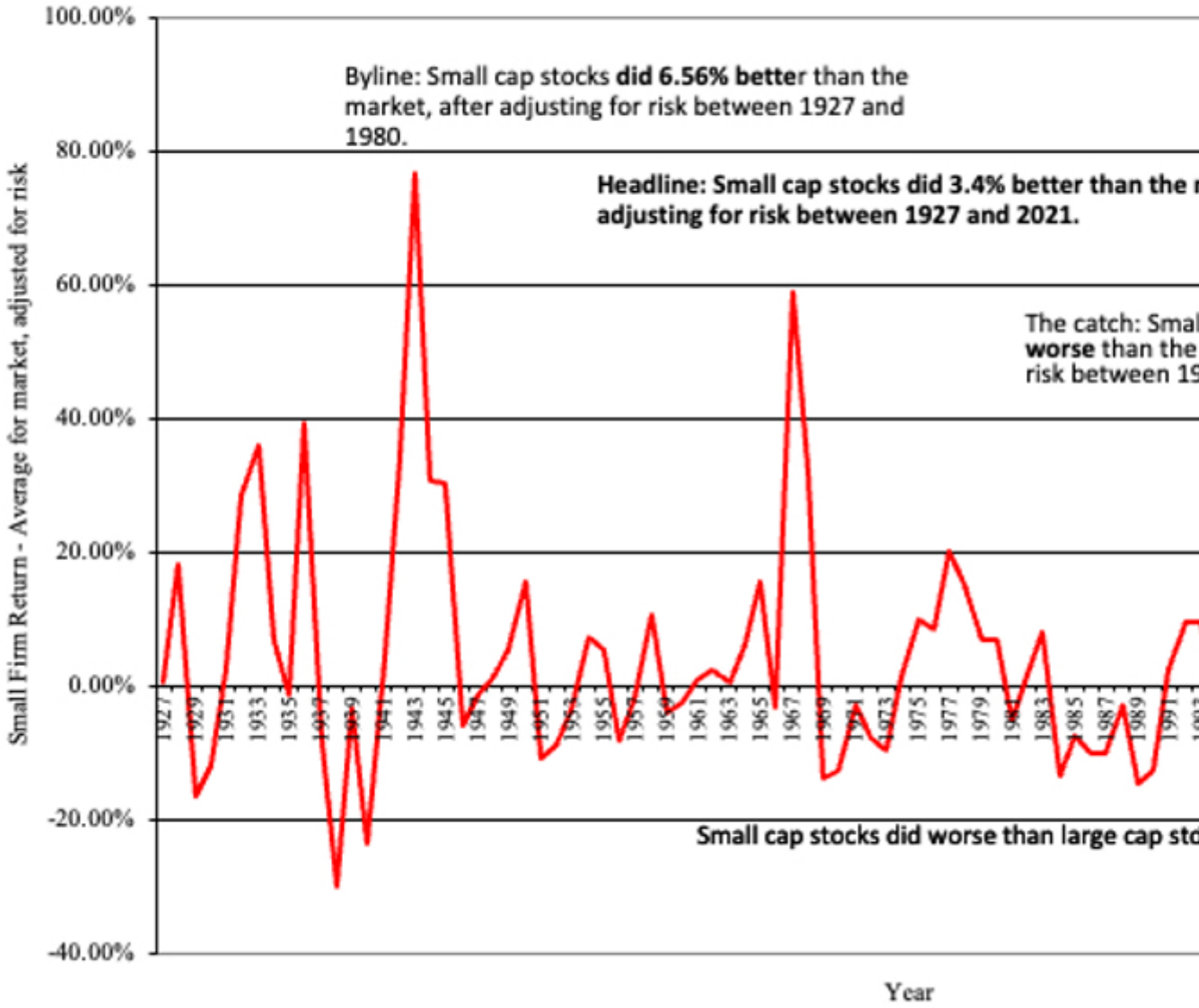
Large caps versus small caps

Beschrijving

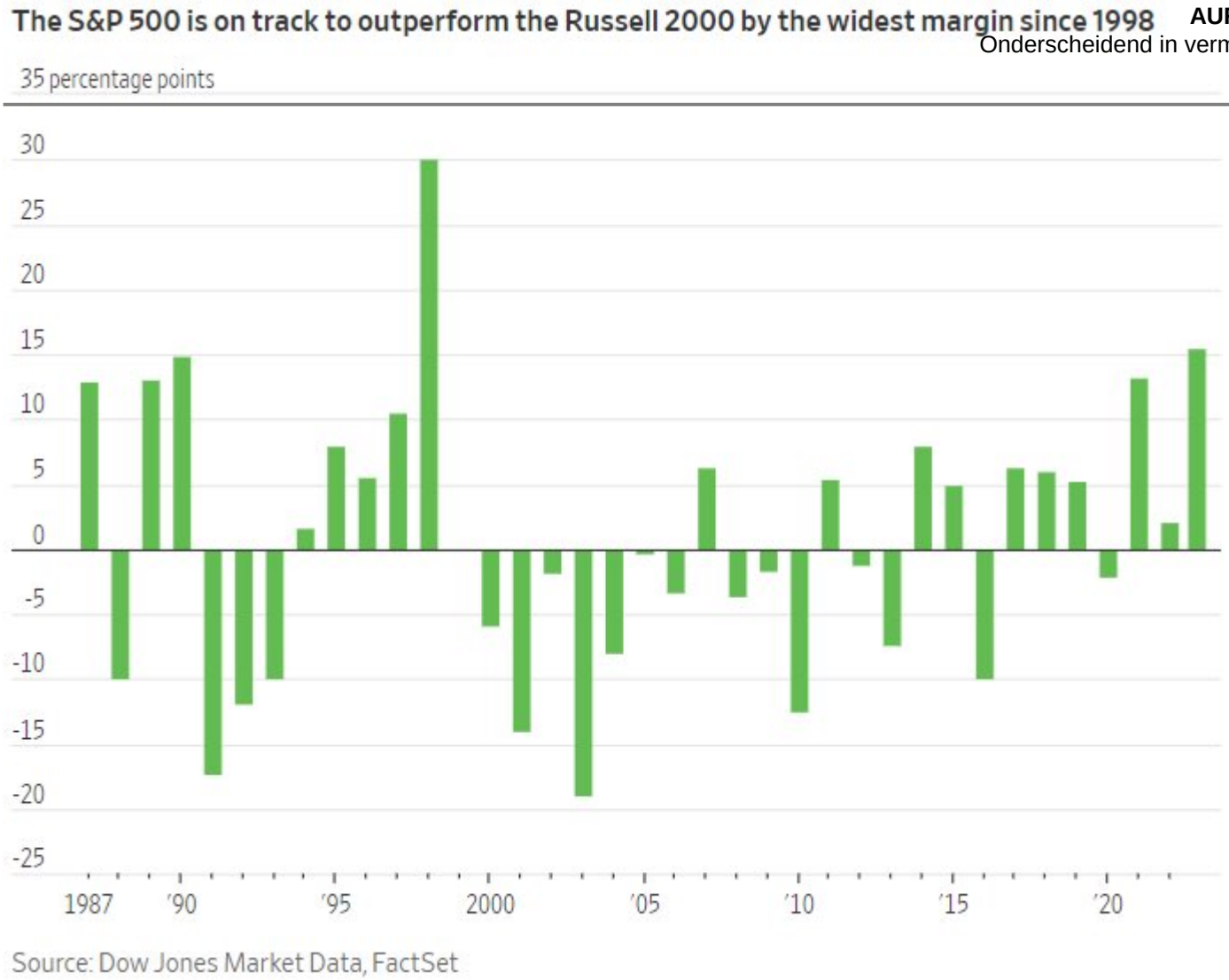
Small caps worden wel genoemd als Ã©Ã©n van de grote kanshebbers voor volgend jaar, maar dat is dan voornamelijk gebaseerd op de historische grote underperformance ten opzichte van large caps en de als gevolg daarvan lage waardering. Het lijkt er echter op dat voorheen succesvolle small caps bedrijven steeds meer kiezen voor financiering door middel van private equity en de beurs mijden. Die bedrijven gaan pas naar de beurs als er behoefte is om meer liquiditeit te creÃ«ren voor bestaande aandeelhouders. Meestal is er dan geen sprake meer van een small cap, nog even afgezien of dit dan het juiste moment is om in te stappen.

Figure 4: Small Firm Premium over time- 1927 -2022



De small-cap premie

In 1981 schreef Rolf Banz een artikel over de relatie tussen marktkapitalisatie en het rendement op aandelen. Ook gecorrigeerd voor risico kwam hij tot de discussie dat kleine bedrijven beter rendeerden dan grote bedrijven. Het was geen lineair verband, het gold met name de kleinst gekapitaliseerde bedrijven (small caps). Het ironische is dat die small caps premie sinds 1981 praktisch is verdwenen. Nu betekent ook hier dat correlatie (small caps en performance) nog geen causaliteit is. De outperformance van small caps tot aan 1981 is waarschijnlijk simpelweg een gevolg van een illiquiditeitspremie gecombineerd met een informatieachterstand. Zowel qua liquiditeit als wat betreft informatie (internet) is er sindsdien veel verbeterd, al heeft de introductie van verschillende regels (waaronder Mifid) de liquiditeit van small caps de laatste jaren weer doen verslechteren.



Niet

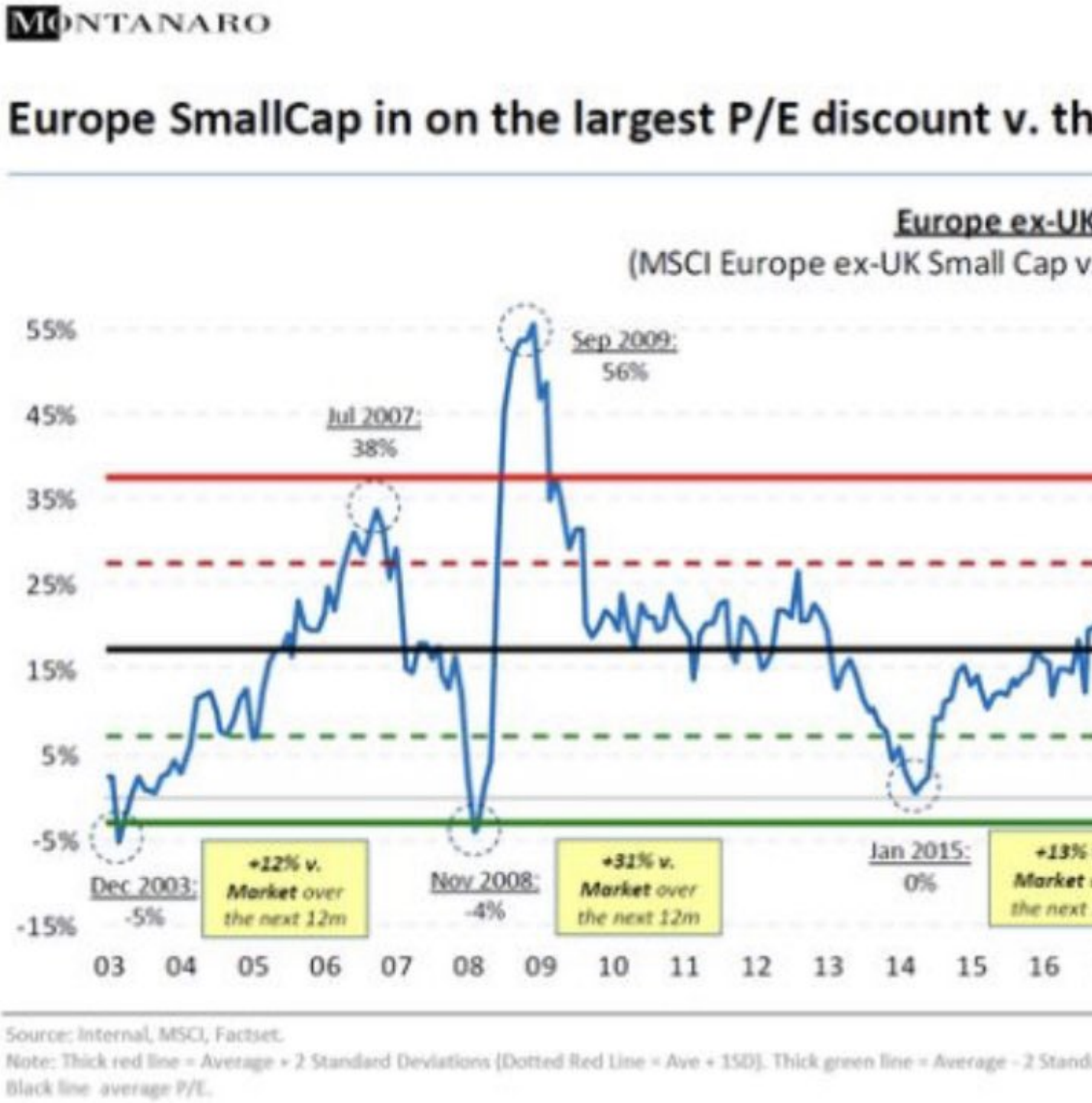
meer naar de beurs

Deze eeuw is er een factor bijgekomen waarom small caps in de toekomst zelfs slechter kunnen presteren dan large caps. Op zich hebben kleinere bedrijven veel voordelen. Ze zijn flexibel, waardoor ze zichzelf veel beter kunnen aanpassen aan snel wijzigende omstandigheden. Daarnaast heeft de komst van de cloud ervoor gezorgd dat kleine bedrijven goed kunnen concurreren met de grote bedrijven. Waar vroeger een groot IT-systeem moest worden aangeschaft is hetzelfde nu beter, sneller en goedkoper via de cloud as-as-service bereikbaar voor de kleinste bedrijven. Dat terwijl de grootste bedrijven opgescheept zitten met oude en traag werkende softwaresystemen die moeilijk zijn aan te passen. Kleine bedrijven die kiezen voor een beursnotering krijgen tegenwoordig vooral te maken met de lasten van zoâ??n notering, terwijl er steeds minder voordelen tegenover staan. Die bedrijven kiezen dan voor financiering via private equity en daarmee zijn de sterkst groeiende small caps verdwenen van de beurs. En daarmee ook de small cap premie.

SPX S&P 500 188.09% (23.37% CAGR 5.04 years)
INDU Dow Jones Industrial Average 163.94%
US Stock Market
ALL STAR CHARTS

Globalisering en technologie

De small cap premie is ook verdwenen omdat grote bedrijven veel beter hebben geprofiteerd van globalisering. Wellicht nog belangrijker is de invloed van technologie. Small caps profiteren tegenwoordig wel van software-as-a-service, maar bestaande grote bedrijven hebben veel meer geprofiteerd van de productiviteitsverbeteringen in bestaande processen als gevolg van technologie. Dat geldt tot de dag van vandaag. Als het gaat om kunstmatige intelligentie, dan is meer data altijd beter dan minder data. De cloud kan niet groot genoeg zijn en dat speelt met name de grote cloud-bedrijven in de kaart. Bovendien gedragen veel van deze grote bedrijven zich als private equity. Veel beursgenoteerde grote technologiebedrijven kopen kleine technologiebedrijven al in een vroeg stadium.



Beursnotering is belasting zonder toegevoegde waarde

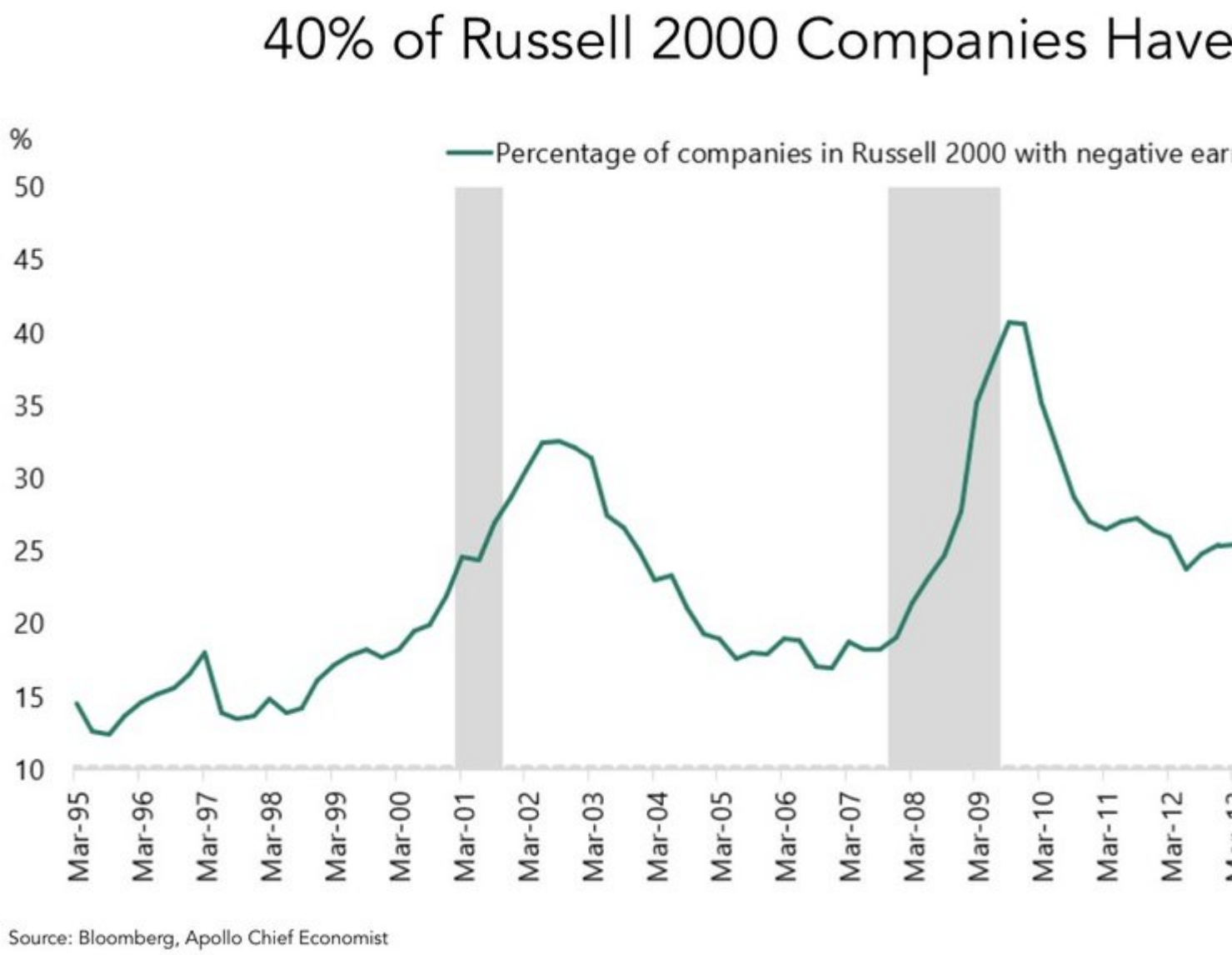
De lasten van een beursnotering zijn tegenwoordig veel groter dan vroeger. Het kost al snel 10 procent van de marktkapitalisatie om naar de beurs te gaan, maar daarnaast zijn er tal van verplichtingen op het gebied van transparantie en rapportage. Zo moeten volgend jaar Europese beursgenoteerde bedrijven gaan rapporteren over tal van duurzame onderwerpen. Europese small caps hebben een jaar

respijt, vooral vanwege de omvangrijke administratieve last. De administratieve lasten zijn sinds de millenniumwisseling sterk toegenomen, ook door schandalen rondom Enron en Worldcom. Zo moesten beursgenoteerde bedrijven voldoen aan Sarbanes-Oxley (SOx) (hier, onder andree Tabaksblat en de COSO-richtlijnen) en dat kostte per bedrijf al snel tientallen miljoenen per jaar, met als dreiging dat als het bestuur niet â??in controlâ?? zou zijn, deze mensen daarvoor de gevangenis in konden. Meer recent dreigde Boskalis uit Nederland te vertrekken, alleen maar omdat ze verantwoordelijk zou worden gehouden voor het gedrag van toeleveranciers. Voor veel bedrijven geldt al deze regelgeving als een extra belasting, waar geen toegevoegde waarde tegenover staat.

De voordelen van private equity

De meest simpele manier om onder deze regelgeving uit te komen is door niet langer op de beurs genoteerd te zijn. Nu waren er vroeger voordelen aan een beursnotering, onder andere op het gebied van reputatie en toegang tot kapitaalmarkten. Nu zijn de zakken van private equity net zo diep als de zakken kapitaal op de beurs. Voor wat financiering met vreemd vermogen is de flexibiliteit van private debt zelfs een verademing vergeleken met de op Bazel III-gebaseerde kredietvoorwaarden van de banken, waar bij het ontbreken van slechts Ã©Ã©n vinkje ook grote beursgenoteerde bedrijven nul op het rekest krijgen. Bedrijven die voor het eerst naar de beurs zouden komen, kiezen dan liever voor private equity. Bovendien is private equity niet in elk klein bedrijf geÃ¯nteresseerd, maar wel in winstgevende, snelgroeiende bedrijven. Het zijn de krenten uit de pap, nou net die bedrijven die

verantwoordelijk zijn voor de small-cap-premie.



Minder kwaliteit resterende small caps

Doordat snelgroeiende IT-bedrijven en andere snelgroeiende en zeer winstgevende bedrijven niet meer naar de beurs komen, krijgt de small cap categorie ook een wat eenzijdig karakter. Een steeds groter deel van de small caps zijn bedrijven die geen winst (meer) maken. Dat waren vroeger wellicht veel grotere bedrijven, maar die hebben het moeten afleggen tegen de concurrentie. Dankzij de lage rente konden zij zich lange tijd goedkoop financieren, maar nu die tijd voorbij is, zijn het vaak â??zombieâ??-bedrijven geworden. Een groeiend onderdeel van de bedrijven die nog geen winst maken, zijn de biotechbedrijven. Net als de â??zombiesâ?? zijn deze bedrijven afhankelijk van de kapitaalmarkten voor de toekomstige financiering. Het zijn juist deze bedrijven die volop geraakt worden door het verkrappende monetaire beleid. Het vervelende is dat deze bedrijven pas volgend jaar de volledige impact van de recente renteverhogingen voor hun kiezen krijgen. Dat helpt de gemiddelde small cap niet vooruit. Alleen als de rente snel gaat dalen, dan kunnen ook deze bedrijven outperformen. Alleen gaat die rente alleen sterk dalen op het moment dat er sprake is van een stevige recessie. En helaas

blijken small caps bovengemiddeld gevoelig voor zoâ??n recessie.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer