

Een multifactor-benadering met ESG voor opkomende markten

DOOR HARRY GEELS

Multifactor-beleggen is een aantrekkelijk alternatief voor actief of passief beleggen, ook voor opkomende markten waar grotere macro-risico's zo beter gemanaged kunnen worden. ESG-overwegingen kunnen in het proces worden geïntegreerd, waarbij iedere belegger een maatwerkoplossing kan krijgen, zo betogen Paul Moghtader, Managing Director, Portfolio Manager/Analyst en Jennifer Anderson, Senior Vice President, Co-Head of Sustainable Investment and ESG bij Lazard.



Foto: s: Cor Salverius Fotografie

CV

Paul Moghtader is Managing Director en Portfolio Manager/Analyst en leidt het Lazard's Equity Advantage team. Hij begon zijn werkzaamheden in de beleggingswereld in 1992. Voordat hij in 2007 bij Lazard in dienst trad, was Moghtader hoofd van de Global Active Equity Group en Senior Portfolio Manager bij State Street Global Advisors (SSgA). Bij SSgA was hij als senior manager verantwoordelijk voor het onderzoek en portefeuillebeheer van alle multiregionale actieve kwantitatieve aandelenstrategieën. Daarvoor was Moghtader analist bij State Street Bank. Hij begon zijn carrière bij Dain Bosworth als onderzoeksassistent. Moghtader heeft een Master of Management (MM) van de Northwestern University en een BA in Economie van Macalester College. Hij is CFA® charterhouder.

Waarom is een actieve multifactor-benadering interessant in opkomende markten?

Paul Moghtader: 'In opkomende markten zijn de macro-risico's en mede daardoor ook de volatiliteit, significant groter dan die in de ontwikkelde markten. Een gestructureerde benadering is noodzakelijk om geen problemen te krijgen met een macro- of stijlrisko dat op een bepaald moment verkeerd uitpakt. Kijk naar de relatieve outperformance van value versus growth in de loop van de tijd. In opkomende markten is die erg beweeglijk en vertoont van tijd tot tijd grote uitschieters. Hetzelfde geldt voor relatieve beweging van large caps versus small caps. Ook de invloed van één of enkele landen kan erg groot zijn. Vergelijk de relatieve performance van een aantal belangrijke opkomende landen met elkaar. De uitschieters kunnen erg groot zijn. Zo bedroeg in 1999 de relatieve performance, gemeten als 24-maands rendementsverschil, van Brazilië versus Korea maar liefst -120%. Ook de relatieve sectorperformances kunnen in opkomende markten aanzienlijk zijn. Lazard is van mening dat een gestructureerde bottom-up aandelenselectie in combinatie met een juiste portfolioconstructie, waarbij bovengenoemde risico's worden uitgebalanceerd, een consistentere outperformance geeft.'

Mogen we het voordeel van een actieve multifactor-benadering dan samenvatten als een meer gebalanceerde stijl- en landen- en sectorblootstelling?

Jennifer Anderson: 'Ja, maar er zijn meer voordelen. Potentieel kunnen de beheerkosten lager zijn en kan de portefeuille transparanter gepositioneerd worden. Ook kan aan de belegger systematisch duidelijker worden gemaakt welke inzichten of factoren zijn toegepast in het model en

hoe die hebben bijgedragen aan de prestaties. En het wordt bovendien gemakkelijker om maatwerkoplossingen op basis van risico- ESG-en rendementsdoelstellingen van de belegger samen te stellen. Een actieve multifactor-benadering positioneert zich zo als aantrekkelijk alternatief voor actief en passief beleggen.'

Kunnen jullie wat voorbeelden geven van hoe ESG in jullie multifactor-benadering kan worden geïncorporeerd?

Anderson: 'Laten we eerst even stilstaan bij de evolutie die ESG heeft doorgemaakt bij Lazard. We hebben een lange historie met ESG. Als we terug gaan naar het begin, zo'n twintig jaar geleden, zeg maar ESG versie 1.0, werd er vooral aan screening of uitsluitingen van ondernemingen en sectoren gedaan. Zo'n vijf jaar later kwam er steeds meer ESG-data beschikbaar zodat we konden zien hoe ondernemingen ten opzichte van elkaar scoorden. We konden ondernemingen vervolgens onder- en overwegen op basis van hun scores, een 'best-in-class' benadering. Dit noemen we ESG 2.0. In de laatste vijf jaar zijn de data- en technologische ontwikkelingen erg hard gegaan, waardoor we klanten steeds betere maatwerkoplossingen kunnen bieden. Bij Lazard hebben we deze fase ESG 3.0 gedoopt. Deze is nog vol in ontwikkeling.'

Moghtader: 'Voor de duidelijkheid, we gebruiken de data van providers als MSCI en S&P Trucost om daar vervolgens onze eigen scores van te maken. Er zijn namelijk veel uitdagingen omtrent de data van providers. Hun scores weerspiegelen niet altijd goed de onderliggende data van een onderneming. Scores zijn vaak een weergave van gemiddelden en die kunnen misleidend zijn. ESG kan in bijna alle fasen van het beleggingsproces ingebouwd worden. Onze fundamentele analisten nemen ESG mee in hun analyse. Ook kan het een rol spelen bij het onder controle houden van de risico's, maar ook bij engagement en maatwerkoplossingen, dus als portfolioconstructie-mechanisme, voor de klant. Wat betreft risicomangement kunnen ESG-scores helpen risico's die niet gemeten worden door de standaardrisicomaatstaven als drawdown en volatility, onder controle te houden. Voor rendementsdoelstellingen is ESG voorsnog lastiger toe te passen. Maar we doen onderzoek hoe ESG uiteindelijk een rol kan spelen bij rendement'.

Waarom is ESG belangrijk als risicocontrolemechanisme in opkomende markten?

Moghtader: 'In het algemeen kan ESG-data risico's identificeren die verder gaan dan de traditionele risicomodellen doen. Hoe ondernemingen in opkomende markten omgaan met de verschillende E, S, en G-factoren is in sterke mate bepalend voor hun performance. Ook het ESG-profiel van een land is belangrijk. Economisch en

systematisch onderzoek heeft aangetoond dat de impact van de risico's van een land op de performance van een onderneming nog altijd belangrijk is. In ontwikkelde markten is het sectoreffect beduidend dominanter dan het landeneffect. Bij opkomende markten is dat niet zo. Daar zijn beide effecten dominant. Daarom hebben wij een landenrisicomodel ontwikkeld en onderdeel gemaakt van onze actieve multifactor-benadering. Daarin zitten factoren als vrijheid van arbeid, kwaliteit van de rechtsstaat, eigendomsrechten, effectiviteit van de overheid, corruptiebestrijding, om maar een paar factoren te noemen. Het komt erop neer dat aandelen uit landen die slecht scoren in het landenrisicomodel een extra drempel krijgen voordat we erin gaan beleggen. Vanuit een ander perspectief geformuleerd: door met een landenmodel te werken in opkomende markten vangen we een deel van de ESG-uitkomsten van ondernemingen. Voor de goede orde: het landenmodel is dynamisch. Landen maken immers



CV

Jennifer Anderson is co-hoofd van duurzaam beleggen en ESG. Zij begon haar werkzaamheden in de beleggingswereld in 2006. Voordat zij in 2018 bij Lazard in dienst trad, was ze Investment Manager voor TPT Retirement Solutions en tijdens deze periode was ze ook lid van de Raad van Bestuur van de Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC). Haar vorige functie was Equity Research Analyst in Sustainable Investment bij Citigroup Global Capital Markets en ze begon haar carrière als DVI-analist bij Jupiter Asset Management. Anderson heeft een BA in Economie en Economische Geschiedenis van de Universiteit van Leicester en een MSc in Milieutechnologie van het Imperial College London.

ontwikkelingen door. Niet altijd ten goede overigens. Zo zijn landen als Zuid-Afrika en Brazilië risicovoller geworden.'

Hoe kunnen systematische beleggers aan engagement doen?

Anderson: 'In het algemeen wordt verondersteld dat engagement lastig zou zijn voor systematische beleggers, ofwel beleggers die modelmatig beleggen. Maar wij hebben een manier gevonden om toch aan engagement te doen, namelijk door onze fundamentele analisten en portfolio-managers de gesprekken met de ondernemingen te laten aangaan. Daarbij geeft de systematische analyse van ESG-data een bron van feedback naar het management van een onderneming. Onze fundamentele analisten bieden zo de weg naar engagement. Wat we daarbij niet doen, is gewoon brieven sturen. Onze ervaring is dat ondernemingen brieven meestal negeren. De meetings van onze fundamentele analisten met de ondernemingen zijn veel effectiever om conclusies over ESG te trekken en het management op bepaalde gedachten te brengen dan het sturen van een brief.'

Moghtader: 'De meetings waarin onze ESG-bevindingen worden besproken, kunnen een aantal conclusies opleveren; het management kan de nieuwe inzichten negeren of gebruiken om beter te opereren. Het kan ook zijn dat de data niet goed is. Die feedback van het management gebruiken we dan om onze eigen ESG-scores te verbeteren. We hebben de overtuiging dat deze meetings met het management van ondernemingen tot betere ESG-analyses leiden dan de data van externe providers. Zij werken vaak met enquêtes of met verschillende, niet altijd duidelijke definities.'

Hoe werkt het bouwen van maatwerkportefeuilles voor duurzame beleggers?

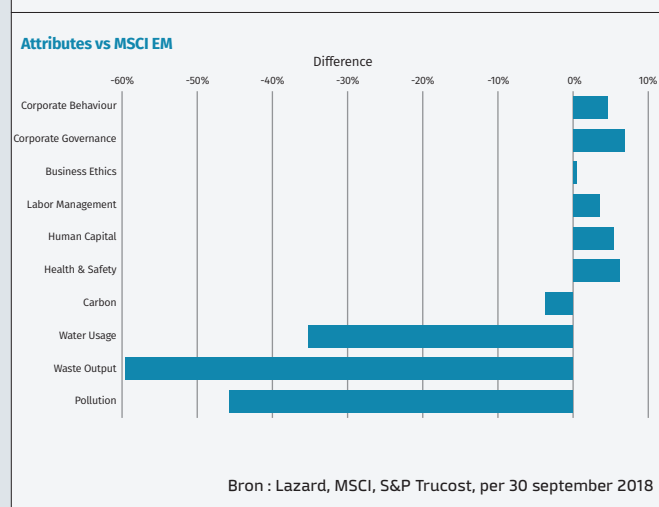
Moghtader: 'Beleggers willen geen 'onze size fits all' benadering en verschillen ook steeds meer in hun 'investment beliefs' als het om duurzaam beleggen gaat. Sommige beleggers doen puur aan uitsluitingen en andere aan best-in-class benaderingen. En er zijn ook beleggers die bewust willen beleggen op basis van UN SDGs (Sustainable Development Goals). Kortom, beleggingen moeten beantwoorden aan de doelstellingen van iedere klant. Beleggingsrapportages moeten dat ook inzichtelijk maken. We zijn bezig een framework te ontwikkelen waarbij we per SDG een aantal kwantitatieve indicatoren benoemen, die dan tezamen een totaalscore per SDG kunnen opmaken. Zo kunnen we meten hoe een bepaalde beleggingsportefeuille scoort op verschillende SDGs. Een klant kan in het mandaat dan de minimale scores benoemen voor de SDGs die belangrijk worden gevonden. Soms hebben klanten ook specifieke ideeën over de definities van de SDGs en eventuele subfactoren die daar onderdeel van uitmaken. Het mandaat wordt in dialoog met de klant vormgegeven.'

Anderson: 'Er zijn wel grote beleggingsuniversums nodig om dit soort maatwerkportefeuilles met behoud van rendementsdoelstellingen te maken. Een factorbenadering helpt om dergelijke maatwerkportefeuilles te kunnen accommoderen. In Figuur 1 geven we een voorbeeld van een maatwerkportefeuille waarbij we de portefeuille voor verschillende indicatoren vergelijken met de benchmark. Een belegger kan aangeven welke indicatoren belangrijker zijn, door bijvoorbeeld aan te geven dat de portefeuille 40% minder vervuiling moet opleveren dan de benchmark.'

Wat zijn 'overall' de conclusies van jullie manier van werken?

Anderson: 'Performance en innovatie zijn leidend bij onze dienstverlening en het bieden van beleggingsoplossingen. ESG-analyse is daarbij een belangrijk onderdeel van onze beleggingsfilosofie, ook omdat we erkennen dat ESG-overwegingen een belangrijke rol spelen bij de waardering en financiële prestaties van een onderneming. Door het gebruiken van ESG-factoren en engagement kunnen risico's beter gecontroleerd worden. Maatwerkoplossingen bieden de mogelijkheid specifieke ESG-doelstellingen en wensen van klanten te incorporeren. Een actieve multifactor aanpak helpt bij een dergelijke benadering. Vooral bij aandelen in opkomende markten helpt deze aanpak om stijl- en macro-economische risico's te managen. Door middel van uitgebalanceerde aandeleselectiemodellen die gebruikmaken van inzichten van fundamentele analyse, kunnen de rendementen verder verbeterd worden.' «

Figuur 1: Voorbeeld maatwerkportefeuille



Disclaimer
Equity securities will fluctuate in price; the value of any related investment will thus fluctuate, and this may result in a loss. Quantitative investment strategies rely on quantitative models and quantitative filters, which, if incorrect, may adversely affect performance. This material is for informational purposes only and does not constitute financial advice.