

SMALL-CAPS, EEN WAARDEVOLLE TOEVOEGING AAN DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE VAN PENSIOENFONDSEN

Door Arjen de Boer en Arjen Tebbenhof

Small-caps, beursgenoteerde ondernemingen met een kleinere marktkapitalisatie, krijgen binnen de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen niet altijd de aandacht die ze verdienen. Maar ze kunnen wel degelijk waarde toevoegen.

Small-caps zijn interessant, niet in de laatste plaats door de zogenaamde small-cap premie. Verschillende wetenschappelijke onderzoeken tonen dit aan. Beleggers eisen een hoger rendement op aandelen met een kleinere marktkapitalisatie vanwege de lagere liquiditeit

en de beperkte coverage door analisten. Hierdoor hebben small-cap aandelen een zekere onderwaardering die op termijn kan worden goedge maakt, wat kan leiden tot een hoger rendement. Op het eerste gezicht lijken small-caps niet direct goed te passen bij het formaat en de doelstellingen van pensioenfondsen: aandelen in kleinere ondernemingen zijn minder liquide en wie alleen afgaat op het rendement van de small-cap indices, ziet over een langere termijn niet direct een hoger rendement dan bij large-caps. Maar daartegenover staat iets waar geen vermogensbeheerder in deze tijd omheen kan: het rendement op individuele small-caps kan wel degelijk hoger uitpakken. De best gerunde kleinere bedrijven bezitten in beginsel meer groeipotentieel dan de grote ondernemingen.

Dat de small-cap index het over een langere periode niet beter heeft gedaan dan de large-cap index, is verklaarbaar. De gemiddelde winstgroei van ondernemingen in de small-cap index is over langere tijd weliswaar vergelijkbaar met die van large-caps, maar het verschil in winstgroei binnen het small-cap universum is groot en ook veel groter dan in het universum van large-cap ondernemingen, zo blijkt onder meer uit onderzoek van MSCI. Het rendement van small-cap

De best gerunde kleinere bedrijven bezitten in beginsel meer groeipotentieel dan de grote ondernemingen.

aandelen wordt, veel meer dan bij large-caps, gedreven door aandeelspecifiek risico. En juist die mate van verschil in dispersie binnen de small-cap markt biedt mogelijkheden tot een goed rendement.

ACTIEF MANAGEMENT LOONT

De small-cap markt leent zich goed voor actief management. Met behulp van gedegen research is het mogelijk om de small-cap index te verslaan met een portefeuille met kwalitatief goede small-cap ondernemingen, die in staat zijn om sneller te groeien dan het gemiddelde van de index. De small-cap markt is minder efficiënt, mede als gevolg van een lagere coverage door



Arjen de Boer

analisten; nieuwe informatie wordt minder snel in aandelenkoersen verwerkt. Dit zijn juist bijzonder gunstige omstandigheden voor actieve managers.

Een actief gemanagede portefeuille met small-cap ondernemingen biedt dus kansen op een rendement dat beter is dan het rendement van de index. Maar waar moet een pensioenfonds op letten bij de inrichting daarvan? De volgende punten verdienen daarbij de aandacht.

REGIONAAL OF WERELDWIJD

Een small-cap portefeuille kan worden ingericht met wereldwijde en/of regionaal opererende managers. Een regionale manager heeft een aantal voordelen. Hij zit fysiek dicht bij de ondernemingen en heeft daardoor betere toegang tot het management. Bij small-cap ondernemingen is bedrijfsinformatie bovendien niet altijd beschikbaar in het Engels, met name in Azië. Lokale beleggingsteams die de taal wel beheersen hebben ook wat dat betreft een voordeel. Small-cap ondernemingen zijn over het algemeen nog meer gericht op de binnenlandse lokale markt. De impact van lokale economische omstandigheden en regelgeving zal als gevolg hiervan groter zijn voor small-cap ondernemingen. Het is daarom belangrijk om over een beleggingsteam te beschikken met een goede kennis van de regionale markt.

OPKOMENDE MARKTEN OF VOLWASSEN MARKTEN

De corporate governance en de kwaliteit van small-cap ondernemingen in opkomende markten is vaak minder goed dan in de ontwikkelde landen. De kwaliteit wordt echter vooral door de onderneming zelf bepaald en niet zozeer door de regio waar de onderneming actief is. Dit biedt dus kansen voor een small-cap aandelenstrategie. De beleggingskosten en operationele kosten in opkomende markten liggen wel hoger dan in ontwikkelde markten.

ALLOCATIE EN AANTAL MANAGERS

Bij een beperkte small-cap allocatie is de meest efficiënte oplossing de inzet van slechts één wereldwijde small-cap

manager, liefst een die werkt met lokale teams. Bij een grotere allocatie is een combinatie van regionale managers, eventueel aangevuld met een wereldwijd beleggende small-cap manager, samengevoegd in een multi-manager portefeuille, een betere oplossing. Door een juiste spreiding over verschillende strategieën en regio's, kan het rendements-risicoprofiel van het totale fonds worden verbeterd. Het toevoegen van extra managers zorgt daarnaast voor een betere liquiditeit, doordat de concentratie in het fonds afneemt. Tot slot hebben kwalitatief goede small-cap strategieën juist vanwege een mindere liquiditeit vaak ook een beperkte capaciteit en biedt een combinatie van meerdere managers in één fonds meer flexibiliteit.

KOSTEN

De beheervergoeding voor small-cap strategieën ligt hoger dan voor large-cap strategieën, maar is vergelijkbaar met de vergoedingen die voor andere, eveneens minder liquide, aandelenstrategieën gelden. Ook de transactiekosten voor small-cap beleggingen zijn over het algemeen hoger dan bij large-caps, voornamelijk vanwege de beperkte liquiditeit en hiermee gepaard gaande hogere bid-ask spread.

SMALL-CAPS EN INVESTMENTS BELIEFS

Voordat een pensioenfonds investeert in small-caps, zal het de beslissing willen toetsen aan de investment beliefs. De toegevoegde waarde van small-caps komt het meest tot zijn recht bij actief beleid, maar niet alle pensioenfondsen zijn overtuigd van de waarde van actief beheer. De beliefs moeten het dan ook niet uitsluiten. Daarnaast moet er voldoende vertrouwen zijn in de toegevoegde waarde van actief beheer van een small-cap portefeuille en in het bijkomende voordeel van een betere spreiding in de totale aandelenportefeuille.

RISICO- EN LIQUIDITEITSEISEN

Het rendement van small-cap aandelen kan meerdere jaren achterblijven bij het rendement van de aandelen van grotere



Arjen Tebbenhof

ondernemingen. Daarnaast zijn de transactiekosten hoog als op korte termijn de portefeuille te gelde moet worden gemaakt. Bij het vaststellen van het gewicht van small-cap aandelen in de portefeuille moet daarom rekening worden gehouden met de liquiditeitsbehoefte van het pensioenfonds in de toekomst en de wens om de portefeuille na grotere marktbevingen weer terug te sturen naar de strategische mix. Het rendement van small-cap aandelen kan sterker fluctueren dan dat van large-caps. Als de categorie onderdeel is van een goed gespreide portefeuille, wordt dit risico gedempt.

KANSHEBBERS OP GROEI

Het pensioenfonds dat met bovenstaande rekening houdt, zal gebaat zijn bij actief beheerde small-caps in de portefeuille. Het vinden van deze kleine kanshebbers op grote groei is iets waar je zeker nu aandacht aan moet geven. «

Dit artikel is geschreven door Arjen de Boer, Portfolio Manager, en Arjen Tebbenhof, Investment Strategist bij TKP Investments.