

GAST BLOGGER

Ein aktiver Ansatz für Small-Cap-Investments

Juli 28, 2017

Wir von der Templeton Emerging Markets Group glauben, dass Aktien von Unternehmen aus Schwellenländern mit geringer Marktkapitalisierung (Small-Caps) angesichts des aktuellen Anlageumfelds eine sinnvolle Investmentmöglichkeit darstellen. Diese Anlageklasse wird jedoch oft falsch eingeschätzt, was wichtige Stärken unberücksichtigt lässt, von denen ein aktiver Manager unserer Ansicht nach jedoch profitieren könnte. In diesem Beitrag berichte ich zusammen mit meinen Kollegen Stephen Dover, Chief Investment Officer der Templeton Emerging Markets Group, und Chetan Sehgal, Director of Global Emerging Markets/Small-Cap Strategies, über Anlagechancen in diesem Segment.

Alles in allem sind wir der Ansicht, dass Small Caps aus Schwellenländern attraktive Chancen für aktive Manager bieten. Eine große Anzahl fehlbewerteter Wertpapiere, die Marktineffizienzen und der Mangel an Research bieten unserer Einschätzung nach erhebliche Investmentchancen.

Das aktuelle Marktumfeld

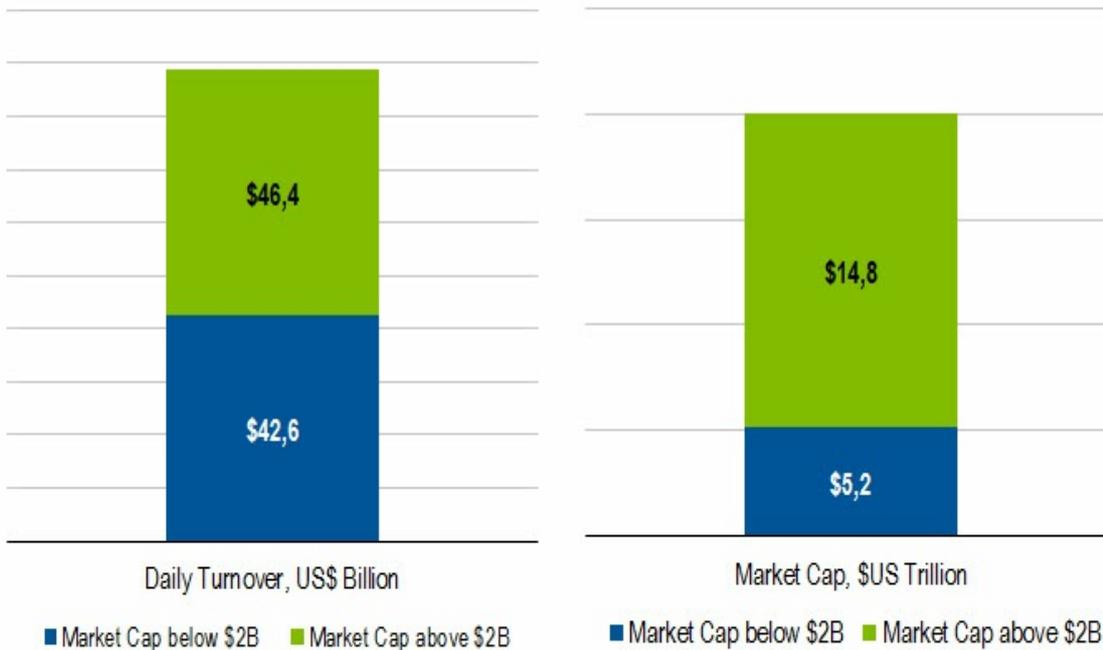
Seit Jahresbeginn entwickeln sich Small Caps aus Schwellenländern (EM-Small-Caps) sehr dynamisch, und viele der Länder und Branchen innerhalb der Anlageklasse können Zugewinne vorweisen. Das Vertrauen in die Marktbedingungen, das wirtschaftliche Umfeld und die Unternehmensgewinne haben sich in den Schwellenländern verbessert. Diese Zuversicht hat sich trotz Herausforderungen wie den tatsächlichen und potenziellen Zinserhöhungen in den USA, der Unsicherheit hinsichtlich der neuen US-Regierung und weltweiten geopolitischen Problemen eingestellt.

Wir räumen mit falschen Vorstellungen über Small-Caps aus Schwellenländern auf

Sie sind keine „Nischen“-Anlageklasse. Entgegen der landläufigen Auffassung sind Small-Caps aus Schwellenländern unserer Ansicht nach weit davon entfernt, ein Nischenprodukt zu sein. Die Anlageklasse repräsentiert mehr als 20.000 Unternehmen mit einem Börsenwert von insgesamt über 5 Bio. USD und einem Tagesumsatz von mehr als 40 Mrd. USD, wie die nachfolgende Grafik zeigt.[\[1\]](#) Die Liquidität am Markt für EM-Small-Caps ist mit derjenigen bei EM-Large-Caps vergleichbar.

Der überproportionale Anteil von Small Caps aus Schwellenmärkten an den täglichen Handelsaktivitäten

Stand: 30. Juni 2017



Quelle: Bloomberg, MSCI. Nur zur Veranschaulichung. Das Anlageuniversum besteht aus allen börsennotierten Aktien aus Schwellenländern, wie von MSCI festgelegt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter www.franklintempletondatasources.com.

Dementsprechend halten wir allein die Größe des Anlageuniversums der Small-Caps aus Schwellenländern für einen der Hauptvorteile für aktive Manager, da sich dadurch reichlich Gelegenheit bietet, Unternehmen zu entdecken, die unserer Einschätzung nach Wertpotenzial bieten. Ein überproportionaler Anteil von EM-Small-Caps wird von Privatanlegern gehalten. Privatanleger handeln in der Regel häufiger als ausländische institutionelle Anleger, da der Anlagezeitraum der ersteren Gruppe meist weit kürzer ist, was einen Liquiditätsschub zur Folge hat. Ein gutes Beispiel hierfür ist Indien, wo Anleger aus einer riesigen Anzahl kleinerer Unternehmen auswählen können und sich diese Titel häufig im Besitz lokaler Anleger befinden.

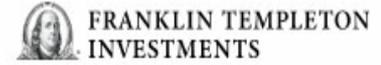
Ein großer Unterschied zwischen Small-Caps aus Industrieländern und ihren Pendanten aus Schwellenländern besteht darin, dass EM-Small-Caps an vielen Märkten häufig immer noch im Wesentlichen lokal ausgerichtet sind. Eine Marktkapitalisierung in der Nähe von 2 Mrd. USD könnte in einem bestimmten Land, Index oder Sektor ein führendes Unternehmen sein, vielleicht ein etabliertes Unternehmen mit langer Erfolgsgeschichte. Viele dieser Unternehmen sind im Familienbesitz oder werden von Familien beherrscht, und viele weisen im Vergleich zu Small-Caps aus Industrieländern stabile Profile auf.

Sie schwanken nicht zwangsläufig stärker

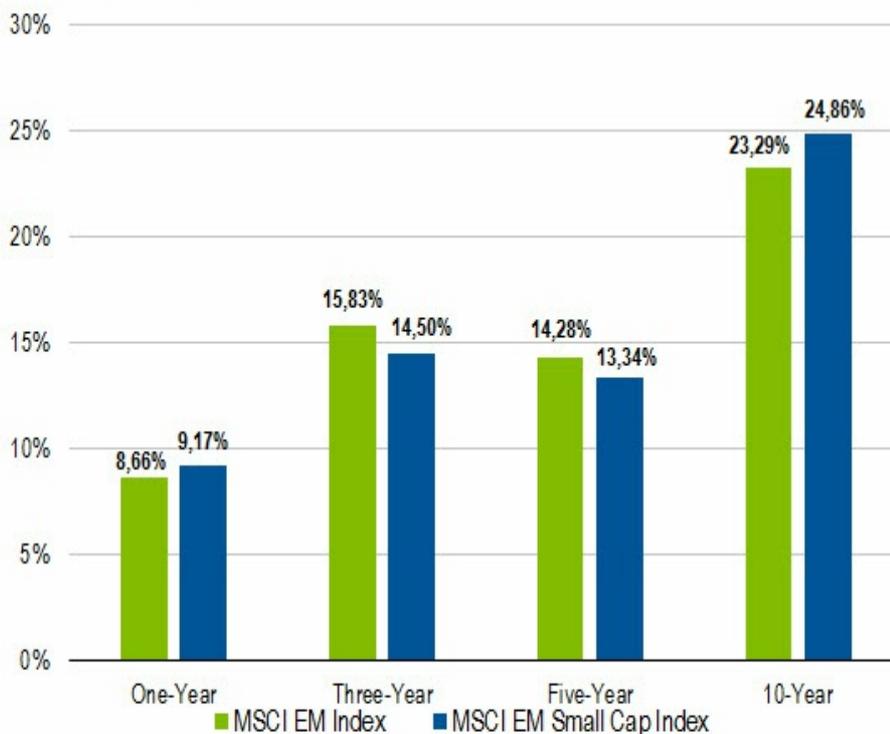
Ein weiteres großes Missverständnis über Anlagen in Small-Caps aus Schwellenländern ist die Annahme, dass diese stärker schwanken als Large-Caps. So wie mit allen Anlagen sind auch mit EM-Small-Caps tatsächliche und wahrgenommene Risiken verbunden. Hierzu zählen eine (insbesondere kurzfristig) höhere Kursvolatilität, relativ geringe Umsätze, beschränkte Produktlinien und ein geringer Marktanteil. Viele dieser Risiken werden jedoch allgemein mit Titeln aus Schwellenländern in Zusammenhang gebracht, wie z. B. die höhere Volatilität im Vergleich zu Industrieländern.

Eine Analyse der Standardabweichungen belegt, dass die Annahme, dass EM-Small-Caps deutlich stärker schwanken als ihre Pendanten mit hoher Marktkapitalisierung, nicht immer zutrifft. (Vgl. nachstehendes Diagramm)

Volatilität von Small Caps aus Schwellenmärkten im Vergleich zu Aktien mit höherer Marktkapitalisierung



Stand: 30. Juni 2017



Quelle: Morningstar. Small Caps aus Schwellenmärkten dargestellt anhand des MSCI Emerging Markets Small Cap Index. Schwellenmärkte dargestellt anhand des MSCI Emerging Markets Index. Der MSCI Emerging Markets Small Cap Index umfasst Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung aus 24 Schwellenländern, während der MSCI Emerging Markets Index Unternehmen mit hoher und mittlerer Marktkapitalisierung aus 24 Schwellenländern umfasst. Die Volatilität wird gemessen anhand der Standardabweichung in den genannten Zeiträumen. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter www.franklintempletondatasources.com. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.**

Auch wenn einzelne Aktien tatsächlich äußerst volatil sein können, sind die Korrelationen^[2] zwischen verschiedenen Small-Cap-Unternehmen aus Schwellenländern häufig geringer, was unserer Einschätzung nach teilweise auf die Expansionsneigung und die Diversität der Unternehmen innerhalb dieses Anlagebereichs zurückzuführen ist. So ist es beispielsweise unwahrscheinlich, dass Faktoren, die sich womöglich auf die Aktie eines südkoreanischen TV- und Online-Shopping-Unternehmens auswirken, einen starken Einfluss auf einen indischen Zementanbieter haben werden. Dies kann dazu beitragen, das Korrelationsrisiko auf Ebene der Anlageklasse zu reduzieren.

Small-Cap-Chancen für aktive Anleger

Übersehen und vom Research vernachlässigt. Small-Caps aus Schwellenländern werden nicht nur von vielen Anlageverwaltern übersehen, sondern auch vom Sell-Side-Research stark vernachlässigt. Das ist nicht nur auf die hohe Anzahl an Unternehmen zurückzuführen, die es abzudecken gilt, sondern auch auf die vergleichsweise wenigen verfügbaren Informationen. Es überrascht kaum, dass als Folge davon die durchschnittliche Anzahl der Research-Titelempfehlungen für Small-Caps aus Schwellenländern viel geringer ausfällt als bei höher kapitalisierten Titeln.[\[3\]](#)

Darüber hinaus werden viele Small-Cap-Titel kaum oder gar nicht vom Research beachtet. Bei einer großen Anzahl an Small-Caps aus Schwellenländern, die nicht in einem MSCI-Benchmarkindex geführt werden, ist die Verfügbarkeit von Research sogar noch stärker eingeschränkt. Dies verschafft einem aktiven Manager, der in der Lage ist, solche Unternehmen direkt zu analysieren, einen kritischen Vorteil – insbesondere, wenn er Mitarbeiter vor Ort hat, die die Unternehmen der Region aus erster Hand beurteilen können. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein relativ unbekannter EM-Small-Cap, der nicht indexgeführt ist, eine Fehlbewertung aufweist, ist wesentlich höher als bei einem großen Unternehmen, für das viele Analysten Research-Empfehlungen abgeben.

Zugang zu *lokalem* Engagement als Ergänzung bestehender EM-Portfolios nutzen

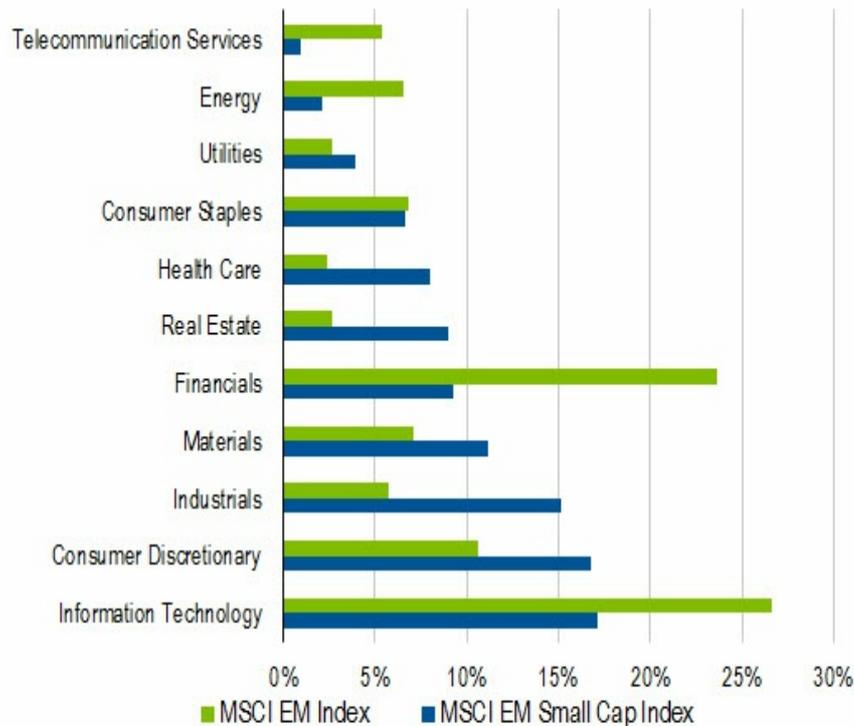
Im Zuge des allgemein langfristigen Erfolges der Schwellenmärkte, sowohl als global agierende Volkswirtschaften als auch als Aktien-Anlageklasse, wurden die meisten dieser Länder immer stärker in die Weltwirtschaft integriert. Infolgedessen haben die größten und erfolgreichsten Unternehmen aus Schwellenländern ihre Geschäftsaktivitäten häufig über die Grenzen ihrer Heimmärkte hinaus erweitert und exportieren und investieren weltweit. Dementsprechend werden die Börsenkurse vieler dieser Aktien nicht mehr vorrangig von inländischen Faktoren beeinflusst. Solche Unternehmen sind zum Beispiel in der Elektronikbranche, in der Automobilindustrie oder bei Konsumgütern zu finden; sie erwirtschaften einen wesentlichen Teil ihrer Umsätze in Industrieländern und nicht im Land ihrer Niederlassung.

Im Gegensatz dazu bieten EM-Small-Caps im Allgemeinen genau dasjenige Engagement, das Schwellenländer ursprünglich überhaupt erst für Anleger attraktiv gemacht hatte. inländische Nachfrage, eine günstige demografische Entwicklung, lokale Reforminitiativen und innovative Nischenprodukte, die oft die ersten Bestimmungsfaktoren des Wachstums sind.

Als Folge davon unterscheiden sich die Sektoren, in denen Anleger in Small-Caps aus Schwellenländern engagiert sind, deutlich von denen höher kapitalisierter Aktien. Der MSCI Emerging Markets Index wird überdurchschnittlich von den Sektoren Informationstechnologie und Finanzen dominiert, wie die nachfolgende Grafik zeigt. Diese Sektoren sind in der Regel weit stärker von weltweiten oder nationalen Konjunkturtrends betroffen.

Direkter Vergleich von Small-Cap- und Large-Cap-Schwellenländerindizes

Stand: 30. Juni 2017



Quelle: FactSet. Nur zur Veranschaulichung. Der MSCI Emerging Markets Small Cap Index umfasst Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung aus 24 Schwellenländern, während der MSCI Emerging Markets Index Unternehmen mit hoher und mittlerer Marktkapitalisierung aus 24 Schwellenländern umfasst. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter www.franklintempletondatasources.com.

Darüber hinaus ist der Anteil staatlicher Unternehmen unter den Large-Cap-Titeln weit höher. Obwohl wir feststellen, dass viele dieser Unternehmen im Staatsbesitz gut geführt werden, stimmen die Interessen der größten Inhaber nicht immer zu 100 % mit denen von Minderheitsanlegern überein.

Im Gegensatz dazu sind Engagements in Small-Caps aus Schwellenländern in der Regel in Sektoren mit höherem Wachstum konzentriert, wie zum Beispiel zyklische Konsumgüter und Gesundheitswesen. Oftmals sind solche Unternehmen eher lokal ausgerichtet und viele davon sind relativ dominante Akteure in kleineren Branchen. Die erfolgreichsten Small Caps aus Schwellenmärkten nutzen ihre lokale Stärke, um international zu expandieren und damit im Laufe der Zeit ihren Übergang zum Mid-Cap- oder sogar Large-Cap-Unternehmen zu unterstützen.

Sogar innerhalb eines Sektors kann sich das wirtschaftliche Engagement erheblich unterscheiden. Im Grundstoffsektor zum Beispiel gehören Bergbaugesellschaften im Allgemeinen naturgemäß zu den Large-Caps und sind stark von Faktoren beeinflusst, die nichts mit ihrem Ursprungsland zu tun haben, wie etwa die weltweiten Rohstoffpreise. Zu geringer kapitalisierten Grundstoffunternehmen aus Schwellenländern gehören unter anderem Zementproduzenten, die in höherem Maße lokalen wirtschaftlichen Entwicklungen und Nachfragedynamiken unterliegen. Dementsprechend kann eine Diversifizierung in EM-Small-Caps eine bestehende Allokation in Large-Caps aus Schwellenländern sinnvoll ergänzen.

Wachstum in einer Welt des langsamen Wachstums

Die Schwellenländer stellen einen möglichen Lichtblick in einem mitunter von Unsicherheit geprägten weltweiten Wirtschaftsumfeld dar. Wenngleich das weltweite Wachstum seit der Finanzkrise 2008 enttäuscht hat, prognostizierte der Internationale Währungsfonds (IWF) im April 2017 einen Anstieg des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 3,5 % im Jahr 2017, ausgehend vom Stand von 2016.[\[4\]](#) Für die Industrieländer liegt die IWF-Prognose für das BIP-Wachstum für 2017 bei 2 %.[\[5\]](#) Die prognostizierte Wachstumsrate für die Schwellen- und Entwicklungsländer hingegen liegt – wie nicht anders zu erwarten – mit 4,5 % deutlich über der globalen Rate.[\[6\]](#)

In einer Welt mit geringem Wachstum bieten Investitionen in Small-Caps aus Schwellenländern die Möglichkeit, sich an vielen der am schnellsten wachsenden Unternehmen in den am schnellsten wachsenden Ländern weltweit zu beteiligen.

Das Umsatzwachstum von EM-Small-Caps ist höher ausgefallen als das ihrer höher kapitalisierten Pendanten.[\[7\]](#) Es sei auch darauf hingewiesen, dass dieses Wachstum typischerweise organischer Natur ist und im Zusammenhang mit der lokalen Marktdynamik steht bzw. nicht auf gesamtwirtschaftliche Faktoren zurückzuführen ist.

Zusätzlich zum organischen Wachstum verzeichnen Small-Caps aus Schwellenländern unter Umständen Kursgewinne, wenn sie in einen Index aufgenommen werden und ihnen damit das Kapital passiver Anleger zufließt, wobei mit zunehmendem Sell-Side-Research aktive Fonds wahrscheinlich ebenfalls investieren. Darüber hinaus sind sie mögliche Fusions- und Übernahmekandidaten. Es handelt sich dabei um Wachstumsfaktoren, die größtenteils unabhängig von gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen sind.

Erfolg erkennen

Am wichtigsten ist vielleicht, dass man sich darüber im Klaren sein muss, dass zahlreiche Small-Cap-Unternehmen aus Schwellenländern sicherlich auch in Zukunft Kleinbetriebe bleiben werden, wobei dies auf Probleme bei der Unternehmensführung, die mangelnde Kompetenz der Geschäftsführung, das fehlende Marktwachstum oder andere Faktoren zurückzuführen sein kann. Die Aufgabe eines aktiven Managers ist es herauszufinden, welche Small-Cap-Unternehmen aus Schwellenländern langfristig erfolgreich sein werden, um das Abwärtsrisiko zu verringern und die risikobereinigten Renditen zu erhöhen. Da die Zahl der kaum analysierten und kaum in den Portfolios der Anleger vertretenen Unternehmen, die für Investitionen zur Verfügung stehen, so hoch ist, erlaubt die Konzentration auf die Fundamentaldaten den Aufbau von Portfolios, die höchst attraktive Qualitätskennzahlen aufweisen, und zwar zu Bewertungen, die unterhalb der des Small-Cap-Index für Schwellenländer liegen.

Unser aktiver Fokus

Wir von der Templeton Emerging Markets Group sind davon überzeugt, dass der Bereich der Small-Caps aus Schwellenländern zahlreiche Kaufgelegenheiten für aktive Manager bietet, die sich auf das Risikomanagement und die langfristigen Wachstumsfaktoren der Anlageklasse konzentrieren können. Unser Research zu Small-Caps aus Schwellenländern wird von einem personell gut ausgestatteten Team mit über 50 Analysten an 20 Standorten weltweit durchgeführt, die somit über lokale Einblicke verfügen. Das gibt uns nicht nur die Möglichkeit zu regelmäßigen persönlichen Treffen mit Anlagekandidaten und den Unternehmen, in die wir bereits investieren, sondern vermittelt uns auch aus erster Hand ein fundiertes Verständnis für die Dynamik der lokalen Märkte, an denen sie tätig sind.

Unsere umfassenden Researchaktivitäten, die sich auf Corporate Governance und Risikomanagement konzentrieren, unterstützen die strukturellen Gründe für eine Beteiligung an Small-Caps aus Schwellenländern, nämlich die Suche nach Unternehmen, die unserer Ansicht nach am besten positioniert sind, um von der demographischen Entwicklung und dem steigenden Wohlstand bei Verbrauchern aus Schwellenländern zu profitieren, und tragfähige und nachhaltige Geschäftsmodelle haben.

Auf Basis unseres Bottom-up-Ansatzes investieren wir in Unternehmen mit fähigen Geschäftsführungen, bei denen wir überzeugt sind, dass sie die richtigen strategischen Entscheidungen treffen können. Kurse spielen für unseren Ansatz ebenfalls eine wesentliche Rolle, und unsere über mehrere Jahrzehnte hinweg optimierte Philosophie für EM-Investments zeichnet sich durch eine klare Value-Orientierung aus.

Die Kommentare, Meinungen und Analysen von Mark Mobius dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung für bestimmte Wertpapiere oder Anlagestrategien anzusehen. Da die Märkte und die wirtschaftlichen Bedingungen schnellen Änderungen unterworfen sind, beziehen sich Kommentare, Meinungen und Analysen auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Dieses Dokument ist nicht als vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt, eine Anlage oder eine Strategie gedacht.

Wichtige Hinweise

Alle Anlagen beinhalten Risiken, auch den möglichen Verlust der Kapitalsumme. Anlagen in ausländischen Wertpapieren sind mit besonderen Risiken behaftet, darunter Währungsschwankungen sowie ungewisse wirtschaftliche und politische Entwicklungen. Anlagen in Schwellenländern, zu denen als Untergruppe auch die Grenzmärkte gehören, sind mit erhöhten Risiken in Bezug auf dieselben Faktoren verbunden. Hinzu kommen die durch ihre kleinere Größe, ihre geringere Liquidität und die nicht so fest gefügten rechtlichen, politischen, wirtschaftlichen und sozialen Rahmenbedingungen zur Stützung der Wertpapiermärkte bedingten Gefahren. Da diese Rahmenbedingungen in Grenzländern in der Regel noch geringer ausgeprägt sind und diverse Faktoren vorliegen, wie gesteigertes Potenzial für extreme Preisschwankungen, Illiquidität und Handelsbarrieren und Wechselkurskontrollen, werden die mit Schwellenländern verbundenen Risiken in Grenzländern verstärkt. Aktienkurse schwanken mitunter rasch und heftig. Das kann an Faktoren liegen, die einzelne Unternehmen, Branchen oder Sektoren betreffen, oder an den allgemeinen Marktbedingungen. Die Aktien kleinerer Unternehmen unterlagen in der Vergangenheit insbesondere auf kurze Sicht stärkeren Kursschwankungen als die Aktien großer Unternehmen.

[1] Quelle: Bloomberg, Stand: 30. Juni 2017.

[2] Die Korrelation misst, in welchem Maße sich zwei Anlagen parallel entwickeln. Die Korrelation liegt zwischen 1 (vollständige positive Korrelation; d. h. zwei Positionen bewegten sich in der Vergangenheit immer in die gleiche Richtung) und -1 (vollständige negative Korrelation; d. h. zwei Positionen bewegten sich in der Vergangenheit immer in entgegengesetzte Richtungen).

[3] Quelle: Bloomberg, Stand: 30. Juni 2017. Small Caps aus Schwellenmärkten dargestellt anhand des MSCI EM Small Cap Index. Schwellenmärkte dargestellt anhand des MSCI Emerging Markets Index. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt.

[4] Quelle: IMF World Economic Outlook Database, April 2017. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Prognosen, Projektionen oder Schätzungen als richtig erweisen.

[5] Ebd.

[6] Ebd.

[7] Quelle: FactSet. Small Caps aus Schwellenmärkten dargestellt anhand des MSCI EM Small Cap Index. Schwellenmärkte dargestellt anhand des MSCI Emerging Markets Index. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt.