

**PortfolioPraxis: Akademie**

# Is small beautiful?

Small Caps sind nach wie vor der  
Performancetreiber im Depot.

**April 2011**



**Allianz**   
Global Investors

Entscheidende  
Einblicke für  
vorausschauende  
Anlagestrategien



# Inhalt

- 4 Is Small beautiful?
- 4 2010: Ein starkes Jahr für „Small Caps“
- 7 Blick auf vergangene Konjunkturzyklen
- 8 Small Caps“ im Vorfeld zukünftiger (Leit-)Zinserhöhungen
- 10 Gewinnentwicklung stark korreliert zum Wirtschaftswachstum
- 11 Bewertung – is small beautiful?
- 14 Übernahmen vor allem im „Small- und Mid-Cap-Segment“
- 15 Aktives Management vor allem bei „Small- und Micro Caps“
- 16 Fazit
- 18 Investor's Corner

# Impressum

Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main

Kapitalmarktanalyse  
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn),  
Stefan Scheurer (st), Richard Wolf (rw), Lars Düser (ld)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter  
**[www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)**  
Alle Publikationen sind abonnierbar unter  
**[www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)**

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von  
Thomson Financial Datastream.

# Is small beautiful?

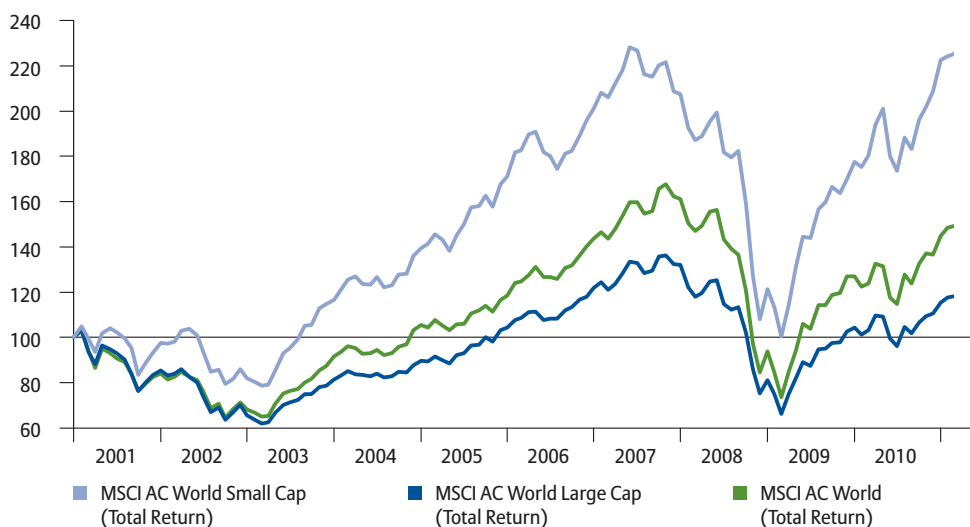
2010 konnten „Small Caps“ im Zuge der weiter zunehmenden konjunkturellen Erholung ihre positive Kursentwicklung fortsetzen. Doch mit Blick auf das aktuelle Kapitalmarktumfeld sollten sich Investoren fragen: Wie verhalten sich „Small Caps“ im Vorfeld von zukünftigen (Leit-)Zinserhöhungen? Und: Wie schneiden Nebenwerte in Konjunkturzyklen ab?

## 2010: Ein starkes Jahr für „Small Caps“

In den letzten 10 Jahren (von Januar 2001 bis März 2011) konnten Anleger, die an den globalen Aktienmärkten investierten, eine Rendite von gut 40% erzielen (gemessen am MSCI Welt Total Return). Der von MSCI ermittelte, global anlegende Small Cap Index (Total

Return Index) konnte sich hingegen über den gleichen Zeitraum mehr als verdoppeln. Das zeigt: Anleger wurden für das höhere Risiko von Nebenwerten mit einer langfristig höheren Performance entschädigt. Und „Small Caps“ konnten diese Leistung in einem Kapitalmarktumfeld generieren, das von zwei Krisen begleitet wurde, der „TMT-Bubble“ und der Finanzmarktkrise.

Schaubild 1: „Small Caps“ waren der Performancetreiber



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

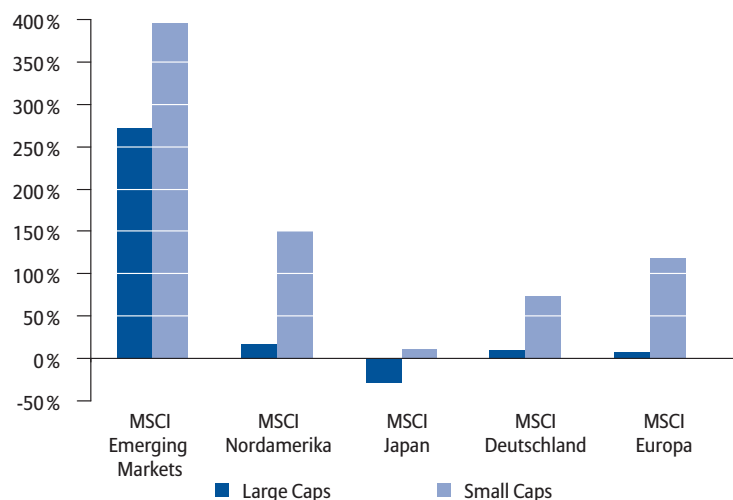
Quelle: Datastream, MSCI Total Return Indizes; Stand: März 2011; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

### Entscheidende Einblicke:

- Nach einer sehr guten relativen Performance 2009 konnten „Small Caps“ 2010 an die positive Kursentwicklung gegenüber „Large Caps“ anknüpfen, vor allem in den Emerging Markets.
- Zudem ist interessant zu beobachten, dass sich „Small Caps“ historisch betrachtet sechs bzw. zwölf Monate nach Rezessionen – definiert durch das National Bureau of Economic Research (NBER) – mit jeweils gut 10% besser entwickelten als „Large Caps“.
- Vergleicht man die Wertentwicklung der „Small Caps“ und „Large Caps“ im Vorfeld einer ersten Erhöhung des US-Leitzinses, so entwickeln sich Nebenwerte sowohl über einen Monat, drei, sechs und zwölf Monate zum Teil deutlich besser als „Large Caps“ („Outperformance“ von „Small Caps“ zwölf Monate vor einer Leitzinserhöhung: über 15%).
- Gerade nach Krisen steigt die Übernahme-Euphorie bei den Unternehmen auf der Suche nach weiterem Wachstum. Davon dürfte insbesondere das Marktsegment der kleinen und mittelgroßen Unternehmen profitieren. Und für das knappe Gut „Wachstum“ wird von Seiten der Käufer gern auch eine Prämie bezahlt.
- Aus Gründen der Diversifikation kann sich eine Beimischung von Nebenwerten empfehlen. Das Gesamtrisiko des Portfolios kann dadurch reduziert werden ohne auf Performance verzichten zu müssen.
- Allerdings ist auch das höhere Liquiditätsrisiko in diesem Segment zu berücksichtigen.
- Aktives Management scheint gerade bei „Small Caps“ das Gebot der Stunde: Hier lässt sich die geringere Informationseffizienz aktiv nutzen und sie trennt gleichzeitig die Spreu vom Weizen.

Diese bessere Kursentwicklung gegenüber „Large Caps“ ist zum größten Teil auch bei regionaler Betrachtung über den gleichen Zeitraum zu beobachten. Angeführt von den „Small Caps“ in den Emerging Markets mit einer Performance von fast 400% („Large Caps“ circa 270%), erzielten „Small Caps“ aus Nordamerika eine Kurssteigerung von mehr als 150% („Large Caps“ circa 17%) – gefolgt von Nebenwerten aus Europa mit einer Performance von rund 110% („Large Caps“ knapp 7%). Hingegen verzeichneten japanische „Small Caps“ über die letzten 10 Jahre eine Wertentwicklung von lediglich knapp 12% – besser jedoch als japanische „Large Caps“, die eine negative Rendite von fast 30% auswiesen (siehe Schaubild 2).

**Schaubild 2: Auch regional bessere Kursentwicklung von „Small Caps“**



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.  
Quelle: Datastream, MSCI Total Return Indizes; Zeitraum: Januar 2001 – März 2011;  
Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Gerade in konjunkturellen Aufschwungsphasen entwickeln sich kleine und mittelgroße Unternehmen zum Teil deutlich besser als die Schwergewichte.

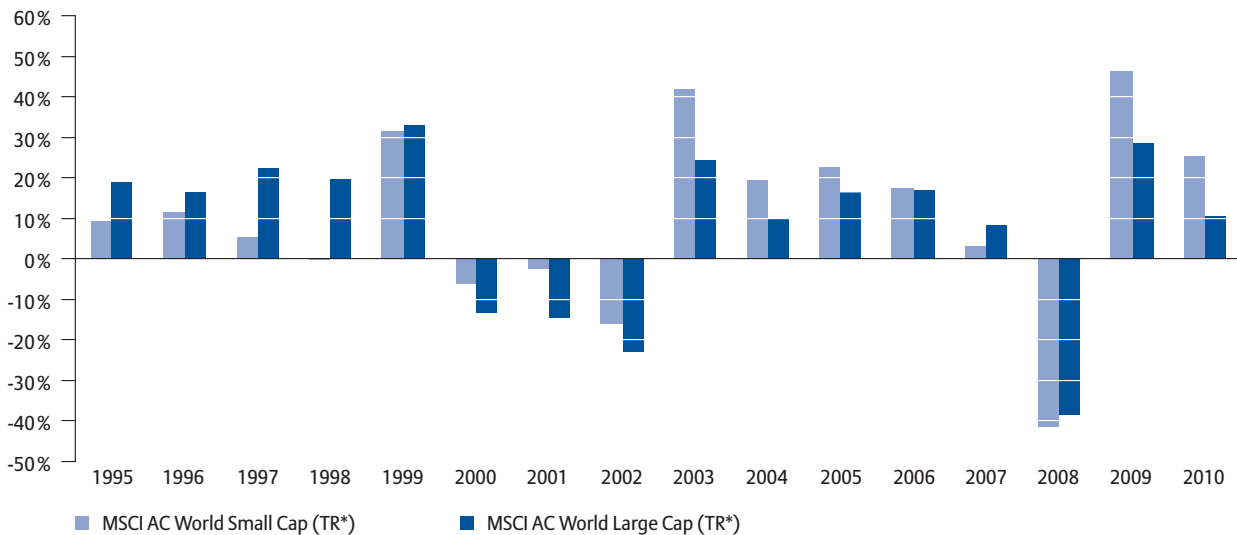
Ein Vergleich der Wertentwicklung von „Small Caps“ und „Large Caps“ seit 1995 zeigt, dass sich gerade in konjunkturellen Aufschwungsphasen kleine und mittelgroße Unternehmen zum Teil deutlich besser entwickelten als die Schwergewichte. Zwar büßten sie wie auch die „Large Caps“ im Zeitraum von 2000 bis 2002 an zuvor gewonnener Performance ein, doch nachdem der Aktienmarkt im Frühjahr 2003 seinen Tiefpunkt erreicht hatte, waren die Nebenwerte die Performance-Treiber an den Kapitalmärkten (siehe Schaubild 3). Sie konnten in den Folgejahren bis 2007 eine jährliche Performance von durchschnittlich 21% erzielen („Large Caps“ circa 15%). Nach einem Verlust von über 40% in 2008 („Large Caps“ 39%) konnten Nebenwerte zur Aufholbewegung ansetzen. 2009 erwirtschafteten sie eine Wertentwicklung von über 46% („Large Caps“ knapp 29%) und 2010 von über 25% („Large Caps“ 10%). Allerdings erlaubt die Wertentwicklung der Vergangenheit keine Prognose für die Zukunft.

Gründe für diese zumindest historisch zu beobachtende „Outperformance“, die natürlich nicht einfach in die Zukunft fortgeschrieben werden kann, können unter anderem sein:

- Kleine und mittlere Unternehmen befinden sich oft noch in einem Wachstumsstadium. Sie sind dabei, ihren Markt zu erobern bevor sie zu „Large Caps“ werden. Das stärkere Wachstum schlägt sich entsprechend in stärker steigenden Gewinnen und letztlich auch in Kursen nieder.
- Kleine und mittlere Unternehmen können sich auch in profitablen Nischen bewegen, in denen bessere Margen möglich sind als in reifen, saturierten Märkten.
- 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.

### Schaubild 3: In Aufschwungsphasen sind „Small Caps“ in der Regel die Performance-Treiber

Performance von „Small Caps“ bzw. „Large Caps“ seit 1995 (in %-Punkten)



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft; \* TR = total return; Quelle: Datastream, MSCI Total Return Indizes; Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

## Klassifizierung von „Large Caps“ bis „Nano Caps“

Wann gilt ein Unternehmen als „Large Cap“?

Bis zu welcher Marktkapitalisierung können Unternehmen als „Small Caps“ 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: RCM

## Blick auf vergangene Konjunkturzyklen

Das Bild Performance treibender „Small Caps“ ändert sich hingegen in Phasen konjunktureller Abschwünge. Beim Vergleich der Wertentwicklung<sup>1</sup> von US „Small Caps“ und „Large Caps“ in Rezessionen – definiert durch das amerikanische NBER – seit Anfang der 1970er Jahre zeigt sich: US „Large Caps“ konnten in den von uns untersuchten sechs Rezessionszeiträumen besser abschneiden als US „Small Caps“. Ihr Verlust fiel demnach nicht so hoch aus wie derjenige von kleinen und mittelgroßen Unternehmen. Verantwortlich für den Wechsel von „Under- und Outperformance“ der Nebenwerte ist die bereits beschriebene ab- bzw. zunehmende Risikobereitschaft der Investoren während Ab- und Aufschwungsphasen. 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. Einzig nach der „TMT-Bubble“ zu Beginn des 21. Jahrhunderts (2000 bis 2002) konnten US „Small Caps“ ihre großen Pendanten ausstechen. Sie verloren in dem angegebenen Zeitraum knapp 16% an Wert, während US „Large Caps“ Einbußen von bis zu 45% zu verzeichnen hatten.

Aber US „Small Caps“ konnten sich sowohl über einen Monat als auch über den Zeitraum von drei, sechs und zwölf Monaten deutlich schneller erholen als die US-Schwergewichte an den amerikanischen Börsen. Dies zeigt ein Vergleich der beiden Investmentstile nicht nur in Abschwungsphasen, sondern auch in den darauffolgenden konjunkturellen Erholungsphasen. In Zahlen gefasst: „Small Caps“ entwickelten sich historisch betrachtet sechs bzw. zwölf Monate nach Rezessionen mit jeweils gut 10% besser als „Large Caps“ (siehe Schaubild 5).

### Zusammenfassend:

1. In den von uns untersuchten rezessiven Zeiträumen (1975 bis 2009) zeigt sich, dass „Small Caps“ generell schlechter abschneiden als „Large Caps“ (siehe Schaubild 4).
2. Allerdings scheinen sich „Small Caps“ in Aufschwungsphasen deutlich besser zu entwickeln als „Large Caps“ und „Mid Caps“ (siehe Schaubild 5).

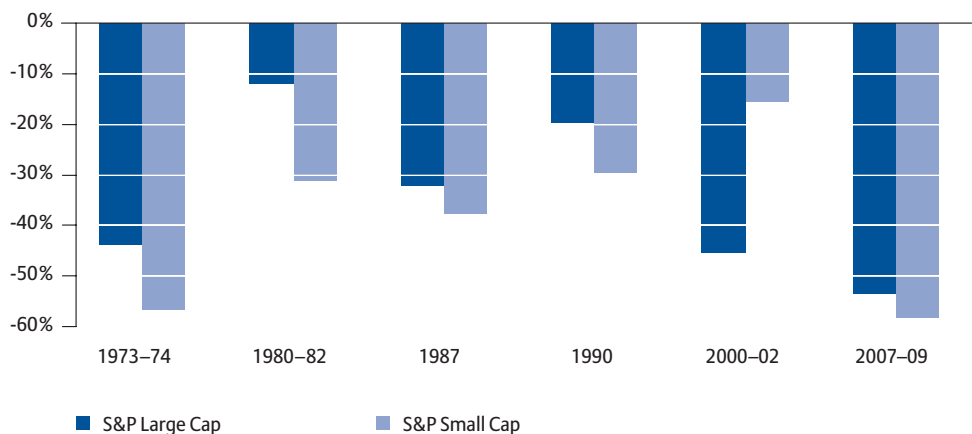
Konjunkturelle Erholungsphasen gehen jedoch einher mit zeitlich verzögerten Leitzinsentscheidungen. So könnte es interessant erscheinen, wie sich vor allem Nebenwerte im Vorfeld von zukünftigen Leitzinsentscheidungen bzw. im Nachgang von Leitzinsentscheidungen entwickeln.

<sup>1</sup> Basis sind S&P Total Return Indizes, in US-Dollar aufgrund längerer Historie.

„Small Caps“ entwickelten sich historisch betrachtet sechs bzw. zwölf Monate nach Rezessionen mit jeweils gut 10% besser als „Large Caps“.

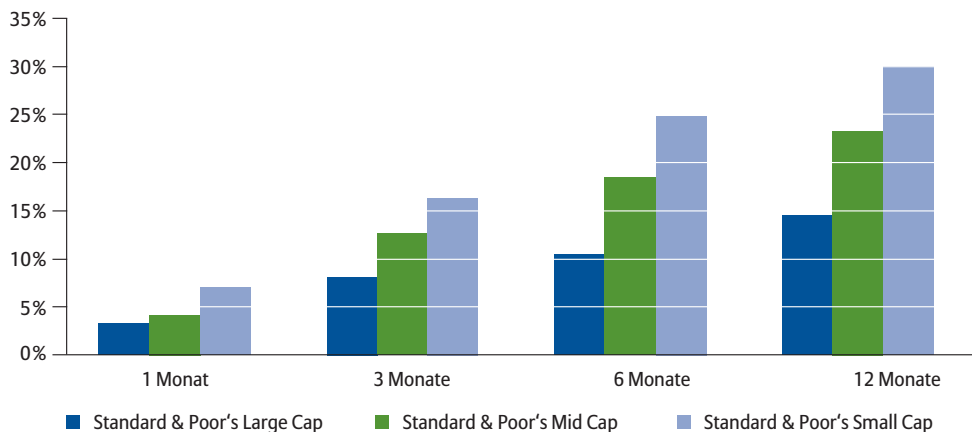
### Schaubild 4: Kursentwicklung von US „Small Caps“ in Rezessionsphasen

(vom Hoch zum Tief\*) in %-Punkten



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft; \*definiert nach NBER  
 Quelle: Datastream, NBER, Standard & Poor's Total Return Indizes; Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

### Schaubild 5: Performance von US „Small Caps“, „Mid Caps“ und „Large Caps“ nach Rezessionen seit 1975\*



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. \*definiert nach NBER  
 Quelle: Datastream, NBER, Standard & Poor's Total Return Indizes; Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

### „Small Caps“ im Vorfeld zukünftiger (Leit-)Zinserhöhungen

„Small Caps“ entwickelten sich vor einer ersten US-Leitzinserhöhung zum Teil deutlich besser als „Large Caps“ – sowohl über einen als auch über drei, sechs und zwölf Monate.

Der globale Konjunkturmotor scheint wieder runder zu laufen – nicht nur in den Schwellenländern. Sowohl realwirtschaftliche Daten als auch Nachrichten aus dem Unternehmenssektor waren im ersten Quartal 2011, vor allem in vielen Industriestaaten, besser als erwartet. Die Folgen: unter anderem tendenziell steigende

Kapazitätsauslastungen und sinkende Arbeitslosenquoten. Jetzt, da die Interbankenmärkte wieder stabil funktionieren und sich die Weltkonjunktur aus dem Rezessionstal befreien konnte, stellt sich die Frage, wann und wie die Zentralbanken die Liquidität auf ein Normalmaß zurückführen, um unerwünschte inflationäre Effekte zu vermeiden. Während die Notenbanken in den Schwellenländern bereits seit längerem mit Zinserhöhungen einer wei-

ter steigenden Inflation gegensteuern, scheint der Handlungsdruck vor allem bei der europäischen Zentralbank (EZB) und der US-Notenbank (Fed) größer geworden zu sein. Denn in diesen Wirtschaftsräumen befinden sich die Realzinsen auf historisch niedrigen Niveaus. Außerdem sollte der Trend steigender Produzenten- und Konsumentenpreise weiter voranschreiten.

Insgesamt scheint somit die Wahrscheinlichkeit von (Leit-)Zinserhöhungen im Jahr 2011 gestiegen zu sein.

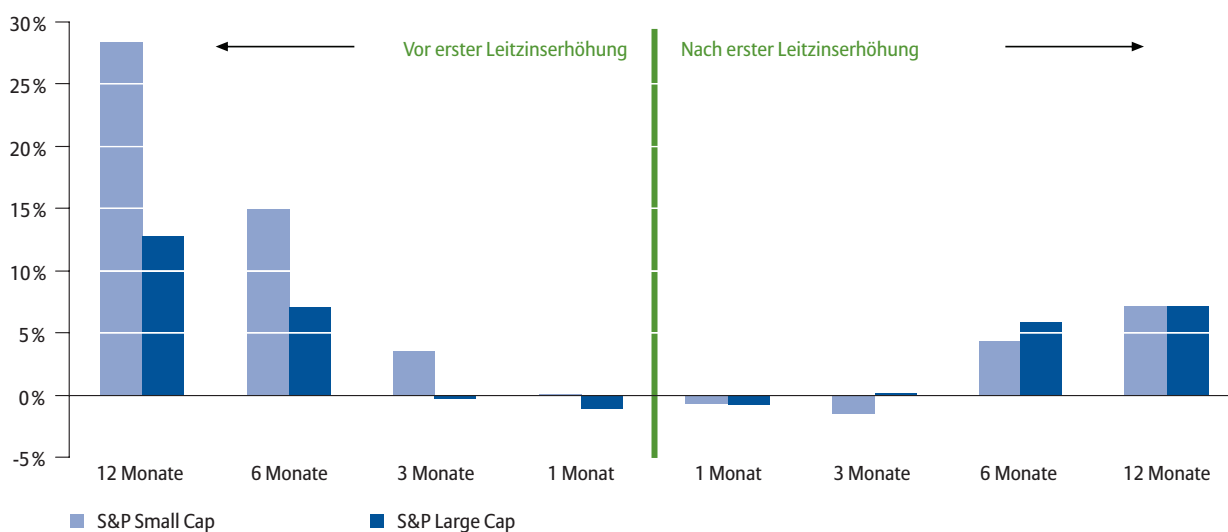
Interessant ist in diesem Kontext ein Vergleich der Wertentwicklung von Nebenwerten und großkapitalisierten Unternehmen im Vorfeld einer ersten (Leit-)Zinserhöhung bzw. nach Anhebung des Leitzinses durch die (US-) Notenbank – nach dem offiziellen Ende einer US-Rezession, basierend auf den Daten von NBER: Dieser zeigt, jeweils über einen Zeitraum von bis zu 12 Monaten, folgende Marken:

- „Small Caps“ entwickelten sich vor einer US-Leitzinserhöhung sowohl über einen Monat als auch über drei, sechs und zwölf Monate zum Teil deutlich besser als „Large Caps“.
- Zum Beispiel konnten „Small Caps“ historisch betrachtet über den Zeitraum von 12 Monaten vor einer Leitzinserhöhung eine „Outperformance“ von über 15% generieren (6 Monate: knapp 8%, 3 Monate: rund 4%, 1 Monat: über 1%).
- Nach Leitzinsentscheidungen zeigte sich jedoch ein eher heterogenes Bild, d. h. nach anfänglichen Verlusten sowohl von „Large Caps“ als auch von „Small Caps“ über ein bis drei Monate, haben „Large Caps“ über sechs bis zwölf Monate leicht die Nase vorn (siehe Schaubild 6).

„Small Caps“ schlagen nach Rezessionen bzw. in konjunkturellen Erholungsphasen „Large Caps“ zum Teil deutlich.

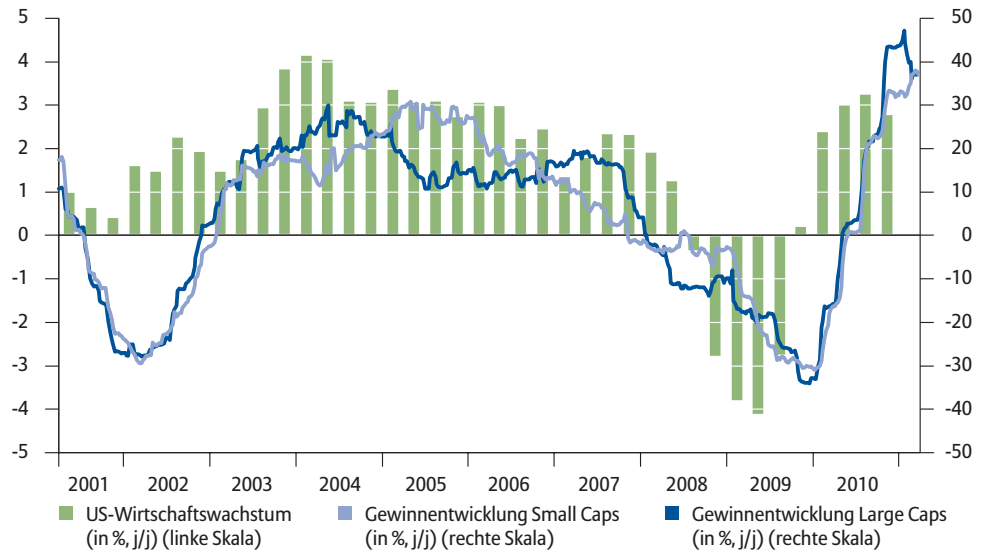
Generell spiegelt das bessere Abschneiden von „Small Caps“ im Vorfeld von (Leit-) Zinserhöhungen auch die Erkenntnis wider, dass „Small Caps“ nach Rezessionen bzw. in konjunkturellen Erholungsphasen „Large Caps“ zum Teil deutlich schlagen.

**Schaubild 6: Performance von US „Small und Large Caps“ vor bzw. nach einer ersten Leitzinserhöhung (nach dem offiziellen Ende einer US-Rezession)**



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.  
Quelle: Datastream, NBER, Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

**Schaubild 7: Gewinnentwicklung stark korreliert zum Wirtschaftswachstum**



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.  
 Quelle: Datastream; Stand: März 2011; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

**Gewinnentwicklung stark korreliert zum Wirtschaftswachstum**

Die Korrelation von „Small Caps“ gegenüber dem US-Wirtschaftswachstum über die letzten 20 Jahre liegt bei 0,74.

Trotz einer starken Gewinnentwicklung von „Small Caps“ und auch von „Large Caps“ in den zurückliegenden Quartalen lassen die Marktteilnehmer noch keine großen Gewinnrevisionen erkennen. Interessant dabei ist jedoch die Beziehung zwischen ihrer Gewinnentwicklung und dem Wirtschaftswachstum

(am Beispiel der USA aufgrund längerer Historie). Wie in Schaubild 7 dargestellt, ähnelt das Gewinnwachstum von „Small Caps“ stärker dem Wirtschaftswachstum in den USA als das der „Large Caps“. Der Grund ist eventuell in dem geringeren Auslandsanteil kleinerer und mittlerer Unternehmen zu finden. In Zahlen ausgedrückt: Die Korrelation von „Small Caps“ gegenüber dem US-Wirtschaftswachstum liegt über die letzten 20 Jahre bei 0,74.



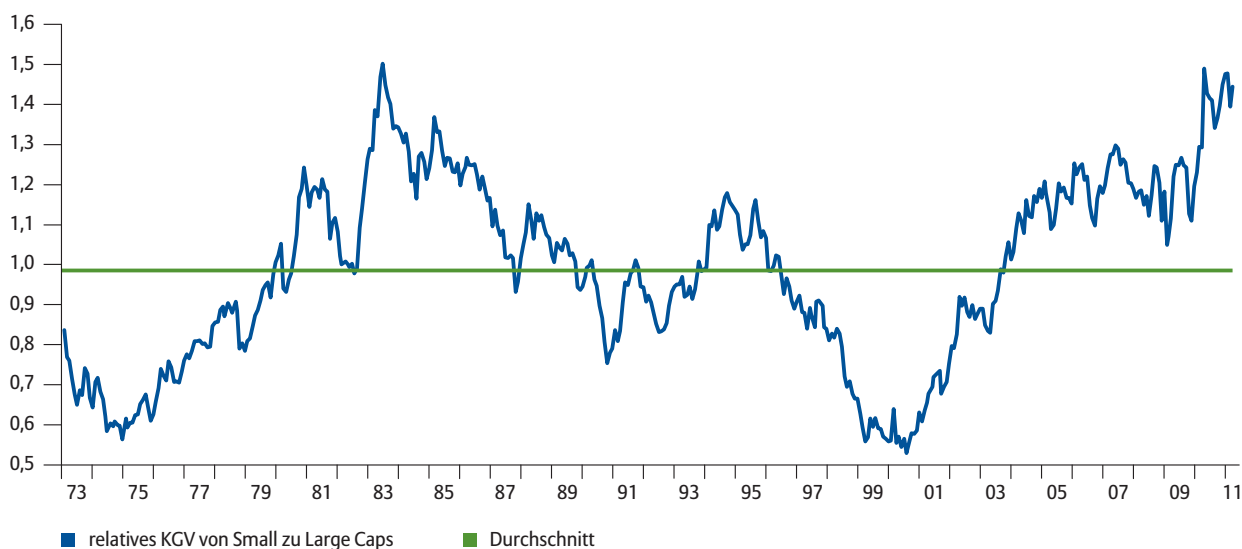


## Bewertung – is small beautiful?

Die deutliche „Outperformance“ in Verbindung mit der vergleichsweise moderaten Gewinnentwicklung von „Small Caps“ gegenüber „Large Caps“ im Verlauf des Jahres 2010 ging einher mit einer starken Bewertungsexpansion. So erscheint die Bewertung von „Small Caps“ gegenüber „Large Caps“ – im Vergleich zum historischen Durchschnitt seit 1973 –

ambitioniert. Ein Blick auf Schaubild 8 bestätigt dies. Anhand des relativen Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) von „Small Caps“ zu „Large Caps“ befindet sich die relative Bewertung nahe ihrem Allzeithoch von Anfang der 1980er Jahre. Allerdings: Betrachtet man nur die letzten fünf Jahre, so werden aktuell „Small Caps“ gegenüber „Large Caps“ mit einer Prämie von circa 15% zu ihrem langfristigen Durchschnitt der letzten fünf Jahre bewertet.

**Schaubild 8: Relative Bewertung von US Small zu US Large Caps**



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Datastream; Stand: März 2011; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

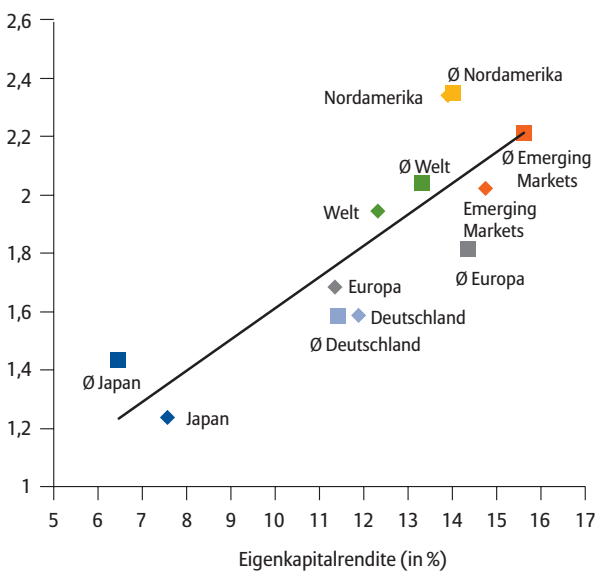
Unter Verwendung des Preis-Buchwert-Verhältnisses (P/B) sowie der Eigenkapitalrendite beider Stile als weiteres Bewertungsmaß, zeigt sich zum einen eine generell sehr unterschiedliche Bewertung beider Stile. Zum anderen bestehen auch regional zum Teil auffällig starke Bewertungsunterschiede (siehe Schaubild 9). So sind zwar „Small Caps“ nicht nur in allen Regionen, sondern auch im Vergleich zum historischen Durchschnitt gemäß P/B-Verhältnis günstiger bewertet als „Large Caps“, sie erzielen dafür allerdings im Gegenzug geringere Eigenkapitalrenditen. Regional betrachtet ist Japan sowohl bei den Nebenwerten als auch bei den großkapitali-

sierten Unternehmen aktuell am günstigsten bewertet bzw. günstiger als der langfristige Durchschnitt. Doch erzielen japanische Unternehmen im Vergleich zu anderen Regionen die geringsten Eigenkapitalrenditen (aktuell: „Large Caps“ 7,5%, „Small Caps“ 4,8%). Emerging Markets hingegen weisen eine Eigenkapitalrendite von aktuell 14,8% bei „Large Caps“ bzw. 8,4% bei „Small Caps“ aus (historischer Durchschnitt: 15,6% bzw. 9,6%). Sie sind zudem mit einem aktuellen P/B-Verhältnis von 2,0 bzw. 1,5 nicht gerade teuer bewertet (historischer Durchschnitt von 2,2 bzw. 1,6).

**Schaubild 9: Bewertung: Eigenkapitalrendite gegenüber Preis-Buchwert-Verhältnis**

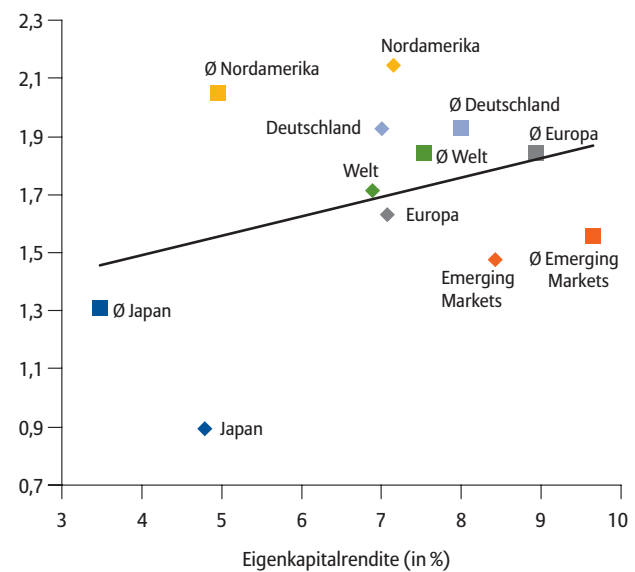
**Large Caps**

Preis-Buchwert-Verhältnis



**Small Caps**

Preis-Buchwert-Verhältnis



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Die Quadrate symbolisieren jeweils den Durchschnittswert. "Durchschnitt" bezieht sich auf den Zeitraum 2/2007 (Large Caps) bzw. 4/2004 (Small Caps) bis 3/2011; Quelle: Datastream, MSCI Indizes; Stand: März 2011; Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse



Was könnte eine relativ höhere Bewertung von „Small Caps“ rechtfertigen?

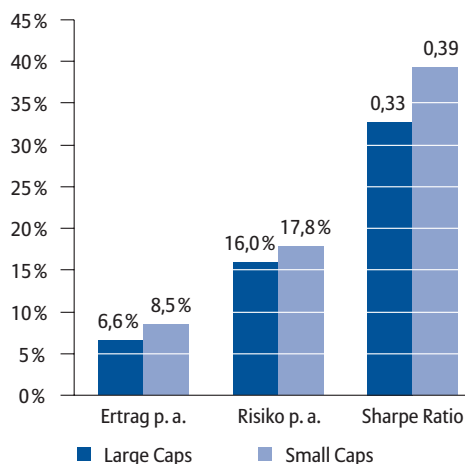
- „Small Caps“ sind stärker von der konjunkturellen Entwicklung abhängig als „Large Caps“, zumal die Branchengewichtung von „Small Caps“ stark auf konjunktursensible Wirtschaftsbereiche ausgerichtet ist.
- Die zukünftig erzielbaren Gewinnwachstumsraten für kleine und mittlere Unternehmen sind oft höher als die von großkapitalisierten Unternehmen. Sie könnten damit eine höhere Bewertung rechtfertigen.
- Zudem dürften „Small Caps“ von M&A-Transaktionen profitieren.

Für eine niedrigere Bewertung spricht wiederum:

- Das Risiko (Volatilität) kleinerer Werte gegenüber größeren Werten sollte 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.

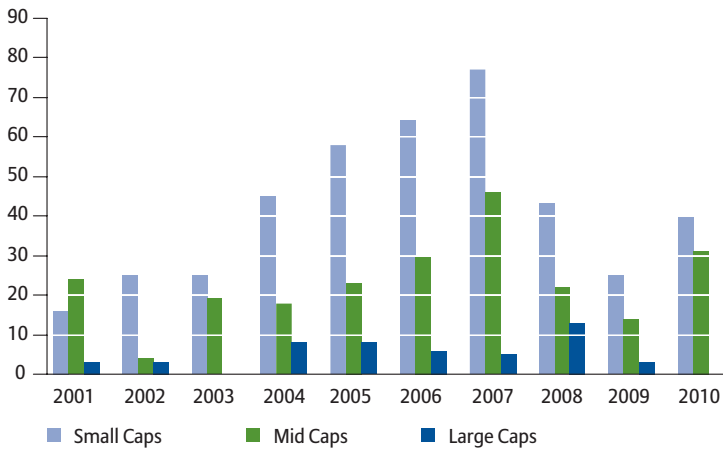
**Schaubild 10: „Small Caps“: Mehr Risiko, mehr Ertrag**



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Datastream, MSCI Total Return Indices, Zeitraum 1/1995–3/2011; Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

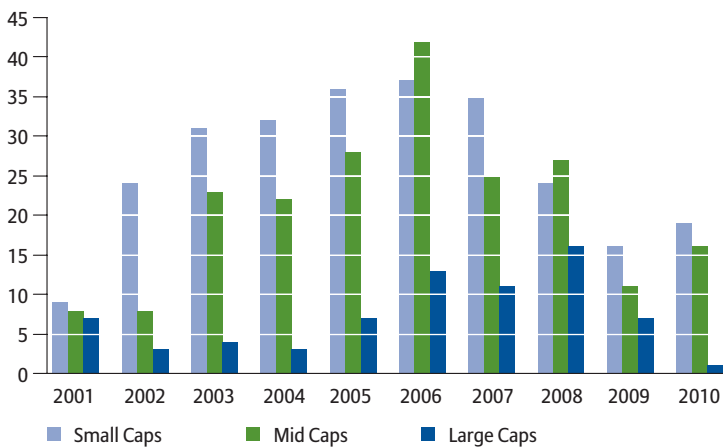
### Schaubilder 11–13: Übernahmen vor allem bei „Small- und Mid Caps“ zu beobachten

Anzahl der Übernahmen am Beispiel der USA (-10 Jahre)



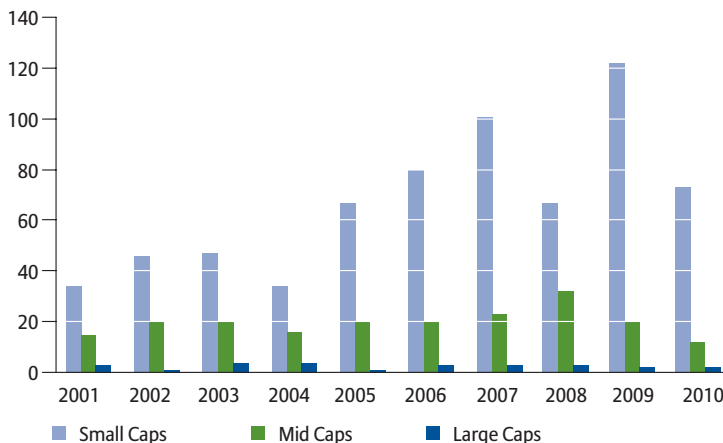
Quelle: Bloomberg, S&P Indizes; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Anzahl der Übernahmen am Beispiel UK (-10 Jahre)



Quelle: Bloomberg, FTSE Indizes; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Anzahl der Übernahmen am Beispiel Japans (-10 Jahre)



Quelle: Bloomberg, TOPIX Indizes; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

### Übernahmen vor allem im „Small- und Mid Cap-Segment“

Ein Trend zeichnete sich im zweiten Halbjahr 2010 an den Kapitalmärkten ab: Übernahmen (M&A = „Mergers & Acquisitions“) scheinen bei den Unternehmen bzw. bei den Unternehmenskernen wieder ganz oben auf der Agenda zu stehen. Von dieser Entwicklung könnten nicht nur die Aktienmärkte als Ganzes zusätzlichen Rückenwind verspüren, sondern vor allem Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 10 Milliarden Euro, also die so genannten „Small Caps“ und „Mid Caps“. Wie die Schaubilder 11 bis 13 zeigen, ist die Anzahl an Übernahmen im „Small- bzw. Mid Cap-Bereich“ deutlich größer als bei großkapitalisierten Unternehmen. In Summe wurden in den Jahren 2001 bis 2010 folgende Akquisitionszahlen verzeichnet:

- Circa 650 „Small Caps“ und „Mid Caps“ in den **USA**, dagegen nur knapp 50 „Large Caps“.
- Knapp 480 „Small Caps“ und „Mid Caps“ in **UK**, vs. circa 70 „Large Caps“.
- Circa 870 „Small Caps“ und „Mid Caps“ in **Japan**, vs. fast 30 „Large Caps“.

Interessant ist auch: Gerade nach Krisen – wie der „TMT-Bubble“ 2000/2001 und der Finanzmarktkrise 2008/2009 – steigt die Übernahme-Euphorie bei den Unternehmen auf der Suche nach weiterem Wachstum.

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 unter anderem eine Überschätzung der Synergieeffekte – kann ein Blick auf die Prämien über den Zeitraum 2001 bis 2010 (siehe Schaubilder 14 bis 16) interessant sein (Basis: Standard & Poor’s Indizes):

- In den **USA** wurde eine Durchschnittsprämie für „Small Caps“ von rund 24% bzw. für „Mid Caps“ von gut 27% gezahlt. Für „Large Caps“ dagegen lag die Prämie nur bei knapp 8%.

- In **UK** wurde eine Durchschnittsprämie für „Small Caps“ von gut 18% bzw. für „Mid Caps“ von rund 13% gezahlt. Für „Large Caps“ dagegen lag sie nur bei circa 5%.
- In **Japan** wurde eine Durchschnittsprämie für „Small Caps“ von gut 4% bzw. für „Mid Caps“ von rund 5% gezahlt. Für „Large Caps“ dagegen lag die Prämie bei knapp 3%.

Zwar erreichte das globale Transaktionsvolumen 2010 mit 2,2 Billionen US-Dollar bei weitem nicht das Rekordniveau aus dem Jahr 2007 mit über 4 Billionen US-Dollar, doch lässt sich die Fortsetzung des jüngst ansteigenden Trends auch in 2011 vermuten – vor allem vor dem Hintergrund 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“

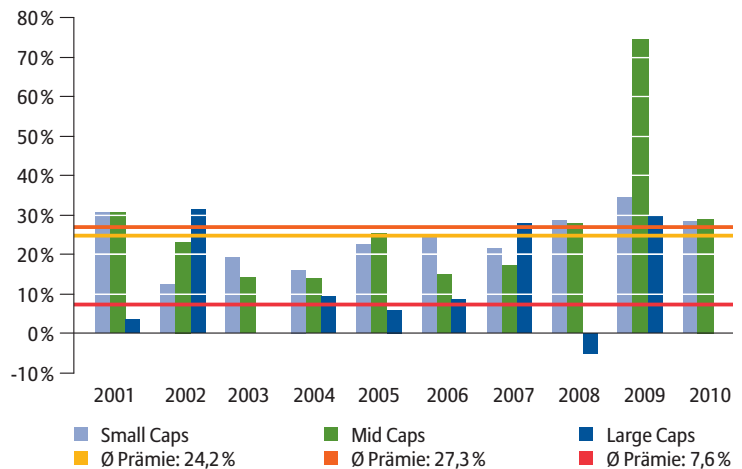
Das Anlageuniversum von Nebenwerten ist groß. Um eine Überrendite in diesem Segment zu erzielen, ist vor allem aktives Management gefragt. Doch nicht nur im Bereich der „Small Caps“ ist aktives Management vorteilhaft, sondern umso mehr für jene Investoren, die im Bereich der so genannten „Micro Caps“ (Marktkapitalisierung von 10 Millionen Euro bis 200 Millionen Euro) investieren möchten. Die Überlegungen dahinter, warum vor allem „Small Caps“ bzw. „Micro Caps“ einen Beitrag zu einer höheren Rendite leisten können, sind dabei vielfältig:

### Informationsverarbeitung

Dass einige Marktteilnehmer über eine bessere und schnellere Informationsverarbeitung verfügen, kann als Vorteil vor allem im Bereich der „Small- und Micro Caps“ renditeträchtig genutzt werden. Dies trifft dann zu, wenn die so genannte „Coverage“ für einzelne Unternehmen seitens der Analysten gering ist (siehe Schaubild 17). Während sich um die großkapitalisierten Unternehmen eine

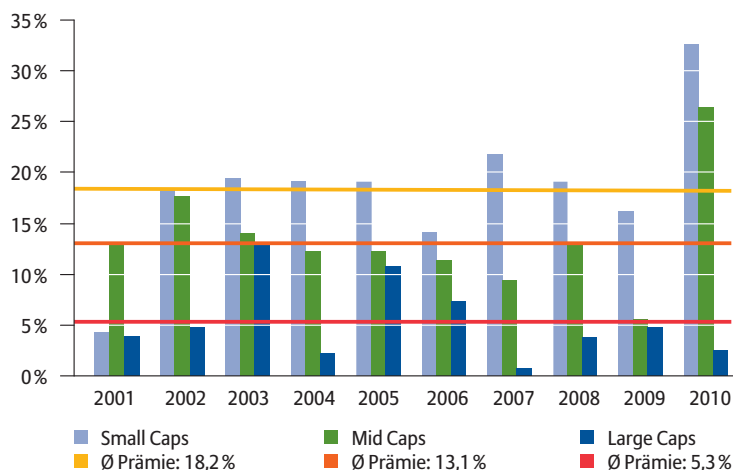
## Schaubilder 14–16: Höhere Prämien für „Small Caps“ und „Mid Caps“

Gezahlte Prämien am Beispiel der USA (-10 Jahre)



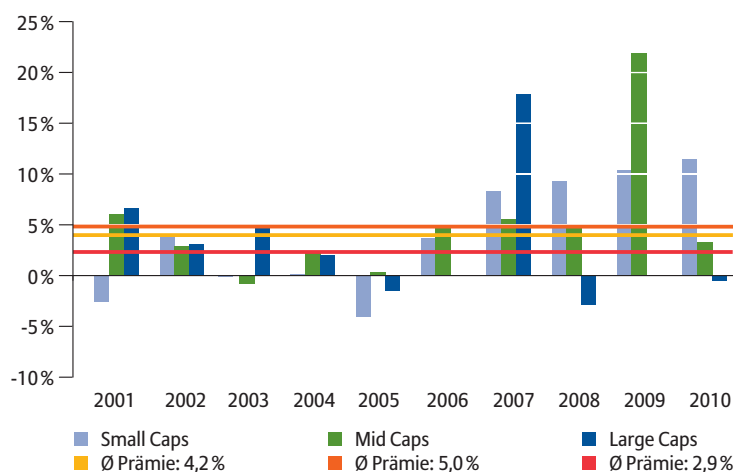
Quelle: Bloomberg, S&P Indizes; Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Gezahlte Prämien am Beispiel UK (-10 Jahre)



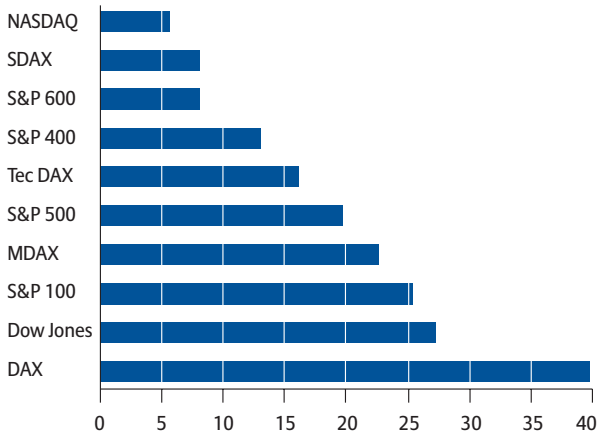
Quelle: Bloomberg, FTSE Indizes; Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Gezahlte Prämien am Beispiel Japans (-10 Jahre)



Quelle: Bloomberg, TOPIX Indizes; Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

**Schaubild 17: Durchschnittliche Anzahl von Analysten je Einzeltitel**



Quelle: Bloomberg; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

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 nutzen und gleichzeitig die Spreu vom Weizen trennen hilft. So lassen sich vielfach die Gewinner von morgen bereits heute identifizieren.

### Anlageuniversum

Das Anlageuniversum gering kapitalisierter Unternehmen ist naturgemäß weiter. Das heißt, für einen Fondsmanager

ist die Qual der Wahl damit größer, die richtigen Werte zu finden. Beispiel: Gewichtet er die Unternehmen im MSCI Welt nach der Marktkapitalisierung (in Euro), so machen „Small- und Micro Caps“ lediglich 7% aus. Untersucht er den MSCI Welt hingegen nach der Anzahl der im Index befindlichen Unternehmen (Marktkapitalisierung bis 4 Milliarden Euro), so entfallen 31% auf „Small- und Micro Caps“. Zum Vergleich:

- S&P 500: 1%, gewichtet nach der Marktkapitalisierung, gegenüber 10%, gewichtet nach der Anzahl der Unternehmen.
- Dow Jones STOXX 600: 10%, gewichtet nach der Marktkapitalisierung, gegenüber 44%, gewichtet nach der Anzahl der Unternehmen.

Konsequenz: Dem „Stockpicking“, d. h. der gezielten Auswahl von Aktien, kommt bei Nebenwerten eine noch größere Bedeutung zu als bei Standardwerten.

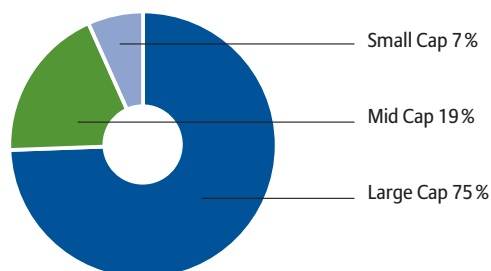
### Fazit

Trotz eines erneut positiven Jahres 2010 für „Small Caps“ gibt es nach wie vor Ansatzpunkte, die die Nebenwerte auch in Zukunft interessant erscheinen lassen. Vor allem im Vorfeld zukünftiger (Leit-)Zinserhöhungen scheinen Nebenwerte besser abzuschneiden als großkapitalisierte Unternehmen. Dabei dürften sie nicht nur von der weiterhin zu erwartenden konjunkturellen Erholung profitieren, sie empfehlen sich auch als attraktive Beimischung in einem gut strukturierten Depot

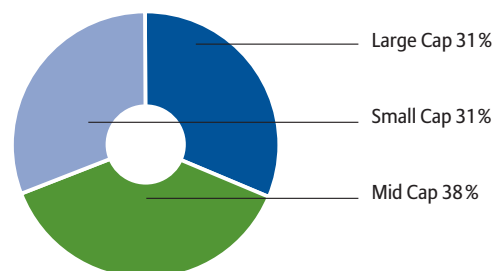
Stefan Scheurer

**Schaubild 18: Anlageuniversum bei Small- und Micro Caps naturgemäß größer (MSCI World)**

Gewichtet nach Marktkapitalisierung (in EUR) der Unternehmen



Gewichtet nach Anzahl der Unternehmen



Quelle: Datastream, MSCI; Stand: Januar 2011; Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

# Weitere Literatur von der Kapitalmarktanalyse:

## Analysen & Trends

### Megatrend: Wachstumsländer – Emerging Markets

- The Renminbi internationalisation gains momentum
- Wachstumsland China
- China im Jahr 2011 – im Zeichen von Wachstum und Wandel
- Bonds mit Kick aus den Wachstumsländern
- Brasilien: Local Hero – Global Winner
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts
- Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen
- Globale Investments in einer globalisierten Welt

### Zinswende

- Die Zinswende
- Auch 30 Jahre sind einmal vorbei

### Knappe Ressourcen

- Megatrend: Knappe Ressourcen
- Eco-Trends: Investieren für die Umwelt
- Agrartrends: (Saat-) Gut fürs Depot

### bAV – betriebliche Zukunftssicherung

- Zeitwertkonten – Innovative Kapitalanlage unter Berücksichtigung der Flexi-II-Vorgaben
- Mittelstands-Studie
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen
- Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung

## PortfolioPraxis

### Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Wie wir doch noch aus unseren Fehlern lernen können
- Überliste dich selbst!

### SRI – Sustainability – ESG

- Rendite ohne Reue
- Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert
- Eco-Trends: Investieren für die Umwelt

### Risikomanagement & Advanced Return

- Advanced Return-Strategien im Niedrigzinsumfeld
- Advanced Return-Strategien
- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Fokus: Omegafaktor
- Schwarzer Schwan

### Akademie

- Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Wissen: Alpha bis Vola
- Is small beautiful?
- Aktives Management
- Master-KAG
- Branchen im Zyklus
- Value oder Growth – mehr als nur eine Stilfrage
- Internet-Guide zur finanziellen Bildung
- Konjunktur
- Ökonomische Indikatoren kompetent nutzen

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

Verpassen Sie auch nicht  
unsere Podcasts:  
[www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast)



# Investor's Corner

Wer sich für Nebenwerte interessiert, für den können folgende Fonds in Frage kommen:

## Allianz RCM Small Cap Europa - A - EUR

ISIN LU0096450639; TER 2,02%\*

## Allianz RCM Europe Small Cap Equity - AT - EUR

ISIN LU0293315296; TER 2,07%\*

## Allianz RCM Nebenwerte Deutschland - A - EUR

ISIN DE0008481763; TER 1,81 % zzgl. performanceabhängige Vergütung 0,82%\*

## Allianz RCM Japan Smaller Companies - A - EUR

ISIN IE0002554024; TER 2,10%\*

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei Allianz Global Investors. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100% vom Vertriebspartner vereinnahmt. Daneben kann die KAG aus der Verwaltungsvergütung eine laufende Vertriebsprovision an den Vertriebspartner zahlen. Im Rahmen der Anlageberatung teilt der Vertriebspartner die genaue Höhe der Vertriebsprovision und des von ihm vereinnahmten Ausgabeaufschlages mit.

\* Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilspreise kann stark erhöht sein.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft. Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unseren bestmöglichen Beurteilungen zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung. Hierbei handelt es sich um eine Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

# Kapitalmarktanalyse – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf [www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de).

**TIPP:** Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: [www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

## Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als Mp3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter [www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast) direkt erhältlich und können z. B. über iTunes als PodCast abonniert werden.

Hans-Jörg Naumer

Leiter Kapitalmarktanalyse, Allianz Global Investors



[www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main

Stand: April 2011

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