

Small Caps für den Extra-Schuss Rendite

Der europäische Aktienmarkt bleibt trotz der jüngsten Kurskorrektur attraktiv. Die Ursachen der Kursrückgänge liegen weniger in fundamentalen Überlegungen als in technischen Faktoren. Die makroökonomischen Voraussetzungen lassen den europäischen Aktienmarkt insgesamt interessant erscheinen. So hatten die europäischen Aktienanleger 2005 mit satten Gewinnen, die deutlich über denen der USA lagen, allen Grund zur Freude. Gute volkswirtschaftliche Voraussetzungen alleine stellen jedoch nicht langfristig hohe Renditen sicher. Dies erfordert vielmehr ausgewählte Anlagestrategien. Small Caps, also Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 3 Mrd. Euro, können hierbei ein wertvoller Baustein für ein europäisches Aktienportfolio sein. Mit solchen intelligenten Depotbeimischungen lassen sich auch die kurzfristigen Kursrückgänge meistern.



*Von Daniel Ghirardi
Head of Switzerland
Pioneer Global Investments Ltd., Genf*

Der volkswirtschaftliche Hintergrund für den europäischen Aktienmarkt ist weiterhin positiv. Das durchschnittliche Kurs-/Gewinn-Verhältnis (KGV) europäischer Aktien liegt derzeit (per Mitte Juni 2006) bei 12,9 und damit unter seinem langfristigen Durchschnitt. Gleichzeitig deuten die Zeichen insgesamt auf ein solides weite-

res wirtschaftliches Wachstum in Europa hin, nicht zuletzt weil die Umstrukturierungen auf Unternehmensseite zunehmend Früchte tragen. Auch hat sich die Stimmung bei Unternehmen und Anlegern seit Mitte vergangenen Jahres deutlich verbessert.

Von dieser gesamtwirtschaftlichen Entwicklung werden auch europäische Small Caps getragen. Ihr besonderer Reiz liegt darin, dass sie in ihrer Entwicklung von globalen Faktoren weniger abhängig sind als Large Caps. Beispielsweise leiden Small Caps weniger unter den Schwankungen bei den Wechselkursen, etwa beim US-Dollar, denn sie richten in der Regel ihren Fokus auf ihren Heimatmarkt und sind stark von der Entwicklung des dortigen Marktes abhän-

gig. Das Auf und Ab des US-Dollars spielt daher für europäische Small Caps zumeist eine untergeordnete Rolle. Bedeutender ist für sie dagegen die Zinsentwicklung. Aufgrund ihrer häufig intensiven Investitionstätigkeiten profitieren Small Caps besonders von Krediten mit einer relativ geringen Zinsbelastung. Die weiterhin relativ niedrige Inflation lässt keine deutlichen Zinssteigerungen der Europäischen Zentralbank (EZB) erwarten. Das Investitionsklima für Small Caps

wird also voraussichtlich nicht entscheidend getrübt werden.

Small Caps sind Marktführer in Nischenmärkten

Für Small Caps gelten andere Investmentkriterien als für Large Caps. Generell unterscheiden sich Small Caps von Mid oder Large Caps durch ein höheres Rendite- und Risikopotential. Aber auch in punkto Unternehmensstruktur und Geschäftsmodelle lohnt sich ein Vergleich der Small Caps mit den Börsenschwergewichten. Die kleineren Unternehmen zeichnet eine klar umrissene, enge Produktpalette aus. Sie agieren häufig als Marktführer in Nischenmärkten. Ein diversifiziertes Produktportfolio oder ein mehrere Märkte umfassendes Geschäftsmodell zählen in der Regel weniger zu den Eigenschaften von Small Caps. Aufgrund ihrer schlanken Strukturen und ihrer Konzentration auf klar definierte Kernbereiche reagieren Small Caps häufig schnell und flexibel auf Markttrends und erschliessen sich so neue Marktanteile. Die Folge: Small Caps verzeichnen häufig deutlich höhere Wachstumsraten. Wegen ihrer geringeren Grösse können sie dabei schon verhältnismässig kleine absolute Steigerungen in ein signifikantes prozentuales Wachstum umsetzen.

Small Caps – wenig beachtet, aber hochlukrativ

Die Sonderrolle, die Small Caps aufgrund ihrer stärker fokussierten Geschäftsmodelle gegenüber Mid und

Large Caps haben, gilt auch für die Finanzmärkte. Hier machen Small Caps den grössten Teil des Investmentuniversums aus. Mehr als 1700 Small Caps sind an den europäischen Börsen gelistet. Dagegen werden nur etwas mehr als 100 Grosskonzerne und rund 190 Mid Caps gehandelt.

Allein aufgrund der Fülle des Angebots an Small Caps bieten kleine Unternehmen lukrative Investmentchancen. Dabei ziehen Large Caps deutlich mehr Aufmerksamkeit auf sich als die kleineren Unternehmen. Dies gilt etwa für Analysten: Während die Geschäftsentwicklung eines Large Caps von durchschnittlich 17 Analysten beobachtet wird, sind es bei Small Caps nur 7. Auch für Börsenmakler sind Small Caps häufig weniger interessant, da der Umsatz oft zu niedrig ist, um viel an den Handelsgebühren zu verdienen. Das Interesse der Fondsmanager konzentriert sich zudem häufig auf die kleineren Unternehmen, die in den Vergleichsindizes aufgeführt werden, und nicht auf den Gesamtmarkt.

Kurzum: Der Markt für Small Caps verfügt nicht über das gleiche Mass an Effizienz wie derjenige für grössere Unternehmen. Die Folge sind deutliche Bewertungsunterschiede zwischen den einzelnen Titeln. Für ein intelligentes Fondsmanagement steigen so die Chancen, besonders renditeträchtige Titel zu entdecken.

Bottom-up-Ansatz entscheidend

Schon allein aufgrund der hohen Anzahl an kleineren Unternehmen steht das Management von Small-Cap-Fonds vor der Herausforderung, die Auswahl strikt zu begrenzen. Dabei muss die Investmententscheidung gerade bei Small Caps auf Basis der Einzeltitel und der Eigenschaften des jeweiligen Unternehmens getroffen werden. Nur so lassen sich die Unternehmen mit den günstigsten Bewertungen und erfolgversprechendsten Geschäftsmodellen herausfiltern.

Angesichts der hohen Anzahl an Small Caps kann ein konsequenter Bottom-up-Ansatz nur auf einer effektiven Vorauswahl fussen. Durch ein quantitatives Screening nach verschiedenen Kennzahlen wird eine Liste

Small caps add spice and extra return

The macroeconomic environment for European equity markets remains positive. As at the middle of June price/earnings ratios averaged 12.9 which is below the long-term average. Solid economic growth is expected throughout the continent, not least because restructurings are beginning to bear fruit. Also the mood among companies and investors has improved significantly since the middle of last year.

This macroeconomic environment also benefits small caps. They are less exposed to global trends than large caps. Currency fluctuations, for instance, are less of a problem because these companies focus on their home market. Interest rates are more important but, since inflation remains under control, there is no real risk of sharp interest rate hikes. Small caps follow other investment criteria than large caps. In general they have a higher risk and return potential. They also usually have a smaller, clearly focused range of products or services and are often market leaders in their niches. Due to their lean structures and focus on core activities they can react quickly and flexibly to changing market conditions. As a result they often have higher growth rates.

With over 1700 listed companies, small caps account for the lion's share on the European equity markets with large (100) and medium caps (190) lagging far behind. At the same time, far more analysts focus on large caps than on small caps. Therefore small-cap markets are less efficient which, in turn, opens opportunities for intelligent fund managers to discover particularly promising stocks. Due to the large number of small-cap stocks, a successful bottom-up approach requires efficient quantitative pre-screening based on key figures as well as discussions with the companies' management at a later stage.

Well managed European small-cap funds are a lucrative investment. They are particularly well suited as additions in a diversified portfolio. Over the past 15 years the correlation between European large and small caps fluctuated between 0.8 and 0.95. Consequently a mixed portfolio of large and small caps increases returns and lowers volatility. In other words: Small caps add spice and extra return to a portfolio while lowering its overall investment risk.

möglicher Titel herausgefiltert, die genau untersucht werden. Zur Analyse der Einzeltitel gehören auch Gespräche mit dem jeweiligen Management. Ihm kommt aufgrund der schlankeren Strukturen der Small Caps eine besondere Bedeutung für die Entwicklung des Unternehmens zu.

Durch eine konsequente Einzeltitelauswahl lassen sich die Risiken eines Investments in kleinere Unternehmen senken. Aufgrund der geringen Marktkapitalisierung ist auch die Liquidität von kleineren Unternehmen geringer. Für das Fondsmanagement bedeutet dies: Positionen in kleineren Unternehmen lassen sich weniger leicht ab- oder aufbauen als bei Large Caps, denn ihr Aktienkurs reagiert stärker auf die Aktionen einzelner Marktteilnehmer.

Beimischung von Small Caps senkt Anlagerisiko

Intelligent gemanagte Fonds mit europäischen Small Caps sind ein lohnendes Investment. Dies belegt schon die satte Rendite des «Pioneer Funds –

European Small Companies». Seit seiner Auflage Ende 2001 hat der Fonds eine jährliche Rendite von 19,3% erzielt.

Besonders interessant werden europäische Small Caps jedoch als Beimischung im Portfolio. Aufgrund der spezifischen Investmenteigenschaften der europäischen Small Caps bewegen sich ihre Kurse nicht im Gleichschritt mit den grossen europäischen Unternehmen. Die Korrelation zwischen der Kursentwicklung der Börsenschwergewichte und der kleinen Unternehmen hat sich in den vergangenen 15 Jahren zwischen 0,8 und 0,95 Punkten bewegt. Somit lässt sich mit einem kombinierten Portfolio, das beispielsweise zu drei Vierteln in grossen europäischen und zu einem Viertel in kleinen europäischen Unternehmen anlegt, die Rendite steigern und gleichzeitig die Volatilität senken. Small Caps würzen auf diese Weise das Portfolio mit einem Extra-Schuss Rendite und tragen zu seiner Diversifizierung, also zur Senkung des Anlagerisikos, bei. ●