



AKTIEN

## Kleinere europäische Unternehmen: Eine beständige Wachstumsmöglichkeit



### BARINGS GESPRÄCHE

Eine Anlage in kleinere europäische Unternehmen kann Anlegern Zugang zu einer immensen Anzahl diverser Unternehmen bieten, die in Nischenmarktsegmenten tätig sind. In diesem Q&A äußert sich Nick Williams, Head des Small Cap Equities Teams von Barings, zu den Chancen, die sein Team im derzeitigen Umfeld sieht und er erklärt, warum ein aktiver Ansatz, in Kombination mit einer rigorosen Aktienausswahl nach dem Bottom-up-Prinzip, ein wesentlicher Faktor für die Identifikation hochwertiger Unternehmen ist.

## Wie wir das europäische Small-Cap-Segment definieren:



Die Definition des Begriffs „Small-Cap“ bzw. „kleinere Unternehmen“ kann von Manager zu Manager variieren. Bei Barings definieren wir kleinere Unternehmen normalerweise als Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von 250 Millionen U.S.-Dollar bis 6 Milliarden U.S.-Dollar. Für uns ergibt sich hieraus ein Anlageuniversum von ca. 2.500 Unternehmen. Zum Vergleich: Der europäische Small-Cap-Index von MSCI mit 733 Unternehmen umfasst zurzeit Werte mit einer Marktkapitalisierung von ca. 80 Mio. U.S.-Dollar bis 7,5 Mrd. U.S.-Dollar.



Viele der Unternehmen, aus denen sich das Small-Cap-Segment zusammensetzt, sind Führer in ihrer jeweiligen Branche, und bei einigen handelt es sich um recht hochkarätige Firmen, wie z.B. das führende Modeunternehmen Moncler. Auch bei den weniger bekannten Unternehmen sind viele dennoch Branchenführer, zum Beispiel die Entsorgungsunternehmen Befesa und Tomra oder die Medizintechnikunternehmen Qiagen und Evotec. Darüber hinaus gibt es eine Reihe leistungsstarker Unternehmen in kleineren oder Nischensektoren innerhalb größerer Branchen, zum Beispiel erneuerbare Energien, Dienstleistungen im Zusammenhang mit Erdöl oder Zahlungsdienstleistungen.

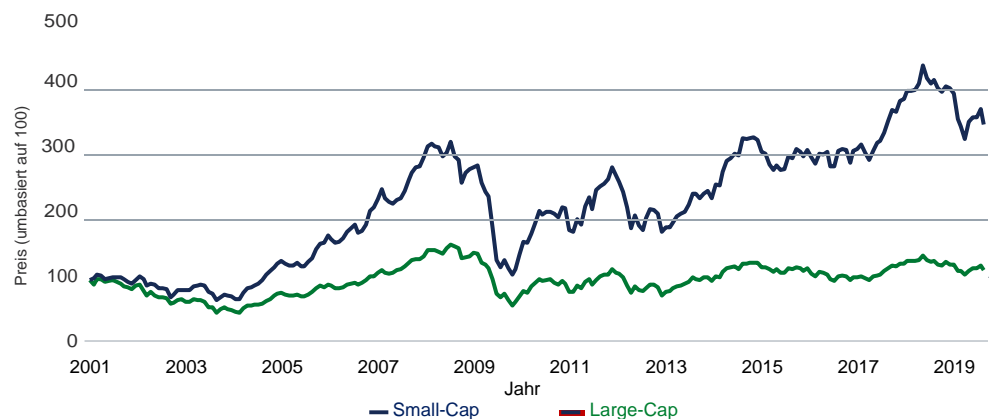
## Für viele Anleger hat das Wirtschaftswachstum in Europa höchste Priorität. Wie wird sich die aktuelle Wachstumslage Ihrer Ansicht nach auf das Small-Cap-Segment auswirken?

Eines der attraktivsten Merkmale der kleineren europäischen Unternehmen besteht unserer Ansicht nach darin, dass ihr Wachstum nicht unbedingt das Wirtschaftswachstum widerspiegelt (bzw. nicht unbedingt davon betroffen sind). Viele dieser Unternehmen haben sehr starke globale Marktanteile, so dass ihr Wachstum eher aktienspezifische Merkmale und Eigenschaften reflektiert. Ein Beispiel hierfür ist Barco. Dieses belgische Technologieunternehmen ist ein weltweit führendes Unternehmen im Bereich der digitalen Kinoprojektoren, das vor dem Hintergrund des immer weiter wachsenden Strebens nach einer verbesserten Kinoerfahrung auf die nächste Generation der Laserprojektoren spezialisiert ist. Das Unternehmen hat einen globalen Marktanteil von 65 % im Bereich der Kinolasertechnologie und Expansionsmöglichkeiten im größten Kinomarkt der Welt: den USA. Unserer Meinung nach sind diese vielversprechenden Nischen genau das, was die Small-Cap-Anlageklasse so attraktiv macht. Kleinere Unternehmen sind normalerweise von Natur aus beweglicher als Großunternehmen, was ihnen auch die Flexibilität für eine schnellere Reaktion auf sich verändernde Marktbedingungen geben kann.

Selbst in Sektoren, die historisch gesehen mehr von globalen Wirtschaftstrends abhängig waren, bietet die Bandbreite des Anlageuniversums im Segment der kleineren Unternehmen ein großes Spektrum in Bezug auf die Aktienauswahl und potenzielle Wachstumschancen. So umfasst der europäische Small-Cap-Index beispielsweise bedeutende Gewichtungen im Finanzsektor, der stark zyklisch geprägt sein kann. Aber dieser Sektor umfasst auch Unternehmen in bestimmten Nischensektoren – wie etwa Zahlungsdienstleistungen – die im Vergleich zum Sektor als Ganzes normalerweise weniger von Makrotrends betroffen sind.

Diese fehlende Korrelation mit dem Wirtschaftswachstum im Allgemeinen ist einer der Faktoren für die langfristig starke Leistung von kleineren Unternehmen. Seit 2000 haben sich die europäischen Unternehmen im Small-Cap-Segment besser entwickelt als die Unternehmen im Large-Cap-Segment. So haben sie beispielsweise in 15 von 19 Kalenderjahren (**ABBILDUNG 1**) höhere Renditen auf der Indexebene verzeichnet. Selbst in Jahren, in denen das Wirtschaftswachstum in Europa abgeschwächt oder rückläufig war, insbesondere in den Jahren 2005, 2009 und 2012 wiesen kleinere Unternehmen eine bessere Entwicklung auf.<sup>1</sup>

**ABBILDUNG 1:** Entwicklung der europäischen kleineren Unternehmen ist besser als die der größeren Vergleichsunternehmen



QUELLE: Barings, Bloomberg, MSCI Europe ex-U.K. im Vergleich zu MSCI Europe ex-U.K. Small Cap in US-Dollar. Vom 1. Januar 2000 bis zum 31. Mai 2019. DIE WERTENTWICKLUNG IN DER VERGANGENHEIT IST KEIN VERLÄSSLICHER INDIKATOR FÜR KÜNFTIGE ERGEBNISSE.

1. In den 11 Jahren, in denen das Wirtschaftswachstum in der Europäischen Union seit 2000 entweder abgeschwächt oder rückläufig war, wies der MSCI Europe ex-U.K. Small Cap Index sieben Mal eine bessere Entwicklung auf als der MSCI Europe ex-U.K. Index. Quelle: Europäische Kommission, MSCI, Bloomberg.

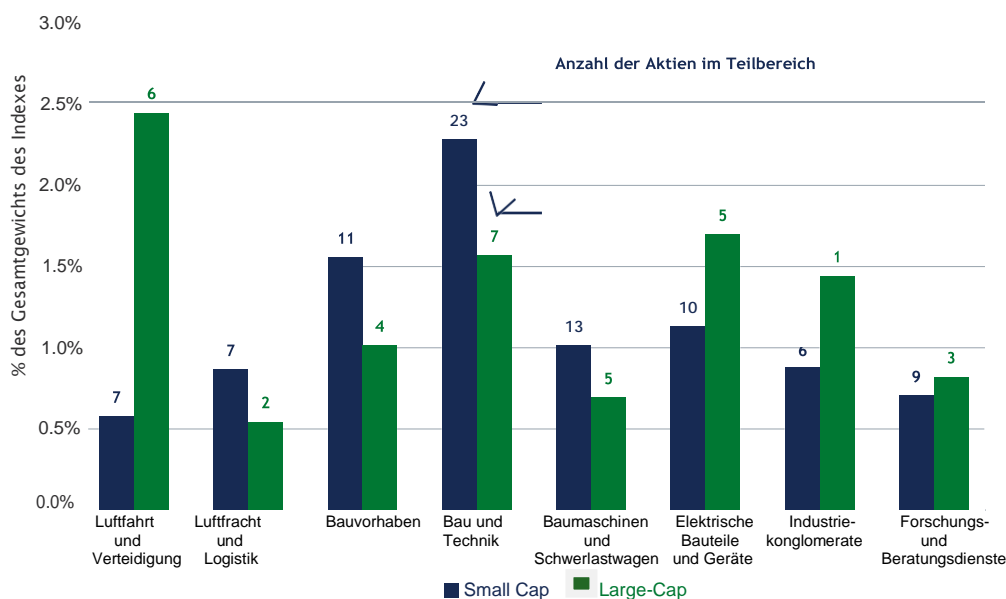
## Welche Vorteile können Small-Cap-Unternehmen im Vergleich zu Großunternehmen im Hinblick auf die Möglichkeiten bieten?

Genau wie beim Large-Cap-Segment decken die Unternehmen im Small-Cap-Bereich ein breites Spektrum an Branchen und Sektoren ab. Während Large-Cap-Unternehmen allerdings häufig in Form von Konglomeraten operieren – oder aus mehreren Unternehmen bestehen, die mehrere Teilbereiche innerhalb einer Branche abdecken – konzentrieren sich kleinere Unternehmen normalerweise eher auf spezifische Nischenbereiche. Daher können kleinere Unternehmen einzigartige Möglichkeiten bieten, die durch eine Anlage in größere Unternehmen, deren breitgefächerte Geschäftstätigkeit den Effekt ihrer am schnellsten wachsenden Segmente verdecken kann, weniger direkt zugänglich sind.

Dieser Punkt wird durch eine nähere Betrachtung der Gewichtungen im Industriesektor verdeutlicht. **ABBILDUNG 2** zeigt eine Auswahl von Teilbereichen innerhalb des größeren Industriesektors und vergleicht die Gewichtungen des Large-Cap-Indexes mit denen des Small-Cap-Indexes. Wie man in mehreren Teilbereichen sehen kann, können diese Gewichtungen die Anzahl und Bandbreite der im Index der kleineren Unternehmen zur Verfügung stehenden Anlagemöglichkeiten verdecken. Im Bereich Luftfahrt und Verteidigung zum Beispiel entspricht die Gewichtung des Large-Cap-Indexes ungefähr einem Vierfachen der Gewichtung des Small-Cap-Indexes, obwohl es weniger Unternehmen gibt, in die man investieren kann. Im Teilbereich der Industriekonglomerate repräsentiert ein Unternehmen die gesamte Large-Cap-Gewichtung, während es sechs Small-Cap-Unternehmen gibt. Der Teilbereich Bau und Technik bietet mit 23 Small-Cap-Unternehmen im Vergleich zu sieben Large-Cap-Unternehmen ein weiteres überzeugendes Beispiel.

Weiterhin ist bemerkenswert, dass sich die Large-Cap-Unternehmen innerhalb dieser Teilbereiche häufig weitgehend ähnlich sind. So ist zum Beispiel im Teilbereich Bau und Technik jedes der sieben Unternehmen ein internationales Baukonzessionskonglomerat. Dahingegen umfasst die Small-Cap-Gewichtung eine diverse Auswahl an Branchenführern in mehreren Nischen, z. B. Bergbauausrüstung, Umweltberatung und Baggerunternehmen, um nur einige zu nennen.

**ABBILDUNG 2:** Sektorgewichtungen können die Anzahl der potenziellen Anlagechancen verdecken



QUELLE: Barings, MSCI. Das Diagramm zeigt die jeweiligen Gewichtungen und die Anzahl der Aktien im Querschnitt von Teilbereichen im Industriesektor innerhalb des MSCI Europe ex-U.K. Small Cap im Vergleich zu MSCI Europe ex-U.K. Stand: 31. Mai 2019.

## Es wird viel über aktives im Vergleich zum passiven Anlegen diskutiert. Welche Vorgehensweise ist Ihrer Meinung nach die effektivste in Bezug auf europäische Small Caps?

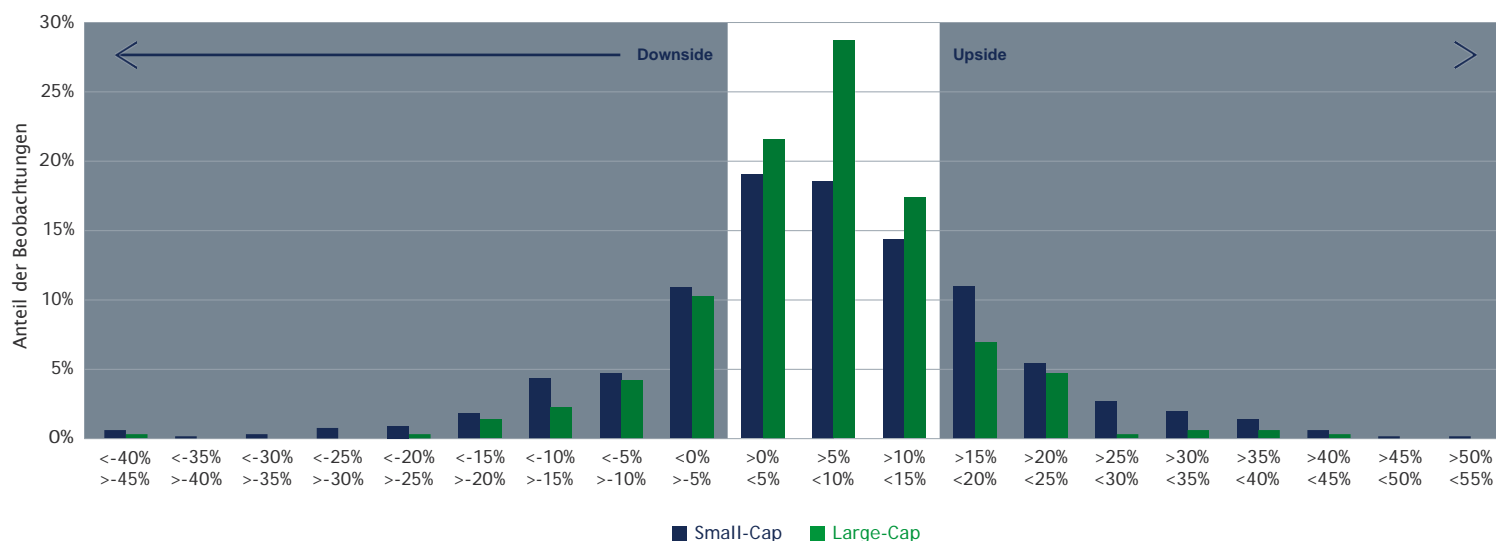
Angesichts der Größe und Diversität dieser Anlageklasse ist sie unserer Meinung nach besonders gut für das aktive Management geeignet. Wie oben erwähnt, gibt es eine Vielzahl potenzieller Möglichkeiten im Small-Cap-Bereich. Allein wegen der großen Anzahl der Unternehmen sind die veröffentlichten und den Anlegern zur Verfügung stehenden Analysen selten ausreichend. Dieser Mangel stellt eine Gelegenheit für aktive Manager mit starken Kompetenzen bei der Auswahl von Aktien nach dem Bottom-up-Prinzip dar, intensiv zu suchen und solide Unternehmen mit starkem Wachstumspotenzial ausfindig zu machen, die übersehen wurden oder unterbewertet sind – wodurch sie letztlich auf eine Weise Wert schöpfen, die passiven Strategien nicht zur Verfügung stehen.

Darüber hinaus kann eine aktive Strategie dazu beitragen, einige der Risikomerkmale von Anlagen in diesem Bereich zu begrenzen. Während kleinere Unternehmen langfristig eine starke Performance gezeigt haben, sind sie, wie oben erwähnt, normalerweise sowohl weniger liquide als auch volatil als große, globale Aktien.<sup>2</sup> Außerdem zeigt sich bei kleineren Unternehmen eine breitere Streuung bei den Renditen, wie **ABBILDUNG 3** erkennen lässt.

Indexrenditen aus Anlagen in kleinere Unternehmen in den letzten zehn Jahren sind, sowohl im Upside als auch im Downside, extremer gewesen. Daher sind die Auswahl von Aktien nach dem Bottom-up-Prinzip und eine aktive Verwaltung von größter Bedeutung, nicht nur zur Auswahl der attraktivsten Gelegenheiten, sondern auch zur Vermeidung der schwächeren Unternehmen oder Unternehmen mit einem höheren Risiko, die zum Teil zu dieser zusätzlichen Volatilität beitragen.

Weiterhin ist zu beachten, dass, obwohl der Small-Cap-Index langfristig extremere Renditen aufwies, ein gezielt entwickeltes, aktiv verwaltetes Portfolio an High-Conviction-Small-Cap-Aktien ein ganz anderes Volatilitätsprofil hat als der allgemeine Marktindex. Bei Barings sind wir uns dieses Umstands bewusst und verwenden daher einen sich mehr auf die Auswahl von Aktien höherer Qualität konzentrierenden Ansatz, um die Volatilität soweit wie möglich zu kontrollieren. Die sorgfältige Auswahl von Unternehmen nach gründlichen Analysen bedeutet, dass wir Unternehmen mit einem übermäßigen Risiko besser ausschließen können, um das mit Small Caps verbundene Risiko auf ein Niveau zu reduzieren, das man eher mit einem Portfolio größerer Unternehmen verbinden würde, und dabei dennoch von dem attraktiven Upside der Anlageklasse zu profitieren.

**ABBILDUNG 3:** Kleinere europäische Unternehmen haben normalerweise extremere Renditen als Großunternehmen



QUELLE: Barings, MSCI. Das Diagramm zeigt die Renditenverteilungen für den MSCI Europe ex-U.K. Small Cap Index und den MSCI Europe ex-U.K. Index in den 10 Jahren bis 2018. Die X-Achse zeigt die Renditen und die Y-Achse repräsentiert den Anteil der Beobachtungen, die in dem jeweiligen Bereich liegen. Die Renditen sind annualisiert und in US-Dollar angegeben. Stand: 31. Mai 2019.

2. Fünf-Jahres-Standardabweichung des MSCI Europe ex U.K. Index: 12,91 %. MSCI Europe ex U.K. Small Cap Index: 14,91 %. Quelle: MSCI.

## Der Ansatz von Barings

Der Ansatz von Barings für die Aktienanlage ist dazu bestimmt, eine starke risikobereinigte Rendite durch eine Auswahl von Aktien nach dem Bottom-up-Prinzip zu erzielen, die auf unserem Anlageprozess „Wachstum zu einem vernünftigen Preis“ (*Growth at a Reasonable Price, GARP*) beruht. Wir verfolgen bei den von uns analysierten Unternehmen eine langfristige Betrachtungsweise und streben danach, Unternehmen zu identifizieren, bei denen die Renditen, die Wertschöpfung und die ESG-Merkmale stärkend wirken, aber nicht unbedingt in ihren Bewertungen widerspiegelt sind.



**Bottom-Up-Analyse:** Wir führen bei jedem von uns in Betracht gezogenem Unternehmen zusätzlich zur Beurteilung von Management- und Transparenzfaktoren eine gründliche GARP-Analyse durch. Durch die konsequente Anwendung unseres proprietären und differenzierten Analyseprozesses grenzen wir unser Anlageuniversum ein. Dies hilft uns dabei, uns auf die Unternehmen mit dem höchsten Wachstumspotenzial zu konzentrieren und gleichzeitig die Unternehmen zu vermeiden, bei denen unserer Ansicht nach ein größeres Risiko besteht.



**Ökologische, soziale und Governance-Aspekte** (Environmental, Social and Governance, ESG): ESG spielt seit mehr als drei Jahren eine wesentliche Rolle bei unserem Prozess und hat sich sowohl auf die Gesamtbewertung als auch auf das Kursziel der von uns analysierten Unternehmen ausgewirkt. In der uns eigenen Bewertung werden für jedes Unternehmen neun Faktoren berücksichtigt, die aus drei Kernüberlegungen abgeleitet sind: Marktstellung, Management und verborgene Risiken in der Bilanz. Diese Faktoren werden auf einer gleitenden Skala von ‚vorbildlich‘ bis ‚sich verschlechternd‘ bewertet.



**Positionsgröße:** Europäische Small Caps stellen einen großen und diversen Alpha-Pool dar. Bei Barings haben wir ein aus 100 Aktien bestehendes Portfolio, sowohl in Abhängigkeit von der Benchmark als auch unabhängig von dieser, zusammengestellt. Bei den Aktien besteht jeweils die gleiche Anforderung im Hinblick auf die Rendite. Bei einem aus 100 Aktien mit einer ungefähr gleichen Positionsgröße (bereinigt in Bezug auf Liquidität) bestehenden Portfolio entspricht jede Beteiligung nur 1 %. Dieser Ansatz ermöglicht uns, Alpha aus einer Vielzahl verschiedener einzelner Aktien und kleine, kumulative Renditen zu erzielen.



**Stiltreue:** Wir bevorzugen Unternehmen mit gut etablierten Geschäften, bewährtem Management und starken Bilanzen. Nach unserer Erfahrung bieten diese höherwertigen Unternehmen eine höhere Transparenz und eine größere Stabilität in Bezug auf den Ertrag und den Kurs. All dies kann dazu beitragen, die Volatilität des Portfolios zu verringern und genauere Prognosen zum langfristigen Wachstum des Ertrags abzugeben.



**Verkaufdisziplin:** Alle Aspekte unserer Small-Cap-Strategie sind auf Unternehmen mit einem Upside-Potenzial von 40 % in einem Zeitraum von 9 bis 12 Monaten ausgerichtet. Wir befolgen strikt unsere Verkaufdisziplin und realisieren Gewinne, wenn die ursprüngliche Fehlpreisbildung abgeschlossen ist, sich der erwartete Impulsgeber nicht ergeben hat oder wenn wir eine wesentlich attraktivere Anlageidee haben. Unser Ziel ist es, vom Kursmomentum abhängende Unternehmen zu vermeiden, was bei quantitativ gemanagten Strategien ein recht gewöhnliches Instrument ist. Unserer Ansicht nach kann dieser Anlagestil zu zusätzlichen Risiken für Anleger führen, da er sich darauf konzentriert, Unternehmen zu einem bestimmten Kurs zu kaufen, und nicht auf die Wertschöpfung zu achten.



### Nick Williams

Head of Small Cap Equities

*Nick ist Head des Small Cap Equities Teams und Co-Manager des Barings Europe Select Trust, des Barings European Opportunities Fund und der Barings International Small Cap-Strategie. Er ist seit 2004 bei Barings tätig und war zuvor 11 Jahre lang bei Singer & Friedlander beschäftigt, wo er der Leiter der europäischen Abteilung und Mitglied des Investment Policy Committee war. Nick hat einen BA (Hons) in englischer Sprache und Literatur des Corpus Christi College, Oxford.*

*Barings ist ein globaler Finanzdienstleister mit mehr als 325 Mrd. USD \*, der sich der Deckung des wachsenden Anlage- und Kapitalbedarfs seiner Kunden widmet. Durch aktive Anlageverwaltung und direkte Origination bieten wir innovative Lösungen und Zugang zu differenzierten Möglichkeiten in öffentlichen und privaten Kapitalmärkten. Als Tochtergesellschaft von MassMutual verfügt Barings über eine starke globale Präsenz mit Wirtschafts- und Anlageexperten in Nordamerika, Europa und im Asien-Pazifik-Raum.*

#### WICHTIGE INFORMATIONEN

Prognosen in diesem Dokument basieren auf der Meinung von Barings über den Markt am Datum der Erstellung und können sich in Abhängigkeit von vielen Faktoren ohne vorherige Ankündigung ändern. Eine Vorhersage, Hochrechnung oder Prognose lässt nicht notwendigerweise auf die künftige oder wahrscheinliche Performance schließen. Anlegen birgt Risiken. Der Wert von Anlagen und erzeugten Erträgen kann sinken und steigen und wird weder von Barings noch von einer anderen Person garantiert. **DIE WERTENTWICKLUNG IN DER VERGANGENHEIT IST KEIN VERLÄSSLICHER INDIKATOR FÜR KÜNFTIGE ERGEBNISSE.** In diesem Dokument angegebene Anlageergebnisse, Portfoliozusammensetzungen und/oder Beispiele werden ausschließlich zur Veranschaulichung bereitgestellt und lassen nicht auf künftige Anlageergebnisse, künftige Portfoliozusammensetzungen oder Anlagen schließen. Die Zusammensetzung und der Umfang einer Anlage sowie die damit verbundenen Risiken können erheblich von den in diesem Dokument angegebenen Beispielen abweichen. Es wird keine Zusicherung dafür gegeben, dass eine Anlage profitabel sein oder keine Verluste verursachen wird. Gegebenenfalls können sich Änderungen bei Wechselkursen auf den Wert von Anlagen auswirken. Soweit zutreffend, sollten Anlageinteressenten die Angebotsdokumente im Hinblick auf die Einzelheiten und spezifischen Risikofaktoren von Fonds/Strategien lesen, die in diesem Dokument besprochen werden.

Barings ist der Markenname für die weltweite Anlageverwaltung und die damit verbundenen Geschäftstätigkeiten von Barings LLC und seinen globalen verbundenen Unternehmen. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Barings Real Estate Advisers Europe Finance LLP, BREAE AIFM LLP, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl und Baring Asset Management Korea Limited sind jeweils verbundene Finanzdienstleister im Besitz von Barings LLC (jeweils einzeln als „verbundenes Unternehmen“ bezeichnet).

**KEIN ANGEBOT:** Das Dokument dient nur Informationszwecken und stellt kein Angebot bzw. keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen in irgendeinem Land dar. Das in diesem Dokument enthaltene Material wurde ohne Berücksichtigung der Anlageziele, der Finanzlage oder der besonderen Bedürfnisse der Person, die es vielleicht erhält, erstellt. Dieses Dokument stellt keine Anlageberatung, Anlageempfehlung, Anlageanalyse und keine Empfehlung zur Geeignetheit oder Angemessenheit eines Wertpapiers, einer Ware, einer Anlage oder einer bestimmten Anlagestrategie dar und darf nicht als solche behandelt werden, und darf nicht als Hochrechnung oder Vorhersage ausgelegt werden.

Soweit nicht anders angegeben, sind die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten die Ansichten von Barings. Diese Ansichten werden nach Treu und Glauben in Bezug auf die Tatsachen gebildet, die zum Zeitpunkt der Erstellung bekannt waren, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Einzelne Portfolioverwaltungsteams können andere Ansichten als die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Ansichten vertreten und unterschiedliche Anlageentscheidungen für unterschiedliche Kunden treffen. Teile dieses Dokuments können auf Informationen basieren, die aus Quellen stammen, welche wir als zuverlässig erachten. Obwohl wir uns nach Kräften bemühen sicherzustellen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zutreffend sind, gibt Barings keine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Garantie in Bezug auf die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der Informationen.

Bestimmte Dienstleistungen, Wertpapiere, Anlagen oder Produkte, die in diesem Dokument beschrieben sind, sind für einen Anlageinteressenten möglicherweise nicht geeignet oder in dessen Land nicht verfügbar.

Das Urheberrecht für dieses Dokument liegt bei Barings. Die Informationen in diesem Dokument dürfen zu Ihren persönlichen Zwecken verwendet, jedoch nicht ohne die Einwilligung von Barings verändert, reproduziert oder verbreitet werden.

Copyright © 2019 Barings. Der Name und das Logodesign von BARINGS sind Marken von Barings und beim Patent- und Markenamt der USA und in anderen Ländern auf der ganzen Welt eingetragen. Alle Rechte sind vorbehalten.

ERFAHREN SIE MEHR AUF  
**BARINGS.COM**

\*Stand: 30. Juni 2019

19-907283