

VOORZITTER

Joris Roggeveen, *Altis Investment Management*

DEELNEMERS

Damian Bird, *LGM Investments*

(*boutique van BMO Global Asset Management*)

Jeroen Bos, *MN*

Carlos Hardenberg, *Franklin Templeton*

Anton Kramer, *TKP Investments*

Rebecca McVittie, *Fidelity*

Rishma Moennasing, *Rabobank NL Private Banking*

Nick Robinson, *Aberdeen*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aberdeen, Fidelity, Franklin Templeton en LGM Investments (boutique van BMO Global Asset Management).

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



WAARDERINGEN EMERGING MARKETS RELATIEF AANTREKKELIJK

Door Hans Amesz

De afgelopen vier, vijf jaar waren er vooral negatieve geluiden over emerging markets te horen en is er veel geld uit die markten gestroomd. Nu staat een flink aantal westerse landen onder druk en is het tij voor emerging markets gekeerd.



Zou een belegger in emerging market equities een actieve of passieve strategie moeten volgen?

Anton Kramer: 'Ik heb een sterke voorkeur voor actief beleggen in emerging markets. Vergeleken met de ontwikkelde markten zijn emerging markets minder efficiënt, dus is er meer ruimte voor fundamentele research en stock picking. Een ander sterk argument voor een actieve strategie heeft te maken met risico. Over het algemeen wordt gedacht dat actief management riskanter is dan passief management, maar ik zie vooral veel risico's in een passieve strategie in emerging markets. Als je passief in die markten investeert, zitten er in je portfolio logischerwijs veel kwalitatief mindere ondernemingen die failliet zouden kunnen gaan en het rendement naar beneden zouden kunnen halen. Ons fonds, dat actief gemanaged wordt, heeft de afgelopen tien jaar een outperformance van gemiddeld twee procent per jaar laten zien.'

Nick Robinson: 'In de emerging markets zijn inderdaad meer bedrijven te vinden die laag scoren op ESG (environment, social, governance)-gebied dan in de ontwikkelde markten. Die bedrijven zijn niet te vermijden bij passief management. Een interessante vraag is hoe de markt vervormd zal worden als de enorme instroom van geld naar passieve fondsen doorgaat, omdat er dan omvangrijk geïnvesteerd zal worden in bedrijven die in feite niet aan de nodige kwaliteitseisen voldoen. Alleen met een actieve aanpak is het mogelijk de juiste bedrijven binnen het emerging markets universum te selecteren en toegevoegde waarde te creëren voor onze klanten.'

Rebecca McVittie: 'Een van de voordelen van actief beleggen is dat een meer selectieve benadering kan helpen om kapitaal te behouden als de markten dalen. Dit is belangrijk bij een volatiele asset class.'

> **Joris Roggeveen** is Portefeuille Manager binnen Altis Investment Management, met een focus op Equity en 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 als beleggingsanalist bij het ING Investment Office. Hij is geregistreerd bij het DSI als senior beleggingsadviseur en beleggingsanalist, en is een CAIA Charterholder.





> **Damian Bird** is sinds 2015 werkzaam bij LGM (een boutique van BMO), eerst als portefeuillemanager aandelen Azië en sinds 2016 verantwoordelijk voor het beheer van Global Emerging Markets aandelen. Bird werkte daarvoor ruim 5 jaar bij Arisaig Partners, waarvan twee jaar in Singapore waar hij zich richtte op de Aziatische en Oost-Europese aandelen gericht op de sector consumentengoederen. Ook werkte hij als portefeuillemanager bij Infusive Asset Management. Bird is afgestudeerd in Economie en Geschiedenis aan de Universiteit van Oxford (een BA Honours) en is een CFA Charterholder.

Rishma Moennasing: 'Wij zijn ervan overtuigd dat je in emerging markets actief moet beleggen, al was het alleen maar omdat elke emerging market anders is en deze markten relatief inefficiënt zijn, wat weer voordelen biedt aan een actieve beheerder.'

Jeroen Bos: 'Actief beleggen in emerging markets is aantrekkelijk als je beschikt over de juiste actieve managers. Je moet dus wel in staat zijn die te selecteren, toegang hebben tot deze managers en een scherpe fee uit weten te onderhandelen. Daar staat tegenover dat passief management goedkoper is en ook meer efficiënt is geworden doordat de tracking error is afgenomen.'

Damian Bird: 'In principe zijn wij voor actief management in de emerging markets. We kijken naar de large caps in de index die profiteren van de karakteristieken van deze markten, zoals urbanisatie, een opkomende middenklasse en demografische ontwikkelingen (en we kijken niet zozeer naar bedrijven die van oudsher hun positie in de index hebben verworven vanwege lage arbeidskosten). We kijken naar bedrijven die juist verkopen aan de consumenten in de opkomende landen zelf. Deze bedrijven zijn vaak niet goed vertegenwoordigd in passieve indices.'

Carlos Hardenberg: 'De index, die door passieve fondsen gevolgd wordt, is niet noodzakelijkerwijs de beste manier om exposure naar goede beleggingsopportuniteiten te krijgen en is ook niet de beste indicator van de aanwezige risico's. Ik denk dat de toegevoegde waarde van emerging markets vooral ligt in de interactie tussen de belegger en de onderneming. Alleen

Alleen actieve managers kunnen zich bemoeien met het bedrijfsmanagement, proberen de corporate governance te verbeteren en de wijze waarop minderheidsaandeelhouders worden behandeld.

actieve managers kunnen zich bemoeien met het bedrijfsmanagement, proberen de corporate governance te verbeteren en de wijze waarop minderheidsaandeelhouders worden behandeld, enzovoort. Dat kan allemaal niet worden gedaan door passieve fondsen.'

Wat zijn de karakteristieken van emerging markets?

Hardenberg: 'De aantrekkelijkheid van emerging markets is dat het jonge, heel dichtbevolkte consumentenmaatschappijen zijn. Afrika bijvoorbeeld, is wat bevolkingsaantal betreft nagenoeg net zo groot als China, met bijna 1,4 miljard inwoners. De gemiddelde leeftijd is om en nabij de twintig en Afrika heeft ook een bruto binnenlands product per hoofd van de bevolking dat vergelijkbaar is met dat van de traditionele emerging markets in 1970. Ondernemingen die het jonge segment bedienen zouden de komende jaren in Afrika aantrekkelijke mogelijkheden moeten zien. Langetermijnbeleggers moeten exposure hebben naar de zogenoemde frontier markets en Afrika is een onderdeel van deze markten.'

Vindt iedereen frontier markets nu aantrekkelijk?

Bos: 'Wij hebben een pragmatische kijk op emerging markets, waarbij de managers beperkt exposure kunnen nemen naar frontier markets als zij dit aantrekkelijk vinden.'

Moennasing: 'Wij beleggen eveneens actief in frontier markets.'

Hoe zit het met de liquiditeit in frontier markets?

McVittie: 'Wij beheren een emerging Europa-, Midden Oosten- en Afrikafonds. Er is ons vaak gevraagd of we niet een specifiek Afrikafonds willen opzetten om meer exposure te krijgen naar de frontier markets op dit continent. Wij geven echter de voorkeur aan een breder universum met de flexibiliteit om te beleggen in frontier markets waar kansen liggen, omdat de liquiditeit van frontier markets beperkter is en dit een belangrijke factor is om rekening mee te houden.'

Kramer: ‘Het is soms niet eenvoudig om een duidelijk onderscheid te maken tussen developed, emerging en frontier-aandelen. De markt waarin het aandeel is genoteerd hoeft niet de markt te zijn waarin de daadwerkelijke business zich bevindt. Als een belegger zich strikt beperkt tot aandelen die in emerging markets zijn genoteerd, sluit hij nogal wat emerging market-aandelen uit die bijvoorbeeld in Londen of de Verenigde Staten genoteerd zijn. Je zou je zelfs kunnen afvragen of de emerging market asset class op den duur blijft bestaan, want de meeste ondernemingen worden meer en meer globaal. Bij index providers zie je weinig veranderingen in de scheiding tussen emerging en developed. Wellicht om daarmee te voorkomen dat een indexbelegger te veel transacties moet doen. Een belegger zou niet te star met deze indeling moeten omgaan.’

Robinson: ‘Bij het managen van een frontier-strategie is het van groot belang dat de klant – vanwege de mindere liquiditeit en grotere volatiliteit – ook een langetermijnvisie heeft en bereid is om bij wijze van spreken een sprong in het diepe van de frontier markets te wagen. Bij het opzetten van een frontier-strategie is het belangrijk vooraf te bepalen op welke dagen beleggers kunnen handelen om bijvoorbeeld aandelen aan of terug te kopen.’

In hoeverre is alternative beta een goede benadering voor emerging market equities?

Bos: ‘Om een aantal redenen hebben wij voor emerging markets besloten om vooralsnog niet in alternative beta te investeren. Het combineren van actief management met alternative beta is bijvoorbeeld moeilijk. Daarnaast willen wij eerst meer ervaring opdoen met alternative beta in ontwikkelde markten.’

Robinson: ‘Het enige wat werkt is een goede strategie. Het probleem is de consistentie, de duurzaamheid van zo’n model. Over het algemeen werkt het een tijd goed, maar daar kan abrupt een einde aan komen.’

Hardenberg: ‘Er moet heel kritisch naar dit soort modellen gekeken worden. Ik zou altijd vraagtekens zetten bij de



betrouwbaarheid van deze modellen en de stabiliteit van de onderliggende data.’

McVittie: ‘In emerging markets spelen thema’s als geopolitieke spanningen een grote rol. Als actieve manager kunnen wij snel reageren; de escalatie van de spanningen tussen Rusland en Oekraïne is daar een goed voorbeeld van. Ik weet niet of een op modellen gebaseerde strategie rekening kan houden met dit soort ontwikkelingen.’

Welke strategie kan in emerging markets gebruikt worden om te kunnen profiteren van de karakteristieken van die markten, zoals demografische ontwikkelingen, urbanisatie, een groeiend inkomen per hoofd van de bevolking, economische convergentie, enzovoort?

Bird: ‘Een belegger die wil investeren in emerging markets moet een langetermijnhorizon hebben en zich richten op deze trends, die naar verwachting minstens vijf tot tien jaar aanhouden en niet direct impact hebben op de korte termijn. Het is ook niet noodzakelijk alleen te kijken naar typische groei-industrieën, omdat in emerging markets bijna elke industrie een groei-industrie is. Het gaat erom of de

> **Jeroen Bos** werkt voor MN sinds april 2011. Als Senior Portefeuillemanager aandelen is hij verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van aandelenmanagers. Hij is actief in de financiële sector sinds 1996. In zijn eerste banen was hij respectievelijk beleggingsadviseur en vermogensbeheerder voor particuliere beleggers. In 2001 werd hij portefeuillemanager externe mandaten bij SFB (tegenwoordig onderdeel van APG). Vanaf 2008 was hij verantwoordelijk voor de Amerikaanse en opkomende landen aandelenmandaten bij Syntrus Achmea.





> **Carlos Hardenberg** is Managing Director bij de Templeton Emerging Markets Group. Hardenberg is een van de lead portfoliomanagers binnen de Templeton Emerging Markets Group met een focus op global emerging markets - en frontier markets fondsen en mandaten. Voordat hij bij Franklin Templeton aan de slag ging in 2002, was Hardenberg analist bij Bear Stearns International in Londen. Hardenberg heeft een M.Sc., met onderscheiding, in vermogensbeheer van de London City University Business School (VK) en een B.Sc., cum laude, in Business Studies aan de Universiteit van Buckingham (UK).

betreffende business goede rendementen op de lange termijn kan genereren. Wat is het daadwerkelijke concurrentievoordeel? Als je dit concurrentievoordeel combineert met de langetermijntrends, heb je een krachtige beleggingscasus.'

Robinson: 'Het is van belang om juist die bedrijven te vinden die profiteren van de genoemde trends. Maar dat is niet zo eenvoudig. Je zou bijvoorbeeld kunnen verwachten dat er in China nogal wat ondernemingen zijn die baat hebben bij de macro-economische groei in dat land. Echter, wij hebben er als minderheidsaandeelhouder niet veel vertrouwen in altijd fair behandeld te worden. Je moet je ervan kunnen overtuigen dat alle aandeelhouders gelijk worden behandeld. Verder is natuurlijk belangrijk dat de business waarin je investeert, ook in de toekomst een fatsoenlijk rendement zal opleveren en naar verwachting niet in financiële moeilijkheden zal komen.'

Een groot aantal emerging countries is gestart met hervormingsprogramma's. Wat is het belang daarvan voor beleggers?

McVittie: 'Hervormingen kunnen goed zijn, alhoewel beleggers geduld moeten hebben omdat ze veel tijd kosten. Uiteindelijk kunnen hervormingen zeker kansen creëren voor beleggers. In China is de productiecapaciteit in sectoren als kolen en staal het afgelopen jaar verlaagd, waar beleggers van kunnen profiteren. In India heeft een demonetisatie plaatsgevonden, die op korte termijn ontwrichtend heeft gewerkt, maar uiteindelijk een positieve stap was in de bestrijding van belastingontduiking. Daarnaast kan demonetisatie een voordeel bieden voor de bancaire sector, omdat meer gebruik zal worden gemaakt van deposito's en elektronische transacties.'

Hardenberg: 'De sleutel tot succes in bijna alle emerging countries – India, Bangladesh, Kenia, noem maar op – is hoeveel steun de private sector krijgt van de overheid en hoe weinig belemmeringen de overheid en toezichthouder opwerpen voor de private sector om inventief te zijn. Een ander belangrijk issue betreft de winsten die uit het land worden gehaald en niet lokaal worden geherinvesteerd vanwege het gebrek aan vertrouwen in het eigen land.'

Emerging countries beschikken nu over betere kapitaalcontroles die voorkomen dat winsten uit het land wegvloeien en ik denk dat China daarin leidend is geweest. Een goed voorbeeld hiervan is Mexico. De Mexicaanse economie heeft onder enorme druk gestaan en er bestaan veel onevenwichtigheden. Maar niettemin is Mexico een buitengewoon open economie met een heel liquide valuta. De regering is zeer pro-business georiënteerd en het land heeft veel investeringskapitaal aangetrokken. Nu is het gevaar aanwezig dat door het optreden van de Amerikaanse regering onder Donald Trump veel van de Mexicaanse regeringsmaatregelen zullen worden herzien.'

Bos: 'De noodzaak van economische hervormingen in emerging markets kan moeilijk overschat worden.'

Welke kansen bieden technologie-ondernemingen voor emerging markets?

Hardenberg: 'Sinds het einde van de jaren negentig is het gewicht van technologie in de emerging market index toegenomen van minder dan drie tot meer dan vijftwintig procent. Daardoor is de zogenoemde opportunity set voor beleggers enorm veranderd. De reden waarom technologiebedrijven in emerging countries - of het nu om de halfgewichtindustrie gaat of lichtgewichtcomponenten of wat dan ook - zo zijn opgekomen, is dat zij vroeg in R&D (research and development) hebben geïnvesteerd en genoeg kapitaal te besteden hadden. Hun succes is overigens niet gebaseerd op goedkope arbeid of andere typische voordelen van emerging markets. Het was een kwestie van goed management en research. Dit heeft zich vooral voorgedaan in Azië – Korea, Taiwan, en verspreidt zich nu naar andere markten als Vietnam. Nu zijn er in emerging markets robots die robots maken. De waarschijnlijk grootste transformatie die we mee gaan maken tijdens mijn leven, zullen zelfsturende auto's zijn. Alle benodigde innovatie, componenten, soft- en hardware die daarvoor vereist is, wordt zo ongeveer gedomineerd door emerging market-ondernemingen.'

Bird: 'Technologiebedrijven hebben het welvaartsniveau en de productiviteit van veel mensen in emerging markets drastisch beïnvloed. Maar wat is het rendement op de lange termijn van een sector die zo concurrerend is? Het boek 'Only the paranoid survive' van Intel-CEO Andrew Grove toont diverse case studies van bedrijven die het ene jaar nog zeer dominant zijn en snel daarna worden ondergesneeuwd door de concurrentie. Wij geven dan ook de voorkeur aan bedrijven die profiteren van de langetermijntrends, zodat we met meer zekerheid kunnen zeggen dat deze bedrijven zullen groeien. Dat is niet per definitie het geval voor de bedrijven in de technologiesector.'

In de meeste beleggingsportefeuilles is de weging van emerging markets relatief klein. Is dat terecht of niet?

Kramer: 'Bij onze klanten is ruwweg vijftien tot twintig procent van hun aandelenportefolio belegd in emerging markets, dat is zeker niet weinig. Ik heb zelf veel vertrouwen in emerging markets en dus ook in emerging market-aandelen. Wat mij betreft mag er meer in emerging markets worden belegd, maar ik begrijp dat onze klanten bijvoorbeeld ook kijken naar de volatiliteit, die hoger is dan in ontwikkelde markten. Als gezegd, ik vind dat de weging van emerging markets in de portfolio omhoog kan, omdat een belegger daar meer rendement mag verwachten. Daar komt bij dat emerging market-aandelen relatief goedkoop zijn, zeker ten opzichte van Amerikaanse aandelen.'

Moennasing: 'Wij zijn overwogen in emerging markets, omdat we in groei voor de lange termijn geloven. Zelfs in moeilijke tijden hebben we exposure naar die markten. Als gezegd maken wij gebruik van actieve emerging market managers, die vaak beter presteren dan de benchmark door een goede fundamentele aandelenselectie.'

Bos: 'De meeste van onze klanten hebben voor de lange termijn minimaal een naar marktwaarde gewogen exposure naar emerging markets, enkele klanten hebben een substantieel hogere allocatie.'

> **Anton Kramer** is sinds 2000 werkzaam bij TKP Investments (TKPI) als (Senior) Portfoliomanager Aandelen voor opkomende markten. Sinds 2011 is hij ook verantwoordelijk voor de beleggingen in obligaties in opkomende landen. Kramer studeerde Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen met als specialisatie Financiering en Belegging. Hij is een Chartered Financial Analyst, een Chartered Alternative Investment Analyst en is geregistreerd als vermogensbeheerder bij het DSI.



Emerging markets zijn tot begin 2016 geconfronteerd met een uitstroom van kapitaal. Dat draaide om, maar door de verkiezing van Donald Trump tot Amerikaans president kwam er weer een uitstroom op gang. Zal de invloed van Trump doorwerken, of is de relatieve aantrekkelijkheid van de asset class emerging markets van groter belang?

Kramer: 'De Verenigde Staten zijn nog altijd van groot belang voor emerging markets. Maar de invloed van Trump moet niet worden overschat. Er zijn ook emerging market-bedrijven die niet afhankelijk zijn van export naar de Verenigde Staten, maar meer van de eigen economie. Door het selecteren van de juiste aandelen in emerging markets kunnen kortetermijnoprispingen en wisselende kapitaalstromen voor een deel worden opgevangen. Zelfs in Mexico zijn bedrijven te vinden die niet onderhevig zijn aan wat ik maar het Trump-risico noem.'

Robinson: 'Naarmate er meer tijd verstrijkt, zal waarschijnlijk blijken dat Trump geen bijzonder effectieve politicus is. Belangrijk is wat er nu in de emerging markets zelf gebeurt. Sommige van de grote emerging markets in het bijzonder





> **Rebecca McVittie** is Investment Director Emerging Market Equities bij Fidelity. Ze startte bij ISIS Asset Management en Henderson Global Investors. In 2003 kwam ze in dienst van Fidelity, waar ze in het Fidelity EMEA Institutional Team werkte. Van 2007 tot 2013 werkte ze bij Newedge UK Financial Limited, als Hoofd van het Prime Brokerage European Capital Introductions Team. McVittie heeft een bachelor Klassieke Beschaving en bezit een UK Investment Management Certificate.

beginnen werkelijk goede tekenen van stabilisatie en hervorming te vertonen. Wellicht nog belangrijker is dat er vaak sprake is van winstherstel. Het heeft er de schijn van dat winstherstel en verbetering van de rendementen in de ontwikkelde landen meer in de koersen is verwerkt dan in de emerging markets. Zo bezien zijn de waarderingen daar relatief aantrekkelijk.'

Wat valt er te zeggen over de correlaties tussen de verschillende valuta van emerging countries en de Amerikaanse dollar?

Moennasing: 'Een aantal emerging countries heeft zijn openbare financiën sterk verbeterd, wat ook tot uiting zou moeten komen in de koers van hun valuta's. Er zijn natuurlijk nog altijd bedrijven met veel leverage. Reden waarom onze managers zich bij de aandelenselectie met name richten op de kwaliteit van de onderneming en de kasstromen. Maar zij houden uiteraard ook rekening met het valutarisico.'

Hardenberg: 'De recente volatiliteit in de valutamarkten is bijna zonder precedent. Daar zijn verschillende redenen voor, zowel van interne als externe aard. De volatiliteit van de grondstoffenrijzen heeft zeker een belangrijke rol gespeeld. In tegenstelling tot vroegere perioden van valutavolatiliteit,

zijn veel emerging countries nu in een betere positie omdat ze minder schulden hebben en hun begrotingen er aanzienlijk solider uitzien. De rente-uitgaven van veel ondernemingen zijn nu lager dan gebruikelijk was. Ik denk dat er op dit moment juist in de ontwikkelde wereld sprake is van significante structurele overheidsschulden, die onhoudbaar lijken. Interessant is dat er in de emerging countries ook een gezonde substitutie heeft plaatsgevonden. Mexico en Brazilië zijn de beste voorbeelden van landen waar de consumenten geïmporteerde producten hebben vervangen door binnenlands fabricaat.'

Bos: 'In de meeste emerging countries zijn de schulden in vreemde valuta omlaaggegaan. Dat maakt ze, met een paar uitzonderingen als Turkije en Zuid-Afrika, minder kwetsbaar voor de Amerikaanse dollar.'

Bird: 'Het lijkt erop dat wij soms denken dat de Amerikaanse dollar gefixeerd is en de valuta van emerging markets daar als het ware omheen draaien. In werkelijkheid is dat natuurlijk niet het geval. Valuta van emerging countries worden weliswaar enigszins door de dollar beïnvloed, maar veel meer door gebeurtenissen in de gehele ontwikkelde wereld en het eigen land. En de vooruitzichten voor lokale valuta zijn positief door de positieve economische ontwikkelingen in emerging markets.'

In hoeverre moet een belegger in emerging markets rekening houden met ESG-factoren?

Moennasing: 'Wij vinden ESG heel belangrijk. In de laatste paar jaar is er in de emerging markets een trend naar ESG op gang gekomen. We zien dat bedrijven zich meer van ESG-issues bewust worden, ook omdat aandeelhouders dat willen. Wat je ook ziet is dat sommige emerging countries, als bijvoorbeeld China, het voortouw nemen op bepaalde ESG-gebieden. In China staan duurzame energie en klimaatverandering hoog op de agenda terwijl de Verenigde Staten wat dit betreft een stap terugdoen. Wat ook helpt om emerging markets meer ESG-bewust te maken, is dat grote bedrijven die daar actief zijn, zoals Unilever, zich focussen op ESG, wat ook meer bewustzijn voor ESG creëert bij de lokale handelspartners.'



Bos: 'Voor ons is het heel belangrijk dat ESG is geïntegreerd in het beleggingsproces. Enige tijd geleden zijn de mandaten aangepast, waarbij de bedrijven met de slechtste ESG-score zijn uitgesloten van het beleggingsuniversum.'

Kramer: 'Wij zijn ook sterk voor een geïntegreerde aanpak. Daarom hebben we emerging market managers geselecteerd die een langetermijnhorizon hebben. Als je op de lange termijn belegt, heb je automatisch oog voor de E, de S, en de G. Als langetermijnaandeelhouder kan je ook beter in gesprek met het management van een onderneming. Daarom hebben wij in ons fonds bijvoorbeeld nooit een kwantitatieve manager met een hoge turnover opgenomen.'

McVittie: 'Wij werken met leveranciers als Sustainalytics om na te gaan hoe ondernemingen er in ESG-opzicht voor staan. Dit is een aanvulling op ons eigen onderzoek. Als je een portefeuille runt voor een brede reeks klanten, kan het lastig zijn om aan ieders wensen recht te doen. Het zou ook nuttig zijn als er meer overeenstemming komt over het topic ESG. In het algemeen denken wij dat maatschappelijk verantwoord ondernemen belangrijk is en de mogelijkheid biedt om beleggingsresultaten te beschermen en te verbeteren.'

Hardenberg: 'De ESG-structuur is heel goed, maar het gevaar bestaat dat wij onszelf in een soort automatisme manoeuvreren waarbij alleen maar naar de uit een model komende ESG-score wordt gekeken om een beleggingsbeslissing te nemen. Dan wordt het in feite moeilijk om in bedrijven met een lage ESG-score te beleggen, zelfs als je het management ontmoet hebt en weet dat dat bezig is om het ESG-beleid te verbeteren.'

Zouden beleggers hun invloed moeten aanwenden om te proberen het ESG-profiel van ondernemingen te verbeteren?

Robinson: 'Een portfoliomanager moet het ESG-risico van een onderneming kunnen inschatten, en is er natuurlijk mee geholpen als hij zoveel mogelijk gegevens over die onderneming heeft en inzicht heeft in hoe het ESG-risico in het bedrijf gemanaged wordt. Bij ons maken deze factoren deel uit van een grondige bedrijfsanalyse en zijn ze volledig

Sinds het einde van de jaren negentig is het gewicht van technologie in de emerging market index toegenomen van minder dan drie tot meer dan vijftientig procent.

geïntegreerd in ons beleggingsproces. Dankzij onze langetermijnvisie kunnen wij middels engagement met de bedrijven in onze portefeuille hun ESG-profiel verbeteren. Als de ESG-risico's volgens de portfoliomanager niet goed genoeg gemanaged worden, kan hij daar als aandeelhouder invloed op uitoefenen.'

McVittie: 'Wij hebben ESG steeds meer geïntegreerd in ons beleggingsproces. We screenen bedrijven niet puur op grond van een slechte ESG-performance, maar zetten positief engagement in om eventuele issues met bedrijven te bespreken. De informatie die we tijdens deze besprekingen vergaren, helpt ons om investeringsbeslissingen te nemen en de bedrijfsleiding aan te moedigen hun procedures en beleid te verbeteren.'

Bird: 'Ik deel de mening dat ESG een kernonderdeel is van je risicomanagementproces. Vanuit een beleggersperspectief moet het langetermijnrisico in het centrum van het denkproces staan, of de belegger zich nu heeft gecommitteerd aan ESG of niet.'

Moennasing: 'Wij vragen actieve beheerders om een screening op ESG te doen; dit is ook een onderdeel van het aandelenselectieproces. Naar bepaalde controversiële activiteiten en ondernemingen willen we helemaal geen exposure. Op andere terreinen moedigen wij engagement met bedrijven aan om ESG-verbeteringen te realiseren. We begrijpen dat engagement tijd kost en die geven wij een fundmanager ook. Zij houden ons ook op de hoogte van de verbeteringen die zijn bereikt. En we zien veel voorbeelden waar engagement ook daadwerkelijk heeft bijgedragen aan een beter ESG-beleid bij bedrijven.'



> **Rishma Moennasing** is sinds 2008 werkzaam als Senior Analyst Equity Funds en lid van de investment commissie bij Rabobank Nederland. In deze rol is zij mede verantwoordelijk voor de selectie van fondsmanagers voor de vermogensbeheerportefeuilles en de duurzame portefeuilles. Dit betreft de selectie van zowel actieve als smart beta strategieën. Daarvoor heeft zij ruim tien jaar bij ABN AMRO Private Banking & Asset Management gewerkt in verschillende beleggingsfuncties, waaronder als aandelenanalist, manager selectie en vermogensbeheerder.



> **Nick Robinson** is Senior Investment Manager in het Global Emerging Markets Equity Team van Aberdeen. Robinson is vanaf 2000 werkzaam bij Aberdeen. Hij werkte acht jaar in het North American Equities Team, waarvoor hij drie jaar was gevestigd in de Verenigde Staten. In 2008 stapte hij over naar het Global Emerging Markets Equity team. Vervolgens vestigde hij zich in 2009 in São Paulo om daar Aberdeen's activiteiten in Brazilië op te starten. Sinds 2016 is hij weer werkzaam vanuit Londen.

Hardenberg: 'Ik vind dat het in feite de plicht is van een verantwoordelijke aandeelhouder om daar naar te kijken, want hij is immers mede-eigenaar van de onderneming. Daarom proberen wij ons te concentreren op portfolio's waarmee we in staat zijn invloed op het betreffende bedrijf uit te oefenen. We kijken altijd naar de competenties van de bestuurders en de onafhankelijkheid van de besturen. Er is een team, bestaande uit zo'n twaalf mensen, dat zich op dit soort kwesties richt. Als portfoliomanager wil ik samenwerken met dit team en het erover hebben waarom bepaalde ondernemingen die in onze portfolio zitten, een lage ESG-score hebben. Bijvoorbeeld omdat ze een bestuur hebben dat te groot is of ontevreden werknemers hebben, enzovoort. Actieve emerging market-beleggers hebben de mogelijkheid om ondernemingen te helpen positieve veranderingen te implementeren. Er is natuurlijk vaak sprake van culturele verschillen met de ontwikkelde markten, daar moet de geëngageerde emerging market belegger wel rekening mee houden.'

Robinson: 'Wij besteden heel veel tijd aan het bezig zijn met ondernemingen waarvan we aandeelhouder zijn. Het kan wel

een paar jaar duren voordat engagement zijn vruchten afwerpt. In het verleden ging het vooral om governance-issues, nu wordt meer nadruk gelegd op environment en social. We proberen de zwakke plekken in het ESG-management te ontdekken en daar samen met de onderneming wat aan te doen.'

Is er nog iets wat jullie kwijt willen?

Hardenberg: 'Het zogenoemde 'human element' van actieve emerging market-managers is van belang, in termen van hun geschiktheid om zich te engageren en echte verantwoordelijkheid te nemen als aandeelhouders van de bedrijven waarin zij beleggen.'

Bird: 'Als ik aan het werk ga, ben ik altijd blij dat ik met een asset class te maken heb waar ik fundamenteel in geloof. De afgelopen vier, vijf jaar waren er vooral negatieve geluiden over emerging markets te horen en is er veel geld uit die markten gestroomd. Nu staan nogal wat westerse landen onder druk en is het tij voor emerging markets gekeerd. Het hebben van een langetermijnvisie loont dus zeker.'

CONCLUSIE

Vergeleken met de ontwikkelde markten zijn emerging markets minder efficiënt, dus is het mogelijk de juiste bedrijven binnen het emerging markets-universum te selecteren en toegevoegde waarde te creëren. Die toegevoegde waarde zit ook zeker in de interactie tussen de belegger en de onderneming. Alleen actieve managers kunnen zich met het bedrijfsmanagement bemoeien. In emerging markets spelen geopolitieke spanningen een grote rol. Een belegger die in deze markten wil investeren, moet een langetermijnhorizon hebben. Een van de sleutels tot succes in bijna alle emerging countries is de steun die de overheid geeft aan de private sector om inventief te zijn.

Inmiddels beschikken de opkomende landen over betere kapitaalcontroles die moeten voorkomen dat winsten uit het eigen land wegvloeien. Emerging markets zijn tot begin 2016 geconfronteerd met een uitstroom van kapitaal. Dat draaide om, maar door de verkiezing van Donald Trump tot president van de Verenigde Staten kwam er weer een uitstroom op gang. Naarmate de tijd verstrijkt, zal waarschijnlijk blijken dat Trump geen bijzonder effectieve politicus is. Belangrijker is dat vooral grote emerging markets goede tekenen van stabilisatie en hervorming, alsmede winstherstel van ondernemingen laten zien. Zo bezien zijn de waarderingen daar relatief aantrekkelijk.