

VOORZITTER:

René van der Zeeuw, *APG Asset Management*

DEELNEMERS:

Steve Cook, *PineBridge Investments*

Menno Derks, *Sarona Asset Management*

David Furey, *State Street Global Advisors*

Kiran Nandra, *Pictet Asset Management*

Tom Niemans, *Altis Investment Management*

Jonathan Toub, *Aviva Investors*

Jeroen Verleun, *PGGM*

Naomi Waistell, *Newton Investment Management*

(a *BNY Mellon Company*)

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met PineBridge Investments, Sarona Asset Management, State Street Global Advisors, Pictet Asset Management, Aviva Investors, Newton Investment Management (a BNY Mellon company).

Foto's: Roger Cremers photography



EMERGING MARKETS BLIJVEN AANTREKKELIJK

Door Hans Amesz

Ondanks de wereldwijde groeivertraging maken emerging markets nog steeds een fatsoenlijke economische groei door. Consumenten uit de middenklasse worden welvarender en er is sprake van technologische vooruitgang. Institutionele beleggers zijn nog steeds onderwogen in emerging markets en in hun jongere broertjes, de frontier markets. Deze markten beloven volop groei, maar er zijn ook valkuilen, die een behendige belegger kan omzeilen.



Wat is de komende jaren de drijvende kracht achter de groei en performance van beleggingen in emerging markets?

Menno Derks: 'Het aantal mensen in de middenklasse zal met enkele miljarden toenemen. Al die mensen zijn op zoek naar betaalbare goederen en diensten van hoge kwaliteit. Wij willen beleggen in bedrijven die deze goederen en diensten kunnen leveren.'

Naomi Waistell: 'De volgende groeifase van de opkomende markten zal worden gedreven door de toenemende welvaart van consumenten uit de middenklasse. De meest aantrekkelijke kansen op lange termijn zien we daarom in de dienstensectoren met samengestelde bedrijven.'

Jonathan Toub: 'Technologische vooruitgang gaat in emerging markets heel snel. In veel gevallen is het innovatie-leiderschap zelfs verplaatst van developed markets naar emerging markets, hetgeen zowel de groei als de toekomstige resultaten in de betreffende opkomende landen ondersteunt.'

Steve Cook: 'Wat de schuldenkant betreft: de gezamenlijke schulden van de emerging markets zullen blijven toenemen en de komende vijf tot zeven jaar oplopen tot iets van 50% van het mondiale bruto binnenlands product. De beleggingscategorie emerging market debt zal alleen al vanuit dit perspectief blijven groeien.'

David Furey: 'Door de verdieping van de financiële systemen van emerging markets zullen de uitstaande schulden aanzienlijk toenemen. Banken en verzekeringsmaatschappijen, maar ook

> **René van der Zeeuw** is Managing Director bij APG Asset Management. Sinds 2009 is hij eindverantwoordelijke voor beleggingen in de opkomende aandelenmarkten van APG en tevens is hij per 2019 hoofd fundamentele aandelenbeleggingen voor zowel developed als emerging markets. Van der Zeeuw is bestuurder van het personeelspensioenfonds van APG en begon zijn carrière bij APG in 2008. Daarvoor was hij werkzaam bij Robeco en VPV.





> **Steve Cook** is Co-Head of Emerging Markets Fixed Income bij PineBridge Investments en verantwoordelijk voor alle aspecten van onderzoek, portefeuillebeheer, trading en marketing in verband met bedrijfsobligaties uit opkomende landen. Hij werkt sinds 2007 voor de maatschappij, is lid van het beleggingscomité voor obligaties van opkomende landen en maakt deel uit van het Fixed Income Asset Allocation-team. Cook heeft meer dan 25 jaar ervaring in bedrijfsobligaties van opkomende landen. Hij werkte onder meer als strateeg en onderzoeker bij Commerzbank AG, ABN AMRO, West LB en Barclays, waar hij zich concentreerde op de kredietmarkten van Azië, Latijns Amerika, Europa, het Midden-Oosten, Afrika en het GOS.

pensioenfondsen, hebben allemaal van nature een behoefte aan lokale, vastrentende instrumenten. Overigens moet elke stijging van schulden worden gezien in deze context, zowel het groeipotentieel van de betreffende economieën als de hogere inflatie.'

Kiran Nandra: 'De hervormingen binnen de emerging markets zijn gunstig voor aandelenbeleggers. Denk aan de schuldenafbouw in China en de belastingharmonisatie in India. Daarnaast opereren bedrijven in emerging markets, zeker die in China, steeds winstgericht – ook die bedrijven die deels in handen van de staat zijn. De rode draad is een grote beweging van kwantiteit naar kwaliteit.'

Tom Niemans: 'Er is sprake van wereldwijde groeivertraging, maar opkomende markten laten nog steeds een fatsoenlijke, min of meer stabiele, economische groei zien. Dus ook in de toekomst blijven opkomende markten aantrekkelijk om in te beleggen.'

Waar liggen de kansen voor emerging market aandelen en obligaties op lange termijn?

Waistell: 'De grote bevolkingen van China en India maken die landen zeer aantrekkelijk, omdat ze enorme doelmarkten en

zeer lange start- en landingsbanen voor groei bieden. De Chinese markt wordt echter gedomineerd door staatsbedrijven, die van oudsher een lager rendement behalen en mogelijk niet in het belang van de minderheidsaandeelhouders worden gerund. De Aziatische opkomende markten zijn de snelst groeiende economieën, maar het is mogelijk om aantrekkelijke bedrijven te vinden in elke opkomende markt. Zuid-Afrika is interessant omdat het een veel betere bestuursstructuur heeft dan veel andere markten.'

Niemans: 'Opkomende markten verschillen sterk van elkaar, bijvoorbeeld wat betreft hun groeipotentieel en de fase van de economische cyclus waar ze in zitten. China en India zijn de twee grootste opkomende markten, maar China is geenszins vergelijkbaar met India, net zoals Brazilië niet vergelijkbaar is met bijvoorbeeld Indonesië. Vietnam en Saoedi-Arabië zijn in opkomst, Argentinië veert hopelijk weer op. Er zijn dus volop kansen binnen de opkomende markten.'

Derks: 'Het is inderdaad belangrijk onderscheid te maken tussen de verschillende opkomende markten. Er is bijvoorbeeld sprake van heel verschillende consumentenbestedingen. Beleggers moeten zich vooral richten op lokale thema's. In sommige landen moet je met name investeren in basisgoederen en diensten als gezondheidszorg. In een land als Nigeria is imports substitutie van belang omdat bijna alles daar geïmporteerd wordt.'

Nandra: 'Op de lange termijn zijn de frontier markets heel interessant. Denk aan landen als Vietnam, Pakistan en Nigeria. Het groeipotentieel in deze landen is veel groter, mede doordat een deel van de productieketen daarnaartoe wordt verplaatst. Sommige van de huidige emerging markets zullen steeds meer op developed markets gaan lijken, met als gevolg een teruglopende groei.'

Jeroen Verleun: 'Beleggers alloceren te weinig naar emerging markets in het algemeen, mede door een home bias en familiarity bias. Er bestaan echter veel kansen. Wij hebben nogal wat fundamenteel onderzoek in emerging markets gedaan waaruit blijkt dat het lonend is in deze asset class te beleggen.'



Cook: 'Een van de goede dingen van emerging markets is dat het niet om één enkel land gaat. Het beleggingsuniversum is zeer divers. Daarom is het ook erg moeilijk om aan te geven welke factor op lange termijn het meeste succes oplevert.'

Toub: 'De snelheid waarmee veranderingen, bijvoorbeeld in e-commerce, hebben plaatsgevonden, heeft waarschijnlijk veel beleggers en waarnemers verrast. Ik ben ervan overtuigd dat het identificeren van en anticiperen op veranderingen kan leiden tot superieure beleggingsresultaten, ongeacht in welk land je investeert.'

Derks: 'Waarom wordt er niet veel meer in emerging markets belegd als zich kennelijk zulke grote kansen voordoen?'

Cook: 'Het grootste deel van de groei van emerging market debt is te danken aan binnenlandse beleggers. Vanuit die optiek kan de onderweging van emerging markets nog lang aanhouden.'

Niemans: 'Beleggers hebben een home bias. Buiten de eurozone krijgen ze met valutaffecten te maken. Het probleem met opkomende markten is dat de valutacomponent vaak niet zo goed te beheren is als je zou willen, hetgeen ongewenste risico's kan meebrengen.'

China is een buitengewoon grote markt, maar maakt slechts een klein deel uit van de portefeuilles van grote beleggers. Hoe zal dat over tien jaar zijn?

Furey: 'China is de op twee na grootste obligatiemarkt ter wereld, dus wat betreft markt cap-weging zouden grote obligatiebeleggers veel meer in China moeten zitten. Dit zal geleidelijk aan gebeuren. Binnen tien jaar kan je in vastrentend niet meer om China heen.'

Cook: 'De vraag is hoe groot het aandeel van China zal worden in de verschillende indices en welke middelen nodig zijn om de risico's adequaat in te schatten en het geld van klanten goed te beheren.'



Nandra: 'Er is nog een lange weg te gaan voordat we het punt bereiken dat de grote institutionele beleggers hun maximale exposure in China zullen bereiken. Het hangt ervan af hoe open en transparant China zal worden. Bovendien krijg je, als je toegang wilt krijgen tot de lokale Chinese markt, te maken met een grote verscheidenheid aan indices, die niet allemaal even helder zijn.'

Verleun: 'Als je kijkt naar de recente ervaringen met China, het Belt & Road-initiatief, de rol van de China Development Bank en de Export-Import Bank, zijn dat ontwikkelingen die in de gaten gehouden moeten worden. De vraag is of beleggers zich hierbij op hun gemak voelen.'

Hoe zal het landschap van emerging markets zich gaan ontwikkelen?

Waistell: 'Bij de lancering in 1988 vertegenwoordigden de opkomende markten 2% van het plafond van de wereldmarkt. Aangezien het overgrote deel van de wereldwijde economische groei afkomstig is van deze economieën, hoeveel groter zal hun aandeel zijn over nog eens dertig jaar? Is een verdubbeling tot 25% te ambitieus? Het hangt echt af van de ontwikkelingen in China.'

> **Menno Derks**, Partner & Managing Director Fund Investments bij Sarona Asset Management, is verantwoordelijk voor het selecteren, herzien en onderhandelen van investeringen in Private Equity fondsen en leidt Sarona's activiteiten in de marktonderzoeken en mapping, modellering en monitoring van de portfolio. Hiervoor heeft hij gewerkt bij PGGM als Senior Investment Manager en daarvoor bij FMO en ABN AMRO Asset Management, waar hij de investeringsfondsen ontwierp en lanceerde voor institutionele en privé-cliënten. Derks heeft een MA Business Engineering van de Universiteit van Twente en is CFA Charterholder.





> **David Furey** is hoofd van de Fixed Income Portfolio Strategy groep in EMEA bij State Street Global Advisors. In deze rol leidt hij een team investment professionals verantwoordelijk voor het vertegenwoordigen van de investeringsmogelijkheden over het totale fixed income-terrein. Het team is ook materiedeskundig om institutionele beleggers en hun adviseurs te helpen bij evaluaties van marktontwikkelingen, het beoordelen van de impact op hun portefeuilles en het identificeren van specifieke producten en oplossingen om risico's te beheren en te profiteren van kansen op de markt.

Nandra: 'De markten zullen transparanter worden. China is daarvan een goed voorbeeld. A-shares worden in de MSCI EM-index opgenomen omdat de overheid hervormingen doorvoert. China heeft bij een tekort op de lopende rekening buitenlandse financiering nodig. Om dat voor elkaar te krijgen, moeten ze wel transparanter worden. Wat betreft de reële economie zie je een hele duidelijke verschuiving van zware industrie naar consumenten-goederen en diensten.'

Gaat het bij beleggen in emerging markets meer om beta of vooral om het genereren van alpha?

Toub: 'Naar mijn mening draait het absoluut om alpha-generatie. Als het gaat om de vraag waar een actief beleggingsbeleid het meest effectief kan zijn, dan is het antwoord dat emerging markets met kop en schouders boven de rest uitsteken. Bottom-up, fundamenteel onderzoek gericht op het verwerven van non-consensus inzichten in specifieke aandelen, biedt enorme kansen om resultaten te behalen in een aanhoudend inefficiënte markt.'

Nandra: 'Actief beleggen is cruciaal in emerging markets. Markten werken er inefficiënter en zijn meer volatiel, en dat is een goede omgeving voor stockpickers. Tegelijkertijd zijn er

vraagtekens te zetten bij de indices. Neem India, daar zitten de benchmarks niet goed in elkaar. Dan mis je een heel universum aantrekkelijke bedrijven, domweg omdat ze niet in de index zitten.'

Niemans: 'Ik denk dat de werkelijke beta moeilijk te vangen is, omdat er geen sprake is van een homogene markt: er zijn talloze verschillende elementen die van invloed zijn op opkomende markten. Wat opkomende markten zo uniek maakt, zijn de alpha-kansen. Er is een grote diversiteit aan regio's, economieën, valuta's, sectoren en bedrijven. Bedrijven hebben vaak unieke karakteristieken. In een land als China bestaan trouwens nog talloze onontdekte bedrijven.'

Verleun: 'In emerging markets zijn de beheer- en transactiekosten over het algemeen hoger dan in ontwikkelde markten. Het is er moeilijker de beta, het netto-benchmark rendement, te repliceren. Daarom denk ik dat er ruimte is voor zowel passief als actief beleggen.'

Furey: 'Wij vinden ook dat er plaats is voor beide manieren van beleggen. Het leveren van alpha in opkomende markten is een enorme uitdaging, zeker wanneer markten zelf problemen ondervinden. Maar verbeteringen in marktliquiditeit hebben een groei aan oplossingen in indexering mogelijk gemaakt.'

Cook: 'Er is inderdaad plaats voor zowel actief als passief beleggen. Het is moeilijk om constant alpha aan elke cyclus toe te voegen. Actieve managers zouden passieve indices kunnen gebruiken, in termen van de instroom van cash. De uitdaging binnen een snel veranderende markt is dat de index er over een paar jaar waarschijnlijk heel anders zal uitzien.'

Waistell: 'Passief is niet de juiste aanpak voor opkomende markten, vanwege de samenstelling van de benchmark en het inherente risico dat daaraan verbonden is. Een voorbeeld hiervan is de exposure aan grondstoffen, die deels de oorzaak is van de hogere volatiliteit. Het najagen van een benchmark kan betekenen dat men capituleert en de prijzen op het verkeerde moment najaagt. De benchmark weerspiegelt ook niet de toekomstige groeimogelijkheden. Opkomende markten zijn inefficiënter, wat betekent dat ze een uitstekend jachtterrein



kunnen zijn voor actieve stock pickers, aangezien de mispricings langer kunnen aanhouden.'

Wat maakt beleggen in emerging markets anders dan beleggen in ontwikkelde markten?

Cook: 'Bedrijven en overheden in emerging markets hebben over het algemeen minder schulden dan die in ontwikkelde markten. Het kredietrisico is dus lager, maar je moet natuurlijk rekening houden met het emerging market-risico, het politieke risico en het landenrisico. Ik denk dat het daarom veel uitdagender is om te beleggen in emerging markets. Je hebt als belegger een andere set vaardigheden nodig. Het gaat niet alleen om het beoordelen van het bedrijfsrisico. Je moet een langetermijnvisie hebben en bereid zijn om twee tot drie maanden underperformance te aanvaarden.'

Waistell: 'In totaal is 25% van de bedrijven in de MSCI EM in handen van de staat. Daarnaast zijn er in opkomende markten veel meer familiebedrijven dan in ontwikkelde markten. Er is een veel breder spectrum van goede en slechte bedrijven, wat betekent dat er meer ruimte is voor waardecreatie voor actieve beleggers.'

Toub: 'Emerging markets zijn zeer heterogeen van aard. Daar moeten beleggers goed rekening mee houden. Ze moeten vooral letten op de politieke risico's en de culturele verschillen als ze beleggingsmogelijkheden willen identificeren in vergelijking met developed markets.'

Verleun: 'Bij emerging market debt gaat het om veel quasi-soevereine entiteiten. Je hebt kredietanalisten nodig die de balans van de emittent goed kunnen beoordelen en moet kijken naar zijn vermogen en bereidheid om te betalen in de context van de overheid.'

Nandra: 'Beurzen in emerging markets zijn veel meer momentum-gedreven. Een gerucht kan zaken heel snel in beweging zetten. Dat komt door de grote aanwezigheid van particuliere beleggers.'



Wat zijn de ingrediënten voor succesvol actief beleggen in opkomende markten?

Niemans: 'De ingrediënten zijn tot op zekere hoogte vergelijkbaar met andere markten: een stabiel, toegewijd beleggingsteam, een hoge convictieportefeuille en een combinatie van fundamenteel bottom-up aandelenselectie en top-down macro zijn essentieel. We adviseren een stijl neutrale opkomende markten-portefeuille omdat markt- en factortiming lastig is. Dit kan via een combinatie van stijlspecialisten of met core managers.'

Nandra: 'Je moet in de eerste plaats een duidelijke, overtuigende beleggingsfilosofie hebben. Daar vloeit alles uit voort. Zorg dat je de bedrijven waarin je wilt gaan investeren van binnen en buiten kent en kijk goed naar de waarderingen. Een aantrekkelijk bedrijf kopen is niet hetzelfde als het kopen van een aantrekkelijk aandeel.'

Verleun: 'Valuta is een notoir moeilijke asset class. Dat komt, denk ik, doordat de volatiliteit van de verschillende valuta's onderschat wordt. Als je kijkt naar de risico-rendementskenmerken is de rentecomponent aantrekkelijk, de valuta-component in veel mindere mate.'

> **Kiran Nandra** is sinds 2016 werkzaam bij Pictet Asset Management. Zij is Senior Product Specialist voor het Global Emerging Markets Equities team. Daarvoor werkte Nandra bij Wellington Management, waar ze Portfolio Specialist was. In 2003 begon ze bij Wellington. Eerst als Relationship Manager en daarna als Research Analyst van Europese en Latijns Amerikaanse banken. Nandra studeerde af aan de University College London met een LLB (eregraad) -diploma in Rechtsgeleerdheid.





> **Tom Niemans** is Senior Portfolio Manager binnen Altis Investment Management. Hij is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe vermogensbeheerders, alsmede het beheren van klantportefeuilles. Voordat hij in 2013 bij Altis in dienst kwam, werkte Niemans als Performance & Risk Analyst bij NN Investment Partners. Niemans heeft een master in International Business van de Universiteit van Maastricht. Hij is een CFA Charterholder.

Cook: 'Wij denken dat aanwezigheid van lokale analisten nodig is voor een beter gevoel voor - en een betere beoordeling van - wat er werkelijk leeft en speelt. Het is daarbij van belang om bedrijven in emerging markets daadwerkelijk te bezoeken.'

Derks: 'In emerging markets doen zich nogal wat schokken voor, dus moet je managers ter plaatse hebben die in staat zijn snel veranderingen door te voeren en zich aan die schokken aan te passen.'

Furey: 'Lokale aanwezigheid is niet alleen essentieel vanwege de taal, maar ook vanuit het oogpunt van uitvoering, vooral bij obligatiebeleggers.'

Toub: 'Lokale aanwezigheid is zeker belangrijk, maar essentieel bij aandeelbeleggen in emerging markets is het hanteren van een wereldwijd gecoördineerde aanpak. Als global sector analyst kan ik gelijksoortige ontwikkelingen in het hele investment-universum identificeren, leren van ontwikkelingen in andere markten en beter de sectordynamiek begrijpen. Hierdoor kunnen kansen worden gevonden die wellicht niet worden onderkend door lokale beleggers.'

Waistell: 'Het is van vitaal belang om duidelijkheid te hebben over het langetermijnproces en de beleggingsfilosofie. Laat je

niet leiden door de benchmark. Durf anders te zijn, om tot een beter resultaat te komen. Geduld is de sleutel. ROIC - WACC verspreiden is van vitaal belang.'

Wat rechtvaardigt een afzonderlijke allocatie aan aandelen uit opkomende markten en wat een afzonderlijke allocatie aan emerging market debt?

Verleun: 'Je moet het in de eerste plaats doen omdat de verschillende beleggingscategorieën verschillende vaardigheden van analisten vereisen. Verder dwingt regelgeving ons een onderscheid te maken.'

Furey: 'Emerging market debt vergt een andere mindset dan traditioneel schuldpapier. Bijvoorbeeld wat betreft de horizon waarover het succes van de belegging zou moeten worden beoordeeld. Die is misschien niet in overeenstemming met de beleggingsdoelstelling van een vastrentende portefeuille en dat rechtvaardigt een afzonderlijke allocatie naar emerging market debt.'

Derks: 'Interessant in dit verband is dat sommige Europese landen op vastrentend gebied misschien wel riskanter zijn dan sommige emerging markets.'

Furey: 'Binnen de Europese Unie zette het onvermogen van landen om hun valuta te devalueren inderdaad een opmerkelijke druk op obligaties, waarvan de schulden crisis in 2011, 2012 getuigt.'

Cook: 'Veel afzonderlijke allocaties worden gedreven door de klanten. Klanten die vooral gericht zijn op vastrentende waarden kunnen emerging market debt zien als het aanbrengen van diversificatie of als een aparte allocatie. Emerging market-aandelen vormen voor de meeste klanten een aparte component van de totale aandelenportefeuille.'

Het grootste deel van de groei van emerging market debt is te danken aan binnenlandse beleggers.



Waarom zijn beleggers in vastrentende waarden wereldwijd structureel onderwogen in emerging market debt?

Cook: 'Het zijn vooral regionale beleggers die emerging market debt hebben gekocht. Dat betekent dat grote vastrentende beleggers niet de belangrijkste kopers zijn geweest van dit door overheden, banken en bedrijven uitgegeven schuld papier. Daar komt bij dat een asset class waarvoor je niet beschikt over de vereiste managementcapaciteit natuurlijk als eerste onderwogen wordt. De gemiddelde institutionele belegger heeft 2% tot 3% emerging market debt in zijn wereldwijde vastrentende portefeuille zitten. Overigens, als die beleggers allemaal een forse inhaalslag zouden willen maken, is er onvoldoende emerging market schuld papier om aan de vraag te kunnen voldoen.'

Verdiene bedrijfsobligaties uit opkomende markten een afzonderlijke allocatie binnen emerging market debt/credits?

Verleun: 'De markt van bedrijfsobligaties uit emerging countries heeft nu een omvang van meer dan twee biljoen euro. Daarmee zijn de Amerikaanse en Europese high yield-markten ruimschoots ingehaald en komt deze markt qua omvang in de buurt van de euro-kredietmarkt. De risico-rendementsverhouding van de asset class bedrijfsobligaties uit emerging markets is heel aantrekkelijk. De dips zijn gering, het herstel is snel. Vorig jaar hield ze goed stand, dit jaar is de performance uitstekend. Het heeft een relatief korte duration en de spreadcompensatie per turn of leverage is interessant. De asset class kent zo'n 800 tot 900 emittenten en er komen elke maand nieuwe bedrijven bij.'

Furey: 'Ik denk wel dat beleggers nog steeds worstelen met de vraag wat de juiste strategische allocatie naar bedrijfsobligaties uit emerging markets zou moeten zijn, met als gevolg dat ze hun managers de ruimte laten om er tactisch op in te zetten.'



Hoe moeten we omgaan met ESG in emerging markets?

Derks: 'Al lang voordat ik in 2005 begon met beleggen in emerging markets, waren er beleggers die ESG erg belangrijk vonden. Nu hebben grote institutionele beleggers bijna allemaal een ESG-beleid dat zich uitstrekt tot emerging markets. Wij implementeren ESG per beleggingscategorie. Met betrekking tot bijvoorbeeld private equity maken wij actieplannen over milieu-, sociale en bestuurskwesties, waaraan het management wordt gekoppeld. Bij sollicitatiegesprekken blijkt hoe belangrijk vooral jongeren ESG vinden.'

Nandra: 'Voor mij is ESG-beleggen echt belangrijk, niet alleen in ontwikkelde maar ook in opkomende markten. Daarbij is het essentieel met bedrijven in contact te komen. Sommige ondernemingen, die slecht scoren wat betreft ESG, komen niet voor belegging in aanmerking, maar veel andere bedrijven proberen wij te bewegen verbeteringen op ESG-gebied aan te brengen. Je moet daadwerkelijk aan engagement doen en in gesprek gaan.'

Toub: 'Wij vinden het erg belangrijk om zowel vanuit een top-down als een bottom-up perspectief te werken. Het is van

> **Jonathan Toub** is als Portfolio Manager Emerging Markets & Asia Pacific-aandelen bij Aviva Investors verantwoordelijk voor Emerging Markets en Asia Pacific-aandelenstrategieën. In zijn vorige functie was Toub Portfolio Manager Global Emerging Markets bij Aberdeen Standard Investments. Daarvoor werkte hij als GEM Equity Portfolio Manager bij Collabrium Investment Advisors. Toub heeft een LLB (eregraad) Law van Kings College, Londen. Hij is tevens houder van het Investment Management Certificate en is CFA® Charterholder.





> **Jeroen Verleun** is sinds 2017 werkzaam bij PGGM als Senior Investment Manager in het External Management team, waar hij zich richt op Emerging Market Debt Local Currency en EM Corporate Debt. Hiervoor was Verleun werkzaam bij Aviva Investors en Barclays Capital in Fixed Income-research gerelateerde rollen. Daarnaast heeft hij werkervaring als Research Associate bij Harvard Business School. Verleun heeft Finance en Economie gestudeerd aan respectievelijk de Vrije Universiteit Amsterdam en Universiteit Utrecht en is tevens CFA en CAIA Charterholder.

belang bedrijven aan te moedigen de juiste beslissingen te nemen, met hen te praten over wat met name internationale beleggers van ze verwachten en daarmee de governance van de hele markt te verbeteren. Daarnaast moet je ook optrekken met overheden en regelgevers, om een speelveld te creëren waarbinnen aan een minimumniveau van ESG-regels wordt voldaan. Wij vinden ESG een ongelooflijk belangrijk onderdeel van ons mandaat als emerging markets-beleggers, en daarom is het uitgangspunt om ervoor te zorgen dat wij als voorbeeld functioneren dat door bedrijven kan worden nagevolgd.'

Niemans: 'Voor ons heeft ESG drie invalshoeken. Het begint bij de vermogensbeheerders zelf. Hoe benaderen ze ESG en is er een beleid op bedrijfsniveau? Wat is hun stemgedrag en engagementbeleid? De tweede invalshoek is meer strategie-specifiek. Is ESG geïntegreerd in het proces en onderdeel van de bottom up-selectie, of gaat het alleen om uitsluitingen? De derde invalshoek betreft de ESG-voetafdruk van de strategie. Wat is de totale ESG-score en is er een verbetering van de CO₂-voetafdruk? De meeste vermogensbeheerders richten zich vooral op de governance-aspecten, zoals voting & engagement en het veranderen van de bedrijfsstructuur. Ik denk dat er nog voldoende stappen kunnen worden gezet op het sociale en milieu-aspect.'

Waistell: 'Wij streven ernaar om ontrecting en waardeverlies door middel van governance te voorkomen. Er wordt steeds meer aandacht besteed aan E en S, die samenhangen met governance. Verbetering kan krachtiger zijn dan leiderschap, maar bedrijven moeten individueel worden beoordeeld. Superieure ESG moet het rendement verhogen en het risico verlagen.'

Cook: 'Zeker aan de schuldenkant is ESG altijd ingebed geweest in het emerging market proces. De G was duidelijk erg belangrijk, want daar komt het debiteurenrisico echt vandaan. We hebben behalve naar de governance ook altijd gekeken naar de sociale en milieuaspecten. ESG is een kritisch onderdeel van het proces, maar niet noodzakelijkerwijs de kern ervan. Niet alles draait om ESG.'

Verleun: 'Aan de vastrentende kant is de laatste jaren op ESG-gebied veel vooruitgang geboekt. Aan de aandelenkant zien we nu al sinds een jaar of vier impactbeleggen en de verwachting is dat dit ook aan de vastrentende kant sterker wordt opgepakt, onder andere door de uitgifte van green en social bonds voor specifieke initiatieven. Verder hebben pensioenfondsen en de Wereldbank een initiatief genomen om emerging countries te bewegen tot ESG-engagement. Ik ben in dit verband onder de indruk van hoe Colombia en Maleisië de energietransitie willen herfinancieren.'

Furey: 'Het kan een behoorlijke uitdaging zijn om van buitenaf invloed uit te oefenen op het ESG-beleid van sommige regeringen van opkomende landen. Er zijn enkele goede voorbeelden. Wij geloven dat het integreren van een kantelmechanisme in een overheidsschuldportefeuille van opkomende markten een betere aanpak is dan uitsluiting. Als de

Wat opkomende markten zo uniek maakt, zijn de alpha-kansen. Er is een grote diversiteit aan regio's, economieën, valuta's, sectoren en bedrijven.



> **Naomi Waistell** is sinds 2014 Portfolio Manager in het Emerging and Asian Equity team van Newton Investment Management (a BNY Mellon Company). Hiervoor werkte Waistell in het Europese en Wereldwijde aandelenteam. Zij is betrokken bij zowel de Newton Global Emerging Markets aandelen strategie als bij het Emerging Market Income Fund. Verder is zij co-chair van een van Newton's thematische leiderschapsgroepen en is ze lid van Newton's 'verantwoord investeren'-committee. Waistell begon bij Newton in 2010. Hiervoor werkte zij in het financiële consultancy bedrijf van Capita Group. Daarvoor was ze een associate bij Praefinium Partners IM. Waistell is een CFA Charterholder en heeft een BA (hons) en een MA.



score op ESG-gebied bijzonder slecht is, kan natuurlijk wel worden uitgesloten.'

Is het feit dat het heel moeilijk is om een dialoog aan te gaan een reden om deze niet aan te gaan?

Furey: 'Ik denk dat de meeste emerging countries zeker openstaan voor die discussies, zoals we bijvoorbeeld hebben gezien in het geval van Colombia. Het kan echter ook moeilijk zijn om invloed uit te oefenen op de agenda. Zo zijn er voorbeelden van opkomende landen die met onoorbare praktijken zijn weggekomen. Beleggers zouden een manier moeten vinden om landen ter verantwoording te roepen in deze situaties. Een vereniging?'

Toub: 'Ik ben het er volledig mee eens dat als je deel uitmaakt van een grotere organisatie, bijvoorbeeld de Asian Corporate Governance Association, het gemakkelijker is om je stem te laten horen, onder andere doordat je een groter gewicht in de

schaaft legt. Dat helpt om de overheden van emerging landen te sturen richting ESG best practices. We hebben het in dit verband al eerder over Maleisië gehad, waar we gesproken hebben met banken, regelgevers en overheden en we zijn blij om te zien dat op basis van onze betrokkenheid, zowel op bedrijfs- als op overheidsniveau, de zaken de goede kant op gaan. Wij hebben ook gesprekken gevoerd met Chinese banken en toezichthouders als lid van de Bank of England Financial Stability Taskforce on Climate Related Financial Disclosure. Doel van dit soort bezoeken is om ervaringen, uitdagingen en best practices te delen. En daarna te laten volgen door discussies over het belang van ESG en bijvoorbeeld gedegen risk management. Zonder dat soort activiteiten is het moeilijk een verbetering op systeemniveau te bewerkstelligen.'

Actief beleggen is cruciaal in emerging markets. Markten werken er inefficiënter en zijn meer volatiel.

CONCLUSIE

De volgende groeifase van de opkomende markten zal worden gedreven door de toenemende welvaart van de consumenten uit de middenklasse. Deze hervormingen zijn gunstig voor aandelen. Door een verdieping van de financiële systemen zullen de uitstaande schulden van die markten aanzienlijk toenemen. Opkomende markten verschillen sterk van elkaar, waardoor het erg moeilijk is om aan te geven welke factor op lange termijn het meeste succes oplevert. Emerging markets zullen in elk geval transparanter worden. Wat betreft de reële economie is er sprake van een duidelijke verschuiving van zware industrie naar consumentengoederen en diensten. Sommigen menen dat actief beleggen cruciaal is in

emerging markets. Anderen denken dat er ruimte is voor zowel passief als actief beleggen. De aanwezigheid van lokale analisten is nodig voor een beter gevoel van wat er werkelijk leeft in opkomende markten. In die markten doen zich nogal wat schokken voor, dus moet je managers hebben die in staat zijn zich snel aan te passen. Wat betreft ESG hebben grote institutionele beleggers allemaal een beleid dat zich uitstrekt tot emerging markets. Aan de aandelenkant bestaat al een aantal jaren impactbeleggen en de verwachting is dat dit ook aan de vastrentende kant sterker wordt opgepakt. Verder hebben pensioenfondsen en de Wereldbank een initiatief genomen om emerging countries te bewegen tot ESG-engagement.