

Hintergrund

September 2001

Europäische Small Cap Indizes

©2001. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 102, 60323 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Europäische Small Cap Indizes

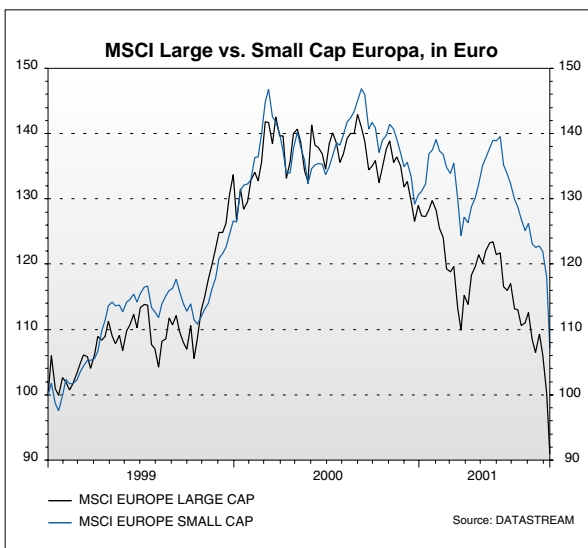
- ◆ Im Zuge der Internationalisierung ihrer Assets haben die europäischen Investoren aus Diversifikationsüberlegungen heraus zuletzt starkes Interesse an europäischen Small Caps entwickelt
- ◆ Daher ist die Suche nach geeigneten Small Cap Indizes als Benchmark für Small Cap Mandate dringlich geworden
- ◆ MSCI, DJ STOXX und HSBC sind die wichtigsten Anbieter von europäischen Small Cap Indizes
- ◆ Neben der Entscheidung für einen der drei Anbieter sind weitere wichtige Aspekte der Benchmarkauswahl die Fragen der Region (Euroland oder Europa) und der Marktbreite (enge oder breite Small Cap Indizes)
- ◆ Wir halten für viele Investoren die Indizes mit mittelgroßem Universum, wie den MSCI Small Cap Europe Index oder den DJ STOXX TMI Small, für die geeignetste Indexauswahl
- ◆ Erlauben es die Rahmenbedingungen, sind die Europaindices wegen der besseren Branchenabdeckung den Eurolandindices vorzuziehen

Europäische Small Cap Indizes

Mit dem Start der Währungsunion hat sich das Anlageuniversum der meisten Euroland-Investoren deutlich internationalisiert. Die Börsen der EWU-Länder wachsen zusammen. Die rein nationale Sicht hat an Boden verloren, der internationale Blickwinkel ist stärker in den Vordergrund gerückt. Bedingt durch die Globalisierung wird es - zumindest für Blue Chips - immer schwieriger, Unternehmen einzelnen Ländern zuzuordnen, da diese global agieren und damit multinational werden.

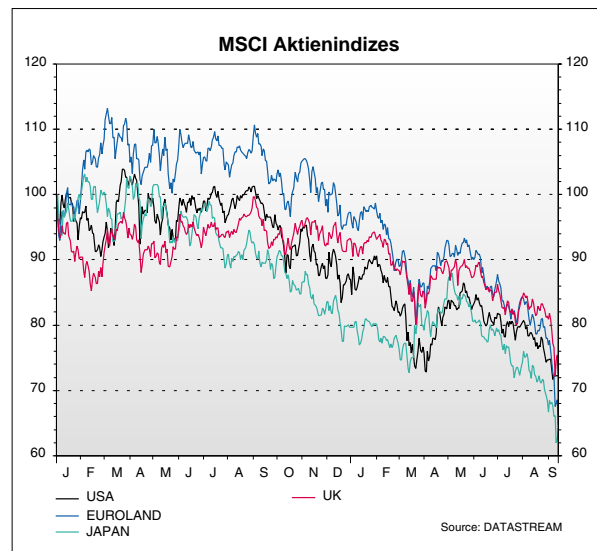
Bei der Umstellung der Portfolioausrichtung von reinen Inlandsportfolios auf Euroland- bzw. Europa-portfolio sind die europäischen Anleger schrittweise vorgegangen. Nachdem sich die Investoren zunächst auf die Ausdehnung auf das Blue Chip Anlageuniversum konzentriert haben, wurde in den letzten Monaten deutlich, dass sich immer mehr Investoren allmählich auch für Mid Caps und Small Caps in Europa interessieren. Dies hat im Verlauf des Jahres 2001 dazu beigetragen, dass sich Small Caps seit dem Beginn des Bärmarktes im Frühjahr 2000 nach jahrelanger Unterperformance deutlich besser entwickelt haben als der Large Cap Bereich (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1



Hintergrund für das neu erwachte Interesse an europäischen Small Caps ist auch die Bestätigung einer altbekannten Erkenntnis (für eine genauere Argumentation zum Einbezug von Small Caps in europäische Aktienportfolios vgl. Lazard Investment Perspektive, Q1/2001, Large Caps vs Small Caps). Aus Diversifikationsgründen sind Small Caps eine wichtige Beimischung zu Big Cap Portfolios, denn durch die Globalisierung sind die internationalen Large Cap Märkte so eng zusammengewachsen und so stark unter den Einfluß des US-Marktes geraten, dass eine wirkliche risikodiversifizierende Wirkung des Mischens internationaler Big Caps kaum mehr vorhanden ist (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2



Small Caps sind von diesem Globalisierungseffekt weniger betroffen. So betrug die Durchschnittskorrelation zwischen internationalen Large Caps und dem S&P 500 in den letzten fünf Jahren 77%, die von internationalen Small Caps nur 49% (Quelle: Dimensional Fund Advisors). Das heißt, durch den stärkeren Diversifikationseffekt wirken Small Caps im Portfolio risikosenkend.

Mit der wachsenden Nachfrage nach europäischen Small Cap Produkten ergibt sich die Notwendigkeit einer Erweiterung des Spektrums der europäischen Aktienindex-Familien auf reine Small Cap Indizes, beispielsweise zur Verwendung als Benchmark für Small Cap Spezialfondsmandate im Portfoliomanagement. Schon lange finden in Deutschland neben dem DAX auch der MDAX und der SDAX Beachtung, aber jetzt werden europäische Mid und Small Cap Indizes immer wichtiger. Es stellt sich die Frage, welcher europäische Small Cap Aktienindex langfristig die Standardmesslatte für die Marktentwicklung in Europa darstellen wird, an dem sich Anleger und institutionelle Investoren orientieren können (vgl. auch Lazard Hintergrund, Europäische Aktienindizes, Juni 1999).

Mittlerweile hat sich eine ganze Reihe von internationalen Aktienindizes etabliert, an denen der Erfolg eines Aktienportfolios gemessen werden kann. Im europäischen Small Cap Bereich haben sich dabei im besonderen drei Anbieter von Aktienindizes als die dominierenden Kräfte entwickelt:

- ◆ STOXX Ltd. (Gemeinschaftsunternehmen von Dow Jones, Deutsche Börse AG, Euronext und Züricher Börse)
- ◆ MSCI (Morgan Stanley Capital International)
- ◆ HSBC

Die Tabelle 1 gibt eine Übersicht über die acht wichtigsten europäischen Small Cap Aktienindizes, die für den Anleger eines europäischen Portfolios als Orientierungsgröße in Frage kommen (die Quellen sind die Index-Provider selbst: MSCI Small Cap Equity Index Methodology, DJ STOXX Index Guide, The HSBC Smaller European Companies Index Guide). Bisher ist noch weitgehend offen, welche dieser Indizes sich am Markt letztendlich als Maßstab für die Investoren im Small Cap Segment, als Benchmark, durchsetzen werden.

Die Abgrenzung des Begriffs Small Cap ist dabei nicht bei allen Anbietern identisch. HSBC nimmt in den Smaller Euroland Index Werte mit Marktkapitalisierung von GBP 63-2200 Mio., in den Smaller European Index Werte von GBP 20-2200 Mio. auf.

DJ STOXX geht bei der Definition seiner TMI (Total Market Indizes) anders vor. Sie ordnen die Gesamtmarktkapitalisierung des Free Float von oben nach unten. Während die größten Werte, die 70% des Free Float ausmachen, im Large Cap Index sind, kommen die folgenden Werte, die weitere 20% der Kapitalisierung ausmachen, in den Mid Cap und die nächsten 5% in das Small Cap Segment (die aller kleinsten Werte, die zusammen 5% der Kapitalisierung ausmachen, kommen in keinen Index).

Tabelle 1

Übersicht über die europäischen Small Cap Indizes

	Zahl der Länder	Zahl der Aktien
Europäische Indizes		
Dow Jones STOXX TMI Small Cap	17	546
Dow Jones STOXX Small 200	17	200
MSCI Small Cap Europe	15, ab Okt 16	384, ab Okt 494
HSBC Smaller European Equities	18	1514
Euroland Indizes		
Dow Jones Euro STOXX TMI Small Cap	12	292
Dow Jones Euro STOXX Small	12	107
MSCI Small Cap EMU	10, ab Okt 11	202, ab Okt 281
HSBC Smaller Euroland	12	632

In den DJ (Euro) STOXX Small 200 Indizes werden dagegen diejenigen Werte aufgenommen, die die 200 kleinsten der 600 größten Werte nach Free Float umfassen.

Im MSCI Index schließlich ist die Abgrenzung von Small Caps eine Marktkapitalisierung des Free Float von USD 200-1500 Mio. Man versucht zusätzlich, 40% der Kapitalisierung des gesamten Universums der liquiden Small Caps aller Branchen und Länder zu erfassen. Auf die Konzentration auf liquide Titel wird besonderer Wert gelegt. Wegen der unterschiedlichen Methodiken der Small Cap Abgrenzung sind die Indizes schwer miteinander zu vergleichen.

Will sich ein Investor für einen bestimmten europäischen Index als Benchmark entscheiden, hat er drei Einzelentscheidungen zu treffen.

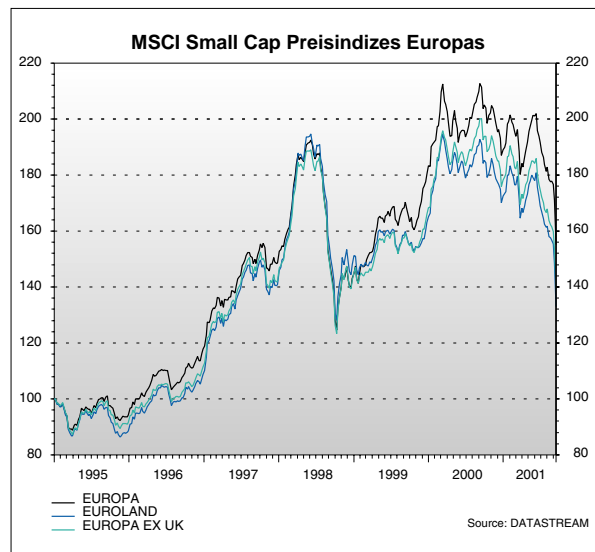
- ◆ Europaindex oder Eurolandindex
- ◆ Breiter oder enger Small Cap Index
- ◆ STOXX, MSCI oder HSBC

a) Die erste Grundsatzentscheidung ist die, ob ein Investor als Benchmark einen gesamteuropäischen Index oder einen reinen Eurolandindex bevorzugt. Für einen Investor, der seinen Sitz in Euroland hat, bedeutet eine Beschränkung auf Eurolandwerte auf der Währungsseite eine Beschränkung auf die Heimatwährung und damit das Ausschalten von Fremdwährungsrisiken. Der Anteil deutscher Aktien ist in Eurolandindizes deutlich höher als in Europaindices, denn durch die Entscheidung für einen Eurolandindex werden einige europäische Länder mit hohem BIP bzw. großer Marktkapitalisierung ausgeschlossen.

Orientiert sich ein Investor hingegen an einem Europaindex, so bedeutet dies eine Erweiterung des Anlagespektrums auf Länder wie Großbritannien, Schweiz, Schweden, Norwegen, Dänemark oder sogar Türkei (HSBC Index). Bildet der Investor (ungehedged) einen Europaindex nach, hält er einen nicht unbeträchtlichen Teil seines Portfolios in Fremdwährung. Im DJ STOXX Small 200 Index beispielsweise machen Fremdwährungen wegen der großen Bedeutung von Großbritannien rund 48,4% der Benchmark aus.

Daher kommt für viele Investoren wegen rechtlicher Regelungen, sonstiger Restriktionen oder generell dem Wunsch der Vermeidung eines Währungsmanagements eine enge Orientierung an den breiten Europaindices von vornherein nicht in Frage. Dennoch muss man beachten, dass der Performanceunterschied zwischen Europaindices und Eurolandindizes durchaus beträchtlich sein kann.

Abbildung 3



Einen Ausweg bieten z. T. Subindizes der aufgeführten Aktienindizes. Sowohl STOXX als auch MSCI bieten ihre breiten Europaindices ex UK an, was den Fremdwährungsanteil für einen Eurolandinvestor deutlich reduziert. Aber auch bei Ausrichtung an einem solchen Subindex beträgt die Gewichtung der Fremdwährung in den Indizes wegen der Bedeutung von Schweiz und Schweden mehr als 10%, was manche Investoren ausschließen möchten. Für diese Anleger kommen nur Eurolandindizes als Benchmark in Frage (vgl. Tabelle 2).

Tabelle 2

Ländergewichtung European Small Cap Indizes August 2001

	Europäische Indizes				Euroland Indizes		
	DJ STOXX TMI Small	DJ STOXX Small 200	MSCI Small Cap Europe	HSBC Smaller European Equities	DJ Euro STOXX TMI Small	DJ Euro STOXX Small	MSCI Small Cap EMU
Belgien	3,55	0,83	2,91	3,23	1,57	1,61	6,12
Deutschland	8,49	8,95	9,34	8,55	17,08	17,35	19,71
Finnland	3,86	2,02	4,43	3,68	3,62	3,92	9,36
Frankreich	7,74	11,43	9,40	11,59	23,18	22,17	19,85
Griechenland	5,37	2,26		4,57	4,17	4,38	
Irland	2,33	1,86	3,32	1,40	3,26	3,61	7,01
Italien	4,68	7,64	5,37	7,92	15,13	14,81	11,34
Luxemburg	0,59	0,38		0,31	0,76	0,74	
Niederlande	5,68	5,38	4,61	5,88	10,30	10,43	9,73
Österreich	2,14	1,25	2,33	1,94	2,20	2,43	4,92
Portugal	0,31	1,28	0,99	0,89	2,51	2,48	2,09
Spanien	6,25	8,29	4,68	5,31	16,22	16,07	9,87
Dänemark	3,21	3,42	3,49	2,75			
Großbritannien	30,55	31,76	33,21	24,09			
Norwegen	2,21	3,39	3,08	3,90			
Schweden	5,67	5,66	5,64	4,56			
Schweiz	7,37	4,20	7,20	7,85			
Türkei				1,59			

Die Entscheidung für einen Europaindex oder einen Eurolandindex ist aber nicht nur eine Frage der Währungsgewichtung, sondern auch eine der Branchenrestriktion. Das beste Beispiel hierfür ist der Gesundheitsbereich. Viele wichtige Pharmaunternehmen haben ihren Sitz in der Schweiz oder in UK, die beide nicht zu Euroland gehören. Gesundheitswerte machen daher im DJ STOXX TMI Small etwa 7,6% aus, im DJ Euro STOXX TMI Small Index haben sie dagegen ein viel geringeres Gewicht und machen lediglich 4,8% aus.

Deutliche Unterschiede der Branchengewichtung zwischen Europa- und Eurolandindizes bestehen auch bei Branchen wie den Banken und Versicherungen, bei Industriegütern, nichtzyklischen Gütern sowie Versorgern. Es kann bei der Performance für den Anleger also eine erhebliche Bedeutung haben, an welchem Index er sich ausrichtet. Generell ist natürlich eine Sektorrotation umso einfacher, je breiter das Länder- und Branchenspektrum ist, das dem Benchmark-Index zugrunde liegt.

Tabelle 3

13. Sep 01	Dow Jones STOXX Small 200	Dow Jones EURO STOXX Small	Dow Jones STOXX TMI Small	Dow Jones EURO STOXX TMI Small
Auto	0,66%	0,00%	1,20%	0,75%
Banken	5,85%	8,72%	4,76%	6,23%
Grundstoffe	3,27%	3,20%	4,06%	4,45%
Zyklische Güter	8,50%	7,48%	8,96%	7,39%
Chemie	1,08%	0,99%	1,26%	1,22%
Bau	10,06%	9,27%	8,87%	9,57%
Energie	3,08%	5,14%	1,55%	2,18%
Nahrungsmittel/Getränke	4,62%	6,24%	3,59%	3,33%
Finanzdienstleister	10,08%	14,01%	12,74%	13,37%
Gesundheitssektor	7,93%	3,99%	7,56%	4,84%
Industriegüter	19,38%	13,46%	22,13%	18,86%
Versicherung	4,22%	7,44%	2,92%	3,92%
Medien	4,19%	4,35%	3,28%	3,49%
Nichtzyklische Güter	4,78%	5,47%	4,16%	6,28%
Einzelhandel	5,57%	2,33%	5,79%	5,80%
Telekom	2,61%	3,29%	0,94%	1,11%
Technologie	2,15%	3,03%	5,08%	4,91%
Versorger	1,97%	1,58%	1,14%	2,29%

Allerdings muss man an dieser Stelle betonen, dass es generell äußerst schwierig ist, die Branchengewichtungen der Indizes zu vergleichen. Die unterschiedlichen Indexanbieter verwenden nämlich selbst konstruierte Branchenabgrenzungen, die sich je nach Anbieter stark unterscheiden. Ein Wert, der bei einem Indexanbieter einer bestimmten Branche zugeordnet wird, kann bei einem anderen Anbieter einer ganz anderen Branche zugeteilt sein. Die Branchenzuordnung von vielen Werten ist generell relativ subjektiv, vor allem, wenn es sich um Unternehmen handelt, die nicht auf einem einzigen Geschäftszweig aufbauen.

also von eher sehr kleinen Werten aus dem Bereich der Small Caps dominiert ist. Umgekehrt sind natürlich in manchen Branchen praktisch nur eher größere Small Caps vertreten, während ganz kleine Werte fast nicht existent sind. So haben beispielsweise Finanzwerte, Banken und Versicherungen im HSBC Index einen viel kleineren Anteil als in den DJ STOXX Indizes (vgl. Tabelle 4).

Tabelle 4

Branchengewichtung HSBC Smaller European

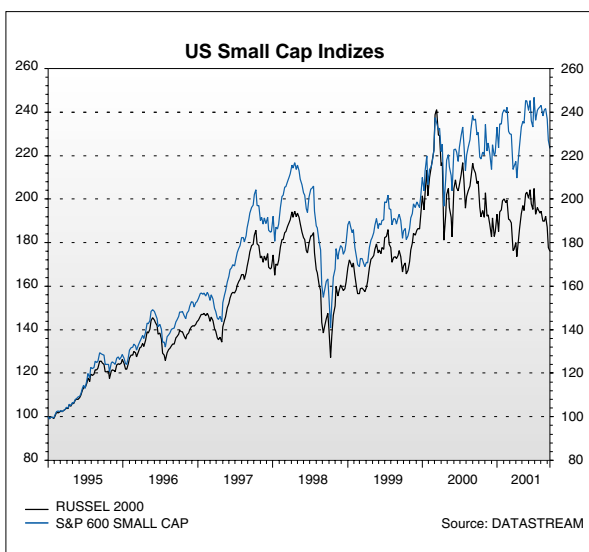
Branche	Gewicht	Branche	Gewicht	Branche	Gewicht
Aerospace And Defence	0,46	Food Retailers	2,04	Personal & H/Hold Consumables	0,23
Banks	4,90	Forestry Products	0,82	Precious Metals	0,27
Beverage & Tobacco	1,94	General Services	3,60	Real Estate	6,62
Chemicals	1,64	Health	5,15	Software And Info Technology	6,58
Components - Auto & Mechanical	2,37	Heavy Engineering	0,38	Specialist Credit Institutions	0,27
Computer & Comms Equipment	3,19	Household Goods And Textiles	2,29	Stores (Non-Food)	4,02
Construction & Bldg Materials	8,39	Industrial Machinery	3,83	Telecommunications	0,87
Diversified Products	1,52	Insurance	2,79	Transport And Distribution	7,42
Electricals	2,65	Leisure	3,96	Utilities	1,19
Electronics	3,19	Media	4,03	Vehicle Manufacturers	0,38
Energy	1,29	Metal Producers	2,30		
Financial Services	3,91	Minerals	0,59		
Food	3,89	Packaging And Printing	1,05		

b) Die zweite wichtige Entscheidung für den Anleger ist die, ob er sich für einen relativ engen oder einen sehr breiten Small Cap Index entscheidet. So bezieht sich der HSBC Smaller European Equities auf ein sehr breites Universum von 1514 Aktien, während im DJ STOXX Small 200 Index nur 200 Werte enthalten sind, die eine Auswahl der 200 kleinsten Werte aus den 600 größten Werten in Europa darstellen (also nur bedingt wirkliche Small Caps sind). Auch diese Entscheidung kann einen starken Einfluß auf die Branchenallokation haben.

Die Gewichtung einer Branche in den großen Small Caps kann nämlich klein sein, obwohl die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Branche, und damit die Gewichtung in den breiten Small Cap Indizes, groß ist. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn die Branche weitgehend mittelständig organisiert ist,

Die Diskussion um die richtige Abgrenzung des Small Cap Universums in den Indizes ist auch in den USA im Gange. Dort hat sich in letzter Zeit der engere S&P 600 Small Cap Index im Vergleich zum traditionellen breiten Russel 2000 Index in den Vordergrund geschoben. Es wird zunehmend der Übergang zum S&P 600 empfohlen, weil in den breiten Indizes nach dem Platzen der TMT-Blase zu viele kleine, verlustbringende Werte ohne Substanz enthalten sind (man spricht von einem Loser Bias). Auch aus Qualitäts- und Liquiditätsgründen, der leichteren Rebalancierung des Indexes und der größeren Stabilität in der Indexzusammensetzung wird dem engeren Index der Vorzug gegeben. Tendenziell kann man diese Überlegungen auch auf Europa übertragen. Wir bevorzugen daher eine nicht zu weite Indexabgrenzung beim Small Cap Universum bei der Benchmarkwahl.

Abbildung 4



Entscheidend für die Auswahl eines engen oder breiten Aktienindex ist aber auch das Ziel, das mit dem Index verfolgt wird.

Soll er in einem passiven Portfoliomanagement mit reiner Indexorientierung Verwendung finden, so ist die Wahl eines relativ engen Small Cap Indexes naheliegend, denn dieser läßt sich einfacher und kostengünstiger duplizieren. Allerdings wird damit die volle Breite des Marktes nur unvollkommen erfasst, und die Korrelation zum Gesamtmarkt ist phasenweise gering. Etwas breitere Small Cap Indizes empfehlen sich für Value Ansätze, Stock Picking oder Sector Tilted Portfolios. Will man systematisch unterbewertete Werte herausfiltern, ist die Einschränkung auf eine geringe Zahl von großen Werten unter den Small Caps zu restriktiv. Hier sollte das Anlageuniversum etwas weiter gefasst sein. Fasst man diese Überlegungen zusammen, plädieren wir für Indizes, die einen Mittelweg bei der Breite des Indexes gehen, weder zu breit noch zu eng.

Ein wichtiger Faktor, den man bei der Hinwendung zu Small Caps beachten muss ist die Tatsache, dass es keine Futureskontrakte zum Hedging von Small Cap Portfolios gibt. Nur die klassischen engen Blue Chips Indizes eignen sich zur Auflegung von Derivaten. Sie sind einfacher und leichter nachvollziehbar.

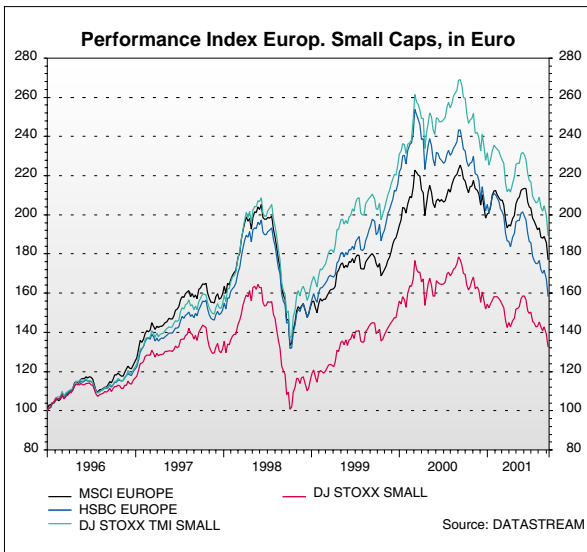
Nur auf enge Blue Chip Indizes sind liquide Futures und Optionen zur Absicherung von Portfolios verfügbar, während Derivate auf breite Indizes und Small Cap Indizes nicht existieren oder total illiquide sind.

Dies hat für Small Caps zwei Konsequenzen. Einerseits ist das Absichern von Small Cap Portfolios wesentlich schwieriger als bei Blue Chips. Wertsicherungskonzepte sind daher im Small Cap Bereich fast nicht umsetzbar. Außerdem trägt die Abwesenheit von Derivaten auf Small Caps natürlich mit dazu bei, dass diese weniger liquide sind als Blue Chips. Denn die Arbitrage zwischen Terminkontrakten und Kasse trägt auch stark zur Liquiditätsbildung in Kassamärkten bei.

c) Die dritte Entscheidungsebene für den Investor ist die, für welche der drei Produktfamilien DJ STOXX, MSCI oder HSBC er sich entscheidet. Die Abbildungen 5 und 6 zeigen, dass auch diese dritte Entscheidungsebene von der Performanceerwartung her nicht ganz trivial ist. Die Indizes bewegen sich selten parallel, und kein Index liegt von der Performance her stets besser als die anderen. Ein Index, der in einer Zeitperiode gut performt hat, kann sich schon im nächsten Zeitabschnitt relativ zu den anderen schlecht entwickeln. Dies liegt darin, dass sowohl die Ländergewichtung als auch die Branchengewichtung in den einzelnen Indizes unterschiedlich ist, und wechselnde Länder und Branchen outperformen (reverse to mean Effekt).

Eine Rolle spielt auch, dass es immer Phasen gibt in denen gerade die sehr kleinen Small Caps gut laufen, und andere, in denen eher die größeren Small Caps outperformen (man spricht von Size-Rotation und Dominoeffekt, vgl. Lazard Asset Management, Investment Perspektive, Q1/2001). Dies hat Konsequenzen für die relative Performance des sehr breiten HSBC Indexes im Vergleich zum engen DJ STOXX Small Cap 200 Index in unterschiedlichen Zeitperioden. Letztlich sollte der Anleger seine Entscheidung für einen Indexanbieter aber weniger von der relativen Performance der einzelnen Indizes zueinander abhängig machen, als vielmehr von sonstigen wichtigeren Erwägungen, z. B. dem Investmentstil.

Abbildung 5



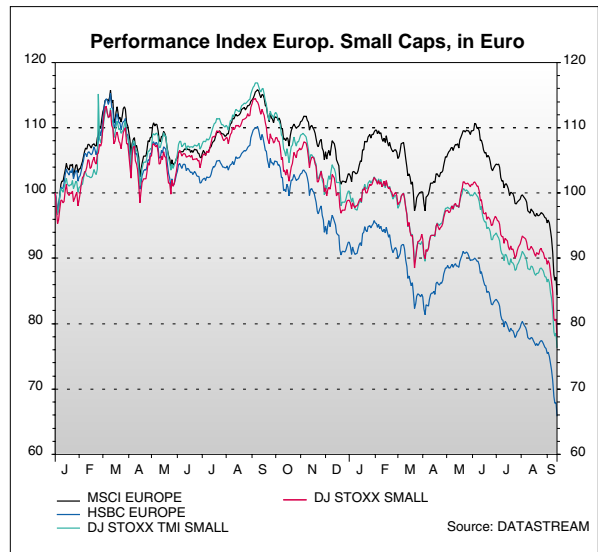
Mit Start der EWU hat die Indexfamilie DJ STOXX bei den Blue Chips Indizes einen gewissen Vorsprung an Marktanteilen und Publizität gegenüber den anderen Anbietern herausgeholt. Insbesondere beim Terminhandel dominieren STOXX Indizes ganz eindeutig.

Dies hat sich aber bisher nicht auf die Small Cap Indizes übertragen. Hier kamen DJ STOXX mit ihren Indizes mit zeitlicher Verspätung und konnten gegenüber MSCI und HSBC noch keinen wesentlichen Boden gutmachen.

Positiv ist bei DJ STOXX zu vermerken, dass die Informationspolitik dieses Indexanbieters sehr offen ist. Alle Indexgewichtungen sind auf täglicher Basis ohne Kosten im Internet verfügbar, was das Indexsystem sehr transparent macht. Erfreulich auch, dass inzwischen eine Einbettung in eine komplette europäische Indexfamilie möglich ist. Ein Vorteil für Eurolandinvestoren ist auch, dass es für diese Indizes sowohl Preis- wie auch Performanceindizes, sowohl in USD als auch in EUR gibt. Indexanpassungen finden quartalsweise statt.

Die MSCI Indizes waren in der Vergangenheit weltweit die wichtigste Benchmark für Portfoliomanager, fielen zuletzt bei den Blue Chip Indizes und breiten Europaindices aber gegenüber den DJ STOXX Indizes in Europa etwas zurück.

Abbildung 6



Im Small Cap Bereich haben diese Indizes aber weiter eine recht dominierende Stellung (und bleiben auch unsere erste Wahl). Es gibt diese Indizes sowohl als Preis- als auch als Performanceindizes, sowohl in USD als auch in Lokalwährung (aber nicht in allen Informationssystemen auch in EUR).

MSCI Indizes dürften auch zukünftig eine dominante Rolle spielen, denn die Akzeptanz außerhalb von Europa ist sehr hoch und die Einbettung in globale Mandate sehr verbreitet. Zusätzlich verfügen die MSCI Indizes über eine lange Historie und sind Teil eines Weltansatzes. Indexanpassungen finden halbjährlich statt. Ende September wird wieder ein größeres Rebalancing stattfinden; ab dann wird beispielsweise Griechenland in die europäischen MSCI Small Cap Indizes als entwickeltes Land aufgenommen. Die ab Oktober geltenden Länder- und Branchengewichtungen zeigt Tabelle 5.

Tabelle 5

MSCI Europe Small Cap Index

Top 10 Country Weights	Weight
United Kingdom	33,5%
France	9,3%
Switzerland	7,4%
Netherlands	7,1%
Italy	6,1%
Germany	5,6%
Spain	4,5%
Finland	4,2%
Norway	3,7%
Sweden	3,7%

Top 10 Industry Group Weights	Weight
Capital Goods	15,7%
Materials	6,7%
Real Estate	6,4%
Software & Services	5,8%
Consumer Durables & Apparel	5,8%
Banks	5,7%
Commercial Services and Supplies	5,7%
Media	5,6%
Retailing	5,5%
Technology Hardware & Equipment	4,7%

Etwas ungewöhnlich ist die starke Stellung von HSBC bei den Small Cap Mandaten mit den breitesten der verfügbaren Indizes. Manche Investoren bevorzugen diese Indizes, weil sie das größtmögliche Universum wollen. Der Nachteil des Indexes ist der, dass es schwieriger ist, diese Small Cap Indizes in die Gesamtheit von Mandaten einzubauen, weil sie nicht Teil einer in Kontinentaleuropa verbreiteten kompletten HSBC Indexfamilie sind. Die HSBC Indizes kommen aus der UK-Indexwelt und orientieren sich schwerpunktmäßig an den FTSE-Indizes. Auch die Indexanpassungen finden im FTSE Rhythmus quartalsweise statt. Der Zugang zum Index ist kostenpflichtig und nicht so leicht möglich wie bei MSCI und DJ STOXX. Es gibt auch keine Performance-, sondern nur Preisindizes, allerdings sowohl in USD, als auch in EUR und GBP.

Die Entscheidung für einen speziellen Anbieter beeinflusst natürlich automatisch die Branchenallokation, aber auch die Länderallokation und hat damit ebenfalls Auswirkungen auf Währungseffekte. Der HSBC Index ist beispielsweise der einzige, der türkische Unternehmen im Index hat. Dafür ist bei ihm die UK-Gewichtung viel niedriger als bei den übrigen Indizes. Hierbei ist es die vorrangige Aufgabe des Investors, einen Index zu wählen, der seinen Anlagezielen am besten entspricht.

Zusammenfassung

Nach Start der Währungsunion sollten Anleger im Aktienmarkt schrittweise die "nationale Brille" ablegen und eine stärkere Ausrichtung ihrer Portfolios an europäischen Aktienindizes anstreben. Insbesondere bei der Vergabe von Portfoliomanagement-Mandaten ist die Festlegung des Ziels des Mandats und einer adäquaten Benchmark ein wichtiger Teil des Prozesses, auch wenn das nicht immer heißen muß, dass sich der Portfoliomanager sklavisch an das durch den Benchmarkindex definierte Anlageuniversum halten muß. Diese Europäisierung des Anlageuniversums sollte in letzter Konsequenz allmählich auch den Small Cap Bereich umfassen. Aus Diversifikationsüberlegungen gehören in Zeiten der Globalisierung Small Caps als Beimischung in jedes Europa-Aktienportfolio.

Dabei können die Investoren bei Small Caps zwischen den Indizes der drei wichtigsten Anbieter STOXX Ltd., Morgan Stanley Capital International und HSBC wählen. Für kontinentaleuropäische Investoren sind insbesondere STOXX und Morgan Stanley Capital International empfehlenswert. Wegen der größeren internationalen Akzeptanz geben wir den Small Cap Indizes von MSCI den Vorzug. Wichtiger als die Entscheidung für einen einzelnen Anbieter ist aber, ob der Investor einen paneuropäischen Index oder einen Eurolandindex wählt, und ob er sich für einen engen oder einen breiten Small Cap Index entscheidet. Dabei kommt es ganz entscheidend darauf an, welchen Restriktionen der Anleger unterliegt und welche Ziele er mit seiner Benchmarkorientierung verfolgt.

Unterliegt der Anleger aus Euroland relativ engen Währungsrestriktionen, empfiehlt sich die Ausrichtung an einem Eurolandindex, da damit die Notwendigkeit eines Währungsmanagements entfällt. Insbesondere für Investoren, die sich im Frühstadium einer Ausweitung ihres Anlageuniversums über ihren Heimatmarkt hinaus befinden, können Eurolandindizes ein erster Schritt sein. Der Nachteil einer reinen Eurolandausrichtung besteht in einer gewissen Branchenverzerrung.

Die Frage, ob der Investor einen breiten oder engen Index wählen soll, wird von seinen Zielen bestimmt. Soll der Tracking Error einigermaßen in Grenzen gehalten werden, sollte der Index nicht zu breit gewählt werden. Andererseits gilt für Sector Tilted Portfolios, Value und Stock Selection Konzepte und Sektorrotationsmodelle, dass etwas breitere Indizes deutlich besser geeignet sind, denn bei engen Indizes würde sich die Aktienausswahl auf ein zu enges Universum beschränken. Daher empfehlen wir generell, einen Mittelweg zu gehen. Wir empfehlen das Bevorzugen von Small Cap Indizes, die weder zu eng (wie der DJ STOXX Small Cap 200) noch zu weit (wie der HSBC Index) sind.

Zu enge Indizes spiegeln nicht das gesamte Small Cap Universum wider. Zu breite Indizes enthalten oft zu viele illiquide und verlustmachende Werte ohne Substanz und Qualität. Das Rebalancing dieser extrem breiten Indizes sorgt oft für große Unruhe und die Indexzusammensetzung ist sehr instabil.

Insgesamt halten wir für viele Investoren die Indizes mit mittelgroßem Universum wie den MSCI Small Cap Europe Index oder den DJ STOXX TMI Small für die geeignetste Indexauswahl. Wegen der größeren internationalen Akzeptanz und der Einbettung in bestehende Indexsysteme mit langer Historie geben wir letztendlich dem MSCI Small Cap Europe (oder EMU) Index den Vorzug als Benchmark für unsere Small Cap Portfolios.

Verfasser: Werner Krämer, Leiter Research
Tel.: 069 - 50 60 6 - 141