

Absolutreport

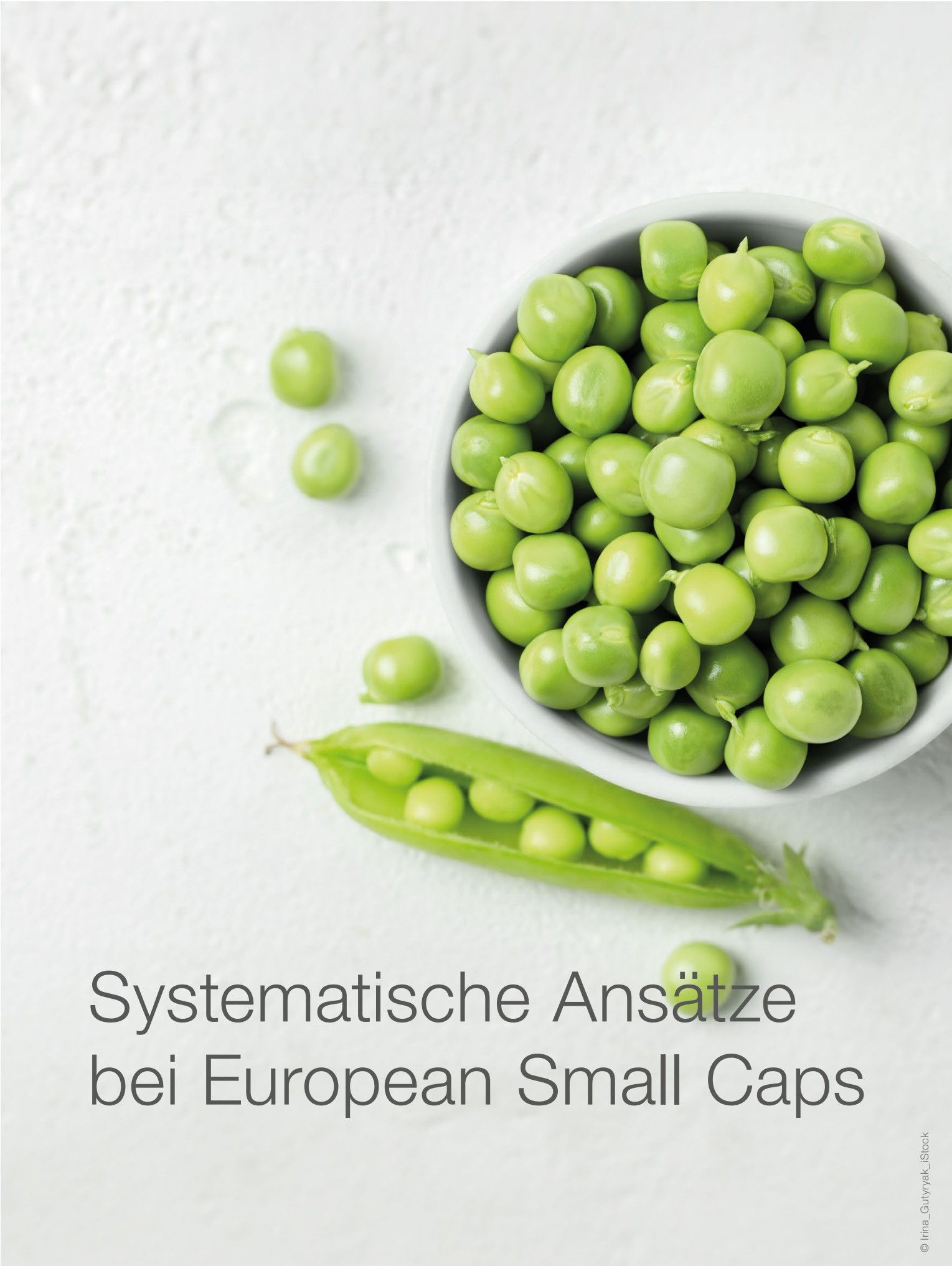
Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren



Beitrag in Ausgabe 04|2026

DR. LISA HERR UND **MARK FRIELINGHAUS** Quoniam Asset Management

Systematische Ansätze bei European Small Caps

A top-down photograph of a white ceramic bowl filled with bright green, shelled peas. Several peas have spilled out onto the white, textured surface around the bowl. In the lower-left foreground, a single green pea pod is open, revealing the peas inside. The lighting is soft and even, highlighting the freshness of the vegetables.

Systematische Ansätze bei European Small Caps

© Irina_Gutyryak_iStock

**DR. LISA HERR**

Portfolio Manager Equities
Quoniam Asset Management GmbH
Frankfurt am Main

**MARK FRIELINGHAUS**

Principal Investment Strategist
Equities
Quoniam Asset Management GmbH
Frankfurt am Main

Europäische Small Caps bieten institutionellen Anlegern ein breites Universum, das durch Heterogenität und strukturelle Informationsineffizienzen gekennzeichnet ist. Dr. Lisa Herr und Mark Frielinghaus von Quoniam zeigen auf, wie durch Diversifikation, Multi-Faktor-Ansätze und disziplinierte Umsetzung nachhaltiges Alpha in diesem Segment zu erzielen ist.

Einleitung

Europäische Small Caps zeigen sich nach einer längeren Phase relativer Schwäche gegenüber Large Caps zunehmend attraktiv. Wie **ABBILDUNG 1** zeigt, liegt ihr Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis künftiger Gewinne bei rund 13,2 und damit deutlich unter dem langfristigen Bewertungsniveau von 20,9. Gleichzeitig wird für die kommenden Jahre ein Gewinnwachstum von 10 % pro Jahr erwartet, nachdem es in den Jahren 2022 bis 2025 bereits 8,4 % pro Jahr betragen hatte. Damit bietet sich derzeit die Möglichkeit, mit einem Abschlag gegenüber Large Caps ein potenziell höheres Gewinnwachstum einzukaufen und einen Renditeaufschlag gegenüber Standardwerten zu realisieren.

Die Attraktivität des Segments ergibt sich jedoch nicht allein aus einer möglichen Erholung der Assetklasse: Das umfassende und wenig konzentrierte Universum weist eine hohe Streuung der Einzeltitelrenditen auf. Damit ist die gezielte Auswahl der renditestärksten Unternehmen genauso wichtig wie die Allokation in die Assetklasse selbst.

Selbst eine schwächere Entwicklung von Small Caps lässt sich durchaus mit der richtigen Aktienausswahl kompensieren.

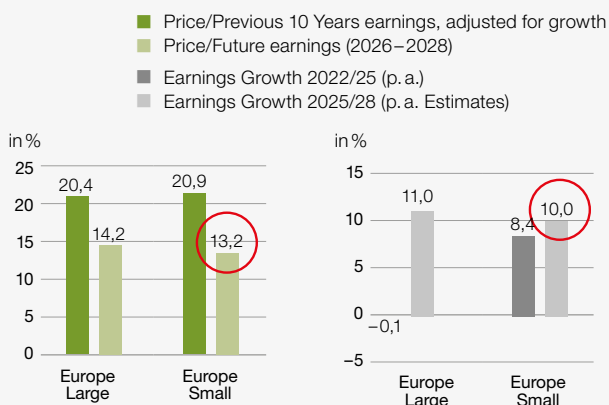
Die Verbindung aus attraktiven Bewertungen, soliden Wachstumsperspektiven und strukturellen Selektionsmöglichkeiten macht europäische Small Caps zu einem Anlageuniversum mit erheblichem, häufig unterschätztem Potenzial.

1 Breite, Fragmentierung und geringe Coverage

Small Caps sind nicht nur "kleinere Large Caps". Die Marktstruktur für Nebenwerte weicht signifikant von der für Standardwerte ab. Zum einen ist die reine Anzahl der Namen, die in Indizes mit Fokus auf kleiner Marktkapitalisierung vertreten sind, deutlich höher. Der MSCI Europe Small Cap umfasst zum Beispiel etwa doppelt so viele Titel wie der MSCI Europe-Standardindex. Auch die Marktkonzentration ist deutlich geringer. Während im MSCI Europe die 10 größten Positionen etwa 21,7 % des Gewichts ausmachen, sind dies im MSCI Europe Small Cap lediglich 6,1 %. Um circa 80 % des Standard-Indexgewichts abzudecken, bedarf es einer Analyse von 120-150 Namen, im Small-Cap-Index sind dies bereits über 400. Zu guter Letzt ist das gehandelte Volumen in europäischen Large und Mid Caps rund siebenmal so hoch wie das europäischer Small Caps – obwohl der zugrunde liegende Index nur halb so viele Titel umfasst (Stand 30.06.26, Quellen: LSEG Datastream und MSCI).

Diese strukturellen Unterschiede legen nahe, dass aktives Management, welches auf persönlicher fundamentaler Analyse von Aktien beruht, im großen Universum der Small Caps mindestens eine Herausforderung darstellt. Um nachhaltig einen Mehrwert zu erzielen, bedarf es entweder einer extrem guten Vorhersagekraft innerhalb von Nischen, die gegebenenfalls eine Underperformance dieses Segments gegenüber der Benchmark überkompensiert. Alternativ bedarf es

1 | Bewertungs- und Gewinnwachstumsvergleich European Small Caps vs. Large Caps



Quelle: IBES Global Aggregates, Stand: 06/2026

eines sehr großen Analystenteams, welches in seiner Bewertung von Anlagechancen sehr homogene Schlüsse zieht.

Aus ökonomischer Sicht macht es wenig Sinn, sehr große Teams auf die Analyse von Nebenwerten anzusetzen. Die geringen Volumina im Anlageuniversum beschränken die Skalierbarkeit von Investmentstrategien und somit große Absatzmöglichkeiten. Tatsächlich findet man zum Beispiel 46 Analysten, die Spotify beurteilen, jedoch nur 7 für den schwedischen Hersteller von Elektronik-Produktionsanlagen, Mycronic (Quelle: Bloomberg). Die durchschnittliche Analystenabdeckung liegt bei Large Caps bei 20 Analysten je Unternehmen und bei Small Caps bei 9 Analysten (**ABBILDUNG 2**).

In der Konsequenz ist im Small-Cap-Bereich mit einer erhöhten Informationsineffizienz zu rechnen, was wiederum eine gute Ausgangsbasis für Erfolg im aktiven Fondsmanagement darstellt. Zudem bietet der Small-Cap-Bereich mit einer durchschnittlichen Renditedispersion von 120 % gegenüber den Standardwerten, deren durchschnittliche Renditedispersion 84 % beträgt, mehr Potenzial, um durch Titelselektion Überrenditen zu erzielen (Monatlicher Spread aus 12-Monatsrenditen, Perzentil 95 – Perzentil 5, über 5 Jahre gemittelt).

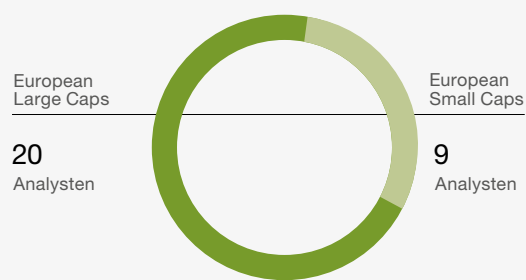
Zusammenfassend ist das europäische Small-Cap-Universum im Vergleich zu großkapitalisierten Aktien deutlich weniger konzentriert und bietet dadurch ein breiter diversifiziertes Anlagefeld. Gleichzeitig führen die geringere Analystenabdeckung, eine stärkere Informationsfragmentierung und die höhere Renditedispersion dazu, dass relevante Informationen häufig langsamer oder uneinheitlicher in den Kursen verarbeitet werden. Daraus entstehen Fehlbewertungen, die durch einen selektiven und disziplinierten Investmentprozess identifiziert und konsistent genutzt werden können.

2 Renditechancen durch systematischen Ansatz

Der Befund, dass das Small-Cap-Universum Chancen für aktives Management bietet und gleichzeitig eine Herausforderung für eine persönliche Einzeltitelanalyse darstellt, führt zu der Frage, wie man die Renditemöglichkeiten heben kann. Hier kann ein systematischer Ansatz die passende Antwort liefern, da eine vollständige, konsistente und objektive Analyse ein zentraler Vorteil in einem solch breiten Universum ist. Ein datenbasierter und weitestgehend automatisierter Investmentprozess ist in der Lage, das gesamte Aktienuniversum in höchster Frequenz zu bewerten. Dabei spielt die Größe einer Aktie, ihre geografische Zuordnung oder ihre Branchenzugehörigkeit keine Rolle in der generellen Analysierbarkeit. Für jeden Titel kann auf täglicher Basis eine Rendite- oder Risiko-prognose erstellt werden. Auf dieser Basis können systematische Modelle viele kleine Prognosevorteile bündeln.

Die Logik lässt sich an das Konzept des sogenannten Fundamental Law of Active Management (Quellen: Grinold (1989), Clarke et al. (2002)) anlehnen: Nachhaltiger Anlageerfolg entsteht aus Prognosegüte, Breite und Umsetzung. Vereinfacht gesagt hängt der Erfolg eines aktiven Ansatzes nicht allein davon ab, wie treffsicher eine einzelne Prognose ist. Ebenso entscheidend ist, auf wie viele möglichst unabhängige

2 Analystenabdeckung je Unternehmen



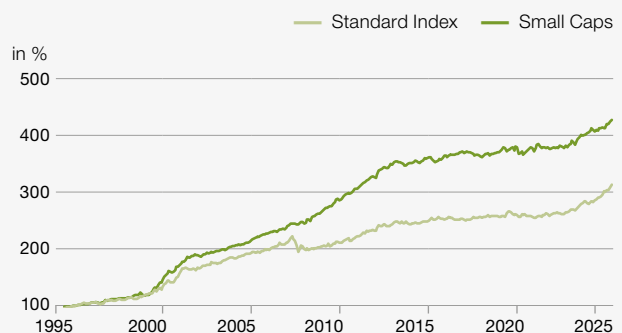
Quelle: Factset, Bloomberg

Anlageentscheidungen diese Prognose angewendet werden kann und wie effizient sie in ein Portfolio übersetzt wird.

Gerade im breiten Small-Cap-Universum kann eine Vielzahl kleiner Prognosevorteile wertvoller sein als wenige stark gewichtete Einzelideen. Einzelne Fehlprognosen verlieren dadurch an Bedeutung, während sich wiederholbare Vorteile über viele Titel hinweg zu einer stabileren aktiven Rendite addieren können.

Der Intuition folgend, dass höhere Informationsineffizienzen höhere Chancen bieten, ist die Prognosekraft von systematischen Renditeprognosen im Small-Cap-Bereich höher als im Large- und Mid-Cap-Segment. Durch die konsistente Güte im Gesamtuniversum können diese Prognosen in der Breite angewendet werden. So ist es möglich, einen Mehrwert durch diversifizierte Portfolios mit einer Vielzahl an aktiven Positionen zu generieren. Konzentration auf wenige Namen, denen gegenüber eine hohe fundamentale Überzeugung besteht, ist nicht nötig. In **ABBILDUNG 3** wird die relative Performance des Alpha-Signals eines systematischen Investmentansatzes für ein Standard- und ein Small-Cap-Universum verglichen. Es zeigt sich, dass der systematische Ansatz auch unter Berücksichtigung der höheren Transaktionskosten für Small Caps eine höhere Outperformance bei Small Caps erzielt.

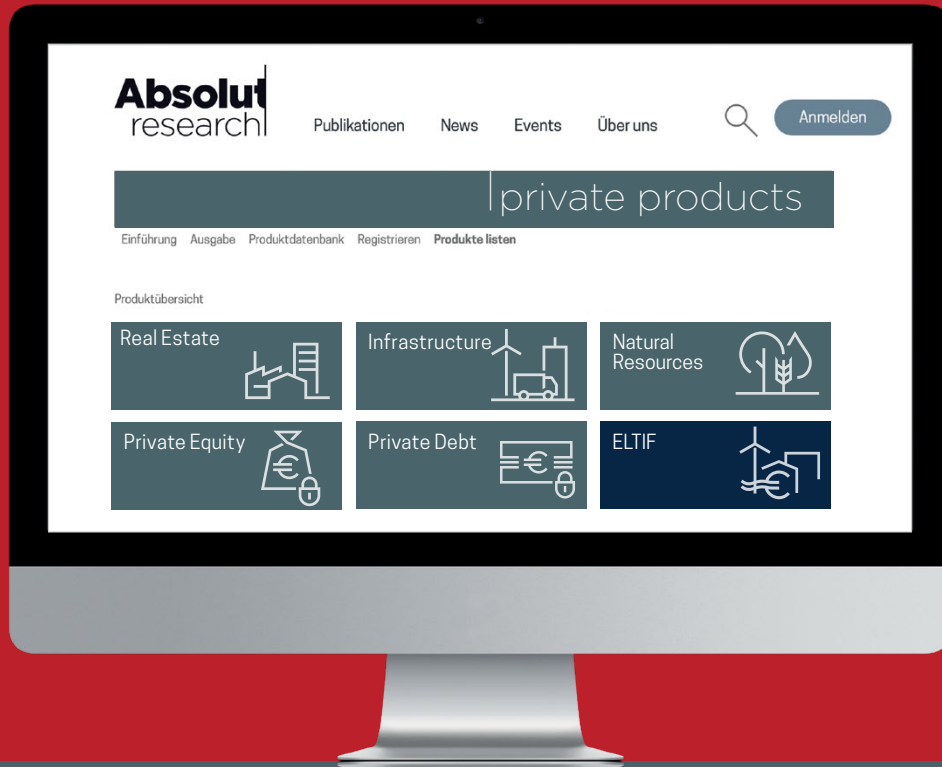
3 Relative Performance des Alpha-Signals eines systematischen Investmentansatzes: Standard- vs. Small-Cap-Universum



Quelle: Quoniam Asset Management, Zeitraum: 30.06.1995-30.06.2025
Universen: European Standard (MSCI) & European Small Caps. Heuristische Analyse der Wirksamkeit des Alpha-Signals, monatliche Neugewichtung, nach Marktkapitalisierung gewichtet. Es werden Transaktionskosten von 0,25 % für das Standard-Universum und von 0,50 % für das Small-Cap-Universum angenommen (entsprechend den realisierten Transaktionskosten).

Der Kompass für Private Markets

Unabhängige Produktplattform für professionelle Investoren



Real Estate



Infrastructure



Private Debt



Private Equity



Natural Resources

Registrieren Sie sich jetzt!

Die Produktplattform Absolut|**private products** bietet Asset Ownern eine kostenfreie, aktuelle, vollkommen unabhängige Datenbank für die am Markt zur Verfügung stehenden Private-Market-Investments in fünf Assetklassen.

Absolut| research

DIE PLATTFORM FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

3 Multifaktor statt Stilwette

Ein weiterer Vorteil eines datenbasierten Ansatzes ist die Fülle an Informationen, die zur Analyse von Aktien eingesetzt werden kann. Die Eignung von Bewertungs-, Qualitäts- und Trendkennzahlen zur Prognose von Aktienrenditen wurde akademisch bereits vor Jahrzehnten belegt (zum Beispiel Value: Basu 1982, Fama/French 1992. Quality: Sloan 1996, Asness/Frazzini/Pedersen 2013. Momentum: Jegadeesh/Titman 1993, Carhartt 1997). Günstig bewertete Aktien bieten Aufholpotenzial gegenüber ihren Wettbewerbern. Qualitätsaktien versprechen unter anderem Wertstabilität und Rentabilität für ihre Investoren. Momentum oder Trend ist eine gute Grundvoraussetzung für eine positive Weiterentwicklung.

Jeder einzelne dieser Investmentstile kann phasenweise starke Renditen erzielen. So konnte man durch Value im Small-Cap-Bereich in den letzten fünf Jahren eine Überrendite von 18,7 % erzielen. In den vorhergehenden fünf Jahren erlitt man jedoch einen Verlust von 20,2 % (**ABBILDUNG 4**). Ein Fondsmanager mit beabsichtigter oder gar unbeabsichtigter Positionierung in einem einzelnen Investmentstil kann demnach sehr gute Resultate erzielen – diese jedoch abrupt wieder verlieren.

Um Stilrisiken zu reduzieren, kann Markttiming eine Lösung bieten. Es ist jedoch schwierig, Wendepunkte konsistent zu treffen. Deutlich robuster ist ein Multi-Faktor-Ansatz, bei dem verschiedenste Investmentstile gleichzeitig in die Prognosebildung einfließen. Durch die Mischung der Stile werden deren individuelle Risiken gedämpft – ganz im Sinne einer diversifizierten Anlage. Ein weiterer Vorteil besteht darin, dass negative Ausprägungen in einzelnen Stilen implizit gemildert werden, die entstehen, wenn man einzelne Faktoren oder Stile maximiert.

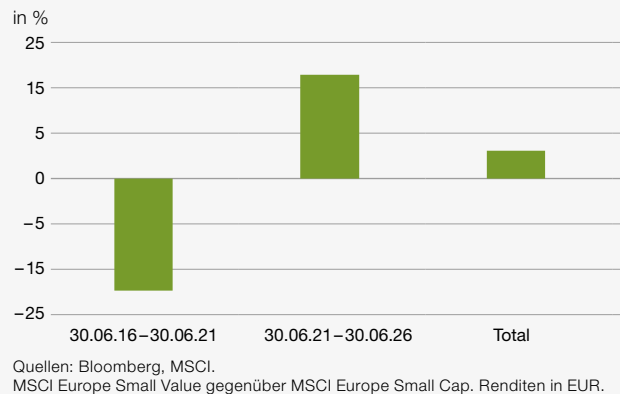
Auf Grundlage eines datenbasierten Prozesses können wiederum zahlreiche Kennzahlen verwendet werden, um Bewertung, Qualität und Momentum zu messen – im Gegensatz zu wenigen einfachen Metriken wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis, der Eigenkapitalrendite und der Kursentwicklung über die vergangenen zwölf Monate. Dies erzeugt eine weitere Diversifikation in der Prognosebildung und somit eine stabilere Prognosegüte.

4 Prognosegüte und aktive Rendite

Eine hohe und stabile Prognosegüte ist die Grundvoraussetzung für ein erfolgreiches aktives Management. Insbesondere im Small-Cap-Segment kommen jedoch gemäß des bereits genannten Fundamental Law of Active Management zwei weitere Aspekte zum Tragen, wenn es um das Erreichen einer stabilen Outperformance geht: Zum einen die Breite des Anlageuniversums, für das die Prognose in höchster Güte zur Verfügung steht. Hier spielt ein systematischer Ansatz seine Stärke aus. Zum anderen der Transfer der Prognose in das finale Aktienportfolio.

Bei der Konstruktion eines Aktienportfolios sind Risiko und Kosten wichtige Aspekte. Gerade bei Nebenwerten mit

4 Value-Faktor in Small Caps: Massiver Trendwechsel Mitte 2021

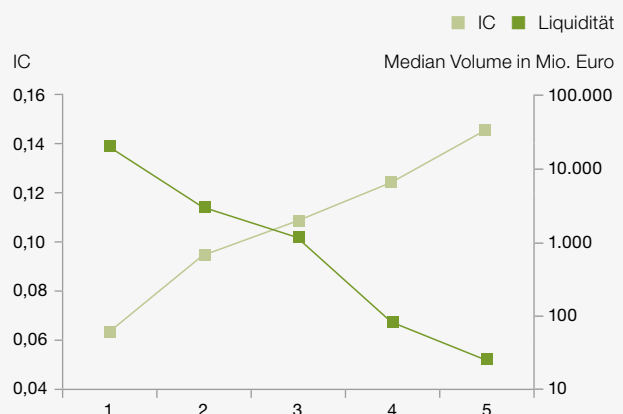


geringen Handelsvolumina können Transaktionskosten schnell ein Renditepotenzial eliminieren. Von daher ist eine simultane Abwägung von Rendite, Risiko und Kosten bei der Titelselektion entscheidend. In einem systematischen Investmentansatz ist eine mathematische Abwägung dieser drei Aspekte innerhalb eines Optimierungsprozesses umsetzbar (**ABBILDUNG 5**).

Zusätzlich können Portfolios aus genannten Gründen breit aufgestellt werden, sodass einzelne Positionen keine Dringlichkeit in der Umsetzung haben und weniger Handelsvolumen als in einem konzentrierten Portfolio verbrauchen. All dies schont Transaktionskosten und führt zu einer erhöhten realisierten Rendite für Anleger.

Neben der Ausgestaltung des Investmentprozesses beeinflussen auch Größe, Spezialisierung und organisatorische Voraussetzungen des Asset Managers die Umsetzbarkeit einer Small-Cap-Strategie. Da die Liquidität vieler Nebenwerte begrenzt ist, kann ein sehr großes Anlagevolumen dazu führen, dass Positionen nur langsam aufgebaut oder reduziert werden können und der eigene Handel die Marktpreise

5 Liquidität vs. Prognosegüte



Quelle: Research Quoniam Asset Management GmbH
Europ. Investmentuniversum, Aktien mtl. sortiert nach Marktkapitalisierung,
IC = durchschnittliche Korrelation zwischen Alpha-Prognose und realisierter Überschussrendite in jeder Größengruppe für die gesamte Historie (1995 – 2019),
Liquidität = durchschnittliches mittleres Handelsvolumen über 45 Tage für jede Größengruppe (1995 – 2019).

stärker beeinflusst. Spezialisierte Anbieter mit ausreichender technologischer und finanzieller Infrastruktur, zugleich aber begrenztem strategiebezogenem Anlagevolumen, können hier einen Umsetzungsvorteil besitzen.

5 Institutionelle Relevanz

Für institutionelle Anleger, insbesondere Pensionskassen, Versorgungswerke und Corporate-Pension-Investoren, liegt die Attraktivität aktiver systematischer Small-Cap-Strategien in der Möglichkeit, ein hohes Maß an aktivem Risiko gezielt einzusetzen, ohne dabei auf stark konzentrierte Portfolios angewiesen zu sein. Im Gegensatz zu vielen fundamental geprägten Small-Cap-Ansätzen, die häufig auf eine begrenzte Zahl von Einzeltiteln setzen, kann aktives Exposure über eine große Anzahl von Positionen breit diversifiziert umgesetzt werden. Dadurch entsteht ein Portfolio mit hoher Unabhängigkeit vom Vergleichsindex, welches gleichzeitig Stilrisiken kontrolliert.

Kurz gesagt: hoher Active Share, geringe Konzentration und gleichzeitig höhere Attraktivität im Vergleich zu passiven Ansätzen. **ABBILDUNG 6** zeigt ein Beispielportfolio einer solchen Strategie, welches über 200 Einzeltitel, einen Active Share von über 75 % sowie einen Tracking Error von 3 % aufweist und über eine breite Sektor- und Stildiversifikation verfügt. Dieses Portfolio erzielte seit Auflegung 2010 eine aktive Performance (Überrendite gegenüber europäischen Small-Cap-Vergleichsindizes) pro Jahr von über 2 %, auf Jahressicht von 6,7 % und auf Drei-Jahres-Sicht von 5,2 %.

Eine solche Strategie bietet Investoren Zugang zu den Renditequellen des europäischen Small-Cap-Segments innerhalb eines diversifizierten Portfoliokontexts. Damit eignet sich dieser Ansatz insbesondere für langfristig orientierte institutionelle Anleger, die aktives Aktienmanagement als Ergänzung zu effizienten Marktengagements nutzen möchten und dabei Wert auf Transparenz, Diversifikation und eine kontrollierte Ausprägung aktiver Risiken legen.

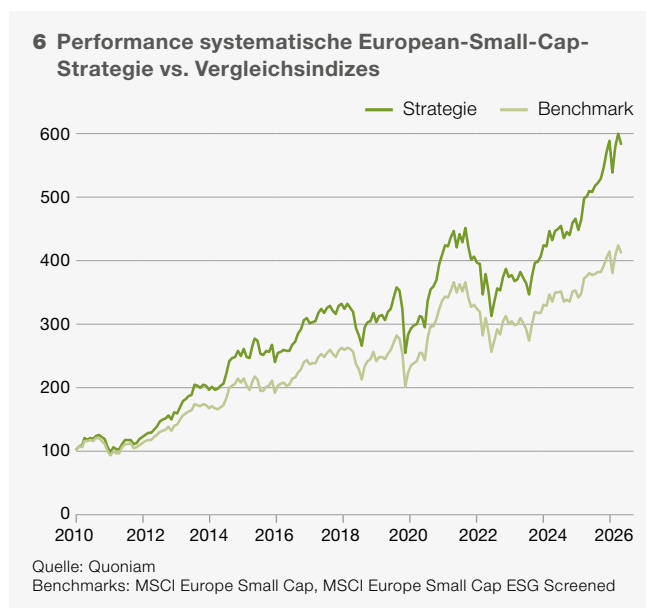
Fazit: Aktives Small-Cap-Management ohne Konzentration

Europäische Small Caps sind mehr als eine taktische Ergänzung im Aktienportfolio. Das Segment verbindet ein breites und wenig konzentriertes Anlageuniversum mit geringer Analystenabdeckung, fragmentierten Informationen und einer hohen Streuung der Einzeltitelrenditen. Gerade diese Eigenschaften schaffen die Voraussetzungen dafür, dass aktives Management durch eine disziplinierte Titelselektion Mehrwert erzielen kann. Gleichzeitig machen sie deutlich, warum eine selektive Analyse weniger Einzeltitel nur einen begrenzten Teil des vorhandenen Chancenraums erschließt.

Ein systematischer Investmentansatz kann hier seine Stärken besonders gut ausspielen. Die konsistente Bewertung eines großen Universums ermöglicht es, zahlreiche kleine Prognosevorteile zu identifizieren und über viele einzelne Positionen zu nutzen. Nicht die eine herausragende Anlageidee steht dabei im Mittelpunkt, sondern die wiederholbare Anwendung von Prognosemodellen auf eine Vielzahl von Aktien. Ein Multi-Faktor-Ansatz kann zusätzlich dazu beitragen, die Abhängigkeit von einzelnen Investmentstilen zu begrenzen und die aktive Rendite über unterschiedliche Marktphasen robuster zu gestalten.

Ob aus einem guten Prognosesignal tatsächlich eine attraktive Rendite entsteht, entscheidet sich jedoch erst in der Umsetzung. Gerade im Small-Cap-Segment sind eine breite Portfoliokonstruktion, eine kontrollierte Positionsgröße und ein kostenbewusster Handel keine nachgelagerten technischen Aspekte, sondern integrale Bestandteile des Investorserfolgs.

Europäische Small Caps sind ein besonders geeignetes Beispiel dafür, wie strukturelle Marktineffizienzen nicht durch wenige große Entscheidungen, sondern durch viele kleine, konsequent analysierte und effizient umgesetzte Chancen erschlossen werden können. Für institutionelle Anleger ergibt sich daraus die Möglichkeit, die Renditechancen europäischer Nebenwerte zu nutzen, ohne auf stark konzentrierte Portfolios oder ausgeprägte Stilwetten angewiesen zu sein.



Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren



artikel

Volatility-Managed Portfolios

DR. CHRISTOPH HEUMANN | HanseMerkur Trust

Systematische Ansätze bei European Small Caps

DR. LISA HERR, MARK FRIELINGHAUS | Quoniam Asset Management

Loss- und Recovery Rates im Management von Kreditportfolios

DR. CHRISTOPH GORT | Cambridge Associates

Portfolio-Navigation durch Volatilität und Regimewechsel

DENIS FRIESS, JOHANNES TITZE, DR. ALEXANDER ZANKER,
DR. ULRICH WEIKARD | Dekabank

Strukturelles Alpha im Credit-Markt

DR. MARC-ANDRÉ GÖRICKE, DR. JOCHEN M. KLEEBERG,
FLORIAN HERTLEIN | alpha portfolio advisors

Simulationenmethoden im Asset Management

PROF. DR. W. DROBETZ | Universität Hamburg

PROF. DR. H. DICHTL | dichtl research & consulting

DR. TATJANA PUHAN | Swiss Re

DR. TIZIAN OTTO | Bloomberg



kommentare

Silke Stremlau

Finance for Transition

Edouard Jozan

Allianz Global Investors

standpunkt

Dr. Harald Preißler

Bantleon

Konjunkturelle Frühindikatoren

drei fragen an

Markus Denker

LV 1871

Auswirkung der Zinswende auf Versicherungen