

VOORUITZICHTEN

Een actieve benadering van smallcaps uit de opkomende markten

mei 23, 2018

Heel wat beleggers negeren smallcap aandelen, en dat geldt zeker voor deze in de opkomende markten. Beleggers zouden meer aandacht kunnen besteden aan het kleinere segment van het marktspectrum, zegt het team van Franklin Templeton Emerging Markets Equity. Manraj Sekhon, Chetan Sehgal, Vikas Chiranewal en Krzysztof Musialik bekijken de kansen voor beleggers in dit segment, en leggen uit waarom zij geloven dat actieve beleggers toegevoegde waarde kunnen creëren.



[Manraj Sekhon, CFA](#)
[Chief Investment Officer](#)
[Franklin Templeton Emerging Markets Equity](#)



[Chetan Sehgal, CFA](#)
[Senior Managing Director, Director of Portfolio Management,](#)
[Franklin Templeton Emerging Markets Equity](#)



[Vikas Chiranewal, CFA](#)
[Senior Vice President, Senior Executive Director](#)
[Franklin Templeton Emerging Markets Equity](#)



[Krzysztof Musialik, CFA](#)
[Senior Vice President,](#)
[Templeton Asset Management \(Poland\) Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.,](#)
[Franklin Templeton Emerging Markets Equity](#)

Wij denken dat het smallcapsegment in de opkomende markten (OM) aantrekkelijke kansen biedt in het huidige beleggingsklimaat. Een groot aantal verkeerd geprijsde aandelen, marktinefficiënties en weinig research bieden immers heel wat kansen om alfa te creëren^[1]. Er bestaan echter verschillende misvattingen over de activaklasse, die volgens ons sterke verborgen punten heeft waarop een actieve belegger mogelijk kan inspelen.

Enkele misvattingen over smallcaps uit de OM

Het is geen 'niche' activaklasse

EM smallcaps zijn volgens ons helemaal geen nichebelegging, ondanks wijd verspreide misvattingen. De activaklasse vertegenwoordigt immers meer dan 24.870 bedrijven met een gezamenlijke marktkapitalisatie van bijna 10,2 biljoen USD en een dagelijkse omzet van meer dan 70 miljard dollar.^[2] Zoals de grafiek hieronder aantoont, is de totale liquiditeit binnen het smallcapsegment van de OM vergelijkbaar met die van largecaps uit de OM.

Smallcaps uit OM: kansen op basis van grootte

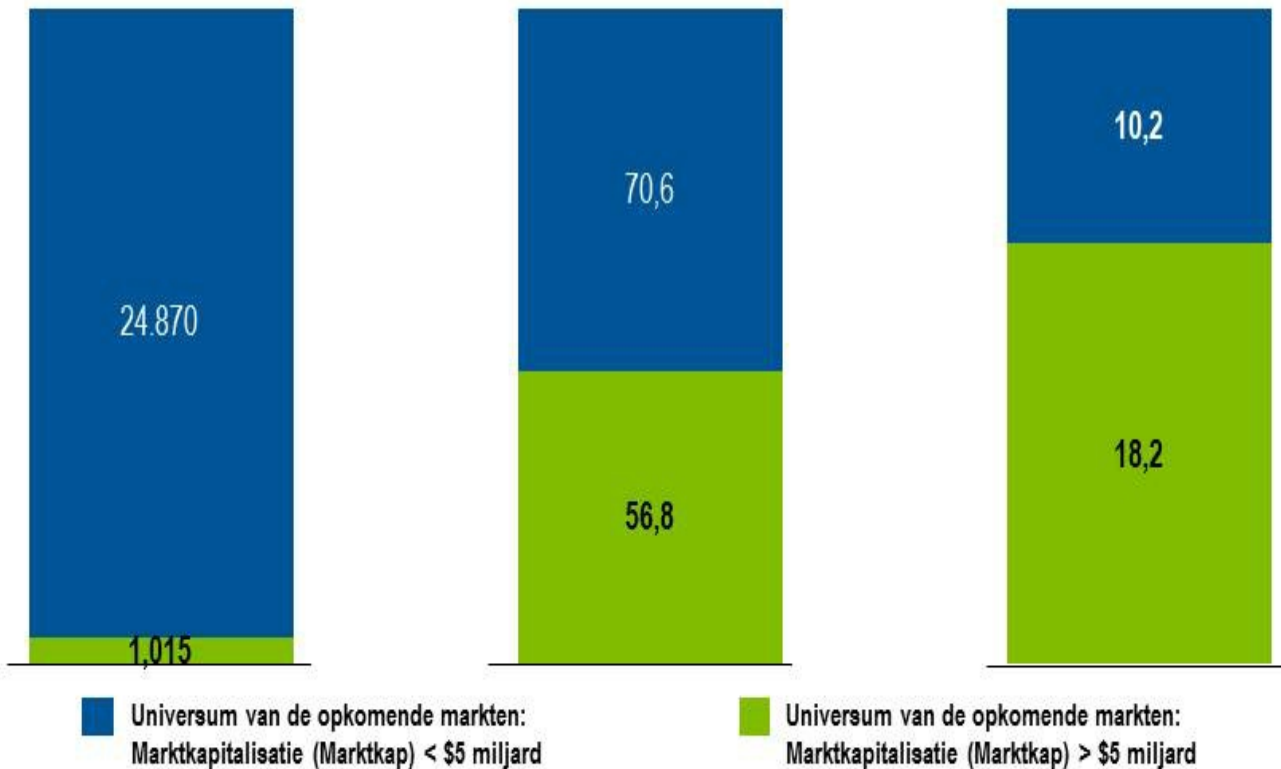
Ruim beleggingsuniversum



Beursgenoteerde bedrijven
Maart 2018

Dagelijkse omzet, miljard USD
Maart 2018

Marktkapitalisatie, biljoen USD
Maart 2018



Bron: Bloomberg, maart 2018. Beleggingsuniversum bestaat uit alle beursgenoteerde aandelen uit de opkomende markten. Alleen bedoeld ter illustratie en niet representatief voor enig fonds van Franklin Templeton. **In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.** Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

Volgens ons biedt de omvang van het smallcap beleggingsuniversum van de OM net heel wat kansen voor actieve beheerders, want er zijn heel wat mogelijkheden om verkeerd geprijsde bedrijven te vinden. In feite zijn smallcaps uit de OM doorgaans onevenredig in handen van binnenlandse privébeleggers, die vaker een kortere beleggingshorizon hebben dan buitenlandse institutionele beleggers en daardoor vaker handelen. Dat geeft een boost aan de liquiditeit.

Een goed voorbeeld hiervan is India. Beleggers kunnen hier immers kiezen uit een ruime waaier kleinere bedrijven, en de meeste daarvan zijn in handen van lokale beleggers. Het feit dat deze bedrijven onevenredig in handen zijn van lokale beleggers kan zorgen voor een niet-gecorrleerd meerrendement dat beleggers die zich richten op largecaps zouden kunnen negeren.

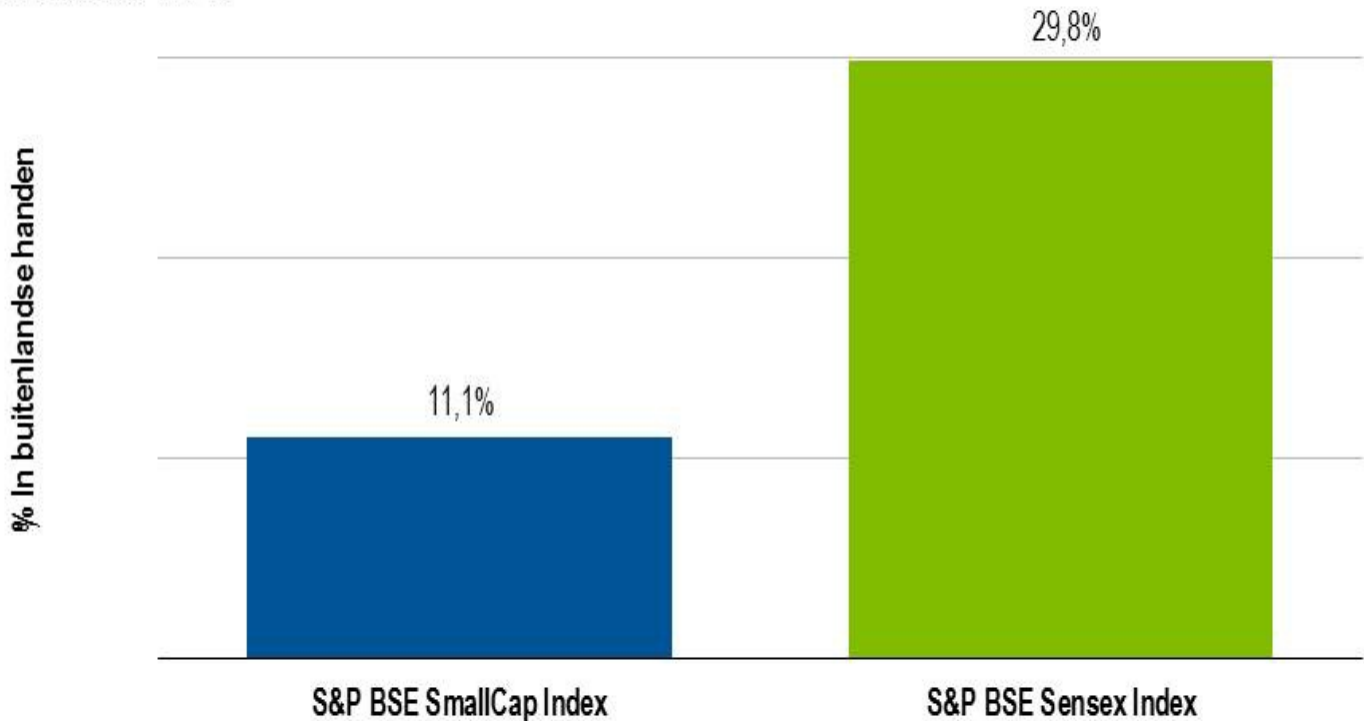
Smallcaps uit OM: Marktinefficiënties

Buitenlandse beleggers bezitten weinig Indische smallcaps



% Indische aandelen in buitenlandse handen

December 2017



Bron: AMFI, Bloomberg en Citi Research. Per december 2017. Alleen bedoeld ter illustratie en niet representatief voor enig fonds van Franklin Templeton. De S&P BSE Small Cap Index wil de onderste 15% van de totale marktkapitalisatie (marktkap) vertegenwoordigen van de S&P BSE AllCap Index, en is bedoeld om het smallcapsegment van de Indische aandelenbeurs te vertegenwoordigen. De S&P BSE Sensex Index wil de prestaties opmeten van de 30 grootste, meest liquide en financieel gezonde bedrijven binnen de belangrijkste sectoren van de Indische economie en die genoteerd zijn op de Bombay Stock Exchange (BSE) Ltd. Indexen worden niet beheerd en er kan niet direct in een index worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, kosten of verkoopkosten. **In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.** Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

Een belangrijk verschil tussen smallcaps uit de ontwikkelde markten en smallcaps uit de OM is dat smallcaps uit de OM in veel markten vaak nog steeds belangrijke spelers zijn op hun lokale markt; een marktkapitalisatie van bijna 5 miljard USD kan een vooraanstaand bedrijf binnen een bepaald land, index of sector vertegenwoordigen, misschien wel een gevestigd bedrijf met een lang en succesvol trackrecord. Heel wat van deze bedrijven zijn in handen van families of worden erdoor gecontroleerd en een groot aantal ervan zijn bedrijven met stabiele profielen, wanneer je dit vergelijkt met smallcaps uit de ontwikkelde markten.

Ze zijn niet automatisch een volatielere belegging

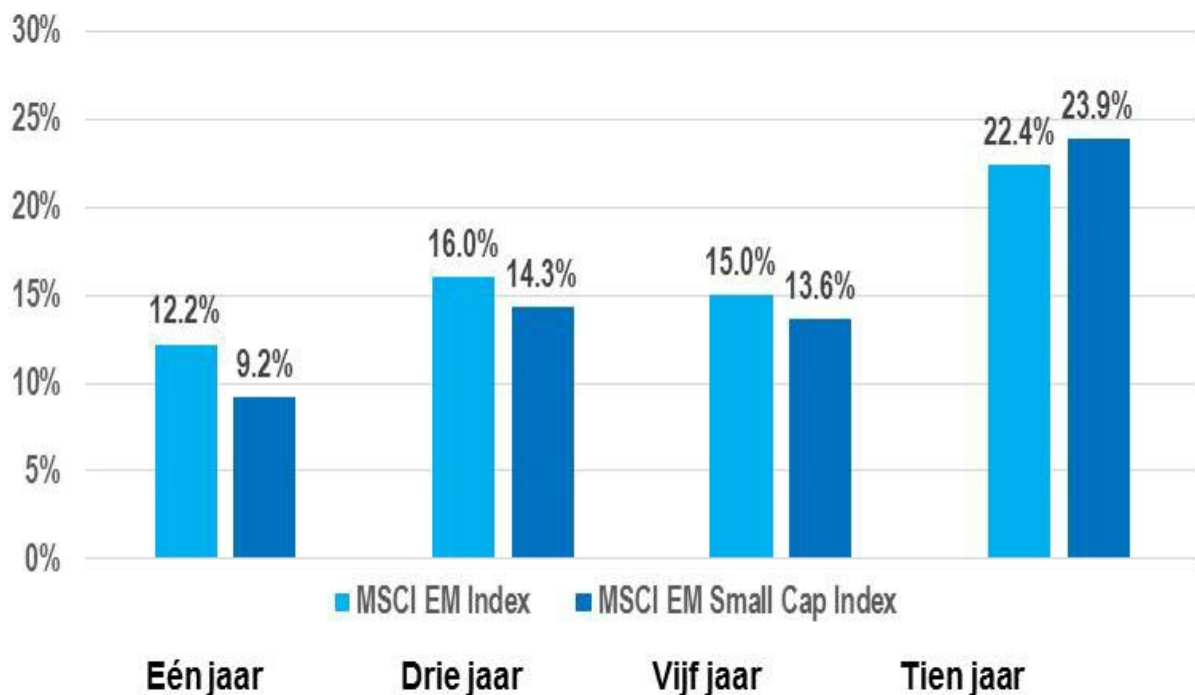
Een andere misvatting over beleggingen in smallcaps uit de OM is dat de volatiliteit van deze activa hoger ligt dan die van hun tegenhangers met een grotere marktkap. Net zoals andere beleggingen hebben ook smallcaps uit de OM reële en gepercipieerde risico's. Bepaalde van deze risico's gaan doorgaans gepaard met het aandelenuniversum van de OM, zoals hogere volatiliteit ten opzichte van de ontwikkelde markten.

Hoewel individuele aandelen inderdaad bijzonder volatiel kunnen zijn, liggen op basis van ons onderzoek de onderlinge correlaties^[3] van verschillende smallcapbedrijven uit de OM over het algemeen lager. Volgens ons kan dat voor een deel verklaard worden door de groei en diversiteit van de ondernemingen binnen dit beleggingssegment. Zo wordt een Zuid-Koreaans aandeel op het vlak van televisie en online shopping doorgaans niet beïnvloed door dezelfde factoren als een Indisch cementaandeel. Hierdoor kan het risico van de activaklasse worden gereduceerd. De totale volatiliteit van de MSCI EM Small Cap Index is in feite lager dan die van de MSCI EM Large Cap Index over de periodes van drie en vijf jaar per 31 december 2017, die u afgebeeld ziet in onderstaande grafiek.

Volatiliteit van smallcapaandelen uit OM ten opzichte van largecapaandelen



Per 31 maart 2018



Bron: Morningstar. Alleen bedoeld ter illustratie en niet representatief voor enig fonds van Franklin Templeton. **In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.**

Volatiliteit gemeten aan de hand van de standaardafwijking over de vermelde tijdsperiodes. De MSCI EM Small Cap Index is samengesteld uit smallcaps uit 24 opkomende landen. De MSCI EM Index is samengesteld uit large- en midcaps uit 24 opkomende landen. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, uitgaven en verkoopkosten. MSCI geeft geen garanties en kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enige gegevens van MSCI die in dit document zijn gereproduceerd. Verdere herverdeling of gebruik ervan is niet toegelaten. Dit verslag werd niet voorbereid of ondersteund door MSCI. Per maart 2018. Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

Genegeerd en weinig opgevolgd

Heel wat beleggingsbeheerders laten smallcaps uit de EM niet alleen links liggen, maar de activaklasse wordt aan de sell-side ook bijzonder weinig opgevolgd. Dit weerspiegelt niet alleen het enorme aantal bedrijven dat moet worden opgevolgd, maar ook het relatieve gebrek aan beschikbare informatie. Het is dan ook geen verrassing dat het gemiddelde aantal aandelenaanbevelingen voor smallcaps uit de OM een stuk lager ligt dan voor grotere aandelen. Veel smallcapaandelen worden ook in beperkte mate of zelfs helemaal niet opgevolgd door analisten.

Voor een groot aantal smallcap aandelen uit de OM buiten de MSCI EM Small Cap Index is er zelfs nog minder research beschikbaar. We denken dat dit een bijzonder groot voordeel is voor een actieve beheerder die rechtstreeks zulke bedrijven kan opvolgen, de kans om een relatief onbekend smallcapbedrijf uit de OM te vinden dat niet in de index zit en verkeerd geprijsd is, ligt veel hoger dan voor een groot bedrijf met veel analisten die er onderzoeksaanbevelingen over produceren.

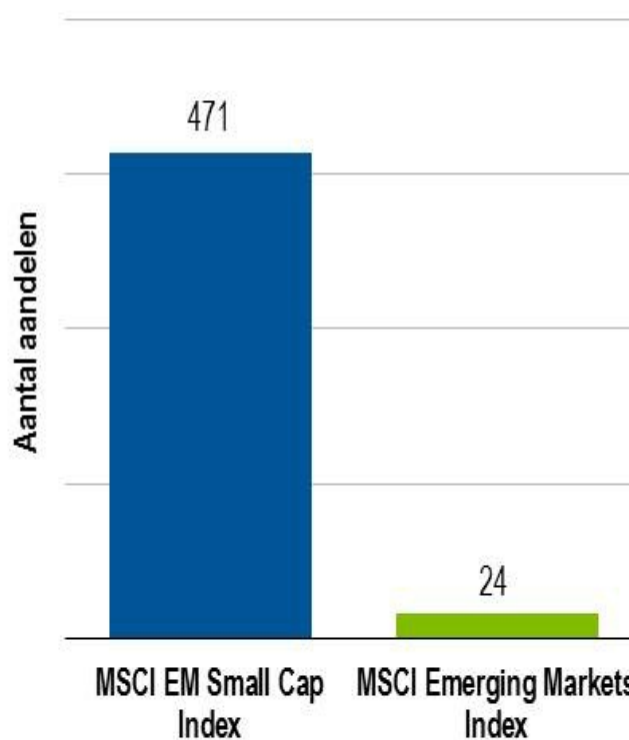
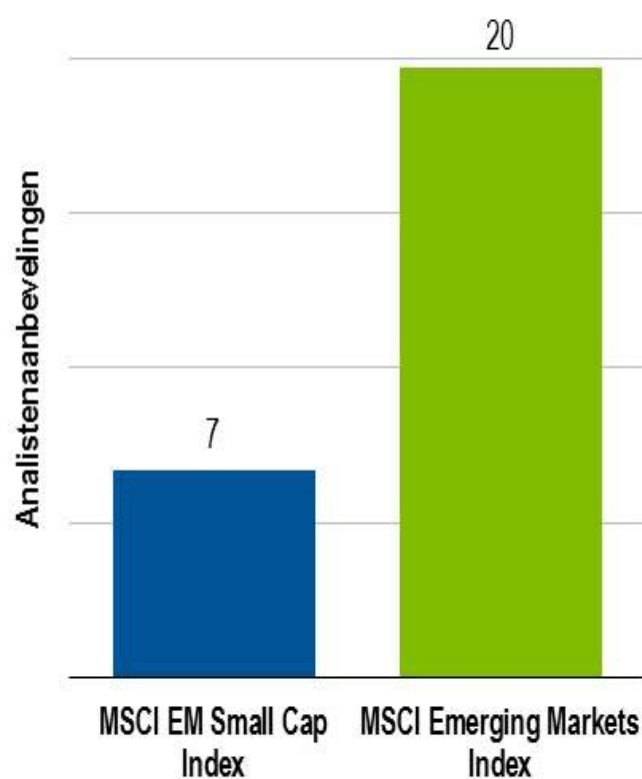
Smallcaps uit OM: weinig onderzoek

Zelfs naar indexaandelen gebeurt er erg weinig research



Gemiddelde sell-side analist
Aanbevelingen per indexaandeel
December 2017

Indexaandelen met één of geen aanbeveling
van de sell-side
December 2017



Bron: FactSet, per december 2017. Alleen bedoeld ter illustratie en niet representatief voor enig fonds van Franklin Templeton. **In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.**

De MSCI Emerging Market (EM) Small Cap Index is samengesteld uit smallcaps uit 24 opkomende landen. De MSCI EM Index is samengesteld uit large- en midcaps uit 24 opkomende landen. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, kosten of verkoopkosten. Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

Opnieuw de toegang veroveren tot lokale blootstelling om bestaande portefeuilles uit de OM aan te vullen.

Als we eens stilstaan bij het algemene succes dat de opkomende markten op lange termijn hebben behaald, als wereldwijde economieën en ook als aandelenactivaklasse, zijn veel van deze landen beter dan ooit geïntegreerd geraakt in de wereldeconomie. Het gevolg hiervan is dat de grootste en meest succesvolle bedrijven vaak in het buitenland zijn gaan uitbreiden en wereldwijd zijn gaan exporteren en investeren. Daaruit vloeit ook voort dat binnenlandse factoren niet langer allesbepalend zijn voor de aandelenkoersen van vele van deze aandelen. Voorbeelden van zulke bedrijven zijn bedrijven binnen de elektronica-, automobiel- of consumptiesector, die een groot deel van hun omzet genereren op ontwikkelde markten, in plaats van op de markten waar ze gebaseerd zijn.

Smallcaps uit de OM daarentegen bieden vaak net de blootstelling die heel wat beleggers naar de opkomende markten hebben gelokt. We denken dan aan binnenlandse vraag, gunstige demografie, lokale hervormingsinitiatieven en innovatieve nicheproducten.

De sectoren waaraan beleggers in smallcaps uit de OM zijn blootgesteld, verschillen bijgevolg aanzienlijk van die van aandelen met een grotere beurskapitalisatie. De MSCI Emerging Markets Index heeft in verhouding een onevenredig hoge blootstelling aan informatietechnologie en financiële waarden. De wereldwijde of landenspecifieke macro-economische trends hebben vaak een grotere invloed op deze sectoren. Het aandeel van staatsbedrijven bij de grotere aandelen ligt bovendien vaak hoger. Hoewel we vaststellen dat veel van deze staatsbedrijven goed beheerd worden, lopen de belangen van de uiteindelijke eigenaars ervan niet altijd gelijk met die van de minderheidsaandeelhouders.

Blootstellingen aan smallcaps uit de OM daarentegen zijn geconcentreerd in sectoren zoals duurzame consumptiegoederen en gezondheidszorg. Zulke bedrijven richten zich vaak meer op de lokale markt en vele ervan zijn relatief dominante spelers in kleinere sectoren. De meest succesvolle smallcaps uit de OM zullen gebruik maken van zo'n lokale sterkte om internationaal uit te breiden. Hierdoor kunnen ze op termijn gemakkelijker uitgroeien tot middelgrote of zelfs grote bedrijven.

Zelfs binnen een bepaalde sector kan de economische blootstelling aanzienlijk verschillen. In de materials sector bijvoorbeeld zijn mijnbouwbedrijven van nature meestal grote bedrijven, en worden ze in grote mate beïnvloed door factoren die niet samenhangen met hun thuismarkt, zoals wereldwijde grondstoffeprijzen.

Kleinere materialsbedrijven uit de OM zijn doorgaans ondernemingen met een grotere blootstelling aan lokale economische ontwikkeling en vraagfactoren. Een diversificatie in smallcaps uit de OM kan hierdoor zorgen voor blootstellingen die een aanvulling vormen op een bestaande allocatie naar de OM die meer gericht is op grotere bedrijven.

Op zoek gaan naar groei in een wereld die traag groeit

De opkomende markten zijn mogelijks een baken van hoop in een wereldwijd economisch klimaat dat soms onzeker is. In januari 2018 voorspelde het Internationaal Monetair Fonds dat het wereldwijde bruto binnenlands product (bbp) in 2018 met 3,9% zou groeien.[\[4\]](#) Zoals dit steevast het geval is geweest, ligt het verwachte groeipercentage voor de opkomende markten met 4,9% een stuk boven het wereldwijde cijfer.[\[5\]](#) In een dergelijk klimaat kan een belegging in smallcaps uit de OM blootstelling geven aan veel van de snelst groeiende bedrijven in de snelst groeiende landen ter wereld.

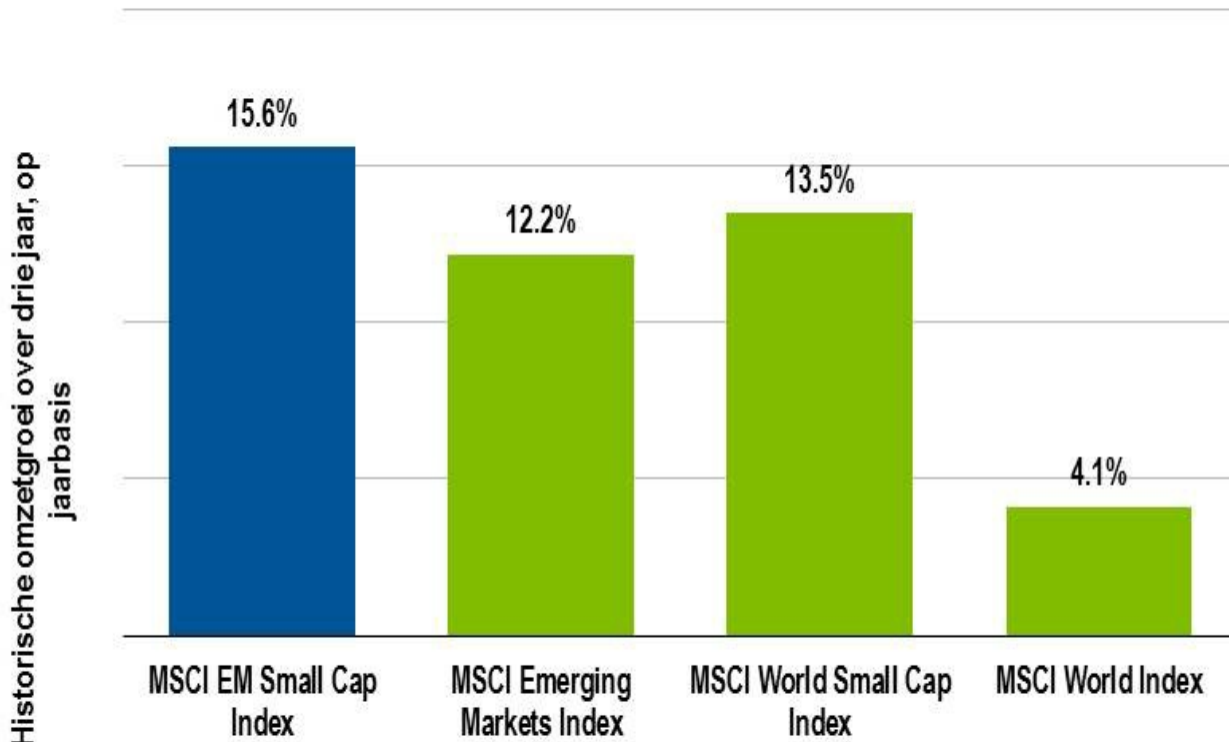
Het loont ook nog eens de moeite om te onderstrepen dat de omzetgroei van veel kleinere bedrijven vaak organisch is, en afkomstig is van lokale marktfactoren in plaats van wereldwijde macro-economische factoren. Naast de organische groei kunnen smallcaps uit de OM hun aandelenkoersen ook zien stijgen dankzij de opname in een index (waardoor passieve beleggers meer gaan investeren, en de sell-side analisten meer research gaan verrichten, waardoor ook actieve fondsen waarschijnlijk zullen beleggen). Bovendien zijn het ook potentiële kandidaten voor fusies en overnames. Dit zijn groeifactoren die in grote mate los staan van macro-economische variabelen.

Smallcaps uit OM: Groei

Hogere omzetgroei voor bedrijven uit de OM



Per december 2017



Bron: MSCI, per december 2017. Alleen bedoeld ter illustratie en niet representatief voor enig fonds van Franklin Templeton. **In het verleden behaalde rendementen zijn geen garantie voor de toekomst.**

MSCI geeft geen garanties en kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enige gegevens van MSCI die in dit document zijn gereproduceerd. Verdere herverdeling of gebruik ervan is niet toegelaten. Dit verslag werd niet voorbereid of ondersteund door MSCI. De MSCI EM Small Cap Index is samengesteld uit smallcaps uit 24 opkomende landen. De MSCI Emerging Markets Index is samengesteld uit largecaps en midcaps uit 24 opkomende landen. De MSCI World Small Cap Index is samengesteld uit smallcaps uit 23 landen met een ontwikkelde markt. De MSCI World Index is samengesteld uit largecaps en midcaps uit 23 landen met een ontwikkelde markt. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, kosten of verkoopkosten.

Een actieve benadering

Zoals besproken heeft de MSCI EM Small Cap Index een specifieke samenstelling. Hij is eerder gericht op de sectoren van de duurzame consumptiegoederen, materials en industrials. Actieve beleggers hoeven daar geen rekening mee te houden indien zij menen dat de beste aandelenideeën die toegevoegde waarde kunnen creëren zich elders bevinden, of indien deze blootstellingen niet geschikt zijn in het huidige beleggingsklimaat.

Het belangrijkste om te onthouden is wellicht dat er heel wat smallcaps uit de OM zijn die waarschijnlijk klein zullen blijven. Dat kan het gevolg zijn van problemen met hun deugdelijk bestuur, een weinig kwalitatief management, een gebrek aan marktgroei of andere factoren. De rol van een actieve beheerder ligt in het bepalen welke smallcapbedrijven uit de OM op lange termijn zullen slagen. De focus hierbij ligt op het reduceren van het neerwaartse risico en bijgevolg het verbeteren van de voor risico gecorrigeerde rendementen.

Bij Franklin Templeton Emerging Markets Equity zijn we ervan overtuigd dat het smallcapsegment uit de OM een dankbaar segment is voor actieve beheerders die zich kunnen richten op risicomanagement en groeifactoren op lange termijn voor deze activaklasse. Ons onderzoek naar smallcaps uit de OM wordt gedreven door een uitgebreid lokaal team van meer dan 80 portefeuillebeheerders en analisten in 20 kantoren over de hele wereld. Hierdoor kunnen we regelmatig directe ontmoetingen hebben met potentiële beleggingen en de bedrijven waarin we beleggen.

Aan de hand van onze bottom-up beleggingsaanpak op lange termijn die steunt op sterke convicties, kunnen we beleggen in ondernemingen met een sterk managementteam, waarvan we overtuigd zijn dat ze de juiste strategische keuzes kunnen maken.

CFA® en Chartered Financial Analyst® zijn handelsmerken die eigendom zijn van CFA Institute.

De verklaringen, meningen en analyses in dit document zijn alleen bedoeld ter informatie en mogen niet worden beschouwd als individueel beleggingsadvies of als een aanbeveling om in enig effect te beleggen of om enige beleggingsstrategie te volgen. Aangezien de markt en de economie snel kunnen evolueren, gelden verklaringen, meningen en analyses op de datum van de publicatie en kunnen ze zonder kennisgeving worden gewijzigd. Dit document is niet bedoeld als een volledige analyse van elk belangrijk feit over een land, regio, markt, sector, belegging of strategie.

Belangrijke juridische informatie

Alle beleggingen gaan met risico's gepaard, waaronder een mogelijk verlies van het ingelegde kapitaal. Beleggingen in buitenlandse effecten houden speciale risico's in, zoals wisselkoersschommelingen, een onstabiel economisch klimaat en politieke ontwikkelingen. Beleggingen in landen met een opkomende markt, waar frontiermarkten een onderdeel van zijn, gaan gepaard met grotere risico's die verband houden met dezelfde factoren, boven op de risico's die verbonden zijn aan hun relatief geringe omvang, de lagere liquiditeit en het gebrek aan een gevestigd wettelijk, politiek, zakelijk en sociaal kader om effectenmarkten te ondersteunen. Omdat deze kaders doorgaans nog minder ontwikkeld zijn op de frontiermarkten, en gelet op diverse factoren zoals het hogere risico van extreme koersvolatiliteit, illiquiditeit, handelsbarrières en deviezencontroles, gelden de risico's van de opkomende markten nog sterker voor frontiermarkten. Aandelenkoersen vertonen soms snelle en scherpe schommelingen als gevolg van factoren die een invloed hebben op individuele bedrijven, specifieke sectoren of bedrijfstakken, of op de algemene marktomstandigheden. De technologiesector kan in belangrijke mate worden getroffen door bestaande technologie die achterhaald wordt, korte productcycli, dalende prijzen en winsten, concurrentie van nieuwe marktspelers alsook algemene economische omstandigheden.

[1] De alfa meet het verschil tussen het reële rendement van een fonds en zijn verwachte rendementen, gelet op zijn risiconiveau die gemeten wordt door zijn bèta. Een positieve alfa geeft aan dat het fonds beter heeft gepresteerd dan zijn bèta zou voorspellen. Een negatieve alfa daarentegen geeft aan dat een fonds minder goed heeft gepresteerd, gelet op de verwachtingen gecreëerd door de bèta van het fonds. Bepaalde beleggers beschouwen de alfa als een graadmeter voor de waarde die wordt gecreëerd of vernietigd door de fondsbeheerder.

[2] Bronnen: Bloomberg, per 31 maart 2018. Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

[3] Correlatie meet de mate waarin twee beleggingen in gelijke mate evolueren. Correlatie zal schommelen tussen 1 (perfecte positieve correlatie, waarbij twee onderdelen historisch in dezelfde richting zijn geëvolueerd) en -1 (perfecte negatieve correlatie, waarbij twee onderdelen historisch in de tegenovergestelde richting zijn geëvolueerd).

[4] Bron: Internationaal Monetair Fonds, World Economic Outlook, januari 2018. Er kan niet worden gegarandeerd dat schattingen, verwachtingen of prognoses werkelijkheid zullen worden.

[5] Ibid.