

PERSPEKTIVE

Eine aktive Betrachtung von Small Caps in Schwellenländern

Mai 16, 2018

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung finden bei vielen Anlegern kaum Beachtung. Das gilt umso mehr für Titel aus Schwellenländern. Laut dem Franklin Templeton Emerging Markets Equity Team könnte es für Anleger jedoch durchaus lohnenswert sein, sich näher mit dem unteren Ende des Marktspektrums zu befassen. Manraj Sekhon, Chetan Sehgal, Vikas Chiranewal und Krzysztof Musialik erörtern die Chancen, die sich Anlegern in diesem Segment eröffnen, und erklären, warum aktive Manager ihrer Ansicht nach Mehrwert schaffen können.

Wir sind davon überzeugt, dass Small-Caps aus Schwellenländern (EM-Small-Caps) angesichts des aktuellen Anlageumfelds eine sinnvolle Investmentmöglichkeit darstellen, da die große Zahl an fehlbewerteten Wertpapieren, die Marktineffizienzen und der Mangel an Research erhebliche Chancen zur Generierung von Alpha bieten^[1]. Diese Anlageklasse wird jedoch oft falsch eingeschätzt, was unserer Ansicht nach wichtige Stärken unberücksichtigt lässt, von denen ein aktiver Manager potenziell profitieren könnte.

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

Entgegen der landläufigen Auffassung sind Small Caps aus Schwellenländern unserer Ansicht nach weit von einem Nischenprodukt entfernt. Die Anlageklasse repräsentiert mehr als 24.870 Unternehmen mit einem Börsenwert von insgesamt über 10,2 Bio. USD und einem Tagesumsatz von mehr als 70 Mrd. USD.^[2] Wie die nachfolgende Grafik zeigt, ist die Liquidität im Segment der EM-Small-Caps mit derjenigen bei EM-Large-Caps vergleichbar.

Emerging Markets Small Cap: Opportunity Size

Vast Investment Universe



Listed Companies

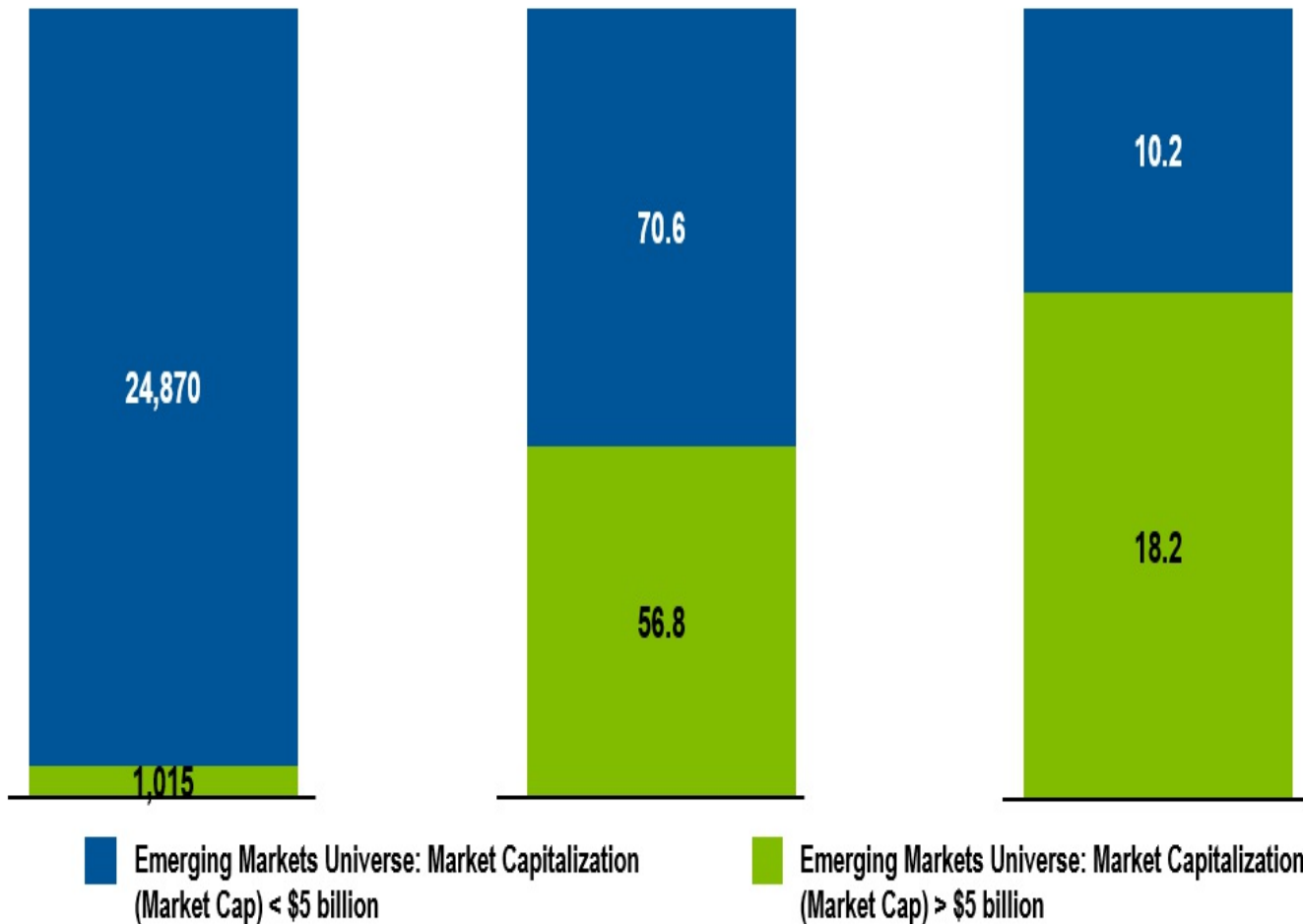
March 2018

Daily Turnover, \$billion

March 2018

Market Cap, \$trillion

March 2018



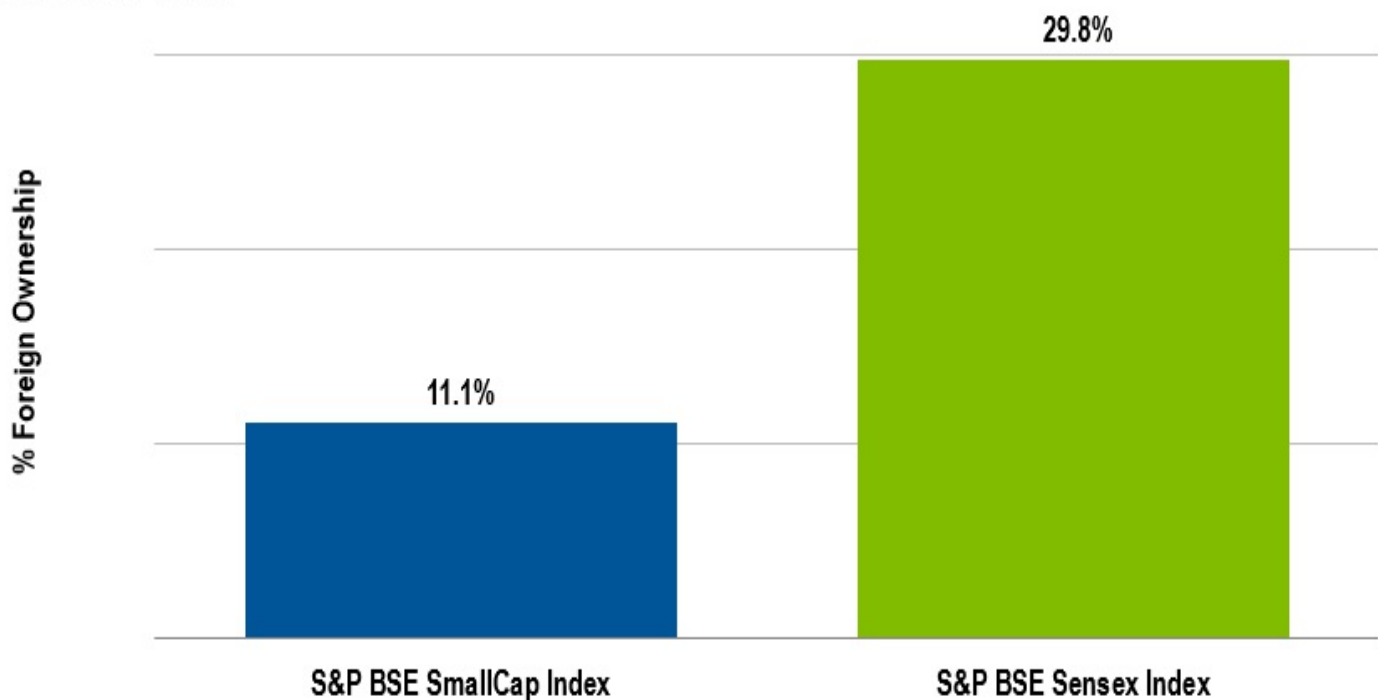
Source: Bloomberg, as of March 2018. Investment universe consists of all listed emerging markets stocks. For illustrative purposes only and not reflective of any Franklin Templeton fund. **Past performance does not guarantee future results.** See www.franklintempletondatasources.com for additional data provider information.

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, fehlbewertete Unternehmen zu entdecken. EM-Small-Caps befinden sich überdurchschnittlich oft im Besitz von inländischen Privatanlegern, die häufig einen kürzeren Anlagezeitraum haben als ausländische institutionelle Anleger und daher häufiger handeln. Dies wirkt sich in der Regel positiv auf die Liquidität aus.

Ein gutes Beispiel hierfür ist Indien – die Anleger können aus einer riesigen Anzahl kleinerer Unternehmen auswählen und diese Titel befinden sich häufig im Besitz lokaler Anleger. Zudem kann sich durch den unverhältnismäßig hohen Besitz durch lokale Anleger eine korrelationsfreie Outperformance ergeben, die Large-Cap-Anlegern entgeht.

Indian Equities % Foreign Ownership

December 2017



Source: AMFI, Bloomberg and Citi Research. As of December 2017. For illustrative purposes only and not reflective of any Franklin Templeton fund. The S&P BSE SmallCap Index is designed to represent the bottom 15% of the total market capitalization (market cap) of the S&P BSE AllCap Index, and is designed to represent the small-cap segment of India's stock market. The S&P BSE Sensex Index is designed to measure the performance of the 30 largest, most liquid and financially sound companies across key sectors of the Indian economy that are listed at Bombay Stock Exchange (BSE) Ltd. Indexes are unmanaged and one cannot directly invest in them. They do not include fees, expenses or sales charges. **Past performance does not guarantee future results.** See www.franklintempletondatasources.com for additional data provider information.

Ein großer Unterschied zwischen Small-Caps aus Industrieländern und ihren Peers aus Schwellenländern besteht darin, dass EM-Small-Caps an vielen Märkten oft noch wichtige Anbieter an ihren lokalen Märkten sind; eine Marktkapitalisierung in der Nähe von 5 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 sind im Vergleich zu Small-Caps aus Industrieländern Unternehmen mit stabilen Profilen.

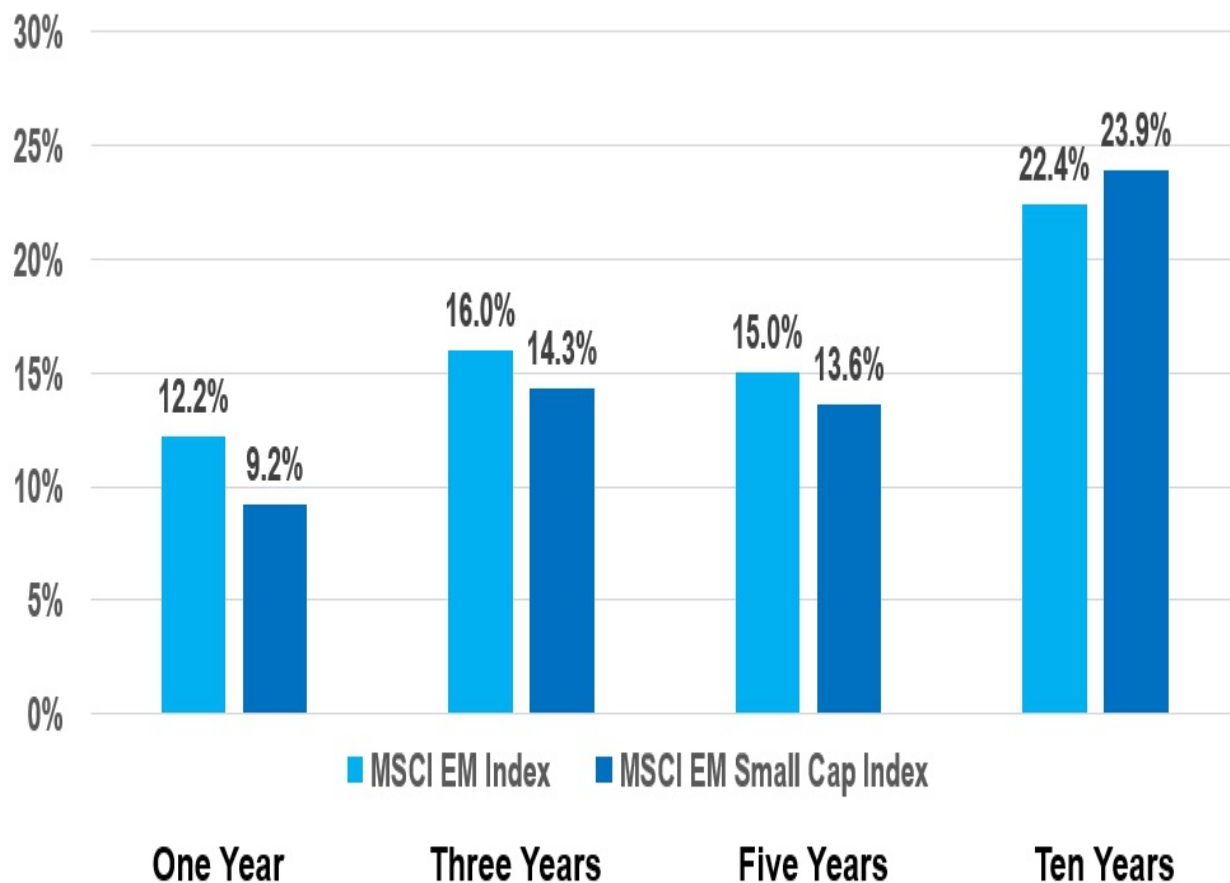
Sie schwanken nicht zwangsläufig stärker

Ein weiteres Missverständnis bei 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. Einige dieser Risiken werden allgemein mit Titeln aus Schwellenländern in Zusammenhang gebracht, wie z.B. die im Vergleich zu Industrieländern höhere Volatilität.

Auch wenn einzelne Aktien unserer Analyse zufolge tatsächlich äußerst volatil sein können, sind die paarweisen Korrelationen [\[3\]](#) unterschiedlicher Small-Cap-Unternehmen aus Schwellenländern allgemein geringer, was unserer Einschätzung nach teilweise auf die Expansionsneigung und die Diversität der Unternehmen innerhalb dieses Anlagebereichs zurückzuführen ist. So wird beispielsweise die Aktie eines südkoreanischen TV- und Online-Shopping-Unternehmens in der Regel nicht durch dieselben Faktoren beeinflusst wie die Titel eines indischen Zementherstellers. Dies kann dazu beitragen, das Risiko auf Ebene der Anlageklasse zu verringern. In der Tat ist die Gesamtvolatilität des MSCI EM Small Cap Index für die Drei- und Fünfjahreszeiträume zum 31. Dezember 2017 niedriger als die des MSCI EM Large Cap Index, wie die nachfolgende Grafik zeigt.

Volatility of Emerging Market Small-Cap Stocks Compared with Large-Cap Stocks

As of March 31, 2018



Source: Morningstar. For illustrative purposes only and not reflective of any Franklin Templeton fund. Past performance does not guarantee future results.

Volatility measured by standard deviation over the noted time periods. The MSCI EM Small Cap Index includes small-cap representation across 24 emerging-market countries. The MSCI EM Index captures large- and mid-cap representation across 24 emerging-market countries. Indexes are unmanaged and one cannot directly invest in them. They do not include fees, expenses and sales charges. MSCI makes no warranties and shall have no liability with respect to any MSCI data reproduced herein. No further redistribution or use is permitted. This report is not prepared or endorsed by MSCI. As of March 2018. See www.franklintempletondatasources.com for additional data provider information.

Übersehen und vom Research vernachlässigt

Small-Caps aus Schwellenländern werden nicht nur von vielen Anlageverwaltern übersehen, die Anlageklasse wird 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. Darüber hinaus werden viele Small-Cap-Titel kaum oder gar nicht vom Research beachtet.

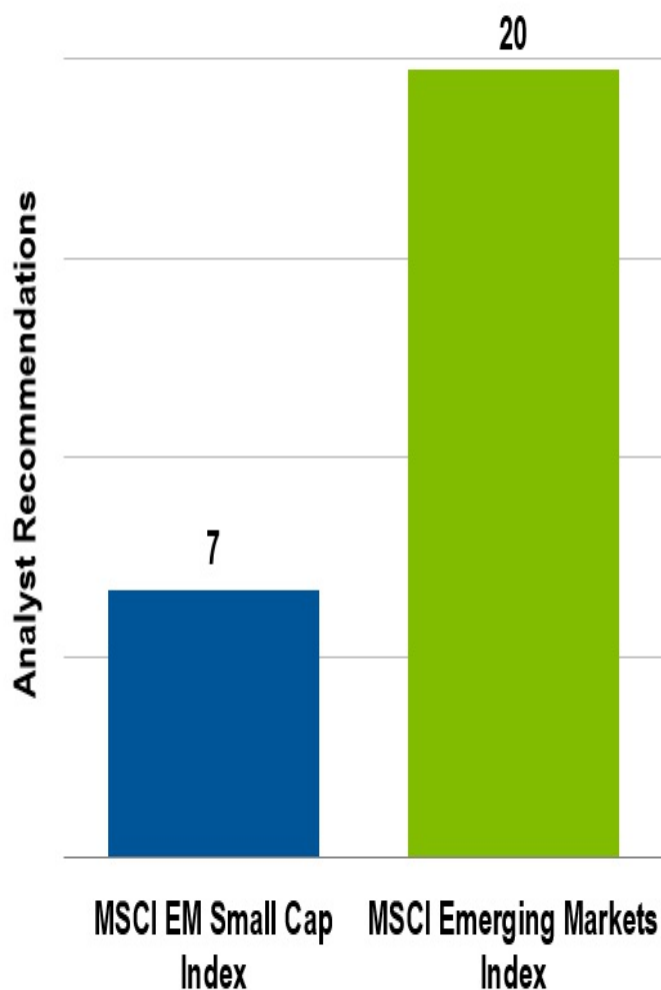
Bei einer großen Anzahl an Small-Caps aus Schwellenländern, die nicht im MSCI EM Small Cap Index geführt werden, ist die Verfügbarkeit von Research sogar noch stärker eingeschränkt. Wir sind davon überzeugt, dass dies einem aktiven Manager, der in der Lage ist, solche Unternehmen direkt zu analysieren, einen kritischen Vorteil verschafft. Denn die Wahrscheinlichkeit, dass ein relativ unbekannter (nicht indexgeführter) EM-Small-Cap eine Fehlbewertung aufweist, ist wesentlich höher als bei einem großen Unternehmen, für das viele Analysten Research-Empfehlungen abgeben.

Emerging Markets Small Cap: Under Researched

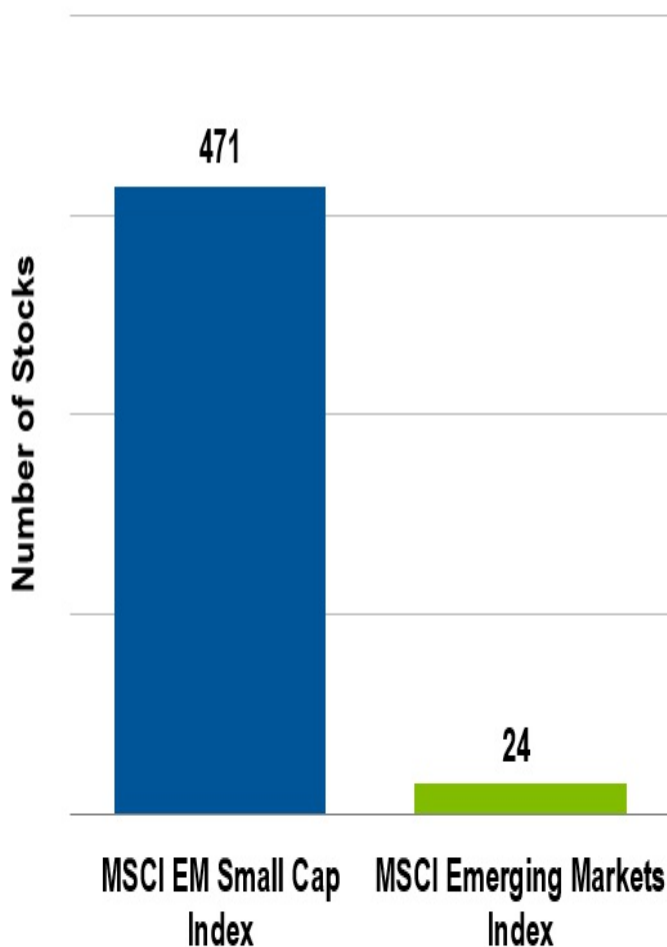
Even Index Stocks Have Negligible Research Coverage



**Average Sell-Side Analyst
Recommendations per Index Stock**
December 2017



Index Stocks with Single or No Sell-Side Recommendations
December 2017



Source: FactSet, as of December 2017. For illustrative purposes only and not reflective of any Franklin Templeton fund. Past performance does not guarantee future results.

The MSCI Emerging Market (EM) Small Cap Index includes small-cap representation across 24 emerging-market countries. The MSCI EM Index captures large- and mid-cap representation across 24 emerging-market countries. Indexes are unmanaged and one cannot directly invest in them. They do not include fees, expenses or sales charges. See www.franklintempletondatasources.com for additional data provider information.

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 dieser Gruppe 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 überhaupt erst für viele Anleger attraktiv gemacht hatte, wie etwa die inländische Nachfrage, eine günstige demografische Entwicklung, lokale Reforminitiativen und innovative Nischenprodukte.

Als Folge davon unterscheiden sich die Sektoren, in denen Anleger in Small-Caps aus Schwellenländern engagiert sind, in der Regel deutlich von denen höher kapitalisierter Aktien. Titel aus den Sektoren Informationstechnologie und Finanzen dominieren den MSCI Emerging Markets Index. Diese Sektoren sind in der Regel weit stärker von weltweiten oder nationalen Konjunkturtrends betroffen. 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 letztendlichen Inhaber nicht immer zu 100 % mit denen von Minderheitsanlegern überein.

Im Gegensatz dazu sind Engagements in Small-Caps aus Schwellenländern in Branchen wie zyklische Konsumgüter und Gesundheitswesen konzentriert. 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 etwa Unternehmen, 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 wachstumsarmen Welt finden

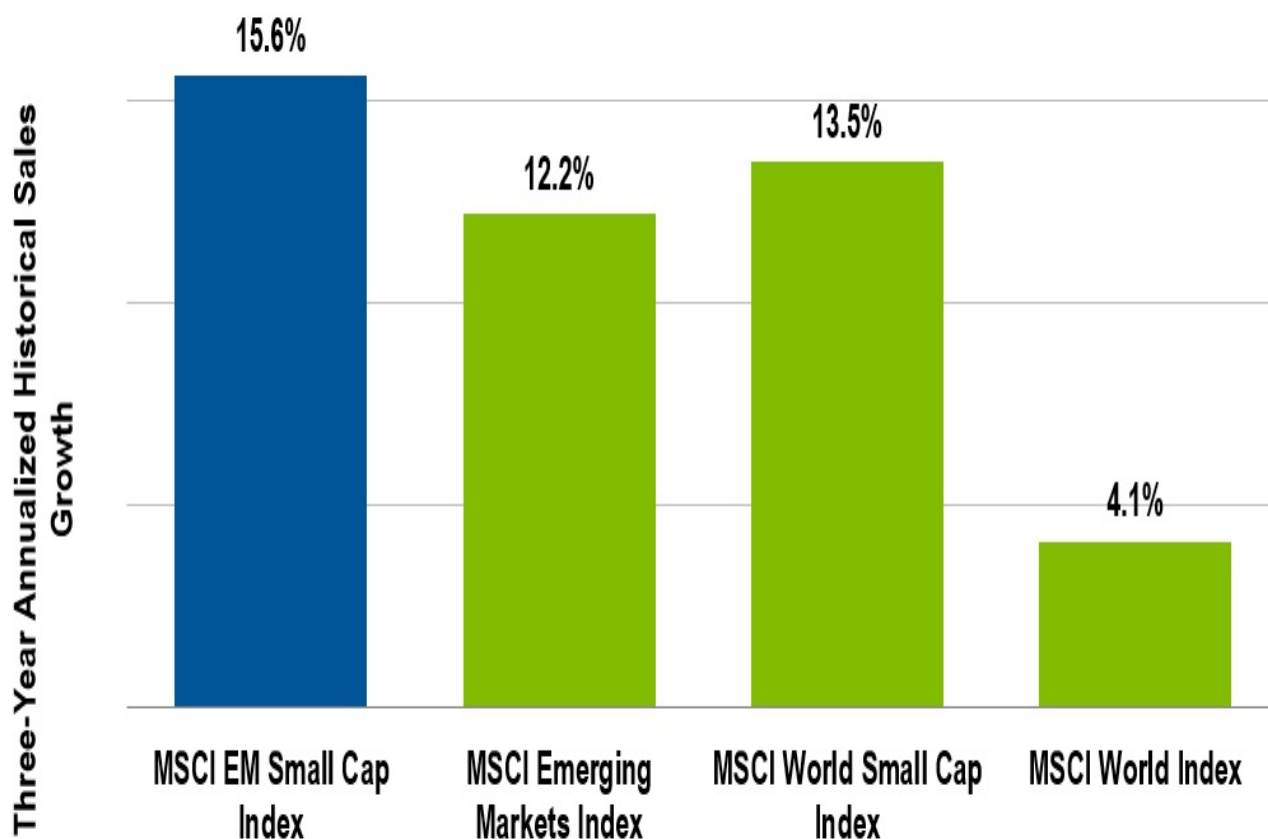
Die Schwellenländer stellen einen potenziellen Lichtblick in einem mitunter von Unsicherheit geprägten weltweiten Wirtschaftsumfeld dar. Der Internationale Währungsfonds prognostizierte im Januar für 2018 einen Anstieg des Wachstums des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf 3,9 %.^[4] Die prognostizierte Wachstumsrate für die Schwellenländer liegt – wie nicht anders zu erwarten – mit 4,9 % deutlich über der globalen Rate.^[5] In einem solchen Umfeld bieten Anlagen in Small-Caps aus Schwellenländern die Möglichkeit, sich an vielen der am schnellsten wachsenden Unternehmen in den am schnellsten wachsenden Ländern weltweit zu beteiligen.

Es sei auch darauf hingewiesen, dass das Umsatzwachstum bei vielen kleineren Unternehmen 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.

Emerging Markets Small Cap: Growth

Higher Sales Growth for EM Companies

As of December 2017



Source: MSCI, as of December 2017. For illustrative purposes only and not reflective of any Franklin Templeton fund. Past performance is no guarantee of future results.

MSCI makes no warranties and shall have no liability with respect to any MSCI data reproduced herein. No further redistribution or use is permitted. This report is not prepared or endorsed by MSCI. The MSCI EM Small Cap Index includes small-cap representation across 24 emerging-market countries. The MSCI Emerging Markets Index captures large- and mid-cap representation across 24 emerging-market countries. The MSCI World Small Cap Index captures small-cap representation across 23 developed-market countries. The MSCI World Index captures large- and mid-cap representation across 23 developed-market countries. Indexes are unmanaged and one cannot directly invest in them. They do not include fees, expenses or sales charges.

Eine aktive Betrachtung

Wie vorstehend ausgeführt, hat der MSCI EM Small Cap Index eine ganz eigene Zusammensetzung und konzentriert sich auf die Branchen zyklische Konsumgüter, Materialien und Industrie. Aktive Manager müssen sich nicht nach diesem Fokus richten, wenn sie der Meinung sind, dass die besten Ideen für Wertschöpfung woanders zu finden sind, oder dass diese Engagements angesichts des aktuellen Anlageklimas nicht geeignet sind.

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.

Wir von Franklin Templeton Emerging Markets Equity 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 80 Portfoliomanagern und Analysten an 20 Standorten weltweit durchgeführt, die somit über lokale Einblicke verfügen. Das gibt uns die Möglichkeit zu regelmäßigen persönlichen Treffen mit Anlagekandidaten und den Unternehmen, in die wir bereits investieren.

Wir wenden einen langfristigen Bottom-up- und High-Conviction-Investmentansatz an und investieren demnach in Unternehmen mit fähigen Geschäftsführungen, bei denen wir überzeugt sind, dass sie die richtigen strategischen Entscheidungen treffen können.

CFA® und Chartered Financial Analyst® sind Marken des CFA Institute.

Die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Dokument 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 Technologiebranche kann durch die Veralterung bestehender Technologie, kurze Produktzyklen, sinkende Preise und Gewinne, Wettbewerb durch neue Marktteilnehmer und die allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen erheblich beeinflusst werden.

[1] Alpha misst die Differenz zwischen den tatsächlichen Renditen eines Fonds und den erwarteten Renditen unter Berücksichtigung des durch das Beta ausgedrückten Risikoniveaus. Ein positives Alpha bedeutet, dass der Fonds eine bessere Wertentwicklung erzielt hat, als sein Beta erwarten lässt. Ein negatives Alpha bedeutet dagegen, dass der Fonds hinter den vom Beta bestimmten Erwartungen zurückgeblieben ist. Manche Investoren betrachten Alpha als eine Maßeinheit für den Mehrwert (oder Minderwert), den ein Fondsmanager geschaffen hat.

[2] Quellen: Bloomberg, Stand: 31. März 2018. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter www.franklintempletondatasources.com.

[3] 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).

[4] Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Januar 2018. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Schätzungen oder Prognosen bewahrheiten.

[5] Ebd.