



# Kleiner is fijner

‘Boutiques beleggen beter’. Die stelling klinkt goed en wordt vaak gebruikt. Wetenschappelijk onderbouwd ook, maar zo zwart-wit is het ook weer niet altijd.

door Peter van Kleef

In de queeste naar alpha raken fondsbeleggers niet zelden onder de indruk van kleine, vaak gespecialiseerde beleggingsboutiques. Fondshuizen met een goed verhaal, die bovendien vaak ook pronken met fraaie rendementen. Bovendien hebben beleggers – het zijn soms net mensen – in de regel een zwak voor de kleine spelers in de markt die zich dapper staande houden in het marketinggeweld van de grote fondshuizen. Maar aan het eind van de dag geldt voor beleggers toch de vraag of er echt extra rendement gegenereerd wordt. ‘Do boutiques have an edge?’ Onder die titel verscheen in 2011 research van eigen bodem, van Alexander Freund, een master thesis aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. De vraag stellen bleek makkelijker dan beantwoorden. Alleen al de definitie van boutiques – aanbieders van een beperkt aantal beleggingsfondsen – bleek niet voorhanden in wetenschappelijke literatuur. Freund baseerde zich voor zijn onderzoek op meer populairwetenschappelijke criteria voor het definiëren van boutiques:

- Een aanzienlijk deel van de boutique is in handen van het beleggingsteam (partnerships).
- Fondsbeheerders zitten in hun eigen fondsen.
- Focus op niches (specialistische fondsen).
- Toewijding aan een heldere en onderscheidende beleggingsstijl.
- Geconcentreerde portefeuilles.
- Actief beheer van de fondsen.
- Beperkt aantal fondsen.

# BELEGGINGSFONDSEN



Freund vergeleek de performance van 142 beleggingsfondsen van in totaal twaalf boutiques met 2343 fondsen van twaalf van de grootste fondshuizen over een periode van tien jaar. "Op de lange termijn blijken boutiques wel degelijk beter te presteren, maar op kortere perioden zijn de resultaten gemengd. Over één tot twee jaar blijken de verschillen arbitrair, maar over een periode van drie, vijf of tien jaar doen de kleinere fondshuizen het beter." De outperformance is niet echt significant, stelt Freund en de oorzaken van de iets hogere alpha zijn moeilijk bloot te leggen. "In mijn onderzoek verwijs ik naar de active share-studie van Antti Petajisto en Martijn Cremers. Moeilijk ligt een deel van de extra alpha die boutiques weten te genereren aan de vrijheid die ze hebben om van een index af te wijken." Over de periode van tien jaar, van 2000 tot 2010, blijken de actieve beheerders over de hele breedte niet heel succesvol te zijn geweest. Fondsen van boutiques genereerden in die periode gemiddeld een negatieve alpha van 0,032304, de fondsen van grote fondshuizen deden het iets slechter: -0,048241. Freund noemt die relatieve outperformance "statistisch significant" en stelt in zijn thesis dat het voor beleggers die voor de lange termijn beleggen "heel interessant is een aantal fondsen van boutiques in de portefeuille op te nemen".

Frank de Jong (Universiteit van Tilburg) en Loes Wingens (Kempen Capital Management) deden onderzoek over ongeveer dezelfde periode, 1998 tot 2008. Zij waren op zoek naar de invloed van de structuur van fonds-aanbieders op rendementen. Zij trokken de conclusie dat onafhankelijke fondshuizen (boutiques) beter presteerden dan de fondsen van grote, publieke ondernemingen. De performance van de fondsen werd volgens De Jong en Wingens positief beïnvloed door een betere focus, kleiner beheerd vermogen en dito aantal fondsen dat worden aangeboden. Dat is in lijn met de bevindingen van John Bogle, oprichter van Vanguard. Die trok in 2005 op basis van eigen onderzoek al de conclusie dat fondsen van onafhankelijke huizen gemiddeld 70% van de peers achter zich laten. Bogle kapittelt de verandering van grote aanbieders van vermogensbeheerders tot marketeers.

## Kanttekeningen

Toch zijn er ook voldoende kanttekeningen te maken bij een te zwart-wit beeld (klein

is goed, groot is slecht). Zo zijn lang niet alle boutiques even succesvol. In Nederland zijn hui - zen als Middle Europe Invest - ments (tegenwoordig Palmer Capital) of Intereffekt voorbeel - den van kleine fonds-aanbie - ders die, ondanks dat ze aan een aantal boutique-criteria voldoen, niet altijd even suc - cesvol zijn gebleken. En boven -

dien zijn de zogenaamde grote spelers in de markt soms ook boutiques in disguise. Zo is BlackRock de grootste vermogensbeheerder ter wereld, maar herbergt deze assetmana - ger een aantal in-house boutiques die hun eigen beleggingsstijl hanteren en ondertus - sen wel meeprofiteren van de schaalvoor - delen en research die BlackRock heeft. Ook huizen als Bank of New York Mellon en Legg Mason zijn samengestelde assetmanagers, feitelijk opgebouwd uit een reeks boutiques.

De focus op bepaalde regio's kan een groot voordeel zijn – denk aan de expertise van de Zweedse boutique East Capital in Oost-Europa of van het Noorse Odin in de offshore- en maritieme sector – maar het maakt de aanbieders ook kwetsbaar als juist in de regio of niche de volatiliteit en risi - coaversie toeneemt. Tot slot zijn boutiques

in de regel ook een stukje duurder dan de fondsen van grote aanbieders. Elk voordeel heeft zijn nadeel. En, niet te onderschatten, vaak komen boutiques pas op de radar van beleggers, distributeurs en private banks als ze al jaren goed presteren. Met dat succes komt ook het gevaar om de hoek kijken dat de hang naar verdere groei de karakteristie - ken van een boutique aantast. Carmignac is daarvan misschien wel het beste voorbeeld. In vier jaar tijd groeide die Franse vermo - gensbeheerder uit van een relatief kleine en onbekende boutique tot een gerenommeerd fondshuis dat met Carmignac Patrimoine het grootste fonds van Europa herbergt.

## Cultuurbewaking

Cultuurbewaking is voor boutiques dan ook een heikel punt, ook voor Comgest en Skagen, twee fondsen die in het onderzoek van Freund onder de boutiques werden ge - schaard – net als Carmignac toen nog. De weg die Carmignac ingeslagen is, is niet de weg van Comgest en Skagen, stellen respec - tievelijk Lodewijk van der Kroft en Michiel Krauss die in Nederland deze twee bou - tiques vertegenwoordigen. "Bij Skagen zijn we geen kwartaalgedreven performance - jagers", stelt Krauss. "We communiceren steeds duidelijk dat we langetermijnbeleg -

## De Vijf van Vetter

(Jeroen Vetter, oprichter SNS Fundcoach, CIO Capital Guards)

Jeroen Vetter introduceerde tal van boutiques op de Nederlandse markt via SNS Fundcoach. Vijf van zijn wijsheden:

1. De omvang van het belegd vermogen is veelal één van de belangrijkste redenen dat het succes niet eeuwig door kan gaan. Als geld de enige drijfveer is, is het op - passen geblijven.
2. Niet alle boutiques worden een succes. Veel haken naar verloop van tijd af door tegenvallende resultaten of doordat ze te weinig vermogen ophalen. Maar een groot aantal boutique-managers die jarenlang goed presteren ziet na verloop van tijd dat de geldkraan wordt opengedraaid en er grote bedragen in hun fond - sen stromen.
3. Boutique-managers doen het beter maar het profijt zit hem vooral in de periode dat nog vrijwel niemand de beheerder kent. Het is dus zaak in een vroeg stadium al belegd te zijn in een boutique-fonds en de groei en prestaties doorlopend te blijven monitoren om er op tijd weer uit te zijn.
4. Fondsen van fonds-fabrieken worden beheerd door een beheerder in loondienst, die meestal niet zijn eigen vermogen in het fonds belegt en dus vaak minder be - trokken is bij de resultaten.
5. Veel goede beheerders die hun eigen boutique starten doen dat deels omdat ze de politiek die hoort bij een grotere organisatie zat zijn, volledig hun eigen me - ning en visie in het beleggingsbeleid willen door laten klinken.

gers zijn. Doordat de vier oprichters nog steeds eigenaar zijn, hebben we daar ook de ruimte voor." Skagen is volledig in handen van de oprichters en het personeel. De fondsbeheerders zijn contractueel verplicht in hun eigen fondsen te beleggen. Een deel van de winstdeling vloeit automatisch daarheen om alignment of interest met de klanten te waarborgen. "De oprichters zijn echte hoeders van de Skagen-cultuur. Ze hebben de kernwaarden duidelijk geformuleerd – en op die kernwaarden wordt iedereen ook jaarlijks beoordeeld: opgewektheid, teamplay, toewijding, betrouwbaarheid en uniciteit." Volgens Krauss streeft Skagen er niet alleen naar een goed voor risico-gecorrigeerd rendement te behalen maar ook het beste jongetje van de klas te zijn in communicatie en service. "Performance is uiteraard belangrijk, maar dat moet gepaard gaan met uitstekende dienstverlening en heldere communicatie." Opvallend is verder dat Skagen zonder analisten werkt. "Wij willen niet dat fondsmanagers uiteindelijk toch maar aandelen kopen om een sectoranalist te vriend te houden. Bij ons is een fondsbeheerder generalist, expert en beslissingnemer. Dan is meteen duidelijk wie verantwoordelijk is." Volgens Krauss wil Skagen geen star managers, maar een teampresentatie. "De beheerteams worden zo samengesteld dat vertrekkende fondsbeheerders intern kunnen worden opgevangen met behoud van de huisstijl."



je door schade en schande wijs op dat punt." Nieuwe werknemers beginnen bij Comgest als analist, met als doelstelling om zo snel mogelijk door te stromen richting portefeuillebeheer. Wie langer dan drie jaar in dienst is, kan aandeelhouder worden. De vermogensbeheerder is volledig eigendom van directie en personeel. "Aandelen moet je kopen, je krijgt ze niet. En het is niet zo dat de oprichters een meerderheid hebben. Back office-personeel heeft een derde van het aandelenkapitaal in bezit." Het bijzondere is dat iedereen van elkaar weet hoeveel aandelen de ander heeft. "Dat hoort bij de bedrijfscultuur. Je moet elke dag bewijzen waarom je de grootste aap in de boom bent en het hoogste salaris en de meeste aandelen hebt." Comgest beheert alleen aandelenfondsen. Het zit volgens Van der Kroft niet in de cultuur om anderen ook fondsen in andere asset classes aan te bieden. "Een paar jaar geleden was 130/30 hip, maar wij deden niet mee. Als je short wilt gaan, moet je vinger aan de knoppen houden. Wij zijn langetermijnbeleggers. De fondsbeheerders moeten naar



de centrale hal I open om op een Bloombergterminal de actuele koersen te checken. Het frivoolste dat wij ons gepermitteerd hebben, is – op verzoek van een institutionele klant – een aandelen opkomende marktenfonds met een hedgestrategie op de VIX-index."

## Gezond verstand

Wie denkt met een handvol topfondsen van boutiques snel rijk te kunnen worden, komt ongetwijfeld van een koude kermis thuis. Maar door de jaren heen hebben fondsen als Skagen Global, Skagen Kon-Tiki, Comgest Growth Europe hun index mijlenver achter zich gelaten. Veel meer dan de alpha die boutiques over de hele breedte toevoegen ten opzichte van de grote fondshuizen. Dat kan alleen maar betekenen dat ook bij boutiques soms bleederfondsen onvermijdelijk zijn. Beleggers blijven bij hun fondspicking aangewezen op het gezonde verstand en behoorlijk huiswerk. Vasthouden aan de oude boutique-cultuur is voorwaarde nummer één en veel belangrijker dan rendementen uit het verleden en zelfs dan 'harde criteria' als vermogen onder beheer of het aantal fondsen. Een groei van die laatste twee maakt de cultuurbewaking er natuurlijk niet eenvoudiger op. Soms is kleiner gewoon fijner. ✓

## Van Eldiks Blick

(Henk van Eldik, CIO Mutual Fund Consulting)

Henk van Eldik adviseert vanuit Luxemburg institutionele beleggers, onder meer bij selectie van boutiques. Wat onderscheidt volgens hem een goede beleggingsboutique? "Als je voor het grote geld en de beroemdheid gaat, ga voor een van de grote namen werken en de kans daarop is vele malen groter. Of om het in de woorden van Ron Wood van de Stones uit te drukken op de vraag wat hij prefereerde: seks, drugs of rock & roll? Zijn simpele antwoord: rock & roll. De seks en drugs komen vanzelf. Maar wat zijn dan die punten die van een boutique een goede boutique maken?"

1. Overtuiging en commitment. De manager heeft een bepaalde beleggingstijl en blijft daaraan trouw. Door dit alsmat verder aan te scherpen, wordt hij hier steeds beter in. Hij onderscheidt zich van de massa door in jaren waarin zijn stijl minder werkt, gewoon door te gaan en blijft bij zijn overtuiging.
2. De manager heeft zijn eigen geld belegd in de strategie, zodat zijn belangen in lijn staan met zijn beleggers. Dit hoeft niet zijn gehele kapitaal te zijn, maar als het slechts een klein gedeelte is, moet je je afvragen waarom dit zo is.
3. De manager is bij voorkeur eigenaar van zijn onderneming, maar heeft zeker geen grootaandeelhouder, waardoor hij in bepaalde situaties onder druk kan komen te staan om andere prioriteiten te stellen dan het rendement voor zijn klant.

## Grootste aap

De eigendomstructuur van Comgest is al even helder. De twee oprichters van de vermogensbeheerder (anno 1985), Wedig von Gaudecker en Jean-Francois Canton zijn als commissaris nog steeds nauw betrokken en nog altijd mede-eigenaar. De stijl die zij introduceerden, die van 'luie beleggers', wordt nog altijd gehanteerd door Comgest. "Wij hebben een soort holdingaanpak. Idealiter zouden we onze posities nooit verkopen. De Franse assetmanager werkt met geconcentreerde portefeuilles van zo'n 25 (in Europa) tot ongeveer 40 (in opkomende markten) posities. "We weten heel goed wat we niet willen. Voordat we een aandeel kopen stellen we onszelf een paar vragen: willen we in deze sector zitten? – we hebben nog nooit één westerse bank in portefeuille gehad – en willen we met deze mensen in zee? Zeker in opkomende markten word