

### Kleine Werte, große Renditen?

Die Nobelpreisträger Eugene Fama und Kenneth French haben 1993 die Existenz der so genannten "Size"- oder "Small-Cap"-Prämie nachgewiesen. Die Ratio dahinter war damals, dass Nebenwerte risikoreicher und illiquider als Börsenunternehmen mit einer großen Marktkapitalisierung sind, sodass sie den Anlegern eine zusätzliche Kompensation für die Übernahme dieses Risikos in Form einer zusätzlichen Rendite bieten sollten. Andere Studien zeigten zudem schon damals, dass Small Caps langfristig auch risikoadjustiert eine Überrendite generieren. Der Begriff Small Cap wird dabei für Unternehmen mit einer relativ kleinen Marktkapitalisierung verwendet, nach unserem Verständnis zwischen 500 Millionen und 5 Milliarden Euro.

Die Entwicklung von Small Caps seit der Jahrtausendwende passt in das Bild (siehe Abb. 1). Sie haben um mehr als 250% zugelegt – und damit fünf Mal stärker als die Large Caps. In den letzten 20 Kalenderjahren haben sie in 14 Fällen besser als größer kapitalisierte Unternehmen abgeschnitten. Allerdings gibt es auch Phasen relativ schlechterer Entwicklungen wie zum Beispiel während der Finanzkrise 2007-2008.

Wir beleuchten, wie sich Small Caps von Large Caps jenseits der Größe der Marktkapitalisierung unterscheiden. Denn diese Charakteristiken sind es, die die kürzer- und mittelfristige relative Entwicklung von Small Caps determinieren und aus unserer Sicht gerade jetzt dafür sprechen, im Portfolio einen besonderen Fokus auf Small Caps zu legen.

### „Pure Plays“ mit im Schnitt mehr Zyklizität, ...

Betrachtet man die relative Entwicklung von Small und Large-Caps mehr im Detail, fallen die in der Regel etwas höheren maximalen Verluste von Nebenwerte-Indizes auf. Dies war auch dieses Jahr im Zuge der Corona-Krise zu sehen: Europäische Large Caps verloren von der Spitze knapp 35 Prozent, während Small Caps mehr als 38 Prozent nachgaben. Nebenwerte kommen hingegen häufiger besser aus Krisen heraus. Etwa 2009, als europäische Small Caps sich knapp 24% besser entwi-

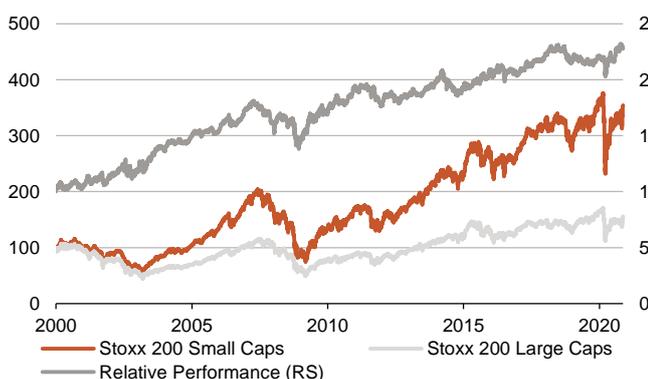
Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

*Nebenwerte weisen langfristig höherer Renditen als Standardwerte auf...*

*... verlieren aber auch tendenziell mehr in Krisen*

**Abb. 1: Small Caps mit klarer Outperformance seit 2000**

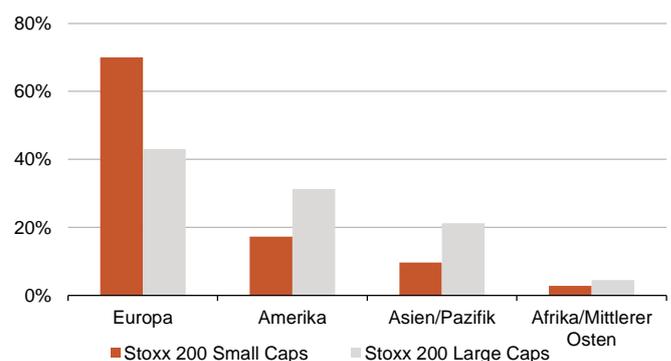
Absolute und relative Performance des Stoxx 200 Small Caps gegenüber dem Stoxx 200 Large Caps normiert auf 100 seit 2000.



Zeitraum: 01.01.2000-13.11.2020  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

**Abb. 2: Nebenwerte mit deutlich größerem Umsatz in Europa**

Prozent des Umsatzes europäischer Small bzw. Large Caps klassifiziert nach Regionen



Stand: 31.10.2020  
Quelle: FactSet



ckelten als Large Caps. Und auch dieses Jahr liegen Small Caps trotz des größeren Einbruchs während der Corona-Krise wieder vorne.

Die Gründe dafür sind vielfältig. Allen voran ist die höhere Zyklizität aufgrund einer anderen Sektorstruktur der Small-Cap zu nennen. Wenn europäische Small Caps schlechter als ihre größeren Pendanten abschneiden, liegt dies auch daran, dass viele Small Caps jüngere Unternehmen sind, die wenig oder gar keinen Gewinn erwirtschaften und/oder über niedrigere Kapitalpuffer als Large Caps verfügen. Das ist vor allem in schwierigen Zeiten ein Risiko, da sie eher auf die Ausgabe von Aktien angewiesen sind, um sich frisches Kapital zu beschaffen. In Zeiten von Abschwüngen sind Anleger jedoch weniger bereit, neu ausgegebene Aktien zu kaufen, um ein Unternehmen über Wasser zu halten, was die Finanzierungsrisiken für das Unternehmen erhöht. Zudem sind sie oft von wenigen Produkten und Kunden abhängig. Dies macht sie empfindlich gegenüber einer erheblichen wirtschaftlichen Abschwächung. Large Caps hingegen haben in der Regel starke Marktpositionen und leiden weniger unter einem Abschwung. Darüber hinaus haben Small Caps tendenziell eine höhere operative Hebelwirkung als Large Caps, d.h. Nebenwerte haben höhere Fixkosten im Verhältnis zu den Gesamtkosten. Die variablen Kosten sind hingegen niedriger, sodass der Deckungsbeitrag für jede zusätzlich verkaufte Einheit einen relativ hohen Gewinn für das Unternehmen ermöglicht.

*Kleinere Unternehmen sind oft spezialisierter und haben einen höheren operativen Hebel*

#### **... weniger globaler Ausrichtung,...**

Auch in Jahren starker Euro-Aufwertung wie beispielsweise 2017 schneiden europäische Small Caps tendenziell besser ab als Large Caps. Dies liegt zum einen daran, dass sie 70 Prozent ihrer Umsätze in Europa erzielen, während Large Caps ihre Umsätze nur zu rund 40 Prozent in Europa erzielen (siehe Abb. 2). Für Übersee-Exporteure verschlechtern sich die Wettbewerbschancen, da ihre Waren auf dem Weltmarkt bei einem steigenden Euro teurer werden. Zum anderen geht eine Euro-Aufwertung oft mit einer Verbesserung der Weltkonjunktur einher – wie beispielsweise 2017. Ein positives Umfeld für die tendenziell zyklischeren Nebenwerte. Der Anteil an Industrieunternehmen ist beispielsweise im Small-Cap-Index beinahe doppelt so hoch wie im Large-Cap-Index.

*Large Caps leiden tendenziell unter Euro-Aufwertung, während Small Caps profitieren.*

#### **...mehr Wachstum,...**

Die große Innovationsfreude und die starken Wachstumschancen von kleineren Unternehmen sind wichtige Treiber der relativ besseren Entwicklung von Small Caps. Häufig investieren sie mehr in Forschung und Entwicklung als ihre größeren Pendanten. Kleinere Unternehmen sind oft inhabergeführt. Vorstände sind entsprechend häufig stark an den von ihnen geführten Unternehmen beteiligt, was die Interessen mit den Aktionären in Einklang bringt. Zudem sind sie oft in ihrem jeweiligen Nischensegment Weltmarktführer und erzielen dort deutliche Gewinne. Sie sind sogenannte „Pure Plays“, die bestimmte Anlagethemen unverwässert darstellen. Mischkonzerne findet man eher in Standardwerten, die ihre höchsten Gewinnwachstumsraten bereits hinter sich haben. Deshalb zeigen Nebenwerte oft überproportionale Wachstumsraten. Sie profitieren von einer niedrigen Umsatz- und Gewinnbasis. Weitere wesentliche Treiber der langfristigen Outperformance von Nebenwerten sind neben einer Illiquiditätsprämie eine höhere Übernahmewahrscheinlichkeit durch andere Unternehmen. Denn Nebenwerte sind attraktive Übernahmekandidaten: spezielles Knowhow wird akquiriert, neue Nischenmärkte mit überproportionalen Wachstumsraten werden erschlossen. Das anhaltend niedrige Zinsumfeld sowie hohe Kassenbestände bei Standardwerten begünstigen dabei Übernahmen besonders stark.

*Hohes Wachstum und Marktführerschaft in Nischensegment macht Small Caps zu attraktiven Übernahmekandidaten*



### ...und mehr Alpha-Opportunitäten

In der Vergangenheit boten Small Caps bessere Möglichkeiten zur profitablen Aktienselektion als Large Caps, und das ist noch immer der Fall. Das liegt zum einen daran, dass die paarweise Korrelation zwischen Small Caps deutlich niedriger als bei Large Caps ist. Zum anderen gibt es deutlich mehr ETFs und damit verwaltetes Kapital auf Large-Cap-Indizes. Kaufen oder verkaufen Investoren Indexfonds, so beeinflussen diese Flows alle Indexbestandteile gleichermaßen. Zudem weisen Nebenwerte häufig höhere idiosynkratische, d.h. unternehmensspezifische Risiken auf – sie hängen oft nur von einem Endmarkt ab und sind regional und produkttechnisch nicht so diversifiziert wie größere Mischkonzerne (siehe Abb. 3). Das hat auch zur Folge, dass einzelne Nebenwerte deutlich volatiler als Blue Chips sein können, Small-Cap-Indizes jedoch aufgrund der geringeren Korrelation der Benchmark-Bestandteile nicht unbedingt volatiler als Large-Cap-Indizes sind.

*Small Caps weisen höhere unternehmensspezifische Risiken auf und sind damit weniger korreliert untereinander*

Kleinere Unternehmen bekommen darüber hinaus weniger Aufmerksamkeit durch Aktienanalysten und Medien. Folglich haben Anleger weniger Einblick in die Geschäftsmodelle und Unternehmenskultur. Dadurch ergeben sich Ineffizienzen in der Aktienbewertung. Für aktive Anleger bietet das die Chance auf höhere Erträge. Das liegt auch daran, dass das Investment-Universum bei europäischen Nebenwerten riesig ist. Den ca. 250 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 10 Mrd. Euro stehen mehr als 6.000 Börsenunternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 5 Mrd. Euro gegenüber. Diese Riesenauswahl an verschiedenen Geschäftsmodellen bietet enorme Alpha-Opportunitäten für aktive Manager. Small-Cap-Unternehmen können den Anlegern auch ein besseres Engagement in einem einzelnen Land ermöglichen, sodass sie besser auf konjunkturelle Unterschiede zwischen einzelnen Ländern reagieren können. Bei Large Caps ist das schwieriger. Diese typischerweise großen internationalen Akteure sind viel empfindlicher gegenüber globalen Wachstumstrends.

*Das deutlich größere und von Analysten weniger beachtete Investment-Universum macht Bewertungen von Nebenwerten ineffizienter*

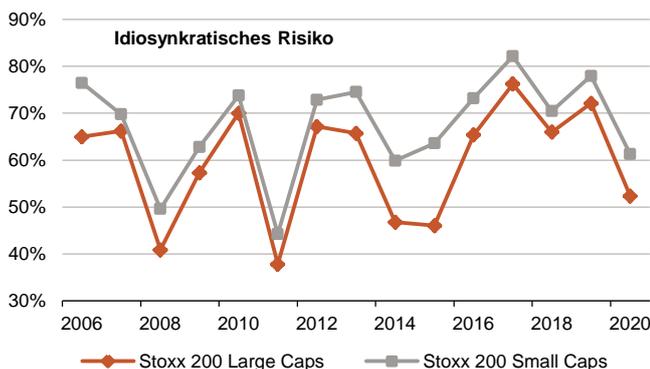
### Trend zu Themeninvestments stützt

Zwei große Flow-Trends dürften Nebenwerte in den nächsten Jahren beeinflussen. Unterstützend wirkt die gestiegene Nachfrage nach thematischen Investments. Small Caps finden sich häufig in Themenfonds wieder, da diese oft verlangen, dass ein gewisser Mindestumsatzanteil (zum Beispiel 50 Prozent) in bestimmten Trendfeldern wie Robotics oder Künstlicher Intelligenz erzielt werden muss. Da Small

*Small Caps haben noch Nachholbedarf bei der Kommunikation ihrer ESG-Anstrengungen*

**Abb. 3: Small Caps mit höherem idiosynkratischem Risiko**

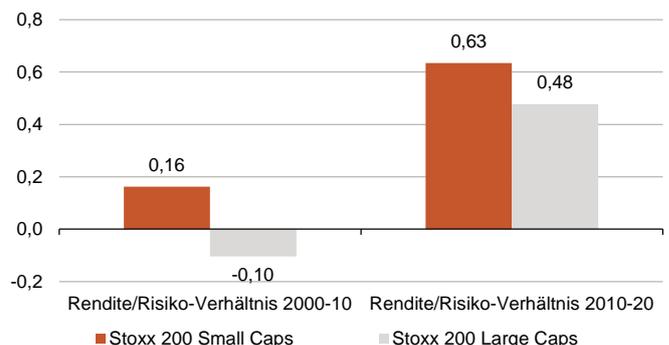
Durchschnittliches unternehmensspezifisches Risiko der Index-Mitglieder des Stoxx 200 Large bzw. Small Caps Index



Zeitraum: 01.01.2006-31.10.2020, jährliche Daten  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

**Abb. 4: Small Caps mit höherer risikoadjustierter Rendite**

Rendite/Risiko-Verhältnis über die 10-Jahres-Zeiträume 2000 bis 2010 und 2010 bis 2020 des Stoxx 200 Large bzw. Small Caps Index



Zeitraum: 01.01.2000-31.12.2019  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Caps häufig Pure Plays auf gewisse Sektoren sind, werden sie überproportional bei Themenfonds eingesetzt. Zumal diese ihre Holdings oft nicht nach Marktkapitalisierung, sondern gleichgewichtet selektieren. Ein Vorteil für Small Caps, da sie in solchen Vehikeln tendenziell höher gewichtet sind als bei den gängigen Marktkapitalisierungsindizes. Etwas nachteilhaft für Small Caps dürfte hingegen der ESG-Trend sein, jedenfalls wenn dieser passiv über ETFs abgebildet wird. Diese verwenden häufig das ESG-Rating großer Indexanbieter. Kleinere Unternehmen verfügen oft nicht über die gleichen Ressourcen wie Large Caps, um ihre ESG-Aktivitäten ausführlich den Ratingagenturen zu kommunizieren. Entsprechend erhalten sie oft zu unrecht schlechtere ESG-Ratings, was zu einer niedrigeren ESG-Flow-Nachfrage führen dürfte.

### **Small Caps auch risikoadjustiert vorn**

Wie sieht die relative Entwicklung von Small zu Large Caps nach Risiko-Adjustierung aus, also wenn man die Rendite ins Verhältnis zur Volatilität setzt? Auch da haben die Nebenwerte in den letzten beiden Jahrzehnten die Nase vorne (siehe Abb. 4). Von 2010 bis 2020 lag beispielsweise das Rendite-Risiko-Verhältnis von europäischen Small Caps bei 0,63, bei Large Caps stand es bei 0,48. Im Jahrzehnt davor haben Large Caps eine negative Rendite erwirtschaftet, während Small Caps zulegen konnten. Die Volatilität auf Indexebene war dabei im Zeitraum 2000 bis 2010 für Large Caps sogar höher als für Small Caps. Im anschließenden Jahrzehnt besaßen Small Caps eine leicht höhere Schwankungsbreite.

*Small Caps weisen ein höheres Rendite-Risiko-Verhältnis als Large Caps auf*

### **Saisonalität und Zyklizität sprechen jetzt für Small Caps**

Insgesamt schätzen wir europäische Small Caps als attraktiv ein. Insbesondere wenn man auf aktive Fonds setzt, die darauf achten, dass die Unternehmen gesunde Bilanzkennzahlen aufweisen und über ausreichend Liquiditätsreserven verfügen. Dies ist häufig bei eigentümergeführten Unternehmen der Fall. Kleinere Unternehmen dürften von einer synchronen weltweiten Wirtschaftserholung nächstes Jahr profitieren. Zudem spricht auch die Saisonalität klar für Nebenwerte: Historisch betrachtet haben sich Small Caps insbesondere von Oktober bis April deutlich besser entwickelt als Large Caps. Die Zeit ist also unserer Meinung nach reif, um sowohl langfristig als auch taktisch vermehrt auf Nebenwerte zu setzen.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

## AUTOREN



**Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research**  
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation  
+49 69 91 30 90-501 | ulrich.urbahn@berenberg.de



**Peter Kraus, CFA | Leiter Small & Mid Cap Equities**  
Ist Spezialist für europäische Nebenwerte und managt die Fonds Berenberg European Small Cap und Berenberg European Micro Cap  
+49 69 91 30 90-212 | peter.kraus@berenberg.de

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 16. November 2020

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

Monitor

► Fokus

Investment Committee

Protokoll

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)