

Slimmer spreiden met small caps: drie redenen om nu in te stappen

Small caps zijn lange tijd de underdog geweest van de aandelenmarkt. Maar dat kan zomaar veranderen, betoogt Graham McCraw, Senior Equities Investment Specialist bij Aberdeen Investments. De waarderingen zijn aantrekkelijk, de rente daalt, en beleggers zoeken actiever dan ooit naar spreiding, in regio's, in sectoren, én in stijl.

Door Harry Geels

Wat zijn de voordelen van small caps in een breed gespreide portefeuille?

'Small caps kennen drie voordelen. Ten eerste hebben ze historisch gezien hogere rendementen opgeleverd dan grotere aandelen en we denken dat dit ook voor de toekomst zal gelden, ondanks tegenvallende prestaties in de laatste jaren. Aanvullend kan actief beheer nog extra rendement opleveren doordat er minder research wordt gedaan op small caps. Minder aandacht van analisten betekent vaak een lagere waardering. Er is hier dus meer ruimte om inefficiënties te benutten. Als we jaar op jaar kijken naar de top-100 stijgers, dan bestaat die gemiddeld genomen voor minimaal 80% uit small caps.

Ten tweede levert het toevoegen van small caps aan de portefeuille een diversificatie-effect op, vooral omdat small caps een andere sectorverdeling hebben dan large caps en meer lokaal gericht zijn, dus

minder afhankelijk van grote geopolitieke ontwikkelingen. Er zitten in het universum van small caps ook bedrijven die we helemaal niet tegenkomen bij de grotere aandelen. Dit is ook een argument dat we vaak horen van onze klanten die naar small cap alloceren.

Ten derde is er het groei-argument. Kleinere bedrijven kunnen gemakkelijker groeien. Ze hebben een grote markt te overwinnen, daar waar largecaps last kunnen krijgen van de wet van de remmende voorsprong. Small caps zijn ook wendbaarder en kunnen daardoor sneller op nieuwe trends inspringen.'

Waarom hebben small caps het de afgelopen jaren dan niet zo goed gedaan?

'Small caps hebben in de meeste regio's op jaarbasis een redelijk rendement opgeleverd. Het probleem is vooral de vergelijking met de large cap-indices, die historisch gezien een fenomenaal rendement hebben opgetekend. De goede prestatie van large caps is vooral het gevolg van een aantal bijzondere macro-economische trends, vooral die welke met geopolitieke onzekerheid gepaard zijn gegaan. Dan worden large caps vaak als veilige havens gezien. Verder heeft de snelle stijging van de rente small caps parten gespeeld, vooral in 2022, toen de rente exponentieel steeg en beleggers eigenlijk alle risicovollere aandelen van de hand deden. Verder heeft vooral de Magnificent 7 een opnieuw historische winststijging laten zien, eigenlijk ongebruikelijk voor dergelijke grote aandelen, wat we bijna een anomalie kunnen noemen.

Er speelt nog een andere factor mee: de samenstelling van de index. In Europa hebben in de afgelopen drie jaar een paar zwaargewichten de large cap-index aangevoerd, met Novo Nordisk, Shell, Novartis, SAP en HSBC, die allemaal met meer dan 50% zijn gestegen. Daarentegen betekent de enorme diversiteit van kleinere bedrijven dat het onmogelijk is voor een handvol namen - hoe goed ze ook presteren - om de hele index aan te sturen. Dit brengt ons weer bij het belang van een actieve benadering. Soms horen we ook nog andere argumenten die de recentere zwakke prestatie van small caps duiden, zoals de relatief zware lasten van allerlei regelgeving, of de visie dat ze relatief te illiquide zouden zijn voor grotere beleggers. Dit geldt wat ons betreft

'Klanten willen gezien de geopolitieke zorgen meer spreiding aanbrengen, niet alleen regionaal, maar ook sectoraal, en dat kan prima via small caps.'

niet voor het segment van small caps waarin wij actief zijn: de wat grotere small caps en mid caps die al jaren bestaan, met een duidelijk gevestigde naam, vaak leiders in de nichemarkt waarin ze opereren. Soms horen we ook het argument dat private markten aan cherry picking doen in het domein van kleinere aandelen. Dat kan zijn, maar wat ons betreft is de publieke markt voor small caps nog altijd groot genoeg. Er is hier geen gebrek aan goede ideeën.'

Zien we nu tekenen van een andere, wellicht normalere en voor small caps gunstigere beleggingsomgeving?

'Timing is altijd lastig. Niettemin spelen er nu een aantal factoren die weleens gunstig voor small caps kunnen uitpakken. Ten eerste waardering. In veel deelmarkten hebben small caps aanzienlijk gunstigere waarderingen dan large caps. Europese small caps zijn het goedkoopst van alle regio's. Ze worden nu verhandeld tegen een 12-maands koers-winst-verhouding (P/E) van 13,7. De laatste keer dat de relatieve waarderingen ten opzichte van large caps rond dit niveau lagen, was in 2008, tijdens het hoogtepunt van de wereldwijde financiële crisis. Dit was een periode van aanzienlijke stress op de financiële markten, en de vooruitzichten voor kleinere bedrijven waren uitdagend. Vandaag de dag zijn er weliswaar risico's, maar wij denken dat de vooruitzichten voor kleinere bedrijven ten opzichte van large caps veel gunstiger zijn dan in 2008. Dit maakt de huidige waarderingen bijzonder aantrekkelijk.

Waardering is op zichzelf geen timing-factor. We hebben katalysatoren nodig, en die zijn er. Klanten willen gezien de geopolitieke zorgen meer spreiding aanbrengen, niet alleen regionaal, maar ook sectoraal, en dat kan prima via small caps. We hebben de laatste maanden bijvoorbeeld meer dan ooit met onze Aziatische klanten gesproken, die Europa en meer specifiek Europese small caps als bron van spreiding zien. Er wordt ook meer gekeken naar spreiding over beleggingsstijlen. Een andere katalysator kan de nieuwe cyclus van dalende rentes zijn. De ECB heeft inmiddels enkele renteverlagingen doorgevoerd. De historie van ruim zeventig jaar toont aan dat small caps outperformen als de rente daalt. In de eerste twaalf maanden van een nieuwe dalende rentecyclus doen small



CV

Graham McCraw

Graham McCraw werkt al 14 jaar bij Aberdeen Investments als Senior Equity Investment Specialist. Hij is verantwoordelijk voor de ontwikkeling en commercialisering van de beleggingscategorie Aandelen. Samen met het beleggingsteam zorgt hij ervoor dat beleggers helder inzicht krijgen in de beleggingsfilosofie, het proces en de positionering. Hij is vooral actief in de ontwikkeling van de Smaller Companies-franchise.

caps het bijvoorbeeld bijna tweemaal zo goed als large caps.

Tot slot hebben we op dit moment te maken met nóg een belangrijk macro-event: de importtarieven. Opvallend is dat kleinere bedrijven in deze nieuwe economische werkelijkheid beter presteren dan hun grotere sectorgenoten in alle belangrijke regio's, behalve de VS, misschien gedreven door hun meer binnenlandse focus en wendbare bedrijfsmodellen.'

Waarom geloven jullie zo sterk in een actieve benadering voor small caps?

'Laat ik voorop stellen dat er in de meeste beleggingscategorieën een case voor passief én actief te maken is, ook bij small caps. Maar actief heeft wat ons betreft wel de voorkeur, vanwege de inefficiënties en de relatief hogere kosten voor de meeste passieve oplossingen. Sommige passieve small cap-oplossingen zijn niet veel goedkoper dan de actieve. Hoewel actieve small cap-managers het de laatste jaren moeilijk hebben gehad, zien we op de langere termijn een duidelijke outperformance van actieve small cap-managers. Dat geldt zeker ook voor onze strategie. Ons Europese fonds heeft het sinds oktober 2007 bijvoorbeeld ruim twee keer zo goed gedaan als de FTSE Small Cap Developed Europe.

Beleggers moeten bij actief natuurlijk accepteren dat er perioden van under-performance zijn. Dat is de prijs die betaald moet worden voor outperformance op de lange termijn. Het is nog relevant te melden dat bij small caps een derde van de aandelen het historisch gezien beter doet dan de index. Een passieve index is dus belast met een groot universum van minder presterende aandelen. Een ander punt is de research. Zoals gezegd worden small caps minder gevolgd. Maar ook de research die er over kleinere aandelen is, wordt vooral gedaan door 'sell side'-sectorspecialisten, die vaak te weinig toegespitst zijn op de individuele aandelen. Een actieve manager kan dus potentieel veel waarde toevoegen, mits hij in staat is goed om te gaan met alle data van de vele bedrijven.

Het beleggingsproces moet een goede mix zijn van kwantitatieve en kwalitatieve 'tools' en beslissingen. We kijken bijvoorbeeld met een kwantitatieve lens naar zo'n 1.000 bedrijven. Dit wordt aangevuld met diepgaand fundamenteel onderzoek, inclusief bedrijfsbezoeken en ontmoetingen met het management. Vooral bij small caps zijn bedrijfsbezoeken waardevol, omdat er meer transparantie is en belangrijke beslissers toegankelijker zijn. Tot slot nog een laatste opmerking over actief versus passief. Er is nog altijd te weinig ESG-informatie over kleinere bedrijven. De dekking van de datavendors neemt hier maar mondjesmaat toe. Duurzame beleggers kunnen dan lastig met passieve oplossingen uit de voeten.

Waarom is het belangrijk om verder te kijken dan het macro-economische plaatje?

'Bij diverse kleinere bedrijven kan de doorbraak naar een dominantere positie nog weleens op zich laten wachten. Ook kunnen macro-economische omstandigheden de kleinere bedrijven weleens langere tijd parten spelen. Het is zaak een lange beleggingshorizon te hanteren. Soms kunnen macrofactoren ineens wel een katalysator zijn. De veranderingen die nu in Duitsland plaatsvinden, met het investeringsplan van € 500 miljard, kan de vele goede kleinere Duitse en verder ook Europese bedrijven ineens een boost geven. Maar in onze ogen hebben de beste small caps geen specifiek macro-economisch klimaat nodig om op de lange termijn te presteren. Kijk naar Europa,

'We geloven dat beleggers nog te veel vastzitten in het ouderwetse paradigma dat 'Europa geen groei heeft en goedkoop is om een reden' en dat ze hierdoor kansen mislopen.'

waar de economische groei al jaren duidelijk minder is dan die in de rest van de wereld. Niettemin heeft onze Europese small cap-strategie het significant beter gedaan dan de wereldwijde economische groei. Een mooi voorbeeld is een van onze best presterende aandelen in de portefeuille, een Engels constructiebedrijf. Het land en de sector suggereren wellicht een lage groei. Top-down-beleggers zouden hier waarschijnlijk niet eens naar kijken. Maar met onze bottom-up benadering, waarin we zoeken naar groeibedrijven met veel kwaliteit in winst en management in een markt met een hoge toetredingsbarrière, hebben we hier een mooie stockpick gedaan. Een ander voorbeeld is Duitsland, tot voor kort een land dat gevangen heeft gezeten in een lange periode van weinig groei. Toch zijn diverse Duitse bedrijven de top-performers van de portefeuille geweest.'

Welke specifieke trend zien jullie nog meer in de markt voor small caps? Hoe beïnvloedt de handelsoorlog kleinere aandelen?

'Een algemene trend, zoals gezegd, is de toenemende interesse voor small caps vanuit institutionele beleggers. Eigenlijk vanuit de hele wereld, maar vooral vanuit Azië. Een andere trend is dat grotere beleggers naast passief large caps actief small caps kiezen. En er zit bij deze beleggers nog voldoende groeipotentieel. De Europese brede marktindex heeft bijvoorbeeld een gewicht van 14% in small caps. Diverse databronnen geven aan dat de meeste beleggers 'slechts' tussen de 7% en 10% in kleinere aandelen zitten. We geloven dat beleggers nog te veel vastzitten in het ouderwetse paradigma dat 'Europa geen groei heeft en goedkoop is om een reden' en dat ze hierdoor kansen mislopen.' ■

Disclaimer

As with any form of investing, the value of an investment is not guaranteed and an investor may receive less than they invested. abrdn Investments Ireland Limited, Netherlands Branch. WTC H-Tower, 20th Floor Zuidplein 166, 1077 XV Amsterdam, The Netherlands P.O. Box 79074, 1070 NC Amsterdam, The Netherlands. Registered with the trade register of the Chamber of Commerce of Amsterdam (Company No. 72893079). Aberdeen Investments Global is a business name of the foregoing entity.

IN HET KORT

Small caps leveren historisch gezien hogere rendementen en bieden kansen voor actief beheer dankzij geringere marktdekking en meer inefficiënties.

Small caps zorgen voor diversificatie dankzij een andere sectorstructuur en een lokale focus, wat ze minder afhankelijk maakt van geopolitieke risico's.

Kleine bedrijven kunnen sneller inspelen op trends en hebben ruimte om marktaandeel te winnen.

Vooral Europese small caps zijn nu goedkoop geprijsd en profiteren vaak bij dalende rente.