

Door Pieter Wind,
directeur marketingcommunicatie ING Investment Management

Over kammen en scheren

Er lijkt een nieuw buzzword in de beleggingsindustrie te ontstaan: 'active share'. Als we recente perspublicaties mogen geloven, is dit de maatstaf die in beleggingsland de jongens onderscheidt van de mannen. Belangrijk nieuws dus voor beleggers in beleggingsfondsen.

Active share is simpel de weging van de individuele titels in een portefeuille minus de weging van individuele titels van de desbetreffende benchmark. Uit onderzoek van Cremers en Petajisto blijkt dat fondsen met een hoge active share het beter doen dan fondsen met een lage active share. Koren op de molen van de toezichthouder die onder verwijzing naar dit onderzoek aangeeft dat fondsen met een lage active share, ofwel zogenaamde 'index huggers', beter vervangen kunnen worden door trackers. Immers: dezelfde waar voor minder geld. De toezichthouder legt hier een heel ander verband, namelijk dat tussen de mate van activiteit en het kostenniveau.

Ik word altijd achterdochtig als een gouden kalf wordt aanbeden. Voor mij aanleiding om me eens te verdiepen in de aangehaalde studie. Wie de publicatie van Cremers en Petajisto doorneemt, ziet toch wel dat meer genuanceerde conclusies noodzakelijk zijn. Gemakshalve wordt vergeten dat het wetenschappelijke onderzoek niet alleen active share meeneemt, maar gebaseerd is op de combinatie van active share met de 'tracking error'.

Wel lijkt het active share gemiddeld genomen een belangrijke aanwijzing te zijn voor gemiddeld genomen relatief goede beleggingsresultaten. Maar let wel, de studie heeft betrekking op Amerikaanse aandelenbeleggingsfondsen. Amerika kent een zeer brede markt met dito brede benchmarks. Aldus kunnen makkelijk hoge active shares worden bereikt, terwijl voldoende spreiding gehandhaafd kan worden; dit in tegenstelling tot de beperkte Nederlandse aandelenmarkt. Het toepassen van conclusies op minder grote of zelfs kleine markten dient dus met enige omzichtigheid te gebeuren.

Vergeten wordt verder dat de studie aangeeft dat de omvang van een fonds van invloed is op de hoogte van het active share. Logisch, maar hierdoor lopen de op de Nederlandse aandelenmarkt georiënteerde grote beleggingsfondsen dus een dubbele achterstand op. Je zult maar meer dan een miljard moeten beleggen in Nederland zonder 5%-belangen te willen nemen!

Daarnaast is active share niet de enige maatstaf van activiteit binnen een portefeuille. Laten we niet vergeten dat het niet gaat om gemiddelden, maar om de verhouding tussen prijs en prestatie van individuele beleggingsfondsen. Als een Nederlands aandelenfonds met een laag active share het qua performance na kosten net iets beter doet dan een Nederlandse tracker na kosten, is dat dan fout? Natuurlijk niet! Kortom, de berichtgeving is oppervlakkig en scheert veel over één kam.

Ik denk dat het active share een interessante aanwijzing is voor de mate van actief beheer van portefeuilles, mits dit gerelateerd wordt aan zowel de omvang van de markt waarin wordt belegd, als aan de omvang van de te vergelijken fondsen. Ik zie het onderzoek als aansporing dergelijke informatie met onze klanten te gaan delen. Gewaakt moet worden voor generalisaties, voor een heiligerverklaring en/of heksenjacht. Er is zoals gezegd alle reden tot meer nuancering. Meer diepgaande berichtgeving, oog voor de context en minder snel 'jumping to conclusions' is noodzakelijk. Tenslotte is active share niet de doelstelling van een beleggingsfonds, maar hooguit een middel om beter te presteren, gegeven alle restricties. ■

kan ook een verborgen waarde creëren. De totale overnamesom is niet veel meer dan de aanschafwaarde van het vastgoed. Het zou interessant zijn te weten wat de actuele waarde van het vastgoed is.

Om een voorbeeld te geven: onderdeel van de vastgoedportefeuille is een lap grond van ruim zes hectare in het centrum van Helmond. Gamma verkocht textieldochter Vlisco, maar bleef eigenaar van de grond en de panden aldaar. De nieuwe eigenaar van Vlisco, het Britse Actis, betaalt daarvoor een jaarlijks te indexerende huursom van op dit moment 2 miljoen euro per jaar. Het huurcontract loopt tien jaar en kan driemaal met vijf jaar verlengd worden. Gamma zal de huuropbrengst in de eerste paar jaar aanwenden om de vervuilde bodem onder het terrein te saneren.

Dit is een stuk grond waar de gemeente Helmond in de toekomst best interesse in zou kunnen hebben. Volgens de website van de gemeente beginnen de prijzen voor bedrijventerreinen bij 135 euro per vierkante meter en de prijzen van grond voor woningen in de vrije sector kunnen oplopen tot 322 euro per vierkante meter. Als je bedenkt dat bedrijventerreinen in binnensteden niet zelden worden herontwikkeld tot woonwijken, kan dit terrein ooit een aardig bedrag opleveren. En ook op basis van de huidige huurinkomsten van 2 miljoen euro per jaar is een waarde van 20 miljoen euro niet extreem optimistisch. Afgezien van de bodemsanering zijn de kosten voor onderhoud van de gebouwen namelijk voor de huurder, bevestigde Gamma.

AAN DE LAGE KANT

De in gang gezette sterke winstontwikkeling bij Gamma en de conservatieve waardering van het vastgoed zijn twee redenen om aan te nemen dat het bod van 29 euro aan de lage kant is. Hopelijk geeft het biedingsbericht een geloofwaardige onderbouwing voor deze prijs. ■

