

Anlagestrategie und Investment

Is small beautiful?

Small Caps sind nach wie vor der Performancetreiber im Depot.



Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



Inhalt

- 4 **Is small beautiful?**
- 4 **Verbesserung der globalen
Wachstumsaussichten**
- 7 **Analogie zu vergangenen
Konjunkturphasen**
- 10 **Größere Risikobudgets scheinen
Small Caps zu begünstigen**
- 10 **Dividenden – attraktiv auch im
Small Cap-Segment**
- 10 **Bewertung – „Is small beautiful“?**
- 14 **Übernahmen vor allem im Small- und
Mid Cap-Segment zu beobachten**
- 15 **Aktives Management vor allem bei
Small- und Micro Caps**
- 16 **Informationsverarbeitung**
- 17 **Small Caps are beautiful**

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42 – 44
60323 Frankfurt am Main

Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter
Verpassen Sie auch unsere Podcasts nicht:
www.allianzgi.de/podcast

Is small beautiful?

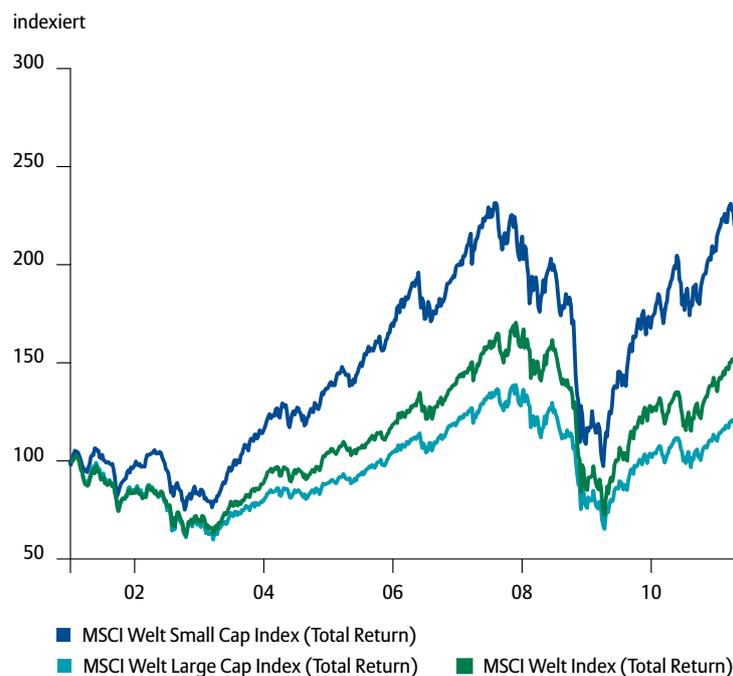
Nebenwerte (Small Caps) scheinen im Zuge verbesserter Wachstumsaussichten ihre positive Kursentwicklung fortzusetzen. Doch mit Blick auf das aktuelle Kapitalmarktumfeld sollten sich Investoren fragen: Wie verhalten sich Small Caps in einem (zukünftig) inflationären Konjunkturumfeld? Sind Dividenden auch im Small Cap Segment attraktiv? Und: Was könnten zusätzliche Treiber für eine anhaltende Outperformance gegenüber großkapitalisierten Werten (Large Caps) sein?

Verbesserung der globalen Wachstumsaussichten

Die Weltkonjunktur scheint im Jahr fünf nach Ausbruch der Weltfinanzmarktkrise wieder Tritt zu fassen, wenngleich das Trendwachstum eher moderat verlaufen dürfte. Dennoch: Im Zuge des billigen Geldes der internationalen Notenbanken scheinen insbesondere

globale Small Caps zu profitieren bzw. zu einer Outperformance gegenüber globalen Large Caps zu neigen. Tabelle 1 veranschaulicht die absolute Wertentwicklung von Small Caps gegenüber von Large Caps – jeweils nach unkonventionellen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) bzw. der US-Notenbank (Fed) über die Zeiträume von einem Monat bis zu 12 Monaten.

Schaubild 1: Small Caps waren der Performancetreiber



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research.
Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Der Blick auf einen längeren Zeitraum (Januar 2001 bis September 2013) zeigt: Anleger, die an den globalen Aktienmärkten investierten (gemessen am MSCI Welt Total Return in US-Dollar), konnten zwar eine Rendite von circa 80% erzielen. Doch der von MSCI ermittelte, global anlegende und in US-Dollar gemessene Small Cap Total Return Index hingegen konnte sich über den gleichen Zeitraum fast verdreifachen. Das zeigt: Begünstigt zwar durch das billige Geld der Notenbanken, wurden Anleger für das höhere Risiko von Nebenwerten (Small Caps) mit einer langfristig höheren Performance entschädigt – trotz eines Kapitalmarktumfeldes, das von Krisen, wie der Internetblase um die Jahrtausendwende, der Finanzmarktkrise oder der EU-Schuldenkrise, überlagert war (siehe Schaubild 1).

Interessant in diesem Zusammenhang ist aber auch die jährliche Wertentwicklung von kleinen Unternehmen gegenüber großen Unternehmen, sogenannten Blue Chips oder Large Caps, bei regionaler Betrachtung:

Konnten seit Januar 2001 globale Large Caps eine Rendite von 2,8% pro Jahr generieren, schlug bei globalen Small Caps eine jährliche Wertentwicklung von über 8% zu Buche. In Europa lagen Small Caps mit einer Wertentwicklung von jährlich 8% deutlich vor den europäischen Large Caps, die gerade einmal eine jährliche Rendite von 1,7% pro Jahr erzielten. Spitzenreiter unter den Nebenwerten waren Small Caps aus Nordamerika, die eine jährliche Kurssteigerung von über 9% erreichten. Nordamerikanische Large Caps dagegen lagen mit jährlich etwa 3% deutlich dahinter. In Japan erwirtschafteten Small Caps zwar nur eine Rendite von 3,6% pro Jahr, jedoch lagen japanische Large Caps mit -0,4% pro Jahr als einzige Anlageklasse über den betrachteten Zeitraum im negativen Bereich (siehe Schaubild 2). In Summe konnten somit Small Caps zu Large Caps, global wie auch regional, deutlich besser abschneiden und nach Abzug der entsprechenden Inflation eine positive Realrendite über den angegebenen Zeitraum erwirtschaften.

Klassifizierung von Large Caps bis Nano Caps

Wann gilt ein Unternehmen als Large Cap? Bis zu welcher Marktkapitalisierung können Unternehmen als Small Cap bezeichnet werden?

Large Cap	Marktkapitalisierung von 10 Milliarden Euro und mehr
Mid Cap	Marktkapitalisierung von 4 Milliarden Euro bis 10 Milliarden Euro
Small Cap	Marktkapitalisierung von 200 Millionen Euro bis 4 Milliarden Euro
Micro Cap	Marktkapitalisierung von 10 Millionen Euro bis 200 Millionen Euro
Nano Cap	Marktkapitalisierung von unter 10 Millionen Euro

Quelle: Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research

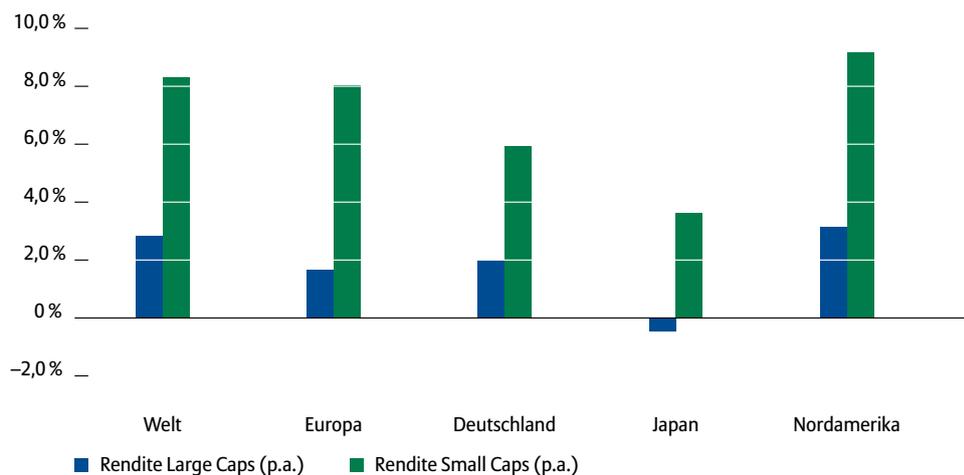
Tabelle 1: Das billige Geld der Notenbanken begünstigte größtenteils globale Small Caps

	Large Cap						Small Cap					
	EM	Welt	Nord-amerika	Japan	Deutsch-land	Europa	EM	Welt	Nord-amerika	Japan	Deutsch-land	Europa
nach QE1												
+1 M	14%	11%	9%	13%	17%	13%	19%	17%	16%	9%	26%	21%
+3 M	26%	18%	16%	20%	21%	19%	45%	28%	25%	23%	33%	29%
+6 M	51%	38%	34%	24%	42%	44%	77%	57%	55%	27%	74%	66%
+12 M	60%	48%	46%	28%	49%	53%	99%	74%	77%	26%	95%	79%
nach QE2												
+1 M	0%	2%	2%	10%	5%	0%	0%	4%	6%	9%	5%	3%
+3 M	1%	7%	9%	15%	9%	5%	-1%	10%	13%	19%	12%	8%
+6 M	2%	9%	13%	8%	14%	7%	0%	14%	19%	14%	16%	12%
+12 M	-8%	-1%	6%	-9%	-7%	-7%	-16%	0%	7%	5%	-6%	-10%
nach QE3												
+1 M	1%	-1%	-1%	-2%	0%	0%	2%	-1%	-3%	-1%	2%	0%
+3 M	6%	1%	-2%	9%	4%	3%	5%	1%	-2%	8%	7%	4%
+6 M	7%	11%	7%	42%	10%	12%	13%	15%	11%	38%	18%	17%
+12 M	8%	19%	17%	64%	17%	18%	11%	26%	23%	60%	29%	33%
nach LTRO1												
+1 M	6%	6%	6%	5%	11%	7%	6%	7%	7%	3%	10%	11%
+3 M	11%	13%	13%	20%	22%	13%	16%	15%	13%	14%	18%	20%
+6 M	5%	6%	7%	6%	10%	5%	8%	6%	4%	4%	15%	12%
+12 M	16%	18%	17%	19%	33%	20%	19%	19%	17%	14%	32%	29%
nach LTRO2												
+1 M	-2%	1%	3%	3%	0%	-1%	-2%	1%	2%	4%	0%	-1%
+3 M	-8%	-5%	-2%	-13%	-6%	-7%	-7%	-6%	-4%	-10%	-1%	-6%
+6 M	-4%	1%	4%	-10%	3%	2%	-4%	-2%	0%	-7%	2%	-2%
+12 M	5%	13%	13%	21%	13%	14%	10%	14%	13%	22%	23%	19%

■ Wertentwicklung Large Caps > Small Caps (Underperformance)
 ■ Wertentwicklung Large Caps = Small Caps
■ Wertentwicklung Large Caps < Small Caps (Outperformance)

QE: Quantitative Easing der US-Notenbank; LTRO: Long-Term Refinancing Operations der Europäischen Zentralbank.
 Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research.
 Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Schaubild 2: Mehrrendite durch Small Caps



Quelle: Datastream (MSCI Total Return Indices), Zeitraum 01/2001 – 09/2013; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Analogie zu vergangenen Konjunkturphasen

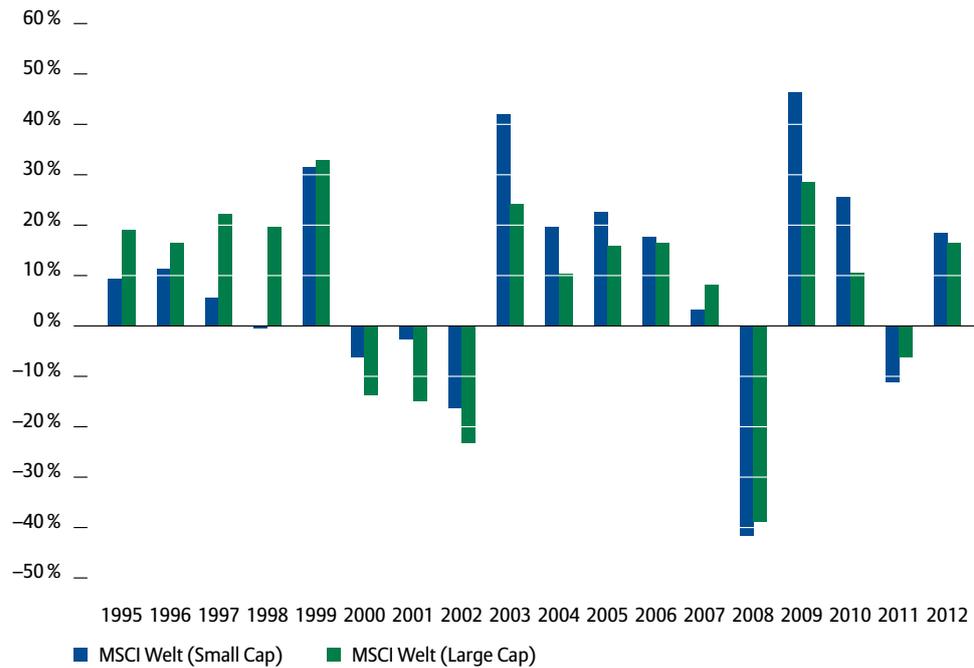
Bei der obigen Berechnung handelt es sich allerdings um eine Durchschnittsbetrachtung, denn Small- wie auch Large Caps können sich in Phasen konjunktureller Auf- und Abschwünge unterschiedlich entwickeln (siehe Schaubild 3).

Generell gilt die Auffassung: Large Caps scheinen in rezessiven bzw. konjunkturell schwachen Phasen besser abzuschneiden als Small Caps. Oder anders ausgedrückt:

Ihr eventueller Verlust fiel nicht so hoch aus wie derjenige von kleinen und mittelgroßen Unternehmen. Hintergrund ist die ab- bzw. zunehmende Risikobereitschaft der Investoren während Ab- und Aufschwungphasen. In Zeiten einer abnehmenden Risikobereitschaft geht es vor allem auch um die Liquidität der Wertpapiere: Die Anleger bevorzugen Werte mit hoher Marktkapitalisierung – also auch hoher Liquidität – in der Erwartung, dass sie diese schneller wieder verkaufen können. Werte mit geringerer Marktkapitalisierung geraten hier in der Regel ins Hintertreffen.



Schaubild 3: In Aufschwungphasen sind Small Caps in der Regel die Performance-Treiber



Quelle: Datastream (MSCI Total Return Indizes); Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Allerdings scheint diese These über den betrachteten Zeitraum (1995 bis 2012) leicht zu hinken, denn einzig im Zuge der Finanzmarktkrise (2008) bzw. während der EU-Schuldenkrise (2011) konnten Large Caps in rezessiven bzw. konjunkturell schwachen Phasen besser abschneiden als Small Caps. Nach der Internetblase zu Beginn des 21. Jahrhunderts (2000 bis 2002) waren es die Small Caps, die ihre großen Pendanten, relativ betrachtet, ausstachen. Langfristig hingegen scheint die Aussage Bestand zu haben, wie unsere Analyse über die Wertentwicklung von US Small Caps und Large Caps in Rezessionen – definiert durch das amerikanische National Bureau of Economic Research (NBER) – seit Anfang der 1970er Jahre gezeigt hat.

Andererseits scheinen sich Small Caps gerade in konjunkturellen Aufschwungphasen zum Teil deutlich besser zu entwickeln als Large Caps. Sie konnten in den Folgejahren bis 2007 eine zum Teil deutlich höhere jährliche Performance erzielen als Large Caps. Das Gleiche gilt für die Jahre 2009 und 2010, in denen die Wertentwicklung von Small Caps über jener von Large Caps lag. Die Wertentwicklung der Vergangenheit erlaubt zwar keine Prognose für die Zukunft, dennoch scheint sich eine gewisse Analogie zwischen Wertentwicklung und konjunktureller Entwicklung zu entfalten.

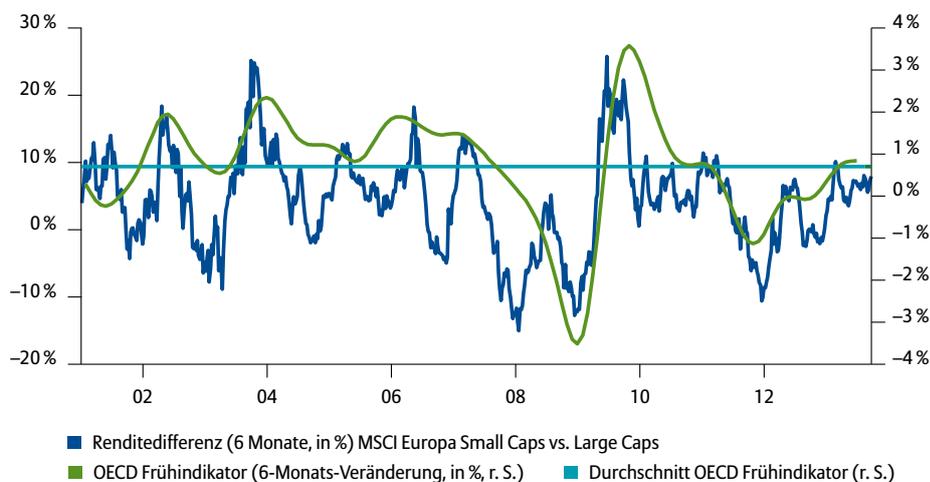
Und von dieser konjunkturellen Erholung, wie eingangs beschrieben, dürften Small Caps stärker profitieren als Large Caps.

Zum Beispiel bei der Betrachtung der Renditedifferenz von europäischen Small Caps zu Large Caps auf Basis einer 6-Monats-Veränderung (siehe Schaubild 4) zeigt sich der hohe Gleichlauf zu den Frühindikatoren der Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) für Europa – ebenfalls auf Basis einer 6-Monats-Veränderung. Und: Aktuell liegt die Entwicklung der OECD-Frühindikatoren auf dem langjährigen Durchschnitt. Sollte die konjunkturelle Erholung mehr an

Fahrt gewinnen, dürfte neben den Frühindikatoren auch die Renditedifferenz zwischen Small- und Large Caps weiter zunehmen.

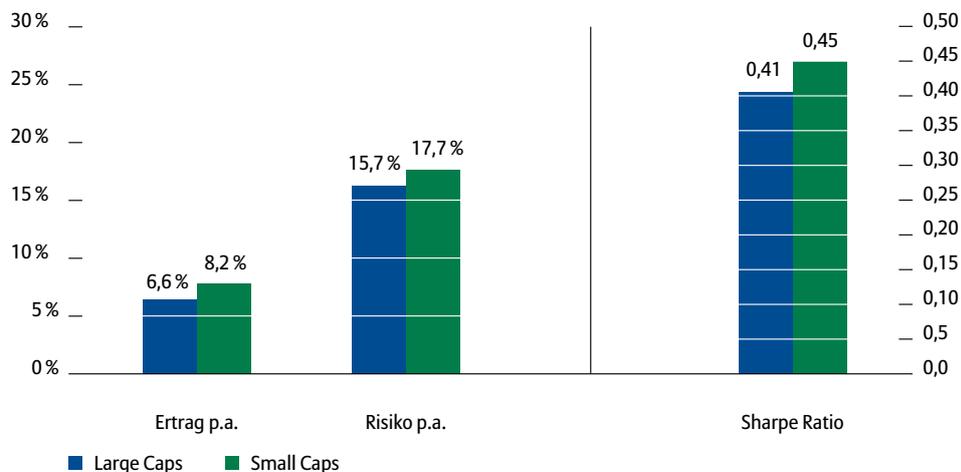
Wie beschrieben konnten Small Caps zum Teil deutlich besser abschneiden als ihre größeren Pendanten. Das ist gerade in Zeiten der finanziellen Repression entscheidend, um eine positive Realrendite – nach Abzug der Inflation – zu erzielen (siehe Schaubild 5).

Schaubild 4: Small Caps und Large Caps vs. OECD-Frühindikatoren für Europa



Quelle: Datastream; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Schaubild 5: Small Caps: Mehr Risiko, mehr Ertrag



Quelle: Datastream (MSCI Total Return Indizes), Zeitraum 01/1995 – 09/2013; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

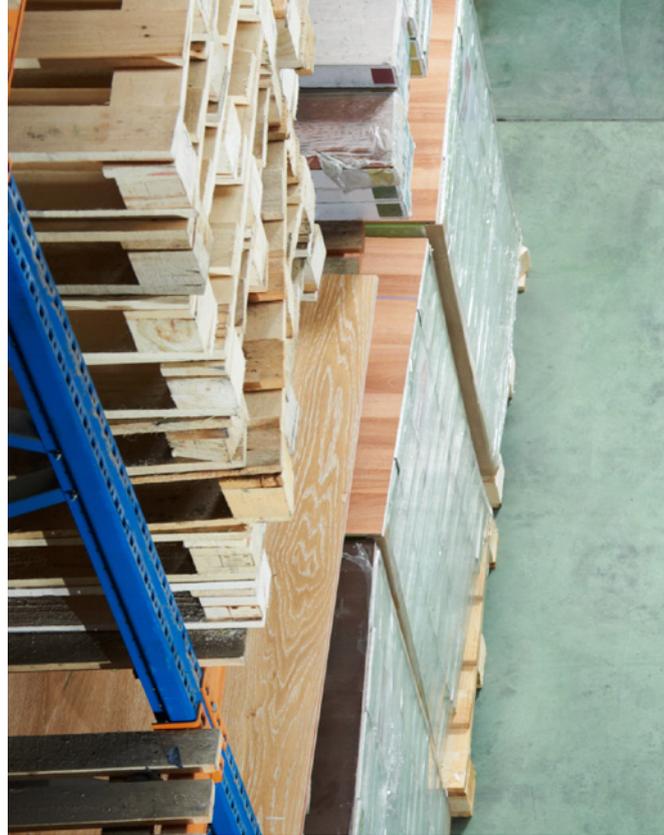
Größere Risikobudgets scheinen Small Caps zu begünstigen

Unsere Analyse brachte zudem hervor, dass Small Caps insbesondere im ersten Quartal eines jeden Jahres eine deutlich bessere Wertentwicklung aufweisen konnten als Large Caps. Dies lässt sich nicht nur global nachweisen, sondern auch regional trifft die Aussage zu (siehe Schaubild 6). So lag die Überrendite, gemessen an der relativen Wertentwicklung von Small Caps zu Large Caps, in den Emerging Markets oder in Japan bei knapp 2% im ersten Quartal. In Deutschland bzw. Europa betrug die Überrendite zwischen 4% und 5%. Global betrachtet lässt sich eine Überrendite von gut 2% feststellen. Grund für solch eine bessere relative Wertentwicklung könnte das vermeintlich höhere Risikobudget internationaler Investoren zu Beginn eines jeden Jahres sein.

Dividenden – attraktiv auch im Small Cap-Segment

Dabei bieten auch Small Caps, nicht nur unter dem Gesichtspunkt der Kursentwicklung, sondern auch aus Sicht der Dividendenrendite, eine – im Vergleich zu den Renditen 10-jähriger Staatsanleihen – zum Teil höhere Rendite (siehe Schaubild 7). So erzielten globale Small Caps zum Beispiel eine durchschnittliche Dividendenrendite von rund 2% bzw. Small Caps aus Europa eine durchschnittliche Dividendenrendite von 2,5%. Das scheint verwunderlich, wäre doch eher anzunehmen, dass gering kapitalisierte Unternehmen ihren Überschuss an Liquidität in die zukünftige Geschäftsentwicklung investieren und nicht in Form von Dividenden an ihre Anteilseigner auszahlen. Allerdings: Mit Blick auf die Erzielung von positiven Realrenditen vor dem Hintergrund einer finanziellen Repression könnte die Dividendenrendite von Small Caps einen zusätzlichen Beitrag zum Kaufkraftverlust liefern.

Zudem auffallend: Die Betrachtung der jeweiligen Indizes auf Preisbasis, also ohne Einrechnung der ausgeschütteten Dividenden der Unternehmen, zeigt eine negative Wertentwicklung nahezu aller MSCI Large Cap Indizes – einzig globale Large Caps (0,3%) und jene aus Nordamerika (1,1%) weisen positive Renditen aus. Im Umkehrschluss heißt das,



die Dividenden dürften den Großteil der Performance von Large Caps ausmachen. Zu diesem Ergebnis führte auch unsere Studie „**Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!**“. So war in den letzten 40 Jahren die annualisierte Gesamtrendite der Aktienanlage zu über 40% durch Dividendenzahlungen bestimmt.

Bemerkenswert hingegen ist in diesem Kontext die Wertentwicklung von Small Caps, basierend auf MSCI Preisindizes. Global betrachtet konnten Anleger im Small Cap-Segment eine jährliche Wertentwicklung von über 6% erzielen, europäische Small Caps erreichten eine Rendite von über 5% pro Jahr, nordamerikanische Small Caps sogar fast 8% jährlich. Hier dürften vor allem die Aktienrückkaufprogramme – an Stelle von Dividendenzahlungen – der US-Unternehmen einen entscheidenden Beitrag zur Performance geleistet haben.

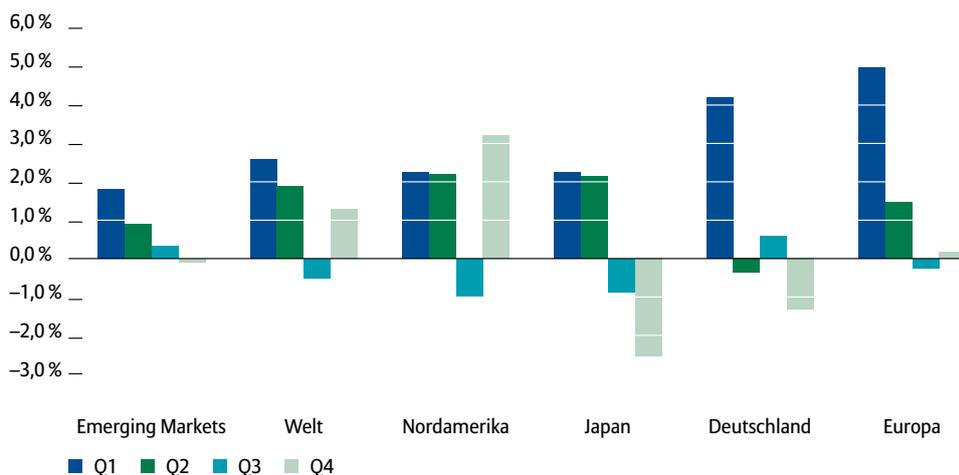
Bewertung – „Is small beautiful“?

Die deutlich bessere Wertentwicklung von Small Caps gegenüber Large Caps über die letzten Jahre legt den Schluss nahe, im Segment der kleinkapitalisierten Unternehmen sei die Bewertung bereits weit vorangeschritten. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis – auf Basis der geschätzten Gewinne der nächsten 12 Monate – als Bewertungsmaß spricht in der Tat für eine Überbewertung von 10 bis 40%



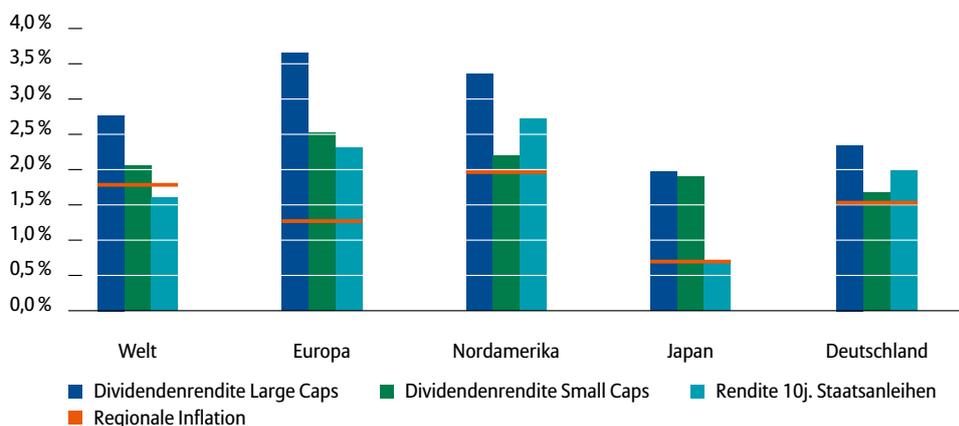
Schaubild 6: Größere Risikobudgets scheinen Small Caps zu begünstigen

Relative Wertentwicklung von Small Caps zu Large Caps

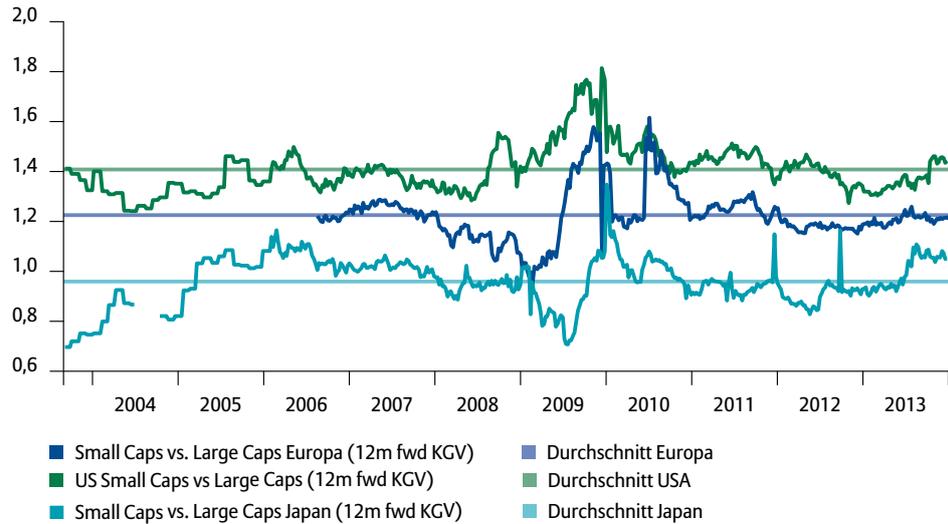


Quelle: Datastream (MSCI Total Return Indices), Zeitraum Q1/2001 – Q2/2013; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Schaubild 7: Dividenden – attraktiv auch im Small Cap-Segment



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Schaubild 8: Bewertung anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV)

Quelle: Datastream; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research.
Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

je nach Region im Segment der Small Caps relativ zu den Large Caps (siehe Schaubild 8). Wenngleich hierbei zu bedenken ist, dass dieses Segment in der Vergangenheit stets mit einer Prämie gegenüber Large Caps gehandelt wurde (Gründe siehe unten). – Ein Blick auf das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) als Bewertungsmaßstab allerdings relativiert die vermutete Überbewertung: Small Caps liegen auf Basis dieses Bewertungsmaßstabes auf bzw. größtenteils unter ihrem langfristigen Durchschnitt der letzten 10 Jahre und damit teils weit von ihrem Bewertungshochpunkt Ende 2007 entfernt (siehe Schaubild 9).

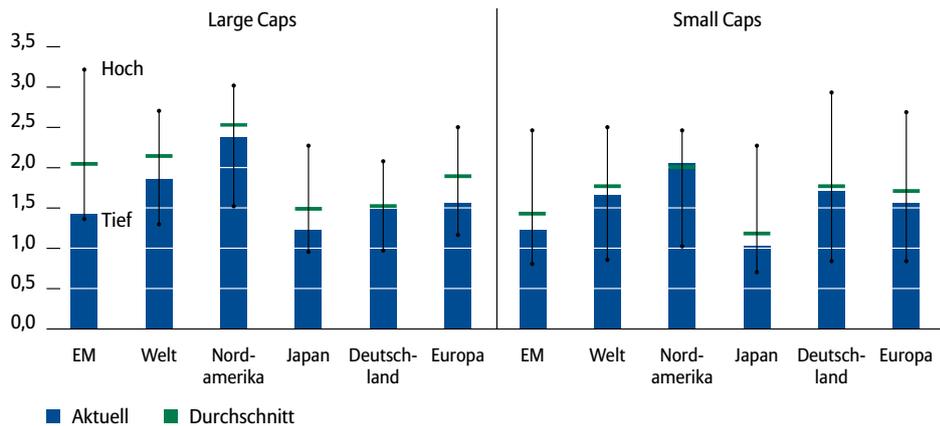
Regional betrachtet ist Japan sowohl bei den Nebenwerten als auch bei den großkapitalisierten Unternehmen aktuell am günstigsten bewertet und auch günstiger als der langfristige Durchschnitt. Doch erzielen japanische Unternehmen im Vergleich zu anderen Regionen die geringsten Eigenkapitalrenditen (4,7%). Small Caps aus Nordamerika liegen zwar von der Bewertung her auf ihrem langfristigen Durchschnitt und sind regional am „teuersten“, jedoch erwirtschaften jene nordamerikanischen Unternehmen eine Eigenkapitalrendite von aktuell über 8%. So gilt generell: Eine höhere Eigenkapitalrendite und somit eine höhere Verzinsung auf das eingesetzte Kapital geht mit einer höheren Bewertung, basierend auf dem KBV, einher und vice versa.

Diese höhere Rentabilität, auch gegenüber Large Caps, veranschaulicht Schaubild 10, in dem die Eigenkapitalrendite von Small Caps zu der von Large Caps aus Nordamerika ins Verhältnis gesetzt wurde. Gut zu erkennen ist der positive Trend der letzten 10 Jahre – trotz des Einbruchs der Profitabilität um das Jahr 2009.

Was jedoch könnte eine relativ höhere Bewertung von Small Caps rechtfertigen?

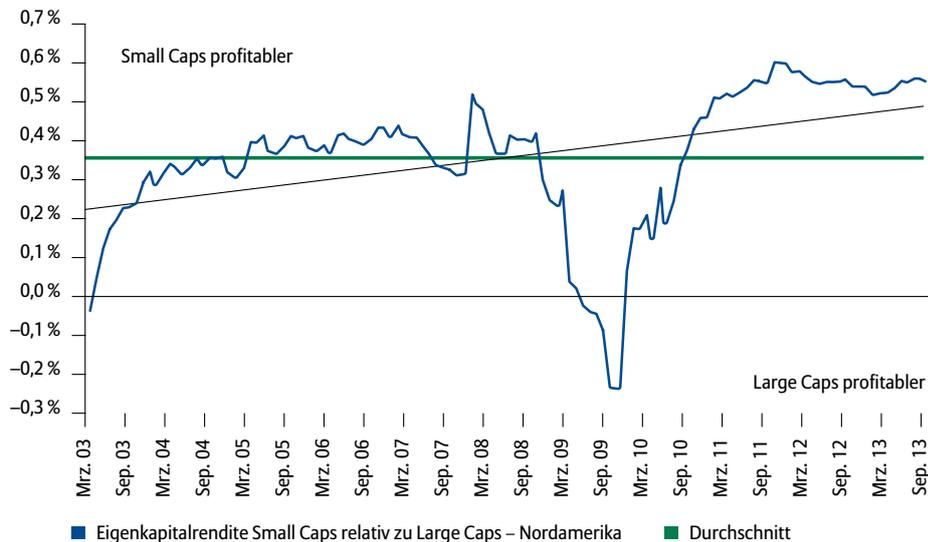
- Small Caps sind stärker von der konjunkturellen Entwicklung abhängig als Large Caps, zumal die Branchengewichtung von Small Caps stark auf konjunktursensible Wirtschaftsbereiche ausgerichtet ist.
- Das in der Regel höhere Risiko einer Anlage in kleinere Werte sollte sich letztendlich in höheren Risiko- und Liquiditätsprämien, d. h. einer besseren Performance, niederschlagen.
- Kleine und mittlere Unternehmen befinden sich oft noch in einem Wachstumsstadium. Sie sind dabei, ihren Markt zu erobern, bevor sie zu einem großkapitalisierten Unternehmen werden. Das stärkere Wachstum gegenüber großkapitalisierten Unternehmen schlägt sich entsprechend in zukünftig stärker steigenden Gewinnen nieder und könnte damit eine höhere Bewertung rechtfertigen.
- Zudem dürften Small Caps von M&A-Transaktionen profitieren.

Schaubild 9: Bewertung anhand des Kurs-Buchwert-Verhältnisses (KBV)



Quelle: Datastream, Zeitraum 03/2003 – 09/2013; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Schaubild 10: Small Caps scheinen profitabler geworden zu sein



Quelle: Datastream, Zeitraum 03/2003 – 09/2013; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Für eine niedrigere Bewertung hingegen spricht:

- Zwar können sich kleine und mittlere Unternehmen auch in profitablen Nischen bewegen, teils sogar Marktführer sein, in denen bessere Margen möglich sind als in reifen, saturierten Märkten. Doch das Risiko (Volatilität) kleinerer Werte gegenüber größeren Werten dürfte generell höher sein, unter anderem weil sie eine geringere Liquidität als Large Caps aufweisen. Sie sind weniger gut handelbar als die großen Werte. Das macht die Kurse der kleinen Werte schwankungsanfälliger. Denn Zu- und Abflüsse von Investorengeldern haben bei einer nur geringen Marktkapitalisierung eine größere Auswirkung auf die Kurse.
- Auch werden kleinere Werte weniger gut durch Analysen abgedeckt, d. h. eine Investition in kleinere Werte kann wegen eines geringeren Analyse-/Informationsangebots risikoreicher sein. Das sollte sich in einem geringeren Preis und damit auch in geringeren Bewertungskennzahlen widerspiegeln.

Übernahmen vor allem im Small- und Mid Cap-Segment zu beobachten

Zuletzt scheint sich ein Trend an den Kapitalmärkten abzuzeichnen: Übernahmen (M&A = „Mergers & Acquisitions“) scheinen bei den Unternehmen bzw. bei den Unternehmenskernen wieder ganz oben auf der Agenda zu stehen. Die günstigeren Refinanzierungsbedingungen der Unternehmen durch das billige Geld der Notenbanken wirken dabei vorteilhaft. Von dieser Entwicklung könnten nicht nur die Aktienmärkte als Ganzes zusätzlichen Rückenwind erhalten, sondern vor allem Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 10 Mrd. Euro, also die sogenannten Small Caps und Mid Caps.

Das Beispiel der USA (siehe Schaubild 11) zeigt eine deutlich größere Anzahl an Über-

nahmen im Small- bzw. Mid Cap-Bereich als bei großkapitalisierten Unternehmen. In Summe wurden in den Jahren 2001 bis 2012 global folgende Akquisitionszahlen verzeichnet:

- Circa 780 Small Caps und Mid Caps in den **USA**, dagegen nur etwa 50 Large Caps.
- Knapp 530 Small Caps und Mid-Caps in **UK** gegenüber etwas mehr als 70 Large Caps.
- Circa 1.040 Small Caps und Mid-Caps in **Japan** versus 30 Large Caps.

Interessant ist auch: Gerade nach Krisen – wie der Technologie, Medien und Telekom-Blase 2000/2001 und der Finanzmarktkrise 2008/2009 – stieg die Übernahme-Euphorie bei den Unternehmen auf der Suche nach weiterem Wachstum (siehe dazu auch unsere Studie: „**Finanzielle Repression: Triebfeder für Übernahmen?**“).

Schaubild 11: Übernahmen vor allem bei Small- und Mid Caps zu beobachten

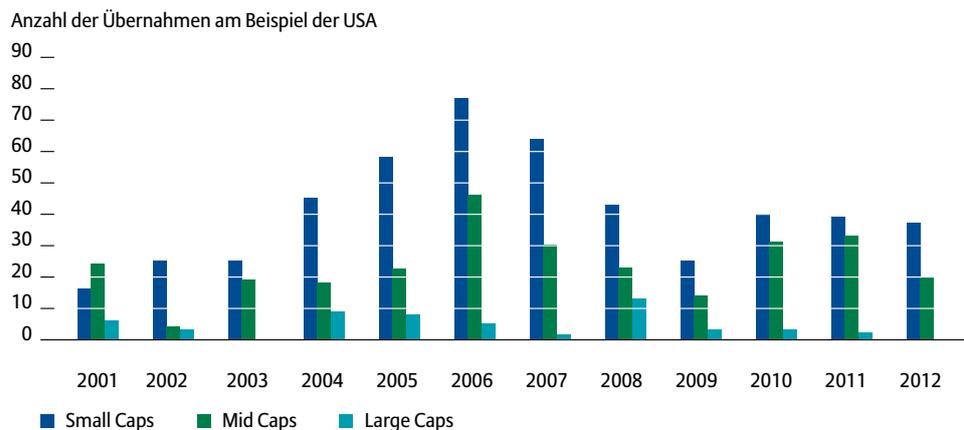
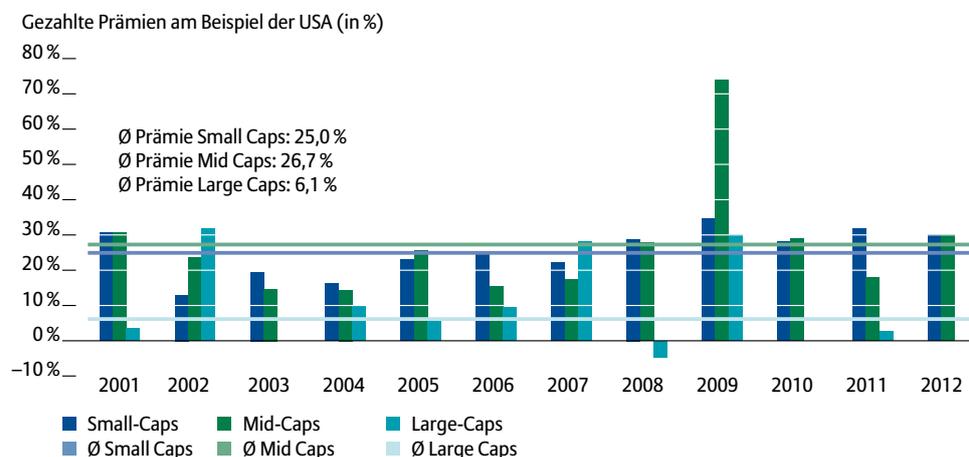


Schaubild 12: Höhere Prämien für Small und Mid Caps



Quelle: Bloomberg, S&P Indizes, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research.

Und für das knappe Gut „Wachstum“ scheint die Käuferseite gerne auch eine Prämie zu bezahlen (basierend auf dem Durchschnitt der letzten 20 Handelstage vor Bekanntgabe der Übernahme). Wenngleich Studien belegen, dass Übernahmen generell nicht unbedingt Mehrwert schaffen – Grund ist unter anderem eine Überschätzung der Synergieeffekte –, kann ein Blick auf die Prämien über den Zeitraum 2001 bis 2012 (Basis: Standard & Poor's Indizes) interessant sein (siehe Schaubild 12):

- In den **USA** wurde eine Durchschnittsprämie für Small Caps von rund 25% bzw. für Mid Caps von fast 27% gezahlt. Für Large Caps dagegen lag die Prämie nur bei circa 6%.
- In **UK** wurde eine Durchschnittsprämie für Small Caps von über 20% bzw. für Mid Caps von rund 15% gezahlt. Für Large Caps dagegen lag sie bei circa 11%.
- In **Japan** wurde eine Durchschnittsprämie für Small Caps von gut 7% bzw. für Mid Caps von rund 5% gezahlt. Für Large Caps dagegen lag die Prämie bei knapp 4%.

Zwar lag das globale M&A-Volumen per Ende 2012 circa 20% unter dem Volumen des Vorjahres und auch deutlich unterhalb des langfristigen Durchschnitts der letzten 20 Jahre, doch lässt sich eine Fortsetzung des jüngsten Trends verstärkter Unternehmensübernahmen vermuten – vor allem vor dem Hintergrund günstiger Refinanzierungsbedingungen sowie attraktiver Bewertungen vieler Firmen in

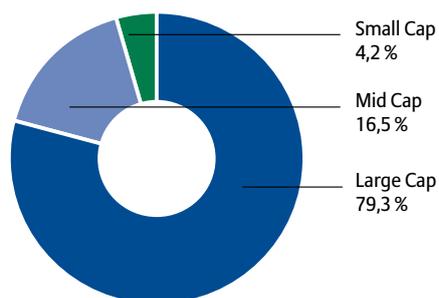
Verbindung mit dem hohen „Cash“-Bestand, der nach lohnender Rendite sucht. Und: Organisches Wachstum ist bei den Unternehmen in den Industrieländern ein knappes Gut geworden. So scheinen sie zunehmend nach externen Expansionsmöglichkeiten bzw. attraktiven Nischen Ausschau zu halten.

Aktives Management vor allem bei Small- und Micro Caps

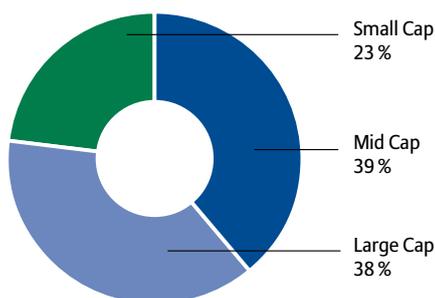
Zugegeben: Durch eine gestiegene Marktkapitalisierung in Folge der starken Kursentwicklung vieler Small und Mid Caps gehören nun einstige Nebenwerte dem Bereich der Large Caps an. Die Folge: Das Anlageuniversum hat sich zum Teil zwar minimiert, es bleibt aber anhaltend groß. – Beispiel: Im MSCI Welt Index sind insgesamt über 1.600 Unternehmen gelistet, von denen knapp 1.000 Firmen in das Segment der klein- bis mittelgroßen Unternehmen fallen (Stand: September 2013). Das entspricht einem Anteil von rund 60% (siehe Schaubild 13). Um eine Überrendite in diesem breiten Segment zu erzielen, ist vor allem aktives Management gefragt bzw. dem „Stockpicking“, d. h. der gezielten Auswahl von Aktien, kommt bei Nebenwerten eine noch größere Bedeutung zu als bei Standardwerten. Doch nicht nur im Bereich der Small- und Mid Caps ist aktives Management vorteilhaft, sondern umso mehr für Investoren, die sich in noch kleineren Marktsegmenten engagieren möchten, so zum Beispiel im Bereich der sogenannten Micro Caps (Marktkapitalisierung von unter 200 Mio. Euro).

Schaubild 13: Anlageuniversum bei Small- und Micro Caps naturgemäß größer

Gewichtet nach Marktkapitalisierung
(in EUR) der Unternehmen – MSCI World



Gewichtet nach Anzahl
der Unternehmen – MSCI World



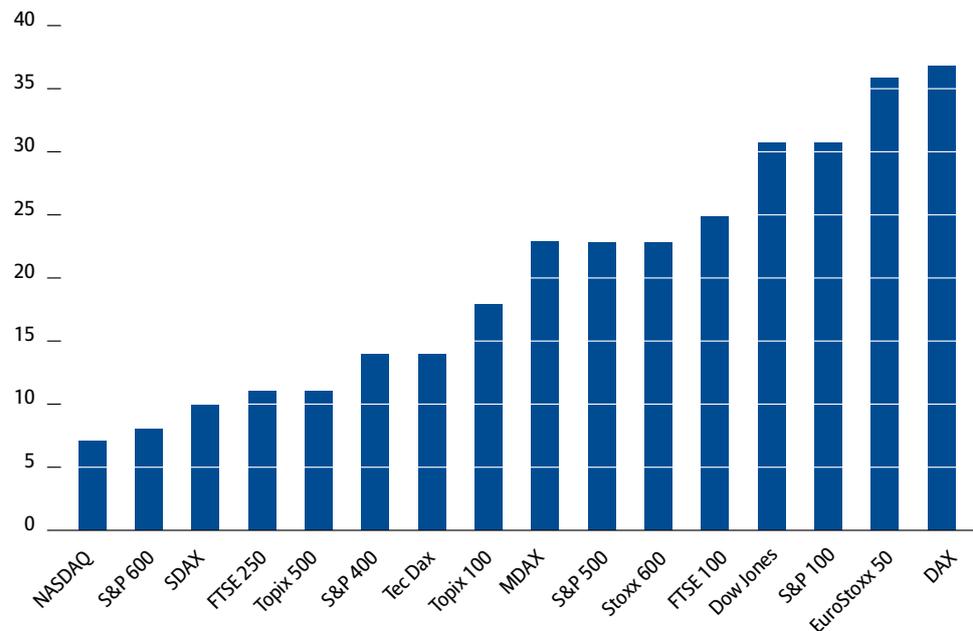
Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, September 2013

Informationsverarbeitung

Einige Marktteilnehmer verfügen über eine bessere und schnellere Informationsverarbeitung, was vor allem im Bereich der Small- und Micro Caps renditeträchtig genutzt werden kann. Dies trifft dann zu, wenn die sogenannte „Coverage“ für einzelne Unternehmen seitens der Analysten gering ist (siehe Schaubild 14). Während sich um die großkapitalisierten Unternehmen eine Vielzahl von Analysten und professionellen Anlegern kümmert, wird den Small- bzw. Micro Caps deutlich weniger Aufmerksamkeit zuteil.

Die Informationseffizienz ist geringer, kursrelevante Informationen sollten sich also weniger schnell verbreiten. Wer sich demnach gut informiert, kann den Informationsvorteil renditeträchtig für sich nutzen. Gerade bei Small Caps und Micro Caps könnte ein guter fundamentaler Analyseprozess vorteilhaft sein, der die geringere Informationseffizienz zu nutzen und gleichzeitig die Spreu vom Weizen zu trennen hilft. So lassen sich vielfach die Gewinner von morgen bereits heute identifizieren (siehe dazu auch unsere Studie: „Aktives Management“).

Schaubild 14: Durchschnittliche Anzahl von Analysten je Einzeltitel



Quelle: Bloomberg, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, September 2013



Small Caps are beautiful

Trotz eines längeren Zeitraums einer gewissen Outperformance gibt es nach wie vor Ansatzpunkte, die die Nebenwerte auch in Zukunft interessant erscheinen lassen. Nicht nur u. a. höhere Risikobudgets zu Beginn eines Jahres oder eine gestiegene Anzahl an Übernahmen dürften Nebenwerte gegenüber großkapitalisierten Unternehmen begünstigen. Sie könnten auch von der weiterhin zu erwartenden konjunkturellen Erholung profitieren. Somit empfehlen sich Small Caps als attraktive Beimischung in einem gut strukturierten Depot.

Stefan Scheurer

Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Risiko. Management. Ertrag.

- Investieren mit „Smart Risk“ in Zeiten finanzieller Repression
- Strategische Asset Allokation
- Risk Management in Zeiten des Schuldenabbaus
- Aktives Management
- Neue Zoologie des Risikomanagers der Kapitalanlage
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Portfolio Health Check®: Vorbereitet sein für die „Finanzielle Repression“

Finanzielle Repression

- Der Abstieg vom Schuldengipfel
- Internationale Geldpolitik in Zeiten finanzieller Repression: ein Paradigmenwechsel
- Lautlose Entschuldung oder Schuldenschnitt: Finanzielle Repression und Regulierung
- Finanzielle Repression findet bereits statt
- Finanzielle Repression: Die lautlose Entschuldung

EWU

Unser umfangreiches Angebot an Studien rund um den Euro finden Sie direkt auf der Homepage unseres [Eurozone Resource Center](#)

Dividenden

- Dividendenstrategien in Zeiten von großem Gewinnpessimismus
- Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Welt im Wandel

- Erneuerbare Energien – Investieren gegen den Klimawandel
- Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung

Anleihen

- Zinsänderungsrisiko: Anatomie moderner Renten-Bärenmärkte
- Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen
- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Unternehmensanleihen
- Warum asiatische Anleihen?

Demografie – Pension – Langlebkeitsrisiko

- Langlebkeitsrisiko der betrieblichen Altersvorsorge
- Niedrige Rechnungszinsen im Bilanzstichtag – Auswirkungen auf die Internationale Bewertung von Pensionsverpflichtungen
- Grundwissen zur IFRS-Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Kompendium Insolvenzversicherung
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen
- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste dich selbst: Die Odysseus-Strategie
- Überliste dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können
- Überliste dich selbst – oder: Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- Erkenne dich selbst!

Alle unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen: <http://www.allianzglobalinvestors.de>

 @AllianzGI_DE folgen

www.twitter.com/AllianzGI_DE



Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH (www.allianzglobalinvestors.eu), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstr. 42–44, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

www.allianzglobalinvestors.de

Allianz Global Investors
Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42–44
60323 Frankfurt am Main



Stand: Oktober 2013

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.