

tiAn Trends im AssetManagement

Ausgabe 03 / 2009

Das Magazin für den professionellen Portfoliomanager

■ Titelthema

Nebenwerte – flexibel und gewinnbringend

- Besser sein als der Index – kein Problem
- Überlebenskampf bei ETFs ausgebrochen
- Hedge Fonds im Wandel der Zeit
- Mikrofinanz
Entwicklungshilfe als Investitionsmöglichkeit
- Nachhaltige Investments auf dem Vormarsch

■ Interviews

M. Rathgen:
„Investieren in die Zukunft“

T. Richter:
„DWS stärkt Standort Frankfurt“

B. Knoflach:
„Immobilienfonds und
Investoren sind reifer
geworden“

Investmentchancen in Osteuropa

Peter Reichel, Fondsmanager Berenberg Funds II – East European Equities: Die osteuropäischen Aktienmärkte sind heterogen. Sie weisen unterschiedliche Entwicklungsniveaus und Dynamiken auf. Wenige große Unternehmen prägen das Tagesbild an den Börsen Osteuropas. Small und Mid Caps bieten attraktive Investmentchancen und eine bessere Diversifikation.

Über stärkere Investments in Osteuropa scheiden sich aktuell die Geister. Die einen haben Bedenken, jetzt noch stärker in die neuen EU-Länder zu investieren. Sie glauben zwar, dass das Schlimmste der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ausgestanden ist und auch die Herausforderungen in Osteuropa beherrschbar bleiben. Dennoch wollen sie erst nach erhofften Kurskorrekturen das Engagement ausweiten. Die langfristige Wachstumsgeschichte „Emerging Europe“ stimmt nach wie vor. Die anderen sehen Osteuropa als inhärentes Risiko mit zuviel Volatilität und untauglich als Anlagealternative zur Ergänzung und Diversifikation ihrer strategischen Vermögensausrichtung.

Entweder sind die gewaltigen Kursgewinne der Vergangenheit bereits fast vergessen, in denen osteuropäische Aktien sich zwischen 2003 und 2007 verfünffacht haben, oder viele Investoren haben daran nicht (ausreichend) partizipieren können. Die gravierenden Kursverluste der vergangenen zwei Jahre haben die meisten Anleger dagegen nicht vergessen. Allein im Jahr 2008 verbuchten osteuropäische Börsen Kursverluste von

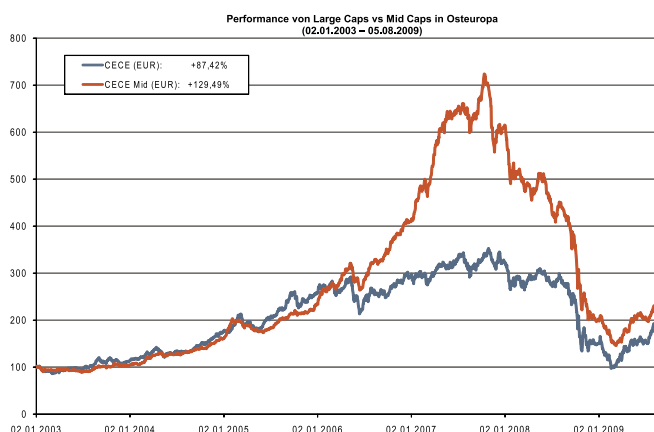
-50 Prozent (z. B. in Polen, Tschechien, Ungarn) bis -80 Prozent (z. B. in Bulgarien, Serbien, Ukraine). Die deutliche und

- › 2008 verbuchten osteuropäische Börsen Kursverluste von 50 bis 80 Prozent
- › Konjunkturverlauf und Entwicklung an den Aktienmärkten verläuft in den einzelnen Ländern Osteuropas sehr unterschiedlich
- › Osteuropäische Aktien bestehen zu über 95 Prozent aus Small und Mid Caps

starke Erholung an den Börsen in Osteuropa seit Mitte März 2009 verfolgen viele Investoren mit Skepsis. Jedoch sind nach intensiven Rettungsmaßnahmen und Stimulierungen seitens verschiedener Institutionen, wie Notenbanken, IWF, Weltbank, EU und einzelner Regierungen, erste Erfolge sichtbar. Das globale Finanzsystem erholt sich. Die weltweiten Volkswirtschaften weisen nach einem freien Fall erste Stabilisierungstendenzen auf. Verschiedene makroökonomische Indikatoren aus den Industrie- und Schwellenländern unterstützen die Vermutung, dass der Sturzflug der Weltwirtschaft gestoppt wurde. Auch die Volkswirtschaften in Osteuropa stabilisieren sich: Dies belegen die Währungsentwicklungen, Daten zur

Industrieproduktion oder die raschen Rückgänge in den Leistungsbilanzdefiziten. Die Aktienmärkte profitieren derweil von der fortschreitenden Besserung der Nachrichtenlage.

Die positive Grundstimmung verdeckt jedoch die Tatsache, dass sowohl der Konjunkturverlauf als auch die Entwicklung an den Aktienmärkten in den einzelnen Ländern Osteuropas sehr unterschiedlich verläuft. Zwar stehen die osteuropäischen Nationen, allen voran die neuen EU-Mitgliedsländer, in starken Handelsbeziehungen mit Westeuropa und Russland. Jedoch zeigen sie hinsichtlich ihrer Historie, der Bevölkerungsgröße, der politischen Lage und der Wirtschaftsleistung große Unterschiede. So weist Polen mit 38 Millionen Einwohnern und einem BIP-Wachstum von immerhin +0,4 Prozent im ersten Quartal 2009 deutlich stabilere Verhältnisse auf als etwa Lettland mit mehr als 2 Millionen Einwohnern und einem BIP-Wachstum von -18,6 Prozent im selben Zeitraum. Es überrascht nur wenig, dass Polen in den ersten sieben Monaten des Jahres 2009 über 20 Prozent an Wert gewinnen konnte und Lettland weitere knapp 5 Prozent verlor. Während Ungarn im gleichen Zeitraum 40 Prozent zulegte, verlor Bulgarien 7 Prozent. Die heftigen Performanceunterschiede hängen stark mit dem Grad der makroökonomischen Ungleichgewichte der einzelnen Länder Osteuropas zusammen. Aber auch das Entwicklungsniveau der Kapitalmärkte, die Finanzinstitutionen sowie die Anzahl und die Größe der einzelnen Unternehmen sind weitere Faktoren, die die Heterogenität Osteuropas unterstreichen. Folglich sollte eine Investmentstrategie diese Dimensionen ins Kalkül einbeziehen, um flexibel auf veränderte und vor





allein auf sich ändernde Trends reagieren zu können.

Small und Mid Caps versus Large Caps in Osteuropa

Die Anzahl der Unternehmen und das Größenkriterium Marktkapitalisierung unterscheiden sich in den einzelnen osteuropäischen Ländern gravierend. Dies wird auch im Vergleich mit den weiter entwickelten Industrieländern wie Westeuropa deutlich. Die Eingruppierung der einzelnen Aktien in Marktsegmente wie Small und Mid Caps oder Large Caps wirft die Frage nach einer Abgrenzung auf. Neben der Marktkapitalisierung werden auch die Anzahl der Beschäftigten, Umsatzerlöse und Bilanzsumme verwandt. Für die an der Börse geläufigen Gruppierungen nach Marktkapitalisierung bestehen für die Marktsegmente keine übereinstimmenden Definitionen. So variieren die Begriffsbestimmungen für Untergrenzen westeuropäischer Small Caps von 100 Millionen Euro bis 1 Milliarde Euro, für Mid Caps bewegen sich die Obergrenzen von 5 bis 10 Milliarden Euro.

Die Analyse des Asset Managements der Berenberg Bank zeigt, dass unter den untersuchten Aktiengesellschaften in den osteuropäischen Ländern nur ein gutes Dutzend Unternehmen eine Marktkapitalisierung von mehr als 4 Milliarden Euro aufweist. In der Summe beträgt die Marktkapitalisierung der 14 Large Caps insgesamt rund 94 Milliarden Euro. Die restlichen 334 Unternehmen kommen zusammen auf rund 68 Milliarden Euro Börsenwert. Zum Vergleich: Allein die beiden deutschen Unternehmen Siemens und Deutsche Telekom kommen zusammen auf rund 90 Milliarden Euro. Die Größenunterschiede der einzelnen Börsenplätze zeigen, dass Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von beispielsweise 200 Millionen Euro in Polen als Small Caps, in Bulgarien aber aus Mangel an größeren Unternehmen als Large Caps bezeichnet werden. Aus Sicht eines westeuropäischen Investors und vor dem Hintergrund der geläufigen Definitionen zur Abgrenzung von Marktkapitalisierungen kann daher die Aussage getroffen werden, dass osteuropäische Aktien zu über 95 Prozent aus Small und Mid Caps bestehen.

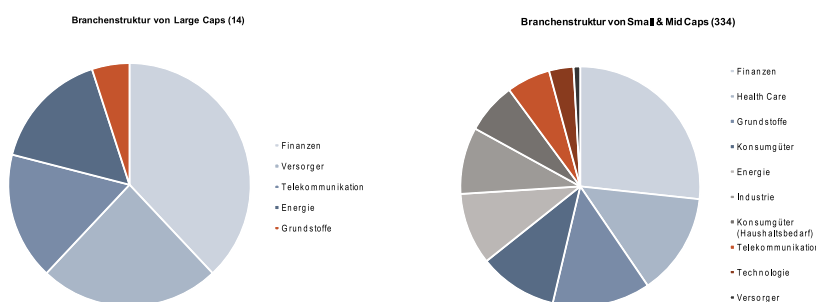
Die Heterogenität der einzelnen osteuropäischen Länder wird auch in der täglichen Höhe des Börsenumsatzes deutlich. Die größten Börsenplätze bieten dabei auch die höchste Liquidität. So kommen Polen, Tschechien und Ungarn auf einen täglichen Börsenumsatz von derzeit 100 – 300 Millionen US-Dollar, die Türkei sogar auf über 1,5 Milliarden US-Dollar. Kleinere Länder mit einem noch relativ wenig entwickelten Kapital-

markt wie Rumänien kommen derzeit auf einen täglichen Börsenumsatz von 3 – 5 Millionen US-Dollar, Bulgarien, das Baltikum sowie die Nachfolgestaaten von Ex-Jugoslawien und Ukraine weisen sogar Börsenumsätze von täglich nur 1 Million US-Dollar oder weniger auf. Die teilweise sehr geringe Börsenliquidität führt häufig dazu, dass an vielen Handelstagen ein bis drei Aktien etwa 50 Prozent des Börsenumsatzes ausmachen. Kleinere Unternehmen handeln häufig mit Gegenwerten von umgerechnet mehreren Zehntausend Euro.

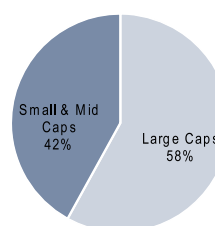
Die vergangenen Jahre in Osteuropa haben gezeigt, dass unter Liquiditätsaspekten ein Investment in kleinere Unternehmen teilweise einer Herausforderung gleich kam. Mit dem synchron verlaufenden Kollaps an den weltweiten Kapitalmärkten geriet auch Osteuropa mit einer unerwartet hohen Korrelation in den Abwärtssog. Small und Mid Caps litten im Verlauf der Turbulenzen auch an den Ostbörsen stärker als Large Caps. Dies mag auf die geringere Liquidität des Segments zurückzuführen sein, aber auch auf die Tatsache, dass man sich derzeit am Terminmarkt nicht oder nicht vollumfänglich gegen Kursverluste bei Small und Mid Caps absichern kann.

Dabei stellen Small und Mid Caps generell eine attraktive Anlagemöglichkeit im Hinblick auf Wertsteigerungschancen und auf Diversifikation in den Branchen dar. Grundsätzlich haben kleinere Unternehmen den Vorteil, sich schneller und flexibler auf veränderte Marktbedingungen einstellen zu können. Small

Small & Mid Caps bieten eine größere Diversifikation in den Branchen



Marktkapitalisierung total 162 Mrd. Euro



Analyse von 348 Unternehmen aus den repräsentativen Indices der Länder Polen, Tschechien, Ungarn, Rumänien, Bulgarien, Lettland, Estland, Litauen, Serbien, Kroatien, Slowenien; Quelle: Berenberg Bank, Juli 2009



und Mid Caps profitieren von vorteilhaften Basiseffekten und weisen höhere Wachstumsraten auf. Dies drückt sich oft auf der Gewinnebene und durch überdurchschnittliche Kapitalrenditen aus. Unternehmensanteile sind häufig im Besitz von Familien oder vom Management, die häufig Ziele für das Unternehmen verfolgen, die mit denen der meisten Aktionäre gleichgerichtet sind. Die teilweise sehr geringe professionelle Verfolgung seitens der Analysten führt mitunter auch zu Marktanomalien, die zu exorbitanten Kurssteigerungen führen können. Die oft geringere Liquidität sowie der teilweise niedrige Bekanntheitsgrad einzelner Aktien sind die Kehrseiten von Small und Mid Caps. Auch berichten kleinere Unternehmen häufig noch unter nationalen Rechnungslegungsstandards. Mit der Verbreitung der internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) und den steigenden Anforderungen an den Börsenplätzen lässt sich schon seit Jahren ein starker Konvergenzprozess zu Westeuropa erkennen. Osteuropäische Large Caps hingegen gehören größtenteils entweder zu größeren ausländischen Unternehmen oder befinden sich noch in staatlicher Hand. Hierbei können Interessenskonflikte mit Minderheitsaktionären auftreten. So kann die Unternehmenspolitik eines osteuropäischen Unternehmens aufgrund von finanziellen Schwierigkeiten des ausländischen Mutterkonzerns negativ beeinflusst werden. Politischer Einfluss in Staatsunternehmen kann sich mit der Besetzung des Topmanagements oder der Ausschüttungspolitik gegenläufig zu den Interessen der anderen Anteilseigner auswirken. Während die Large Caps vorwiegend in den Branchen der Finanzen, Energie, Versorger und Telekommu-

nikation zu finden sind, bieten kleinere Unternehmen Exposure in verschiedenartigen Branchen.

Die Vergangenheit in Osteuropa hat gezeigt, dass kleinere Unternehmen in Wachstumsphasen einer Volkswirtschaft stärkere Gewinndynamiken aufweisen und die zwischenzeitlichen Überrenditen an der Börse mit Outperformance entlohnt werden. Das Thema Liquidität gerät dann oft in den Hintergrund. Häufig handeln dann kleinere Unternehmen mit einer Prämie bzw. einem Kursaufschlag zu vergleichbaren Large Caps. In Abschwungphasen fällt die Liquidität, und die Prämie entwickelt sich zu einem Discount. Nach starken Kursverlusten sind Erholungstendenzen immer mit einer hohen Unsicherheit über die zukünftige Kursentwicklung verbunden. Demzufolge wünschen sich die ersten mutigen Investoren bei einem Engagement stets die Option zu wahren, sich bei einem Irrtum sofort aus der Position wieder zurückzuziehen. Dies gewährleisten liquide Aktien. Ein Kursaufschwung an der Börse wird daher meist durch Large Caps eingeleitet und getrieben. Erst im Verlauf der Erholung ziehen Small und Mid Caps nach, bis sie die Large Caps im weiteren Kurserholungsverlauf wieder überholen (siehe Performancechart).

Osteuropa hat viele Facetten

Die Analyse von makroökonomischen Daten sowie die Berücksichtigung von Markteffizienzen und Marktliquiditäten kann ein wichtiger Performancebeitrag sein. Ebenso sind Small und Mid Caps trotz vieler grundsätzlicher Pluspunkte in der Gesamtheit nicht zwangsläufig aussichtsreiche Investments. Es kommt auf jede einzelne Aktie an. Um attraktive Unternehmen mit aussichtsreichem Kurspotenzial zu finden, bedarf es eines ausgereiften Investment- und Selektionsprozesses.

Das Fondsmanagement des Berenberg Funds II – East European Equities verfolgt einen fundamentalen Stockpicking-Ansatz und identifiziert Unternehmen mit einer hohen Qualität, attraktiven Kapi-

talrenditen und beeindruckenden Cashflows. Der Fokus liegt auf wachsenden oder bereits hohen Kapitalrenditen, die über den Kapitalkosten liegen. Die Unternehmensbewertung basiert auf adjustierten wiederkehrenden Cashflows mit den dafür geforderten Kapitalrenditen als Diskontfaktor. Interne Risikoparameter reduzieren das Anlagerisiko.

In diesem Kontext wurde der für das Jahr 2008 mit dem 1. Platz unter den Osteuropafonds ausgezeichnete Berenberg Funds II – East European Small & Mid Caps in den Berenberg Funds II – East European Equities umbenannt. Mit der Erweiterung des Investmentuniversums von Small & Mid Caps auch auf Large Caps wird eine noch höhere Flexibilität innerhalb der Marktsegmente gewährt. Dies stellt keine Abkehr von Small & Mid Caps dar, sondern verschafft die Möglichkeit in alle attraktiven osteuropäischen Unternehmen mit aussichtsreichen Wertsteigerungspotenzialen zu investieren ohne bestimmte Aktien aufgrund des Börsenwertes zu diskriminieren. Seit Auflegung im November 2006 bis 24.08.2009 weist der Fonds zwar eine negative Wertentwicklung von 10,82 % auf, hat aber damit eine Outperformance zum Vergleichsindex (DJ Stoxx EU Enlarged TMI RI (EUR) von +16,01 %, bei einer deutlich niedrigeren Volatilität als Risikofaktor von 20 % (Benchmark 31 %). Für die letzten zwölf Monate beträgt die Wertentwicklung des Fonds +16,48 % und entspricht einer Outperformance von +42,27 %.



Autor: Peter Reichel
Senior Fondsmanager
Berenberg Funds II – East European Equities