

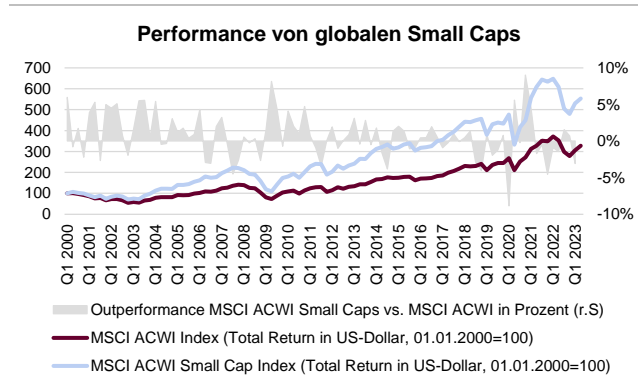
DIE VERSCHWUNDENE SMALL-CAP-PRÄMIE

Viele Gründe sprechen dafür, dass die Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung langfristig höhere Renditen erzielen als die Aktien von Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung. Auf kürzere Sicht ist diese Prämie aber inzwischen verschwunden. Im aktuellen Marktumfeld mit sich eintrübenden Frühindikatoren, weiter steigenden Zinsen und anhaltend hoher Inflation ist dies nicht überraschend. Dennoch gibt es gute Gründe, warum die Small-Cap-Prämie irgendwann ein Comeback feiern wird. Anleger brauchen allerdings Geduld, denn Risikoprämien lassen sich generell nur langfristig vereinnahmen.

Viele Gründe sprechen dafür, dass Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung **langfristig höhere Renditen** erzielen als Aktien von Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung. Small- und Mid-Cap-Unternehmen stehen weniger im Fokus von Analysten und Investoren. Die Geschäftsmodelle kleinerer Unternehmen sind in der Regel risikoreicher und zyklischer als die großer Unternehmen, von denen einige „too big to fail“ sind. Außerdem ist die Liquidität von Small-Cap-Aktien geringer als die von Large-Cap-Aktien. All diese Argumente sprechen dafür, dass Small-Cap-Aktien mit einem Risikoabschlag gehandelt werden, den Anleger langfristig als Risikoprämie vereinnahmen können.

Gemessen am globalen Aktienindex MSCI All Country World (ACWI) konnten Small Caps seit der Jahrtausendwende eine deutliche Outperformance gegenüber Large Caps erzielen. Die kumulierte Outperformance liegt bei über 68 Prozent. Selbst wenn man berücksichtigt, dass die Performance der Small-Cap-Indizes zu gut ist, weil sie nur die erfolgreichen Unternehmen abbildet („Survivorship-Bias“), bleibt eine satte **Small-Cap-Prämie** in diesem Zeitraum. Auf kürzere Sicht ist diese Prämie aber inzwischen verschwunden. In den letzten zehn Jahre liegen die Small Caps rund neun Prozent unter den Big Caps.

Ist die Small-Cap-Prämie für immer verschwunden? Keineswegs. Diese Prämie ist, wie alle Risikoprämien am Aktienmarkt, eine langfristig zu erwartende Prämie. Kurz- bis mittelfristig schwanken diese Prämien und das müssen sie auch. Würden sie nicht schwanken, wären sie eine sichere Einnahmequelle und damit keine Risikoprämie mehr. Risikoprämien sind also per Definition kurz- bis mittelfristig volatil und nur im langfristigen Durchschnitt vereinnahmbar.



Auch im laufenden Jahr bleibt die Performance der Small Caps hinter der Wertentwicklung der Large Caps zurück. Die Gründe dafür liegen zum einen im **generellen Risiko, dem Small Caps ausgesetzt sind**. So reagieren Small Caps sensibler auf steigende Zinsen und eine schwache Konjunktur. Kleinere Unternehmen haben einen eingeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt und daher in der Regel höhere Kapitalkosten. In Zeiten steigender Inflation fällt es Small Caps aufgrund ihrer geringeren Marktmacht zudem schwerer, die gestiegenen Kosten auf die Verkaufspreise zu überwälzen.

Im **aktuellen Marktumfeld** mit sich eintrübenden Frühindikatoren im Industriesektor, weiter steigenden Zinsen und erhöhten Rezessionsrisiken ist das Verschwinden der Small-Cap-Prämie daher nicht überraschend. In den USA kommt die regionale US-Bankenkrise hinzu. In einer Studie von Goldman Sachs wird geschätzt, dass kleine US-Unternehmen fast 70 Prozent der Gewerbe- und Industriekredite von Banken mit einer Bilanzsumme von weniger als 250 Mrd. US-Dollar erhalten.

Ein weiterer Grund für die Underperformance der Small Caps ist die Euphorie über die Generative Künstliche Intelligenz (GKI), die einer der Haupttreiber der Aktienmarkttralle seit Jahresbeginn ist. Wie im [Marcard](#)

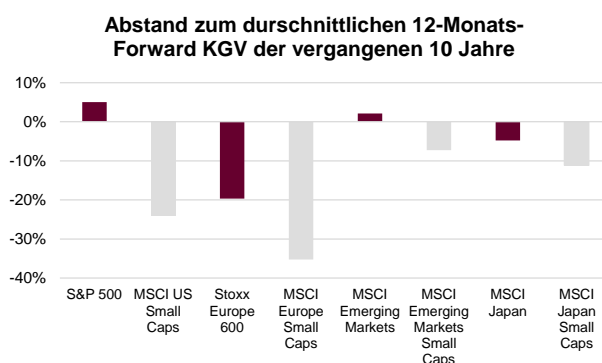
[Marktfokus vom 16.06.2023](#) beschrieben, profitieren von der GKI-Rallye aber vor allem Large Caps.

Auch wenn das aktuelle Umfeld für Small Caps kurzfristig herausfordernd ist, gibt es gute Gründe, warum die Small-Cap-Prämie irgendwann eine **Renaissance** erleben wird. Die Begeisterung über die GKI wird irgendwann wieder abebben. Und auch der konjunkturelle Gegenwind, der aktuell zumindest in Europa eher noch zunimmt, wird irgendwann wieder nachlassen.

Die **Inflationsraten** bewegen sich bereits in die richtige Richtung. Die Mehrheit der Marktteilnehmer geht daher davon aus, dass die Notenbanken im Laufe des kommenden Jahres die **Leitzinsen** senken werden. Beides dürfte sich positiv auf die relative Wertentwicklung von Small Caps auswirken. Auch der Trend zur **Deglobalisierung** kommt Small Caps zugute. Sie dürften davon profitieren, dass die Resilienz der Lieferketten erhöht wird und Small Caps dadurch Marktanteile bei der Produktion von Vorleistungen in den entwickelten Volkswirtschaften zurückgewinnen können.

Ein Blick auf die **Bewertung der Aktienmärkte** zeigt zudem, dass die relative Bewertung von Small Caps im Vergleich zu Large Caps attraktiv ist. Betrachtet man das Verhältnis von Kursen zu erwarteten Gewinnen (12-Monats Forward KGV) über die letzten 10 Jahre, so fällt auf, dass der relative Abstand zum Mittelwert im Small-Cap-Bereich sehr hoch ist. Angesichts der Underperformance gegenüber dem Large Cap-Segment in diesem Zeitraum ist dies nicht überraschend, das Ausmaß ist jedoch sehr

deutlich. Dies ist auch kein regionales, sondern ein weltweites Phänomen.



Auch wenn die Argumente für ein Comeback der Small-Cap-Prämie überzeugend sind, brauchen Anleger in diesem Segment vor allem eines: **Geduld**. Kurzfristig bleibt das Umfeld für Small Caps schwierig. Die wichtigste Maxime beim Investieren in Risikofaktoren bleibt, dass deren Prämien immer nur langfristig vereinnahmt werden können. Beim Versuch, Investments in Risikofaktoren exakt zu timen, besteht die große Gefahr, im entscheidenden Moment nicht dabei zu sein.

Da die Gründe für eine langfristige Outperformance von Small Caps nach wie vor gültig sind, sollten Anleger an bestehenden Small-Cap-Investments festhalten. Allerdings sollten Small Caps immer nur eine Beimischung im Portfolio sein. Das **Kerninvestment** sind und bleiben Large Caps.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2023

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.