

Die deutschen Small Caps

von Petra Oetken | Ralf Frank

I. Einleitung

Die Stimmung an den Börsen ist aufgrund der Finanzkrise verhalten. In Zeiten der Unsicherheit besinnen sich Anleger auf die Aktien der großen und international bekannten Unternehmen, die weniger Risiken aufweisen, als die der sogenannten Small Caps. Obwohl das Small Cap Segment viele bekannte Unternehmen sowie profitable Wachstums- und Value-Unternehmen aufweisen kann, leidet diese „Asset-Klasse“ an einer generellen Vernachlässigung von Investoren und Intermediären. Aus volkswirtschaftlicher Perspektive ist dieser Umstand umso gravierender, da es sich bei den Small Caps um den deutschen Mittelstand und damit um den Motor der Wirtschaft handelt. Zur nachhaltigen Stärkung des Small Cap Segments, hat die DVFA eine Initiative für Small Cap Investments gestartet, welche die Optimierung der Finanzkommunikation mittels eines Best-Practice-Leitfadens zum Ziel hat.

II. Situationsanalyse der Small Caps

1. Klassifizierung deutscher börsennotierter Unternehmen

Eine Analyse der deutschen Small Caps erfordert zunächst eine marktgerechte Klassifizierung, dessen geeignete Maß die dynamische Marktkapitalisierung zur Abbildung der Unternehmensgröße ist. Die Festlegung von Kapitalisierungsgrenzwerten ist problematisch, da weder aus wissenschaftlicher noch aus praktischer Sicht absolute oder generische Abgrenzungskriterien definiert werden können und infolgedessen der Determination einer gewissen Willkür unterworfen ist¹. Neben der Größe des Aktienmarktes beeinflusst die aktuelle Börsenverfassung die Festsetzung der Grenzwerte und verlangt zugleich deren regelmäßige Anpassung.

Zur Abgrenzung der Small Caps wurden deutsche börsennotierte Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 100 Mio. € zugrunde gelegt, welche die Erkenntnisse der wissenschaftlichen Literatur, die Einschätzungen von Investment Professionals sowie die aus der Finanzkrise resultierenden geringen Marktkapitalisierungen beachtet. Für die Mid Caps wurden zur Vergleichbarkeit Grenzwerte zwischen 100 Mio. € und 2 Mrd. € gewählt, wogegen die Large Caps Unternehmen mit übersteigenden Marktkapitalisierungen repräsentieren.

» AUTOREN Petra Oetken | Ralf Frank

Petra Oetken ist Mitglied der DVFA-Expertengruppe Small Caps; Ralf Frank ist Geschäftsführer DVFA GmbH.

Deutschland ¹	Small Cap	Mid Cap	Large Cap
Größenklassen	# 100 Mio. €	100 Mio. € ># 2 Mrd. €	> 2 Mrd. €
Anzahl der Unternehmen	520	175	44
Anteil der Unternehmen an der Gesamtunternehmensanzahl	70,4%	23,7%	5,9%
Marktkapitalisierung	11,32 Mrd. €	87,45 Mrd. €	531,63 Mrd. €
Anteil der Marktkapitalisierung an der Gesamtmarktkapitalisierung	1,8%	13,9%	84,3%
Durchschnittliche Marktkapitalisierung der Unternehmen	21,77 Mio. €	499,70 Mio. €	12.082,54 Mio. €
Durchschnittlicher Free-Float-Anteil	45,4%	40,7%	51,9%

¹ zum Stichtag 10. März 2009, berücksichtigt wurden die deutschen börsennotierten Unternehmen des Prime, General und Entry Standards
Quelle: Deutsche Börse AG, Unternehmensinformationen, eigene Berechnungen und Darstellung

Tab. 2: Klassifizierung deutscher börsennotierter Unternehmen anhand der Marktkapitalisierung

Die Tatsache, dass 520 identifizierte Small Caps 70,4% der deutschen börsennotierten Unternehmen widerspiegeln, aber lediglich einen Anteil von 1,8% an der Gesamtmarktkapitalisierung einnehmen, verdeutlicht die eklatant schwierige Lage der Small Caps. Im Gegensatz hierzu besitzen 44 Large Caps einen Anteil von 84,3% an der Gesamtmarktkapitalisierung und dominieren somit das Börsengeschehen maßgeblich.

2. Charakteristika der Small Caps

Allgemein hin werden Small Caps assoziativ mit jungen und innovativen Unternehmen verbunden, die sich bspw. durch eine hohe Profitabilität, einer hohen Volatilität, einer geringen Liquidität auszeichnen und zumeist ein intransparentes Kommunikationsverhalten aufweisen². Diese Tatbestände galt es für die deutschen Small Caps zu verifizieren – ein Vorhaben, welches mit Hürden behaftet war.

Die deutschen Small Caps sind durch eine relativ junge Börsenpräsenz gekennzeichnet. So nahmen 68,3% der identifi-

¹ Vgl. Beiker, Überrenditen und Risiken kleiner Aktiengesellschaften, 1993, S. 2 ff.

² Vgl. Prudhuman, Small-Cap Dynamics: Insights, Analysis and Models, 2000, S. 37 ff.

zierten Small Caps innerhalb der vergangenen zehn Jahre eine Börsennotierung vor; insbesondere in Zeiten des Neuen Marktes und der Einführung des gelockerten Transparenzstandards Entry Standard. Hieraus erwachsen zum einen das Problem ungenügender (Vergangenheits-) Daten und zum anderen eine unbefriedigende Finanzkommunikation seitens der Unternehmen.

Weiterhin konnte festgestellt werden, dass die Small Caps mehrheitlich in Know-how intensiven Branchen agieren und demnach einer gesteigerten Erklärungsbedürftigkeit hinsichtlich der Produkte/Services, Geschäftsmodell etc. sowie einer besonderen Herausforderung der Bilanzierung der immateriellen Vermögenswerte gegenüberstehen, aber nur selten aufgrund mangelnder Kenntnisse und Ressourcen entsprechen³. Eine generelle Unterbewertung von Small Caps sowie eine durchschnittliche Unterbewertung und erhöhte Kapitalkosten von Know-how intensiven Unternehmungen wurden in empirischen Untersuchungen nachgewiesen⁴.

Dagegen konnte der sogenannte Small-Cap-Effekt, der die langfristig ertragsreichere Entwicklung von gering kapitalisierten Unternehmen beschreibt nicht nachgewiesen werden. Die Profitabilität wurde durch die Kennzahl Earnings per Share (EPS) bzw. Gewinn pro Aktie gemessen und bezeichnet die Relation zwischen den Aktionären zustehenden Periodenergebnis und der durchschnittlich gewichteten Anzahl der in der Periode ausstehenden Aktien⁵. Zu berücksichtigen ist, dass aufgrund mangelnder Daten keine vollständige und langfristige Erhebung möglich war, weshalb die untersuchte Stichprobe auf 432 Small Cap Unternehmen reduziert werden musste. Zudem wurde mit hochaggregierten Zahlen gearbeitet, wodurch eine allgemeine Tendenz aufgezeigt, jedoch keine Allgemeingültigkeit konstatiert werden kann.

	2003	2004	2005	2006	2007
Small Caps	-0,01	0,07	0,13	0,23	0,20
Mid Caps	0,40	0,65	0,79	1,19	1,40
Large Caps	1,17	1,86	2,38	3,30	4,31

Quelle: Factset, eigene Berechnungen und Darstellung

Tab. 3: Durchschnittlicher Gewinn pro Aktie (unverwässert) in €

³ In Bezug auf eine durch Kommunikationslücken entstehende inadäquate Börsenbewertung vgl. Eccles et al, Die Value Reporting Revolution, 2002, S. 160 ff.

⁴ Vgl. hierzu bspw. Chen/Jindra, A Valuation of Stock-Market Seasonality and Firm Size, Working Paper, 2001, S. 3 f.; Lev, Communication Knowledge Capabilities, Working Paper, S. 5 und 17.

⁵ Vgl. Schildbach, Der Konzernabschluss nach HGB, IFRS und US-GAAP, 2008, S. 402.

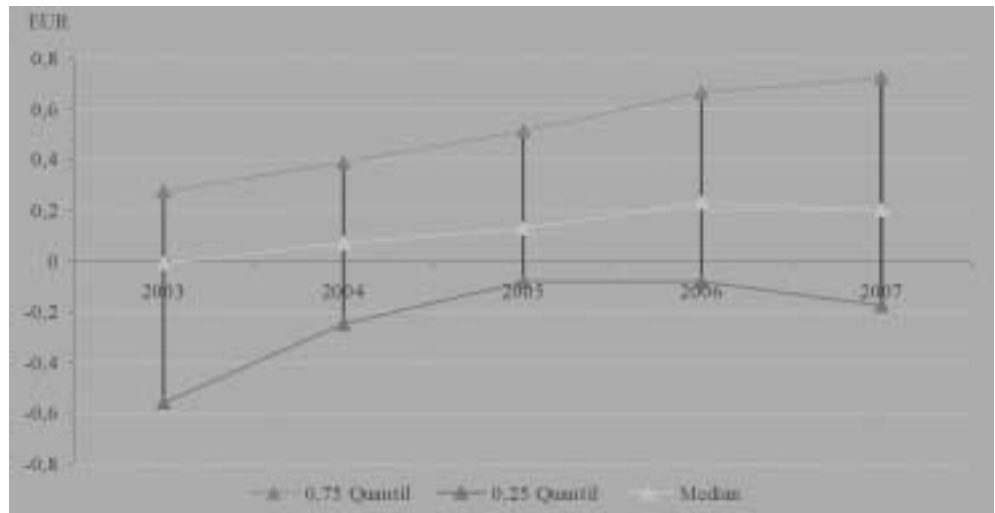


Abb. 1: Durchschnittliches Ergebnis je Aktie (unverwässert) in € (Quelle: Facset, eigene Berechnungen und Darstellung)

Die Small Caps weisen auf den ersten Blick im Vergleich zu den Mid und Large Caps deutlich geringere Gewinne pro Aktie sowie Gewinnsteigerungen auf geringem Niveau auf. Diese Unternehmen befinden sich teilweise noch in den frühen Stadien der Entwicklungsphase, in welchen vorerst keine bzw. geringe Gewinne erwirtschaftet werden.

Abb. 1: Durchschnittliches Ergebnis je Aktie (unverwässert) in € (Quelle: Facset, eigene Berechnungen und Darstellung)

Eine differenzierte Betrachtung zeigt insbesondere für die Jahre 2003, 2004 und 2007 hohe Verluste pro Aktie auf. Zugleich kann seit 2004 eine kontinuierlich wachsende Anzahl von Unternehmen positive Ergebnisse erwirtschaften, welche zudem beträchtliche Wachstumsraten aufweisen können.

Die Volatilität sinkt, je größer das Unternehmen und je länger der Anlagezeitraum gewählt wird. Dieser Umstand kann im Gegensatz zu der Profitabilität für die deutschen Small Caps hinreichend bestätigt werden.

Abb. 2: Durchschnittliche Volatilitäten der Small, Mid und Large Caps (Quelle: Facset, eigene Berechnungen und Darstellung)

Mit einer durchschnittlichen Volatilität von 81,8% im Jahr 2008 sinkt diese in einem fünfjährigen Vergleichszeitraum auf 67%, wodurch sich die Small Caps als besonders risikoreich aber auch chancenreich erweisen.

Die Liquiditätssituation der Small Caps hingegen ist als besonders risikoreich einzustufen. Während von Januar 2004 bis März 2009 der Anteil der durchschnittlich gehandelten Aktien gemessen am Gesamtumsatz bei den Large Caps 69,8% und den Mid Caps 25,6% beträgt, nimmt der Aktienumsatz der 432 Small Caps lediglich einen Anteil von 4,6% ein. Die Small Caps sind damit in ihrer Grundgesamtheit als illiquide zu bezeichnen, da sich der Wertpapierhandel vorrangig auf die Aktien der Large und Mid Caps fokussiert. Die

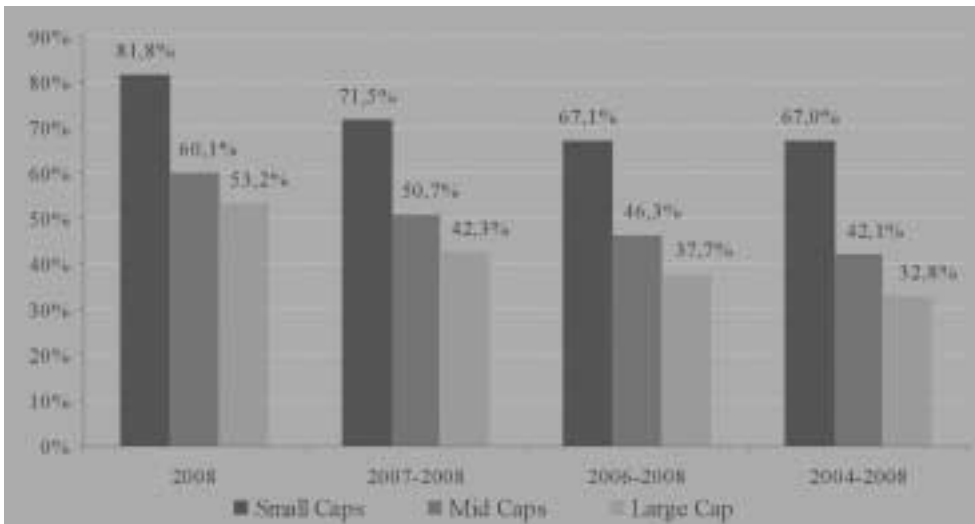


Abb. 2: Durchschnittliche Volatilitäten der Small, Mid und Large Caps (Quelle: Facset, eigene Berechnungen und Darstellung)

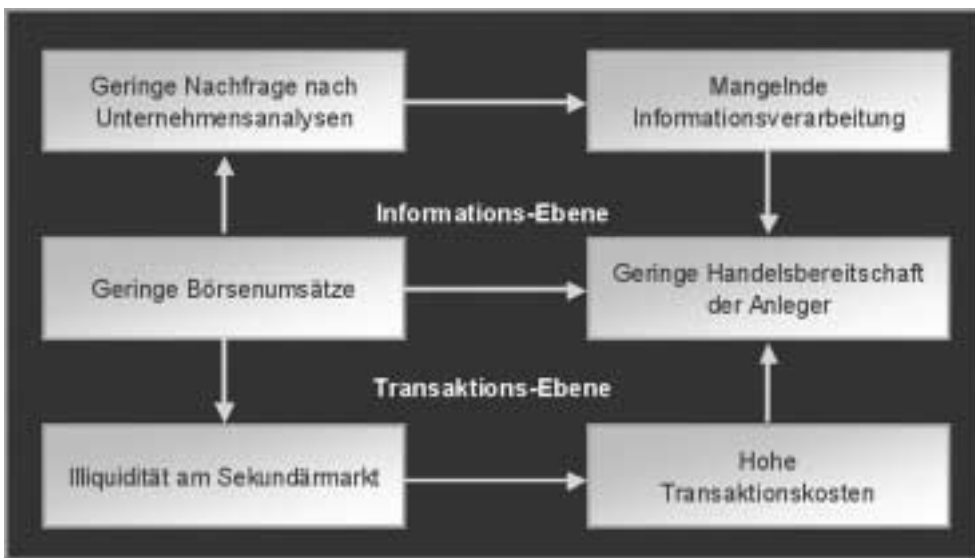


Abb. 3: Der Teufelskreis der Umsatzlosigkeit (Quelle: Rasch, Der Aktienmarkt für kleine und mittelgroße Unternehmen, 1996, S. 110)

Liquiditätssituation ist beunruhigend und wird durch die Intransparenz verstärkt.

III. Die Finanzkommunikation der Small Caps

1. Informationsbereitstellung und -verarbeitung durch Intermediäre

Im Laufe der Untersuchung der gering kapitalisierten Unternehmen ergab sich eine Vernachlässigung auf den unterschiedlichsten Ebenen. Die Bereitstellung von Finanzdaten durch Informations- und Datendienstleister ist ungenügend. Sofern Small Caps in den jeweiligen Datenbanken aufgenommen wurden, beziehen sich die zur Verfügung gestellten Informationen primär auf die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Cashflow-Rechnung. Demgegenüber werden für den Großteil der indizierten Unternehmen des DAX, MDAX, TecDAX oder SDAX ergänzende Daten bezüglich der Non-GAAPs (EPS, EBIT, ROCE etc.) oder auch Extra Financials (Wettbewerbsumfeld, Unternehmensrisiken usw.) bereitgestellt.

Weiterhin zeichnen sich Small Caps durch eine fehlende oder geringe Analysten-Coverage aus⁶, wodurch sich die vernachlässigte Informationsverarbeitung nachteilig auf das Interesse von Investoren niederschlägt, deren Transaktionskosten erhöht und die Illiquidität verstärkt wird.

Abb. 3: Der Teufelskreis der Umsatzlosigkeit (Quelle: Rasch, Der Aktienmarkt für kleine und mittelgroße Unternehmen, 1996, S. 110)

2. Die Finanzkommunikation von Small Caps am Beispiel von Unternehmenspräsentationen

Ein mögliches Handlungsfeld zur Erhöhung der Liquidität ist eine effiziente Finanzkommunikation, welche die Identifizierung von Zielgruppen und deren Informationsbedürfnisse wie auch in der Folge die Bereitstellung der präferierten Informationen voraussetzt. Die Investment Professionals haben ein gesteigertes Interesse an Daten, die zum einen Aufschluss über zukünftige Unternehmensentwicklungen geben und zum anderen die individuellen Risikopotenziale von Small Caps aufdecken, um profunde Unternehmensanalysen anfertigen wie auch substantiierte Investmententscheidungen treffen zu können.

Die Untersuchung von 43 Unternehmenspräsentationen, die anlässlich der sechsten Small Cap Conference der DVFA im vergangenen Jahr gehalten wurden, zeigt erhebliche Defizite hinsichtlich dem Verständnis von effizienter Finanzkommunikation auf. Ziel der Unternehmenspräsentationen muss die Generierung eines Mehrwerts sein, indem über die verfügbaren Daten von Informationsanbietern oder allgemein zugänglicher Informationen hinaus detaillierte Angaben zu relevanten Bereichen gemacht werden. Stattdessen werden innerhalb der Finanzkennzahlen mehrheitlich die verkürzte und vergangenheitsorientierte Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Cashflow-Rechnung ausgewiesen. Die von Investment Professionals unmissverständlich geforderten Kennzahlen wie EPS, ROCE, Free Cashflow oder EBIT

⁶ Vgl. Pietzsch, Bestimmungsfaktoren der Analysten-Coverage, 2004, S. 209.

Länder	Anzahl börsennotierter Unternehmen zum Jahresende ^a				Marktkapitalisierung inländischer Aktiengesellschaften in Mio. US-Dollar zum Jahresende		Börsenkapitalisierung in % des BIP bzw. BSP	Konzentration der Marktkapitalisierung: Anteil der 5% größten Unternehmen an der Marktkapitalisierung in %		
	inländische		ausländische		2006	2007		2006	2006	
	2006	2007	2006	2007			2006		2007	
Deutschland	656	761	104	105	1.637.609,8	2.105.197,8	56,6%	70,3%		34
Euronext ^b	954	930	256	225	3.708.150,1	4.222.679,8	106,8%	72,3%		48
Italien	284	299	27	6	1.026.504,2	1.072.534,7	55,9%	60,4%		14
Luxemburg	36	34	224	227	79.496,5	166.093,6	200,2%	71,7%		2
OMX ^c	766	826	28	24	1.123.042,5	1.242.577,9	k.A.	k.A.		1
Schweiz	256	259	92	84	1.212.308,4	1.271.047,7	323,4%	72,7%		14
UK ^d	2.913	2.588	343	719	3.794.310,3	3.851.705,9	160,2%	84,1%		131
USA ^e	5.134	5.109	872	832	19.568.972,5	19.922.279,5	148,4%	Amex	14,5%	25
								Nasdaq	61,7%	158
								NYSE	47,8%	91
Japan	2.391	2.383	26	26	4.614.068,8	4.330.921,9	105,7%	Osaka	68,0%	57
								Tokio	60,6%	119

^a ohne Investmentfonds;
^b Euronext: Amsterdam, Brüssel, Paris, Lissabon;
^c OMX Exchange: Dänemark, Estland, Lettland, Litauen, Schweden, Finnland;
^d Einschließlich Nordirland;
^e Amex, Nasdaq und NYSE

Tab. 1: XXX

inklusive prognostizierter Entwicklungen bleiben überwiegend unbeachtet.

Hinsichtlich der Darstellung nicht-finanzieller Informationen, zu denen Angaben zur Unternehmenssituation und -tätigkeit, zur Wettbewerbs- und Branchensituation wie auch zu Unternehmensstrategien und -zielen zählen, ergibt sich ein congruents Bild. Mängel bestehen insbesondere im Aufzeigen von mikro- und makroökonomischer Einflussfaktoren sowie in der Erläuterung von Produkt- und Serviceentwicklungen, welche die zukünftige Geschäftstätigkeit grundlegend bestimmen.

Die eigenen Marktanteile, die Wettbewerberstruktur wie auch das Branchenwachstum werden in weniger als die Hälfte der untersuchten Unternehmenspräsentationen aufgezeigt. Ursächlich hierfür könnte einerseits die fehlende Marktkenntnis aufgrund der dynamischen Branchen sein oder andererseits auch das bewusste Verschweigen gegenüber den Investment Professionals.

In den untersuchten Unternehmenspräsentationen wurden die Unternehmensziele zu 81% angeführt, während die zur Erreichung notwendige Unternehmensstrategie zu 77% auf-

gezeigt wurde. Die Unternehmensstrategie beruht in der Mehrzahl der Small Caps auf ein Expansionsvorhaben, deren Finanzierung allerdings nur zu 16% innerhalb der zukünftigen Investitionspolitik erläutert wird, wodurch sich eine inkonsistente Unternehmensdarstellung ergibt.

IV. Schlussfolgerung

Die Anzahl der deutschen börsennotierten Small Caps, als Teilmenge des Mittelstandes, ist mit 520 Unternehmen sehr hoch. Dennoch werden diese Unternehmen von Investoren sowie von Intermediären unzureichend berücksichtigt. Ein Erklärungsversuch mündet in den ungünstigen Charakteristika der Small Caps in Bezug auf die hohe Volatilität, die geringe Liquidität, die bescheidene Profitabilität und die Informationsintransparenz. Während sich auf der Transaktions-Ebene wenige Handlungsfelder erschließen, können die Unternehmen anhand einer effizienten Finanzkommunikation und einer hohen Kommunikationsbereitschaft auf der Informations-Ebene ihre Lage deutlich verbessern, doch wird dieses Potenzial durch die überwiegende Anzahl der Small Caps deutlich verkannt.