

Dieser Text ist im September 2016 im Absolut|report erschienen.

Small & Mid Caps in institutionellen Portfolios: Aktives Management und Alpha-Potenzial

Dr. Götz Albert, Head of Portfolio Management Small & Mid Caps

Die Suche nach attraktiven Renditen bleibt angesichts des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes für alle Investoren anspruchsvoll. Da die expansive Geldpolitik in Europa viele Rentenanlagen unattraktiv gemacht hat, steigt der Druck auf institutionelle Anleger mit jeder Fälligkeit im Rentenbereich weiter an. In einem solchen Umfeld sind Mindestrenditen, wie sie viele institutionelle Investoren erzielen müssen, nur schwer zu erreichen. In dieser Ausgangslage ist das Investieren als Aufgabe zu verstehen, gegebene finanzielle Mittel einer produktiven Verwendung zuzuführen, um Kapitalerhalt, Kapitalwachstum und notwendige Ausschüttungen zu erzielen.

Doch wie kann das gelingen? Eine naheliegende Option besteht darin, dort zu investieren, wo ökonomische Wertschöpfung und reales Wachstum stattfinden. Aktieninvestments bieten einen attraktiven und liquiden Zugang zur Realwirtschaft. Dies gilt sowohl für Standardwerte, d.h. Large Caps, als auch für Aktien von kleinen und mittelgroßen Unternehmen, den sogenannten Small & Mid Caps.

Jeder Large Cap hat mal klein angefangen

Wer sich bei der Aktienanlage allein auf Standardwerte konzentriert, blendet den weitaus größten Teil der Wertschöpfung einer Volkswirtschaft aus. So werden beispielsweise in Deutschland allein rund 55% des BIP von Small & Mid Cap-Unternehmen erwirtschaftet.¹ Ihr jährlicher Gesamtumsatz ist fast doppelt so hoch wie der gesamte Umsatz aller DAX-Unternehmen inklusive deren ausländischen Töchter. Nur mit Small & Mid Caps erhält der institutionelle Investor einen vollständigen Zugang zur Breite und Tiefe eines Wirtschaftsraumes, d.h. den vollen Zugang zu dessen gesamter Wirtschaftsleistung. Die vielfältigen Performance-Treiber hinter Small & Mid Caps wie deren Vielfalt an fokussierten Geschäftsmodellen, Flexibilität und eine breite Branchenmischung haben in der Vergangenheit dafür gesorgt, dass Small & Mid Caps der Performance-Motor in institutionellen Aktienportfolios waren. Das können sowohl (schnell) wachsende Unternehmen, die ihre Marktführerschaft behaupten, als auch Dividendenzahler sein. Häufig sind es auch Unternehmen, die eine bestimmte Marktnische besetzen und nicht unbedingt stark wachsen und daher kontinuierlich Dividenden auszahlen können, die nicht zulasten des eigenen Wachstums gehen. Bei der Einschätzung des Wachstumspotentials von Small Caps sollte man sich nicht von der vermeintlich kleinen Größe täuschen lassen. Jeder heute große börsennotierte Konzern hat einmal als Small & Mid Cap begonnen und den Investoren, die diesen Weg begleitet haben, einen Ertrag auf ihre Investition geliefert. Die drei ausgewählten Unternehmensbeispiele („Exkurs“ am Ende) gewähren einen Einblick in die Vielfältigkeit der Unternehmen und ihrer Geschäftsmodelle. Häufig sind uns die Produkte vieler Small & Mid Cap-

¹ „German Mittelstand“, Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Mai 2014

Unternehmen aus dem Alltag bekannt, obwohl wir sie selten bewusst wahrnehmen. So nimmt man als Verbraucher zwar bei jedem Supermarktbesuch die dort aufgestellten Pfandautomaten wahr. Dass dahinter aber in vielen Fällen die Firma Tomra Systems steht, wissen die wenigsten Verbraucher.

Bei europäischen Aktien führen die genannten Vorteile zu einer deutlichen Outperformance von Small & Mid Caps gegenüber Large Caps, während gleichzeitig die Volatilität geringer ist. Robustes Gewinnwachstum und die Konzentration auf ein erfolgreiches Kerngeschäft führen dazu, dass Nebenwerte im Schnitt weniger schwanken als breit diversifizierte Großkonzerne. Ein weiterer Grund für die geringere Volatilität ist die Tatsache, dass bei Large Caps Hochfrequenzhandel, die Abdeckung über Futures und der Zugriff von passiven Produkten deutlich ausgeprägter sind und das Handelsvolumen insgesamt höher ist. Insbesondere seit Ende der 1990er Jahre ist dieser Aspekt von entscheidender Bedeutung.

Wertentwicklung Large Caps vs. Small & Mid Caps



Performancezahlen

	STOXX® Europe TMI Small	STOXX® Europe 50
1 Monat	6,05%	2,36%
3 Monate	0,03%	1,90%
Kalenderjahr	-6,18%	-5,25%
1 Jahr	-6,55%	-12,66%
3 Jahre	39,64%	17,91%
5 Jahre	76,41%	36,04%
10 Jahre	93,69%	16,47%
Seit 01.01.2000	199,19%	-0,63%
Seit 01.01.2000 p.a.	6,83%	-0,04%

(Stand: 29.07.2016)

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen

Vergleich der Volatilität von Large Caps und Small & Mid Caps



Volatilität

	STOXX® Europe TMI Small	STOXX® Europe 50
s. 01.01.2000 p.a.	17,37%	21,22%

(Stand: 29.07.2016)

[Abbildung Small & Mid Caps: mehr Rendite, weniger Vola]

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen

Alpha-Potenzial durch aktives Management heben

Wie sollte sich ein Investor die Vorzüge europäischer Small & Mid Caps erschließen? Hier ist zunächst die Entscheidung zwischen passivem und aktivem Investment zu treffen. Eine Studie von Aberdeen kommt zu dem Ergebnis, dass es im Wesentlichen drei Faktoren sind, die in ihrem Zusammenspiel für den Erfolg aktiven Managements verantwortlich sind – Alpha-Potenzial, aktiver Anteil und Titelauswahl²:

- Das Alpha-Potenzial gibt an, wie groß die Möglichkeiten einer positiven aktiven Rendite in einem Markt bzw. in einer Asset-Klasse sind.
- Der aktive Anteil ist der Grad, um den ein Portfolio von seiner Benchmark abweicht, und ist damit ein Maßstab dafür, wie sehr der Manager seinen eigenen Überzeugungen folgt.
- In der Titelauswahl drückt sich die Kompetenz des Portfolio-Managements aus.

Weist eine Anlageklasse hohes Alpha-Potenzial auf, nutzt der Portfolio-Manager hohe Freiheitsgrade für einen großen aktiven Anteil und hat er zudem die Kompetenz zur erfolgreichen Titelauswahl, so sind alle Voraussetzungen für ein erfolgreiches aktives Management gegeben. Ein solches kann sich durch höhere Renditen und/oder geringere Volatilität gegenüber einem passiven Investment auszeichnen. In Bezug auf Small & Mid Caps sind alle drei Faktoren eindeutig erfüllt. Aktives Management ist in dieser Asset Klasse die Methode der Wahl: Alpha-Potenziale ergeben sich zum Beispiel immer dann, wenn Informationsineffizienzen in einem Markt bestehen und Marktteilnehmer Informationsvorteile für ihre Anlageentscheidungen nutzen können. Klare Indizien sprechen dafür, dass dies bei Small & Mid Caps der Fall ist: Mit geringer werdender Marktkapitalisierung einer Aktie nimmt die Anzahl der Analysten und Investoren ab. Weniger

² Aberdeen Asset Management: Aktives Management – smart muss es sein, März 2015

Informationen zu den einzelnen Titeln sind öffentlich verfügbar. Bei Small & Mid Caps gibt es folglich Informationsineffizienzen, die durch regelmäßige Unternehmensbesuche mit Zugang zum Top-Management von einem aktiven Manager genutzt werden können. Dies rechtfertigt auch einen sowohl zeitlich als auch finanziell höheren Aufwand bei der Auswahl des aktiven Managers.

Active Share als wichtiger Indikator

Das Anlageuniversum bei europäischen Small & Mid Caps ist relativ groß. Aufgrund der hohen Anzahl an Titeln in der Benchmark hat jeder Titel folglich nur einen geringen Anteil an dieser. Dieses breite und tiefe Spektrum eröffnet dem Portfolio-Manager vielfältige Möglichkeiten, aktive Entscheidungen zu treffen. Nutzt er diese, führt das zu einem hohen Active Share³ und somit in der Regel auch zu einem hohen Anteil an Aktien, die nicht in der Benchmark enthalten sind. Nimmt er nur Titel mit hohem Gewicht ins Portfolio, von denen er in höchstem Maße überzeugt ist (sog. „High Conviction Stocks“), lässt auch dies den Active Share steigen. Selbst bei Titeln, die in der Benchmark enthalten sind, ergeben sich so „aktive Wetten“, da die Gewichte der einzelnen Titel in der Benchmark im Vergleich zur „normalen“ Position im aktiven Portfolio vergleichsweise gering sind.

Small & Mid Caps bieten somit ein hohes Alpha-Potenzial und auch die Möglichkeit eines hohen aktiven Anteils. Spezialisierte aktive Manager können aufgrund ihrer besonderen Kompetenz in diesem Segment durch gezielte Titelauswahl eine Outperformance gegenüber dem Small & Mid Caps-Markt erzielen. Ein hoher Active Share ist für einen fundamentalen Stock Picker eine absolute Notwendigkeit. Dabei wird es auch immer wieder Jahre ohne Überrendite geben. Über einen mittleren bis längeren Zeitraum von drei bis fünf Jahren können versierte aktive Manager aber eine solche erzielen.

Die Alpha-Leistung für ein Jahr allein stellt dabei noch keinen allzu großen Wert für den institutionellen Anleger dar. Ihre größte Wirkung entfaltet sich über längere Zeiträume. Weil Outperformance auf Outperformance erreicht werden kann, stellt sich für den Investor ein sehr attraktiver Effekt ein. Denn kumuliertes Alpha wirkt wie ein Zinseszinsseffekt.

Strategische Allokation statt Timingwetten

Wie gezeigt, haben sich europäische Small & Mid Caps in den vergangenen Jahren sehr gut entwickelt. Hatte der Investor zudem einen aktiven Manager gewählt, der das Alpha-Potenzial durch Kompetenz und ein starkes aktives Management genutzt hat, so waren hohe Renditen zu erzielen. Trotz der relativen Attraktivität von Small & Mid Caps im Vergleich zu anderen Asset-Klassen stellen sich institutionelle Investoren aufgrund der positiven Entwicklung in den vergangenen Jahren aber zunehmend die Frage, ob es der richtige Zeitpunkt ist, in Small & Mid Caps zu investieren. Ist das aber die richtige Frage?

Den Wunsch nach dem richtigen Timing hat natürlich jeder Anleger. In der Praxis ist das Timing der Aktienmärkte aber eine sehr schwierige Disziplin. Viele versuchen sich darin, aber nur die

³ Active Share: Maß für die Abweichung eines Aktienportfolios von der Zusammensetzung der Benchmark.

wenigsten können tatsächlich Erfolge über längere Zeiträume aufweisen. Warum dies so ist, erkennt man, wenn man sich beispielsweise die Performance von verschiedenen Indizes betrachtet und diese mit der Performance vergleicht, die sich zeigt, wenn man die zehn besten Tage weglässt (siehe Tabelle).

Markttiming: viel zu verlieren		
	Performance	Performance ohne die besten 10 Tage
DAX	48,57%	-33,58%
STOXX Europe 50	-0,63%	-53,71%
STOXX Europe TMI Small Return	156,33%	47,82%

Zeitraum: 31.12.1999 - 29.07.2016

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Lupus alpha

Dieses Beispiel zeigt, wie ausschlaggebend einzelne Tage für die Gesamt-Performance sind. Gerade die besten Tage (die erfahrungsgemäß auch am Beginn von Erholungsphasen nach Abwärtsentwicklung des Marktes liegen können) sollte sich kein Investor entgehen lassen. Von daher erscheint punktgenaues Market Timing in der Praxis als schwierig durchführbar zu sein. Bei einem mittleren bis längeren Anlagehorizont ist es erfolgversprechender, dass Investoren grundsätzlich eine strategische Allokation in Small & Mid Caps eingehen. Beim Aufbau der gewünschten Exponierung kann ein Vorgehen in Tranchen bzw. mit einer ersten Startallokation sinnvoll sein. Überspitzt formuliert ist „richtiges Timing“ das, was alle Investoren möchten. Aber Exponierung ist das, was Anleger tatsächlich brauchen. Aus der empirischen Kapitalmarktforschung ist bekannt, dass die strategische Asset Allocation, also die Aufteilung der Mittel auf die verschiedenen Asset-Klassen, wesentlich für den Anlageerfolg eines Investors ist – weniger das Timing. Auch die Selektion der Einzeltitel spielt erst dann eine Rolle, wenn eine sinnvolle strategische Asset Allocation stattgefunden hat. Small & Mid Caps sind eine eigenständige Asset-Klasse – von daher gelten diese Ergebnisse auch für sie.

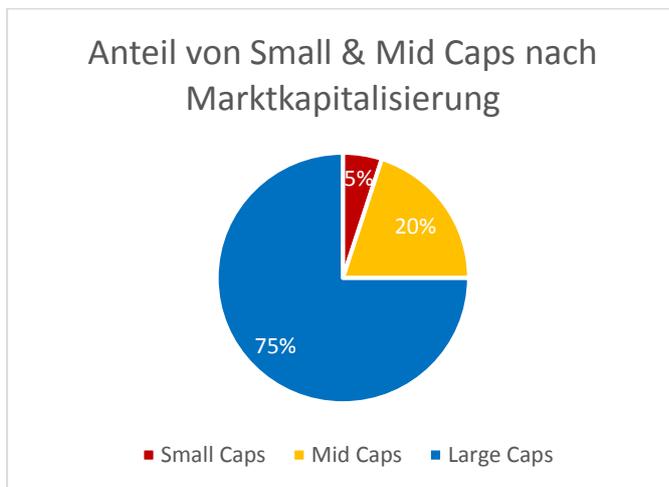
Small & Mid Caps in institutionellen Portfolios

Laut einer Umfrage von AXA Investment Managers unter 202 institutionellen Anlegern sind 43 % der Befragten in Small & Mid Caps investiert.⁴ Der Anteil von Small & Mid Caps am Aktienportfolio liegt dabei im Durchschnitt bei 15 %. Als Hauptgründe für ein Investment in Small & Mid Caps gaben die Investoren Wachstumspotenzial, Diversifikationspotenzial und Renditepotenzial an. Zudem gehen 43 % der befragten Investoren davon aus, dass Small & Mid Caps langfristig Large Caps outperformen können.

Die Ergebnisse zeigen, dass inzwischen fast die Hälfte der institutionellen Investoren eine Exponierung in Small & Mid Caps hat und dieser Anteil 15 % vom gesamten Aktienportfolio ausmacht. Damit ist die Anlageklasse in diesen Portfolios aber immer noch unterrepräsentiert. Betrachtet man konkret den europäischen Aktienmarkt, dann beträgt der Anteil von Small & Mid

⁴ Vgl. AXA Investment Managers: Studie Small Caps 2014 – Bewertungen, Perspektiven und Investments institutioneller Anleger, Oktober 2014

Caps nach Marktkapitalisierung insgesamt 25 %. Investoren, die sich strategisch gemäß der Marktkapitalisierung positionieren möchten, müssten dementsprechend Small & Mid Caps mit 25 % in ihrem Aktienportfolio gewichten. Im Vergleich zu einem rein auf Large Caps fokussierten europäischen Aktienportfolio konnte ein so gewichtetes Aktienportfolio seit der Jahrtausendwende überzeugen. So wurde beispielsweise im Betrachtungszeitraum 01.01.2002 bis 29.07.2016 ein Rendite-Plus von gut 47 Prozentpunkten erzielt. Dies geht mit kaum veränderter Volatilität einher. Zudem bildet das Portfolio den Gesamtmarkt fast perfekt ab. All diese Aspekte sprechen dafür, dass institutionelle Investoren, unabhängig von Timingaspekten, eine strategische Allokation im Bereich der Small & Mid Caps aufbauen sollten. Die erzielten Resultate zeigen auch: Es empfiehlt sich, auf einen aktiven Manager zu setzen, der in der Lage ist, das Alpha-Potenzial von europäischen Small & Mid Caps zu nutzen.



Beimischung von Small & Mid Caps zu Large Caps



STOXX® Europe 50		75% Large Caps + 25% Small & Mid Caps	
(per: 29.07.2016)		(per: 29.07.2016)	
Performance p.a.:	-0,04%	Performance p.a.:	2,35%
Volatilität p.a.:	19,70%	Volatilität p.a.:	18,01%

[Abbildungen zu Beimischung (Kreisdiagramm, Wertentwicklung 75/25%)]

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen

Mehr als Long Only

Wenn für institutionelle Investoren die Entscheidung zugunsten einer dauerhaften Exponierung in der Asset-Klasse Small & Mid Caps gefallen ist, stellt sich die Frage nach der Investmentstrategie, die dabei zugrunde gelegt werden soll. Diese richtet sich nach dem Risiko, das der Investor eingehen möchte bzw. gemäß seiner Ziele und Vorgaben eingehen kann. Für Anleger, die das volle Risiko des Aktienmarktes tragen können, empfiehlt sich immer ein Long Only-Ansatz. Er bietet Exponierung in Reinform und die uneingeschränkte Partizipation an den Potenzialen der Anlageklasse. Daneben gibt es aber auch unterschiedliche Möglichkeiten, um die Vorteile der Asset Klasse „Small & Mid Caps“ mit geringerem Risiko zu nutzen. Die Verminderung des Risikos ist beispielsweise mit Ansätzen möglich, die sich auf in der Vergangenheit sehr stabile Unternehmen fokussieren und als Gradmesser für die Stabilität die Dividendenhistorie heranziehen. Mit einem solchen Ansatz lässt sich bei Small & Mid Caps eine vollständige Exponierung bei gleichzeitiger Risikoreduzierung erreichen. Auch marktneutrale Long-Short-Strategien oder die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten lassen sich umsetzen.

Small & Mid Caps bieten sich sowohl als eigenständiger Renditetreiber als auch zur Diversifikation eines bestehenden Aktienportfolios an. Sie liefern im Portfolio institutioneller Anleger einen wichtigen Beitrag zum Erreichen einer Mindestrendite beziehungsweise eines Rechnungszinses - besonders im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld. Der Diversifikationseffekt zeigt sich bereits bei einer Gewichtung der Small & Mid Caps von 25% im Gesamtportfolio deutlich (siehe Tabelle und Graphik). Bei der Umsetzung ist jedoch zu beachten: Nur mit einer strategischen Allokation und der Auswahl eines kompetenten Portfolio-Managers, der eine wirklich aktive Anlagestrategie verfolgt, lässt sich das besondere Potenzial dieser Anlageklasse für Investoren nachhaltig nutzen.

Exkurs:**Unternehmensbeispiel: Tomra Systems ASA**

Tomra Systems ASA ist ein norwegisches Unternehmen, welches sich auf das Sortieren und Recyceln diverser Materialien spezialisiert hat. Hauptumsatzbringer des Unternehmens sind Pfandrückgabeautomaten, wie sie in vielen Supermärkten zu finden. Hier hat das Unternehmen einen Marktanteil von 70 %. Durch die Einführung von Pfandrückgabesystemen in diversen Ländern eröffnen sich viele neue Geschäftsgelegenheiten für das Unternehmen. Weiterhin konstruiert Tomra Sortiermaschinen für verschiedenste Bereiche, etwa Obst, Gemüse, Plastik oder Erze. Das Unternehmen ist sehr gut aufgestellt, um vom anhaltenden Trend des Recyclings und der Ressourcenschonung zu profitieren und plant daher, bis 2018 um über 8% p.a. organisch zu wachsen. Dabei schüttet das Unternehmen seit fast 20 Jahren eine kontinuierlich steigende Dividende aus und lässt somit die Aktionäre am Unternehmenserfolg teilhaben.

Kennzahlen:

Umsatz:	0,7 Mrd. €
EBIT-Marge:	14,6 %
Eigenkapitalquote	37,1 %
Marktkapitalisierung:	1,4 Mrd. €
Tägliches Handelsvolumen:	1,2 Mio. €

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Lupus alpha

Unternehmensbeispiel: Cancom AG

Die Cancom AG ist eines der Top 3 IT-Service-Unternehmen für den Mittelstand in Deutschland. Neben den üblichen Services wie Netzwerkaufsetzung oder dem Verkauf und der Einrichtung von PCs und Software bietet Cancom als einziges Unternehmen eine eigene Cloud-Lösung für Mittelstandsunternehmen an. Diese Cloud-Lösung zeichnet sich durch hohe Kostenreduktionspotenziale von 20-30% der IT-Kosten auf Seiten der Kunden aus. Aus Investmentsicht ist dieser Trend zur Cloud vor allem deshalb interessant, da die Margen für Cancom im Cloud-Bereich bei über 20% liegen, während man im klassischen IT-Service Geschäft nur ca. 4% erzielt. Noch dazu werden schon ca. 50% der Umsätze im Cloud-Bereich mit wiederkehrenden Umsätzen erzielt, da die Kunden monatlich eine Gebühr für die Nutzung zahlen.

Kennzahlen:

Umsatz:	0,9 Mrd. €
EBIT-Marge:	4,4 %
Eigenkapitalquote	36,2 %
Marktkapitalisierung:	0,7 Mrd. €
Tägliches Handelsvolumen:	6,4 Mio. €

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Lupus alpha

Unternehmensbeispiel: Advanced Medical Solutions Group plc

Advanced Medical Solutions ist ein britisches Unternehmen aus dem Healthcare-Bereich. Das Unternehmen produziert einerseits innovative Pflaster- und Verbandslösungen als Zulieferer für große Unternehmen in diesem Bereich wie Coloplast, Paul Hartmann oder Mölnlycke.

Andererseits konzentriert sich Advanced Medical Solutions in einem zweiten Segment auf Lösungen für die Verschließung von offenen Wunden, wie z.B. Wundkleber und Wundnähte.

Durch eine geschickte Expansionsstrategie ist AMS in den vergangenen Jahren kontinuierlich gewachsen. Sowohl mit dem aktuellen Produktportfolio wie auch mit neuen Produkten besteht hier ein erhebliches Wachstumspotenzial. Für die kommenden Jahre peilt das Unternehmen ein Umsatzwachstum von über 10 % p.a. an.

Kennzahlen:

Umsatz:	0,1 Mrd. €
EBIT-Marge:	25,4 %
Eigenkapitalquote	84,3 %
Marktkapitalisierung:	0,5 Mrd. €
Tägliches Handelsvolumen:	0,8 Mio. €

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Lupus alpha