

Börsen-Zeitung vom 28.04.09

## Neue Chancen für Small Caps

Höhenflug des US-Kleinwerteindex Russell 2000 – Optimismus auch für Europa – Initiative der DVFA

Von Dieter Kuckelkorn, Frankfurt

**Börsen-Zeitung, 28.4.2009**  
Für die Investoren in Small Caps ist der Abschwung der Aktienmärkte besonders hart gewesen. Institutionelle Anleger vor allem aus dem angelsächsischen Raum sind in Scharen ausgestiegen, weil ihnen die zunehmende Illiquidität der Titel Schwierigkeiten bereitete.

In der Folge hat der SDax als deutscher Kleinwerteindex gegenüber seinem Allzeithoch vom 9. Juli 2007 um fast 60% nachgegeben. Der Dax wies in derselben Zeitspanne nur ein Minus von knapp 40% auf (siehe Chart). In den USA schritten die Kleinwerte etwas besser ab. Mit einem Minus von rund 44% seit seinem Rekordhoch vom 13. Juli 2007 kommt der wichtigste US-Benchmark-Index für Small Caps, der Russell 2000, auf eine nur unwesentlich schlechtere Performance als der Dow Jones oder der Standard & Poor's 500 (S & P 500).

Inzwischen hat sich aber das Bild bei den Small Caps vor allem in den USA auffällig gedreht: Der Russell 2000 hat zu einem wahren Höhenflug angesetzt. Mit einer Performance seit dem Tiefpunkt vom 13. März von knapp 22% hat er den Dow Jones mit knapp 12% und den S & P 500 mit rund 15% klar abgehängt. Nach Einschätzung von Frank Hansen, Leiter des Bereichs Small und Mid Caps bei Allianz Global Investors, ist die Outperformance der europäischen Small Caps seit Oktober im Wesentlichen auf die sich normalisierende Risikoneigung der An-

leger zurückzuführen. Investoren kehrten nun in Assetklassen wie Nebenwerte oder auch Emerging Markets zurück, aus denen sie sich im Rahmen des Abschwungs zurückgezogen hatten. Dabei sei die Performance der kleinen und mittleren Werte auf europäischer Ebene erfreulicher gewesen als erwartet: „Normalerweise laufen die Large Caps in den ersten drei Monaten einer Erholung deutlich besser“, betont Hansen. Dies sei diesmal aber nicht der Fall gewesen.

Für die kommenden Monate ist nach Einschätzung Hansens von einer guten Performance der Nebenwerte auszugehen, sofern man ein Szenario unterstelle, das von einem Tiefpunkt der Konjunktorentwicklung im ersten Quartal dieses Jahres ausgehe. Dabei seien die Small Caps gemessen am Verhältnis von Kurs zu Buchwert preiswerter als die Standardwerte. Seiner Überzeugung nach ist die Assetklasse zudem gereift, sie gehöre einfach zur Allokation innerhalb eines Portfolios dazu. Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung bis zu 4 Mrd. Euro machten mittlerweile ein Viertel der europäischen Marktkapitalisierung aus. Die Unternehmen könnten inzwischen auch bei ihrer ganzen Aufstellung und ihrem Marktauftritt mit deutlich größeren Konzernen mithalten.

Wegen der im Vergleich zu den Blue Chips deutlich größeren Risiken eines Investments in Einzelwerte rät Hansen zu einer breiten Diversifizierung. Da die Performance der Einzelwerte weniger miteinander

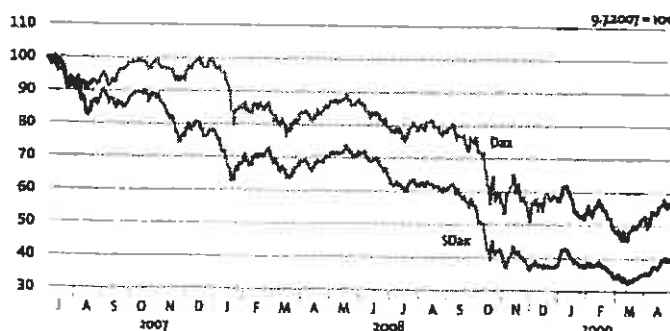
korreliert sei als bei den Werten aus der ersten Reihe, lasse sich das Risiko deutlich reduzieren.

Zumindest für den US-Markt gilt indes, dass diejenigen Anleger besonders gute Resultate erzielen, die frühzeitig auf Small Caps setzen. So hat Russell Indexes errechnet, dass die höchsten Renditeaufschläge gegenüber Large Caps zu erzielen waren, wenn die Investoren drei oder sechs Monate vor der Wende am Aktienmarkt einstiegen und nicht bis zum Erreichen des Bodens abgewartet haben.

### Immer noch benachteiligt

Insbesondere in Deutschland sind kleinere Nebenwerte aber immer noch stark benachteiligt, was Coverage durch Analysten und Zugang zu Investoren betrifft. Im Rahmen der Finanzkrise hat sich das Research-Problem eher noch verschärft. Daher hat die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) eine Small-Caps-Initiative gestartet, die auf ihrem Small Caps Forum, das heute in Frankfurt beginnt, vorgestellt werden soll. Die DVFA will ein eigenes Forschungsgebiet Small Caps abstecken, Standards für die Investor Relations erarbeiten und auch für eine Verstärkung des Angebots von Investorenkonferenzen für Small Caps sorgen. Im Rahmen des Forums wird sich eine Reihe von kleineren und mittleren Unternehmen den Investoren und Analysten präsentieren.

Absturz bei Small Caps ausgeprägter



# SCF\_Symposium - 28. April 2009

## Pressespiegel

Börsen-Zeitung vom 28.04.09

INTERVIEW MIT DVFA-GESCHÄFTSFÜHRER RALF FRANK

## „Zugekauftes Research ist nicht ehrenrührig“

Kleinere Unternehmen sollen Investor Relations verbessern und ihre institutionelle Reichweite erhöhen

Börsen-Zeitung, 28.4.2009

- Herr Frank, Small Caps haben in der Abschwungphase seit 2007 besonders stark gelitten. Was sind die Gründe dafür?

Ein Hauptgrund ist zweifellos die mangelnde Liquidität der Small Caps im Vergleich zu Large Caps, insbesondere bei geringem Free Float. Darüber hinaus handelt es sich bei Small Caps häufig um junge und stark wachsende Unternehmen, die in der Wachstumsphase anfälliger sind und häufig wachstumsbedingt relativ instabile Geschäftsmodelle und wenig Erfahrung mit Wirtschaftskrisen haben.

- Wie würden Sie Small Caps für den deutschen Markt eigentlich definieren?

Bei einer Marktkapitalisierung von 100 Mill. Euro oder mehr fallen in Deutschland über 500 Unternehmen in die Kategorie Small Caps. Um genau zu sein: 520 von insgesamt 866 börsennotierten deutschen Unternehmen sind Small Caps. Die amerikanische Definition, die von einer Marktkapitalisierung von 250 Mill. bis 1 Mrd. Dollar ausgeht, passt nicht so recht auf den deutschen Markt.

- Unter welchen spezifischen Problemen leiden die Small Caps in Deutschland?

Die geringe Liquidität der Aktien und die meistens fehlende Präsenz in Indizes sorgen dafür, dass Mainstream-Investorengruppen, insbesondere große und mittelgroße Kapitalanlagegesellschaften, als Anleger oftmals ausfallen. Darüber hinaus sind den Small Caps stärker aufgeschlossene Gruppen wie vermögende Privatkunden und auf Nebenwerte spezialisierte Asset Manager im deutschen Markt zahlenmäßig unterrepräsentiert. Hinzu kom-

me die vergleichsweise dünne Coverage durch Analysten aufgrund der geringen Handelsumsätze der Titel.

- Wie lässt sich insbesondere bei dem Problem der Vernachlässigung der Small Caps durch Analysten eine Verbesserung erreichen?

Der börsennotierte Mittelstand muss verstehen, dass Coverage durch Finanzanalysten nicht gottgegeben ist, sondern in gewissem Umfang gesteuert werden kann. Zunächst müssen Grundbedingungen hinsichtlich Liquidität und Free Float verstanden und möglicherweise erst einmal umgesetzt werden. Dies ist für die Unternehmen alles andere als trivial, allerdings in den meisten Fällen nicht unmöglich. Dann müssen die Informationsbedürfnisse von Small-Cap-Investoren und ihren Sell-Side-Dienstleistern verstanden werden, die insbesondere die Risikoberichterstattung betreffen. Ferner ist es absolut nicht ehrenrührig, wenn eine nicht vorhandene Coverage der Sell-Side-Analysten durch zugekauftes Research zum Beispiel eines bankennahen Research-Lieferanten ergänzt wird.

- Institutionelle Investoren sind aus den Werten unter Verweis auf deren Illiquidität in großem Umfang ausgestiegen. Sehen Sie derzeit Chancen für eine Trendwende? Wie schätzen Sie aktuell die Aussichten für Small Caps ein?

Es ist schwer, eine allgemein gültige Aussage zu treffen. Jene Unternehmen, die verstanden haben, dass ein Being Public in Bärenmärkten nach vermehrter Investor-Relations-Aktivität fragt, haben gute Chancen, ihre institutionelle Reichweite zu erhöhen. Allerdings ist es dazu notwendig, dass Investorenbedürfnisse,

ganz gleich wie anspruchsvoll oder aus Unternehmenssicht unveranschämmt sie auch sein mögen, ernst genommen und entsprechend befriedigt werden. Allerdings darf man auch nicht vergessen, dass daneben auch eine gute Leistung des Managements vonnöten ist, denn Investoren beurteilen die Börsenreife und Kapitalmarktaffinität etlicher Unternehmen insbesondere im Entry Standard noch sehr skeptisch.

- Für welche Investorengruppen kommen Small Caps derzeit in Frage?

Insbesondere für Spezialisten wie Vermögensverwalter und Vermögensberater sowie Family Offices sind Small Caps interessant.

- Die DVFA hat sich des Themas Small Caps mit einer eigenen Initiative angenommen. Welche Maßnahmen planen Sie, und was wollen Sie damit erreichen?

Die DVFA versteht sich als Sprachrohr, das die Bedürfnisse von Investoren und Finanzanalysten an die Finanzberichterstattung von Unternehmen transportiert. Eine Expertengruppe von DVFA-Mitgliedern von der Sell- und der Buy-Side mit Fokus auf Small-Cap-Investments erstellt zurzeit einen Leitfaden für die Finanzkommunikation, ein anspruchsvolles und sehr umfangreiches Werk. Die Grundsätze dieses Leitfadens werden zu integralen Bestandteilen von DVFA-Analysten- und Investorenkonferenzen. Das heißt, die Unternehmen werden dazu gedrängt, die Anforderungen von Investment Professionals entsprechend anzuerkennen und ihnen nachzukommen. Das Ganze wird mit Workshops für Unternehmensvertreter flankiert.

.....  
Die Fragen stellte Dieter Kuckelkorn.

Börsen-Zeitung vom 30.04.09

## DVFA: Small Caps tun sich mit Kommunikation schwer

Kritik an dem durch Emittenten bezahlten Research

Börsen-Zeitung, 30.4.2009  
ku Frankfurt – Kleinere börsennotierte Unternehmen tun sich mit der Finanzkommunikation schwer. Wie einer Studie der Fachhochschule Worms zu entnehmen ist, gehen Small Caps in ihrer Berichterstattung und in ihren Prognosen nur begrenzt auf die Bedürfnisse von Analysten ein. Die Studie wurde jetzt auf dem Small Caps Forum der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) in Frankfurt vorgestellt.

Gravierende Mängel in der Kommunikation vieler börsennotierter Unternehmen stellten auch die Teilnehmer einer Podiumsdiskussion auf dem Forum fest. Ralph Bieneck von Shareholder Value Beteiligungen betonte, viele Unternehmen wollten nicht mehr viel mit den Investoren zu tun haben, wenn sie erst einmal das Geld im Rahmen eines Börsengangs eingesammelt haben. Es gelte, die Informationspolitik wesentlich zu verbessern. Oftmals fehle es schon an der Bereitschaft von Vorständen, sich überhaupt mit Investo-

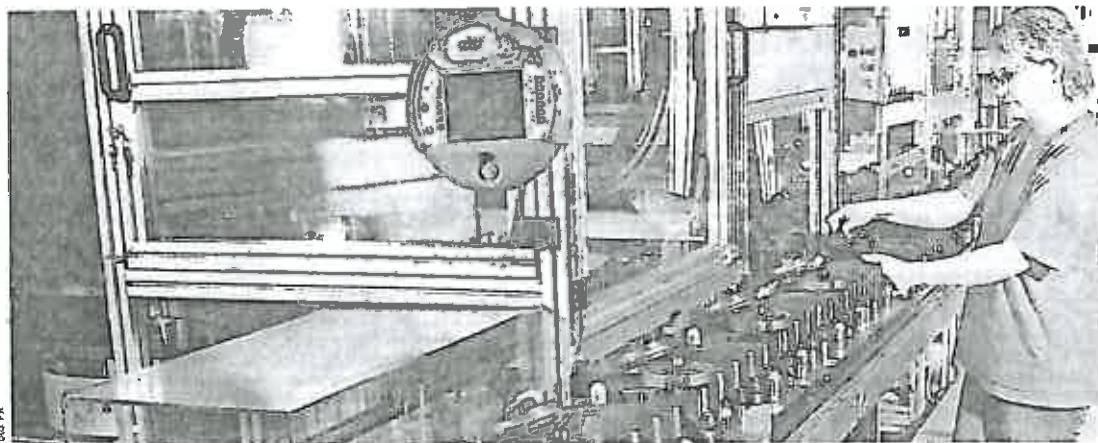
ren zu treffen, beklagte Jochen Mathee von Fortis Investments.

Zumindest von Investorensseite gab es keine Bedenken dagegen, dass sich Small Caps angesichts der oftmals nicht vorhandenen Begleitung durch Analysten inzwischen die Coverage durch Beauftragung von Research-Häusern kaufen. Wenn die Studien umfangreich und qualitativ hochwertig seien, spreche nichts dagegen, hieß es.

### Interessenkonflikte

Kritischer sahen diesen Punkt hingegen Analysten selbst. So lehnte Peter-Thilo Hasler von Viscardi Research unter Verweis auf Interessenkonflikte das durch Emittenten bezahlte Research ab. Das Problem liege unter anderem in den der ersten Studie folgenden Berichten, wenn die Analysten den Wert eigentlich herunterstufen müssten. Michael Vara von Vara Research entgegnete, Interessenkonflikte gebe es überall. Es komme darauf an, wie man mit ihnen umgehe.

Handelsblatt vom 30.04.09



Produktion bei Eirng-Klinger. Der Maschinenbauer bewegt den MDax derzeit wie kaum eine andere Firma. 50 Prozent hat die Aktie seit Januar zugelegt.

## Nebenwerte bieten Chancen

Institutionelle Investoren greifen zu - Anlageexperten warnen jedoch vor Kursschwankungen

CHRISTIAN KEMPER | FRANKFURT

Deutsche Nebenwerte zeigen plötzlich Stärke. Während der deutsche Leitindex Dax seit Anfang März um 28 Prozent zulegen konnte, stieg der MDax für mittelgroße Aktien um rund 32 Prozent. Allerdings traf der internationale Kursverfall die deutschen Nebenwerte in den vergangenen zwölf Monaten auch besonders hart. In Krisenzeiten stoßen institutionelle und private Investoren zuerst riskante Papiere ab. Und dazu zählen die illiquideren Nebenwerte. Eine geringe Marktkapitalisierung birgt immer ein höheres Abwärtsrisiko. Die Folge: Der hohe Verkaufsdruck trieb die Aktienkurse im MDax stärker nach unten als die Dax-Aktien.

Mittlerweile ist der Handel mit Nebenwerten nahezu ausgetrocknet. Es finden kaum noch Umsätze in dem Börsensegment statt. Dabei versprechen nach Einschätzung von Experten viele deutsche Nebenwerte künftig eine höhere Wertentwicklung als ihre großen Geschwister im Dax. Der Großteil der MDax- und SDax-Mitglieder steht trotz der Krise fundamental besser da als viele Standardwerte.

Im Deutschen Aktienindex beträgt der Anteil der Finanzaktien 21 Prozent. Wegen der Finanzkrise meiden Investoren diese Werte derzeit. Bei Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe hingegen se-

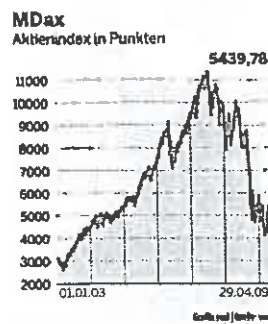
hen sie wieder Einstiegschancen. Und der MDax ist besonders stark von Industrieunternehmen und Maschinenbauern geprägt, darunter Eirng-Klinger, Fuchs Petrolub, Gildemeister und Klöckner.

„Deutsche Smallcaps haben aufgrund der Branchenstruktur bei einem konjunkturellen Aufschwung ein größeres Aufholpotenzial als die Aktien im Dax“, sagt Matthias Born von Allianz Global Investors. Der Anlageexperte setzt auf Recherche: „Der Informationsfluss bei kleineren Titeln ist geringer. Hier machen sich die eigenen Analysen und Gespräche mit der Unternehmensleitung bezahlt“, sagt er. Diese Möglichkeit haben Privatanleger nicht, sie müssen ihre Anlageentscheidung auf Basis weniger Da-

ten treffen, die sich zudem in der Regel auf die Vergangenheit beziehen. „Die bestehenden Informationen der Unternehmen beziehen sich nur auf die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie auf die Cashflow-Rechnung“, sagt Petra Oerken von der Fachhochschule Worms. Die Wissenschaftlerin ist Mitglied im DVFA - dem deutschen Berufsverband für Analysten. Um die Risiken zu streuen, sollten private Investoren auf Nebenwerte-Fonds oder Zertifikate setzen (siehe Tabelle). Denn gerade im Nebenwerte-Segment schaffen aktiv verwaltete Produkte wie Fonds aufgrund des Informationsvorsprungs einen Mehrwert.

Anleger müssen aber einkalkulieren, dass die Kursschwankun-

gen der Nebenwerte sich auch künftig auf hohem Niveau bewegen. Denn je weniger Marktteilnehmer die Aktien handeln, desto stärker beeinflussen einzelne Käufe und Verkäufe die Kurse. Die neuerlichen Gewinne nicht nur in den deutschen Nebenwerten, sondern im gesamten europäischen Small- und Midcap-Segment stehen daher auch weiterhin auf dem Prüfstand. „Die große Nervosität im Markt könnte zu einem Rückschlag der Kurse auf den Tiefpunkt von Anfang März führen“, sagt Eduardo Lecubarri von JP Morgan. „60 Prozent der Small- und Midcap-Experten glauben, dass wir das Tal bereits durchschritten haben, 36 Prozent erwarten neue Tiefstände.“



### Mit Fonds und Zertifikaten die Risiken streuen

Nebenwerte-Aktienfonds*	KAG	ISIN	Kurs in €	Wertentwicklung	
				1d. Jahr	3 Jahre
Small-Cap-Europe-Aktienfonds	Allianz RCM	LU0096450639	56,60	8,10%	-15,91%
Euroland-Equity-Small-Cap-Fund	HSBC	LU0185100255	123,72	10,93%	14,22%
Euroland-Small-Cap-Equities-Fund	SGAM	LU0168013646	103,82	4,78%	-17,75%

Nebenwerte-Zertifikate*	Emittent	ISIN	Kurs in €	Wertentwicklung	
				1 Monat	1 Jahr
M-Dax-Aktienzertifikat (Laufzeit: 31.07.2017)	Landesbank Berlin	DE0005801188	96,07	-8,69%	64,85%
Russland 2009-Open-End-Zertifikat	Goldkorn Sachs	DE000501095	36,14	10,49%	-21,54%

Handelsblatt | \* Anleiheplatz Stand: 29.4.2009. Quelle: Morningstar, Zertifikate.de, Omnia, Finanzaff