en derivatives), wat prettig is, maar je moet er niet te veel gebruik van maken. Een andere factor die echt belangrijk is, is de dynamiek van de strategieën. De opbouw en de governancestructuur van zo'n multi-asset product is dusdanig dat er veel dynamiek kan zijn, terwijl de dynamiek in de strategische asset allocatie heel beperkt is.'

Is multi-asset oude wijn in nieuwe zakken?

Lee: 'Ja, het gaat alleen om een nieuwe verpakking.'

Kelly: 'Ik zou zeggen: nee. We hebben altijd geleefd met de relative return strategie. Die behelst meer een governancestructuur over hoeveel risico en rendement, dan de juiste manier om dat te bereiken. Ondertussen passen deze langetermijnveronderstellingen niet meer in de nieuwe realiteit van vandaag de dag: lagere rendementen met hogere volatiliteit. Flexibiliteit door multi-asset strategieën is een poging om hogere rendementen te behalen, wat niet kan door de strategische doeleinden in de komende jaren te omarmen. Deze strategieën kunnen een draaipunt vormen van relatieve rendementen naar absolute rendementen.'

Herzum: 'Het is geen oude wijn in nieuwe zakken. Door multi-asset zijn we verder gekomen in het definiëren van individuele risicofactoren en ook in het risicomanagement was er een ontwikkeling.'

Schneider Fernández: 'Ik zou zeggen dat je een nieuwe zak naast de oude nodig hebt; het is niet zo dat de oude wordt weggegooid. Beleggers zullen op de lange termijn beslissingen blijven nemen over hun strategische allocatie vanuit een conceptueel gezichtspunt, de oude wijnzak blijft in die zin bestaan. Echter, er is een nieuwe wijnzak nodig vanwege het huidige beleggingsklimaat en de voortgaande dynamiek in de financiële markten. In een omgeving van veranderende asset class correlaties en volatiliteit, zijn er

nieuwe oplossingen nodig om aan de specifieke 'outcome requirements' van klanten te kunnen voldoen, of het nu gaat om doelstellingen ten aanzien van rendement, inkomen, het verslaan van inflatie, of wat dan ook.'

Brand: 'Mijn antwoord is: ja. We leren de wijn op een andere manier te drinken, maar de wijn blijft hetzelfde. We ontdekken nieuwe instrumenten, beleggingsmethoden en inzichten, maar de grondbeginselen van financieel beheer veranderen niet.'

Koopmans: 'Ik denk niet dat het om nieuwe wijn gaat. Het is een rijper wordende wijn, waarschijnlijk in een meer transparante zak. Dat is prettig voor pensioenfondsbestuurders want die willen niet beleggen in een of andere dure black box, waarvan je maar moet hopen dat de uitkomst aangenaam is. Ik denk dat er veel inzicht ontstaat door het toepassen van multi-asset producten. Bij strategische asset allocatie kijk je ook naar veranderende correlaties, benedenwaarts gericht risico of de stress van bepaalde stappen. Dat is niet nieuw in de multi-asset arena.'

Pierluigi Ansuinelli: 'Voor ons is multi-asset beleggen een eenvoudige manier om van een oud concept over te stappen naar een nieuw framework. Het geeft ons de mogelijkheid om van een pure, gebalanceerde benadering naar een dynamisch beheerde portefeuille te gaan. In de afgelopen jaren zijn we vooral de weg opgegaan van de risicobenadering in plaats van alleen te kijken naar asset allocatie.'

Wat is de invloed van governance en regelgeving op multi-asset oplossingen?

Kelly: 'Specifieke multi-asset oplossingen vereisen ook specifieke talenten en daar beschikken de meeste bestuurders niet over. Als ernaar gevraagd wordt, trekken bestuurders zich soms terug en hebben zij het gevoel dat zij elke beslissing moeten nemen. Er bestaat een gemeenschappelijkheid van basisregels voor pensioenen op de wereld, en het delegeren van besluiten om daardoor adequate controles, monitoring en procedures te krijgen is er een van. Nieuw is complex en



complex is niet goed totdat het begrepen wordt. Het is dus van groot belang heel transparant te zijn over het introduceren van nieuwe strategieën en nieuwe bronnen van alpha, wat goed is voor iedereen, inclusief degenen die gedelegeerd hebben.'

Herzum: 'Wat betreft de constructie van de portefeuille, beperkt regelgeving de mogelijkheden van het introduceren van strategieën en asset classes. Je bent altijd op zoek naar de optimale portefeuille voor de klant, maar door opgelegde restricties is het wellicht niet mogelijk een portefeuille te construeren die tegemoetkomt aan alle wensen van de klant.'

Schneider Fernández: 'Over het algemeen leggen governance en regelgeving beperkingen op aan institutionele beleggers. Solvency II bijvoorbeeld kan het tot op zekere hoogte moeilijker maken voor institutionele beleggers om aan bepaalde rendementseisen te voldoen, omdat de regelgeving dwingt tot het aanhouden van beleggingen met een lager risico, wat misschien niet gunstig is als er sprake is van een onderdekking. Maar ook kunnen beleggers massaal worden gedreven naar dezelfde beleggingscategorieën, wat tegen hen kan gaan werken. Multi-asset of multi-strategy oplossingen in het bijzonder, die gericht zijn op het behalen van bepaalde rendementen met minimalisering van volatiliteit of risico, kunnen beleggers binnen de beperkende regelgeving helpen om aan de rendementseisen te voldoen.'

> **Rob Brand** is Senior Portfolio Manager TAA bij Blue Sky Group. Hij is in deze functie verantwoordelijk voor de tactische asset allocatie binnen de klantenportefeuilles. Hiervoor was hij Hoofd Aandelen Discretionair Vermogensbeheer bij ABN AMRO Bank. Zijn eerdere functies waren Senior (Quantitative) Strategist en Senior Portfolio Risk Manager, beide bij ABN AMRO Asset Management. Brand heeft een Master Bedrijfseconomie van de Financiële Sector behaald aan de Vrije Universiteit Amsterdam en is FRM & CMT Charterholder (Financial Risk Manager & Chartered Market Technician).





> **Natasha Schneider Fernández, CFA**, is een investment director die zich richt op de multi-strategy capabilities bij Aviva Investments. Ze werkt nauw samen met de portefeuillemanagers met als doel om hun beleggingsproces, portefeuillepositionering en beleggingsprestaties wereldwijd richting klanten te communiceren. Voordat Schneider Fernández bij Aviva Investors kwam, werkte zij voor een exclusief detachingsbureau en daarvoor, van 2007 tot 2009, als credit research analyst voor een hedge fund van de Man Group. Eerdere werkervaringen omvatten stages bij KPMG in Madrid (M&A-advies), de FDIC in Florida en Merrill Lynch in Miami (vermogensadvies). Schneider Fernández bezit een bachelorsdiploma in Economie en Frans, die zij magna cum laude heeft behaald, en is een CFA Charterholder.

Ansuinelli: 'Wanneer multi-asset wordt beschouwd als een nieuw soort beleggingsstructuur met het gebruik van leverage en derivaten, en rekening houdend met kwesties van liquiditeit en collateral, heeft regelgeving daar een restrictieve invloed op. Dat is niet of nauwelijks het geval bij balanced portefeuilles. Uiteindelijk doen multi-asset capaciteiten een beroep op de productie van goede beleggingsideeën, rekening houdend met de risicobereidheid en correlaties.'

Koopmans: 'Regelgeving gaat gepaard met beleggingsrestricties, maar dat betekent niet dat ze onzinnig zijn. We hebben nu eenmaal met regelgeving te maken, net als met elke andere wettelijke maatregel, en ik denk niet dat het een heel beperkende factor is. Sommige toezichthouders hebben zaken geïntroduceerd als het FTK (Financieel Toetsingskader), wat destijds niet altijd even prettig voor de bestuurders was, maar wel heeft geleid tot een veel grotere risicobewustwording bij pensioenfondsen. Verder ben ik er tevreden over dat er vanuit de regelgeving steeds meer druk wordt uitgeoefend op pensioenfondsbestuurders om in control te zijn wat betreft het beleggingsbeleid. Dit kan lastig zijn bij multi-asset producten, omdat daar een gebrek aan transparantie is en niet precies duidelijk is wat de regels zijn. Daar moet dus vertrouwd worden op de kennis van de manager en dat zou negatief kunnen zijn. Maar over het algemeen is de eis van in control zijn gunstig, omdat over alle belangrijke beleggingsbeslissingen aan de bestuurstafel gediscussieerd moet worden.'



Brand: 'Het hangt ervan af in welk fase van de cyclus je zit. Op het moment dat de volatiliteit het hoogst is, is het historisch gezien het slechtste moment om het risico te verminderen, emotioneel gezien wellicht het beste. Als je een door rendement gedreven belegger bent, beperkt de toezichthouder de beleggingshorizon, asset allocatie en portefeuilleconstructie. Maar ik ben ook van mening dat regulering het bestuur dwingt in control te zijn, wat een goede zaak is.'

Het lijkt erop dat bestuurders echt elk complex beleggingsinstrument, als bijvoorbeeld swaps, swaptions, CDS (Credit Default Swaps), moeten kunnen begrijpen. Moet een bestuurder van, zeg, een chemisch bedrijf ook precies weten wat in de producten zit?

Brand: 'Zeker niet.'

Kelly: 'Als er nieuwe financiële instrumenten komen, nieuwe asset classes en nieuwe strategieën, zorgt dat voor meer discussie en educatie in het bestuur om te bereiken dat de betrokkenen zich hierbij comfortabel voelen. In werkelijkheid opent dat de weg naar deze nieuwe zaken, als je geduld hebt. Het leidt ertoe dat de implementatie enigszins wordt vertraagd, maar dat is waarschijnlijk een goede zaak.'

Lee: 'Als er sprake is van meer beperkingen, zal de oplossing sub-optimaal zijn. Vanuit een kwalitatief oogpunt gaat regelgeving gepaard met meer risicobewustheid en meer transparantie, maar er wordt ook een ander probleem veroorzaakt: de noodzaak om educatie te geven aan het bestuur. Als je een product als swaptions niet doorgrondt, zul je er geen gebruik van maken. Wellicht is het swaptions-instrument het meest geschikt om een bepaald risico te hedgen, maar vanwege de complexiteit zul je een sub-optimale implementatie overwegen. Zo bezien kan regelgeving haar doel voorbijschieten.'

Koopmans: 'Ik vind dat bestuurders niet elk product hoeven te begrijpen waarin zij geïnvesteerd hebben. Zij kunnen die opgave delegeren aan managers, maar de vraag is dan wat

precies gedelegeerd wordt. In ieder geval kunnen zij geen carte blanche geven.'

Wat is de relatie tussen factor investing, smart beta en multi-asset beleggen?

Lee: 'Factorbeleggen is volgens ons min of meer het herverpakken van oude concepten, die veel gebruikt zijn door actieve managers. Het betreft een bewuste risicoverdeling van de portefeuille die het beste past in de huidige en verwachte economische constellatie. Wij geloven in dynamische asset allocatie om problemen te lijf te gaan. Je moet rekening houden met verschillende scenario's – wat gebeurt er bij een grote daling van de markt? – en regelmatig nagaan of de portefeuille dusdanig is samengesteld dat aan de door het bestuur geformuleerde eisen kan worden voldaan.'

Herzum: 'In de Tactische Asset Allocatie (TAA) doen we ook een timing van factorbeleggen naar macroregimes. Maar niet elke soort factorbeleggen is hier geschikt. Aandelenmomentum timen is kostbaar omdat er veel gekocht en verkocht moet worden en tegelijkertijd de verschillen in diverse macroregimes niet statistisch significant zijn. Maar timing werkt wel als het gaat om waarde, omvang en kwaliteit van aandelen. Vanuit een portefeuilleperspectief helpt het bij het identificeren van rendementsbronnen. Het belangrijkste van factorbeleggen is dat daardoor de volatiliteit naar beneden wordt gebracht en, in combinatie met goed risicomangement, de kans op drawdowns wordt beperkt.'

Brand: 'Factorbeleggen is, denk ik, een zege voor de beleggingsindustrie, want het dwingt je het beleggingsproces te formaliseren en na te denken over de bronnen van alpha. Ik geloof dat timing mogelijk is. Wij maken gebruik van een op research gebaseerd beleggingsproces waarbij gekeken wordt waar we in de business cycle zitten, welk soort momentum in de markt aanwezig is, welke factorpremies in of uit de mode zijn. Wij zijn ervan overtuigd dat je door dit alles een idee krijgt van waar de markt heengaat met betrekking tot factorpremies.'

> **Michael Kelly** werkt sinds 1999 voor PineBridge Investments en is Global Head voor de multi-asset business. Daarvoor was hij 15 jaar werkzaam voor J.P. Morgan Investment Management in diverse research- en portfolio management rollen. Kelly heeft zijn MBA behaald aan de Wharton Graduate School of Business en is CFA gecertificeerd.

Bij multi-asset beleggen gaat het om een nieuwe strategische mix, waarbij risicopariteit en absoluut rendement essentieel zijn.

Ansuinelli: 'Factorbeleggen is inderdaad een nieuwe manier om iets te doen dat al heel oud is. Als je een actieve manager bent en risicofactoren toepast, doe je in principe hetzelfde, maar dan met een andere methodologie. Factorbeleggen is een verbeterde manier om een portfolio te bouwen. Hierbij kijk je bij het bouwen van de portefeuille voornamelijk naar de bijdrage aan het risico in plaats van naar de gewichten in de portefeuille. Als het aankomt op asset allocatie-beslissingen en de selectie van risicopremies, dan gaat het niet over het 'timen' van de markt, maar juist om het hebben van een 'dynamische' benadering.'

Schneider Fernández: 'Wij geloven dat er betere manieren zijn om bepaalde doelen of rendementen te bereiken dan met smart beta strategieën, met behoud van liquiditeit en transparantie en lage kosten. Onlangs is er een rapport van McKinsey verschenen, waarin beleggers worden gewaarschuwd voor lagere toekomstige rendementen voor aandelen en obligaties. Daarom zal het voor beleggers, die zich verlaten op de traditionele wijze van beleggen in deze assets, heel uitdagend worden. Ook als je exposure hebt naar traditionele beleggingscategorieën via een lage kostenbenadering als een smart beta- of risicopariteitsstrategie, heb je nog steeds exposure naar die onderliggende asset classes. Je hebt iets nodig om de performance van de portefeuille te verhogen dat niet alleen op historische data berust. Wij denken dat een dynamische multi-strategy benadering een van de betere oplossingen kan zijn, omdat je naast het gebruik van kwantitatieve analyses een op de toekomst gerichte, kwalitatieve beoordeling implementeert.'





> **Jacco Koopmans** is Senior Strategie bij PGGM Investments en verantwoordelijk voor het strategische asset allocatie advies aan klanten. Voordat Koopmans in 2009 in dienst kwam bij PGGM, was hij vijf jaar werkzaam als Senior Investment Consultant, eerst bij Aon Hewitt en vervolgens als onafhankelijk adviseur. Als investment consultant adviseerde hij verschillende institutionele beleggers over strategische asset allocatie, risk budgeting en de selectie van vermogensbeheerders. Daarvoor was Koopmans vier jaar werkzaam als vermogensbeheerder voor Vermogensgroep (nu UBS Bank Nederland) en drie jaar voor SNS Asset Management. Hij heeft Econometrie gestudeerd aan de Rijksuniversiteit Groningen en is CFA Charterholder.

Is het kijken naar factoren een meer moderne manier van beleggen?

Koopmans: 'Ik denk niet dat er sprake is van een grote verandering, het is niet zo dat er anders naar asset classes wordt gekeken. Factorbeleggen kan belangrijk zijn bij de constructie van beleggingsportefeuilles. Daar kan met de bestuurders over gesproken worden, maar uiteindelijk willen zij een beslissing nemen over de asset allocatie. Je kunt wel zeggen dat er beslist moet worden over risicofactoren, maar dat werkt niet bij bestuurders.'

Ansuinelli: 'Een risicofactor is een methodologie, geen tool. Als je de methodologie hebt geaccepteerd, dan is de belangrijkste keuze die je moet maken de risicofactor. Vervolgens kun je verschillende instrumenten gebruiken om deze risicofactor te implementeren in de portefeuille. Stel dat er in China sprake is van een lagere, maar nog steeds redelijke economische groei, dan zijn er verschillende manieren om daar in de beleggingsportefeuille mee om te gaan. Een daarvan is het bijwerken van de exposure naar emerging markets. Als we naar Australië en Nieuw-Zeeland kijken, is het duidelijk dat hoe meer China vertraagt, hoe meer deze landen dat ook zullen doen. Het gevolg is dat zij gedwongen worden de rente te verlagen. Als je belegt in het lange einde van de yieldcurve dan kun je daarvan profiteren, maar je moet wel je valutarisico hedgen of dynamisch beheren. Heel gedetailleerd

naar een beleggingsthema kijken, leidt bijna per definitie naar een risicofactoren-denkwijze. Het is namelijk noodzakelijk om een berekening te maken van de risicobijdrage van elke factor die je toevoegt aan de portfolio.'

Schneider Fernández: 'Wij geloven in een portfolio die is gespreid over risicofactoren en een lange beleggingshorizon heeft, omdat we zien dat er periodes zijn waarin de verschillende asset classes hoog gecorreleerd zijn en de volatiliteit verandert. Ons startpunt is een driejaars fundamentele visie op de wereld en de bijbehorende verwachte resultaten per asset class. Vervolgens construeren we de portefeuille waarbij we uitgaan van drie verschillende soorten beleggingsideeën: een die presteert overeenkomstig onze kijk op de wereld, een die probeert inefficiënties in markten te benutten, en een derde die krachtig presteert als onze kijk op de wereld onverwacht niet blijkt uit te komen. We streven naar een portefeuille die door de interactie van deze strategieën in verschillende economische omgevingen kan werken.'

Hoe wordt de gewenste risicoverdeling over de verschillende instrumenten geoptimaliseerd?

Lee: 'De Nederlandse beleggingsindustrie heeft iets speciaals, want de risicofactor die verreweg het meest bepalend voor de portefeuille is, is renterisico, dat over het algemeen voor zo'n vijftig procent wordt afgedekt door pensioenfondsen. De pensioenverplichtingen vormen het uitgangspunt waarop risicobudgettering wordt afgestemd. Het managen van de risicoverdeling en overrendementen ten opzichte van de verplichtingen is heel belangrijk bij het samenstellen van de portefeuille, omdat het aangeeft waar we in geloven en hoe de risicopremies de komende drie tot vijf jaar geogst kunnen worden. Correlatie en diversificatie worden tegenwoordig overschat, want diversificatie is uiteindelijk niet meer dan een middel om risicopremies efficiënt te vergaren.'



> **Michael Herzum** geeft sinds 2010 leiding aan de unit Multi Asset & Commodities Strategy bij Union Investment. Hij ontwikkelt de investmentstrategie voor multi asset, aandelenregio's/-sectoren en grondstoffen. Eerder hield hij zich als Senior Strateeg in het portfoliomanagement bezig met asset allocation. Daarnaast is hij manager van het 'Union Investment Committee' (UIC). Het UIC formuleert op maandelijkse basis de kapitaalmarktstrategie van Union Investment en zet daarmee de lijnen uit waarbinnen de tactische aansturing van het fonds door de afzonderlijke portfoliomanagers plaatsvindt.



Stelt multi-asset ons in staat om met de huidige instrumenten dingen beter te doen dan in het verleden?

Brand: 'Het toepassen van een dynamische benadering is belangrijk bij het managen van risico en rendement. Je moet in staat zijn het bestuur op een tactische wijze te confronteren met de ins en outs van asset classes om alpha te creëren. Je moet ook openstaan voor alternatieve beleggingen in bijvoorbeeld een illiquide omgeving, zoals private equity of alternative fixed income. Er zijn nogal wat pensioenfondsen die een grens stellen aan het aantal illiquide beleggingen in hun portefeuilles, waardoor zij geen illiquiditeitspremie binnenhalen, die een gedeeltelijke compensatie zou kunnen zijn voor het feit dat de rente zo laag is. Het gaat erom structureel alpha te creëren. Een voorbeeld is de beweging naar beleggen in hypotheek.'

Hoe verloopt het implementatieproces?

Ansuinelli: 'Als je een strategie presenteert die is gebaseerd op risicofactoren, is de klant daar doorgaans van gecharmeerd. Aan de andere kant, als het op het definiëren van beleggingsrichtlijnen aankomt, worden er vaak beperkingen opgelegd zoals het niet gebruiken van leverage, opties, swaps. Hoe meer beperkingen, hoe meer grenzen er zijn aan het implementeren van ideeën. Met minder beperkingen kunnen we factorbeleggen veel breder implementeren, met naar verwachting betere voor risico gecorrigeerde rendementen. Ik

ben van mening dat wij in ieder financieel instrument moeten kunnen beleggen met als doel kostenefficiëntie. Op onze aankooplijst mogen derivaten niet ontbreken.'

Koopmans: 'Bij beleggen is implementatie uiterst belangrijk. Er wordt te veel verhandeld zonder goed op de transactiekosten te letten. Verder denk ik dat de liquiditeit in veel markten afneemt, omdat banken zich als het ware van veel markten terugtrekken.'

Brand: 'De door de toezichthouder opgelegde beperkingen in het gebruik van derivaten, kunnen de mogelijke rendementen beperken of de implementatie inefficiënter maken. Het is ook van belang dat de rol van de interne organisatie – trading desk, back office – hierbij niet onderschat wordt. Back office en front office moeten hiermee kunnen omgaan; als ze dat niet goed kunnen, kan dat kostbare consequenties hebben.'

Schneider Fernández: 'Het construeren van de portfolio en het implementeren van ideeën zijn werkelijk essentieel. We beginnen met een kijk op de wereld en komen vervolgens met een groot aantal beleggingsideeën of -thema's, voorgesteld door onze beleggingsdeskundigen. Portfoliomanagers, in samenwerking met het global team, beslissen dan welke asset class en instrumenten het meest geschikt zijn om een specifiek idee te implementeren dat van groot belang is bij het bouwen van de portefeuille. Het doel is te beschikken over veel verschillende beleggingsideeën van hoge kwaliteit die in verschillende omgevingen het beste werken.'

> **Kin Lee** is Senior Investment Strategist bij MN, waar hij medeverantwoordelijk is voor de strategische asset allocatie van de opdrachtgevers van MN, alsook onderzoek verricht naar kwantitatieve modellering van asset classes en risicofactoren ten behoeve van balansbeheer en ALM-studies. Hiervoor was hij Investment Consultant bij Mercer Investment Consulting. Lee heeft een Master Financial Economics behaald aan de Universiteit van Amsterdam en is CFA Charterholder.



Bij de implementatie van ideeën hebben we de neiging om derivaten in te zetten, omdat we daardoor beter in staat zijn aan de specifieke wensen van onze klanten tegemoet te komen. Wij zorgen ook voor complete transparantie van al onze posities, zodat pensioenfondsen en andere institutionele

beleggers beter inzicht krijgen in ons beleid.'

Herzum: 'Liquiditeit speelt een grote rol. Als die niet voldoende is, kunnen bepaalde beleggingsideeën niet worden uitgevoerd.'

Financial Investigator stelde Paul Flood, Portfoliomanager in het multi-asset team van Newton (een BNY Mellon company), ook een aantal vragen over multi-asset beleggen.

Wat zijn de grootste risico's van het managen van multi-asset strategieën vandaag de dag?

'Volgens mij komen de belangrijkste risico's van multi-asset strategieën er vandaag de dag op neer dat we te maken hebben met een wereld van lage groeicijfers, illiquiditeit op de financiële markten en historisch lage rendementen op 'risico-vrije' assets.

De sterkere correlaties tussen de diverse asset classes houden ook aanzienlijke risico's in voor een multi-asset portefeuille. Dit verhoogt de noodzaak voor beleggers om op resultaat gebaseerde oplossingen en nieuwe mogelijkheden te zoeken, die ertoe bijdragen de rendementen gedurende de conjunctuurcyclus min of meer gelijkmatig te houden. Dit in plaats van te proberen te profiteren van een cyclus die steeds meer wordt beïnvloed door de besluiten van beleidsmakers en verhoudingsgewijs steeds minder door de rationele beslissingen van beleggers. De evolutie van het multi-asset beleggen heeft geleid tot de opkomst van een reeks alternatieve beleggingen die aan deze eis kunnen voldoen. Beleggingsobjecten op het gebied van de Private Finance Initiative-infrastructuur en duurzame energie genieten bijvoorbeeld brede staatssteun via inflatie-gerelateerde subsidies, en zijn weinig gevoelig voor conjunctuurschommelingen.'

Onlangs heeft een beperkt aantal economische factoren de rendementen van diverse asset classes bepaald, vooral de olieprijs. Hoe beïnvloeden deze factoren de portefeuilles?

'Bij Newton worden de portefeuilles rechtstreeks belegd in de onderliggende effecten, waardoor we een beter begrip hebben van het holistisch risico op portefeuilleniveau en we in staat zijn onze overlappende exposures te begrijpen. Een belangrijk voorbeeld hiervan, dat volgens ons door veel beleggers over het hoofd wordt gezien, zijn emerging market bonds; veel uitgevers daarvan zijn afhankelijk van olie- en gasinkomsten.

Bij het in elkaar zetten van portefeuilles houden we rekening met een brede reeks factoren, om de impact te beperken die één enkele risicofactor kan hebben, en om de overlappende

exposures in verschillende asset classes te verzachten. Dit moet helpen posities te vermijden die de voordelen van diversificatie hinderen en de aan de risico's aangepaste rendementen kortwieken.'



Foto: Archieff Newton

Welke rol kunnen Multi Asset capabilities in het huidige klimaat spelen binnen de asset allocatie?

'Het voordeel van het beleggen in een multi-asset portefeuille is het vermogen van de manager om kapitaal in de loop van de conjunctuurcyclus opnieuw te alloceren en gelijkmatigere rendementen te behalen. Dit heeft de afgelopen twintig jaar gewerkt door de aanzienlijke bull market op het gebied van obligaties. In een wereld waarin grofweg 23% van de obligatiemarkt wordt verhandeld tegen negatieve rendementen (45% van de staatsobligaties)*, moet je je afvragen wat het voordeel is van het gelijkmatiger verdelen van rendementen door allocaties naar assets die weinig rendement opleveren. Maar de hedendaagse multi-asset portefeuilles zijn in staat een selectie te maken uit een veel bredere reeks mogelijkheden dan het traditionele multi-asset model van aandelen en obligaties. Dit uitgebreide universum houdt in dat multi-asset fondsen in het huidige klimaat van lage groei en hogere volatiliteit beter toegerust zijn om 'de storm te trotseren' dan traditionele, op obligaties en aandelen gerichte multi-asset portefeuilles. Alternatieve asset classes kennen veel van de karakteristieken die beleggers waarderen, zoals een geringe gevoeligheid voor de conjunctuurcyclus, een krachtige cashflow-generatie en een geringe correlatie met de aandelenmarkten. Strategieën die beleggen op een echte multi-asset basis moeten aan de eisen van de klanten blijven voldoen en als zodanig een kernbestanddeel blijven van het totaal aan holdings van een portefeuille.'

*Bron: Newton, BofA Merrill Lynch Global Fixed Income Markets Index

Lee: 'Hoe beleggen we in illiquiditeit? In vastgoed, infrastructuur of iets anders? Na die vraag beantwoord te hebben, is de volgende vraag hoe je dat zo kostenefficiënt mogelijk doet. In het geval van alternatieve beleggingen moet je wachten tot een investeringsgelegenheid zich aandient, wat zes maanden tot een jaar kan duren. In hypotheek bijvoorbeeld kan je niet van de ene op de andere dag beleggen; je hebt een plan nodig. Er moet met klanten worden gesproken over risico's, kosten en wat er kan gebeuren als de liquiditeit opdroogt.'

Wat is nog niet gezegd over multi-asset beleggen?

Ansuinelli: 'Het is nog altijd veel belangrijker om het juiste beleggingsproces en goede beleggingsideeën te hebben dan risicofactoren te gebruiken. Als je slechte beleggingsideeën en risicomanagementcapaciteiten hebt, dan zullen risicofactoren je niet helpen en de performance lijdt er dan sowieso onder.'

Koopmans: 'Ik ben een fan van alle ontwikkelingen in factorbeleggen en denk dat het goed is om als fiduciair manager het bestuur te helpen onderscheid te maken tussen de marketing van factorbeleggen en de mogelijkheden om daarmee rendement te maken. Dit leidt tot meer vertrouwen bij het bestuur en dat is gunstig voor de hele beleggingsindustrie.'

Brand: 'Het is van belang dat de verwachtingen van zowel de buy- als de sell-side gemanaged worden: verwachtingen over de methodologie en de tijdshorizon waarbinnen het een en ander bereikt kan worden.'

Het belangrijkste van factorbeleggen is dat de volatiliteit naar beneden wordt gebracht en, in combinatie met goed risicomanagement, de kans op drawdowns wordt beperkt.

Schneider Fernández: 'Wij streven ernaar om aan de speciale wensen van onze klanten, of die nu in een opbouw- of afbouwfase zitten, te voldoen met een stabiel profiel dat de performance van hun portefeuille werkelijk kan verbeteren. En omdat niemand de toekomst kan voorspellen, is het belangrijk om op alle scenario's voorbereid te zijn en de portfolio zo te construeren dat dit in elke marktomgeving bereikt kan worden.'

Herzum: 'De uitdagingen die voor ons liggen, gaan we te lijf met factorbeleggen, een hoger niveau van actief management en een verandering van het risicoperspectief.'

Kelly: 'Beleggen met een middellangetermijnhorizon heeft de toekomst. Kortetermijnbeleggen betekent markttiming en dat is eigenlijk onmogelijk. De lange termijn houdt geen rekening met de nabije toekomst. Als je bij middellangetermijnbeleggen gelijk hebt wat betreft de fundamentals en de waardering, voeg je waarde toe. Aan de risicokant zullen fiduciaire managers zich moeten richten op drawdownmanagement.'

Lee: 'Het is moeilijk om te gaan met de huidige omgeving van lage beleggingsopbrengsten. De risicopremie op aandelen zal niet langer in de buurt liggen van de historische vier procent, er moet rekening worden gehouden met hoogstens één of twee procent.'

CONCLUSIE

Multi-asset beleggen gaat over op maat gemaakte beleggingsoplossingen. Vooral de robuustheid van rendementen is belangrijk. Er moet een portefeuille worden geconstrueerd die als het ware bestand is tegen elke weersgesteldheid, een portefeuille die goede resultaten genereert onafhankelijk van de marktomstandigheden. Een typische multi-asset strategie maakt gebruik van leverage, short gaan en derivaten. Sommige deelnemers beschouwen multi-asset als oude wijn in nieuwe zakken, andere denken dat dit niet het geval is en dat er door multi-asset grote vooruitgang is geboekt in het definiëren van individuele risicofactoren en het risicomanagement. De meeste deelnemers zijn het erover eens dat regelgeving de

mogelijkheden beperkt van het introduceren van nieuwe strategieën en asset classes. Dat betekent overigens niet dat regelgeving onzinnig zou zijn, al was het maar omdat het heeft geleid tot een grotere risicobewustheid bij pensioenfondsen. Factorbeleggen dwingt om het beleggingsproces te formaliseren en na te denken over de bronnen van alpha. Bij het bouwen van de portefeuille kijk je voornamelijk naar de bijdrage aan het risico in plaats van naar de gewichten in de portefeuille. Het toepassen van een dynamische multi-asset benadering is belangrijk bij het managen van rendement en risico. De implementatie is ook van groot belang, omdat er te veel verhandeld wordt zonder goed op de transactiekosten te letten.