

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

78. Jahrgang · 15. Januar 2025

2-2025

Digitaler
Sonderdruck

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

DAS FONDSGESCHÄFT 2025

Europäische Nebenwerte: Fundamental
gut aufgestellt, trotzdem unterbewertet

Götz Albert

Götz Albert

Europäische Nebenwerte: Fundamental gut aufgestellt, trotzdem unterbewertet

Seit Ende 2021 laufen europäische Large Caps besser als Small & Mid Caps. Nach drei Jahren Underperformance gegenüber den Standardwerten befinden sich die Bewertungen der Unternehmen aus der zweiten Reihe auf historisch niedrigem Niveau und liegen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 11,4 klar unter ihrem langfristigen Durchschnitt (14,4). Zugleich hat sich gegenüber den Large Caps eine deutliche Unterbewertung ausgebildet – deren KGV liegt aktuell bei 13,6.

Strategische Bedeutung europäischer Nebenwerte

Zwar sollte man bei der Betrachtung der relativen Performance nicht völlig die absolute Wertentwicklung außer Acht

lassen: Nachdem die Zinswende vom Sommer 2022 verdaut war, hat der STOXX Europe TMI Small Index mit knapp 20 Prozent durchaus geliefert (30. Dezember 2022 bis 31. Dezember 2024). Doch verglichen mit Large Caps (25,4 Prozent) ist die Zurückhaltung der Investoren gegenüber Small & Mid Caps eben doch deutlich.

Diese Entwicklung ist höchst ungewöhnlich, hat aber dazu geführt, dass die strategische Bedeutung europäischer Nebenwerte im Aktienportfolio vielfach unterschätzt wird. Eine Analyse verschiedener Allokationen seit dem Jahr 2000 zeigt, dass bereits eine 20-prozentige Beimischung von Small & Mid Caps das Risiko-Rendite-Profil europäischer Aktienportfolios substantiell verbessern kann (siehe Abbildung 1).

Diese Gewichtung reduziert die Volatilität im Portfolio merklich, bei gleichzeitig höherer Rendite. Mit einer weiteren Anhebung des Nebenwerte-Anteils lässt sich dieses Verhältnis zusätzlich optimieren.

Investoren auf Risiken fokussiert

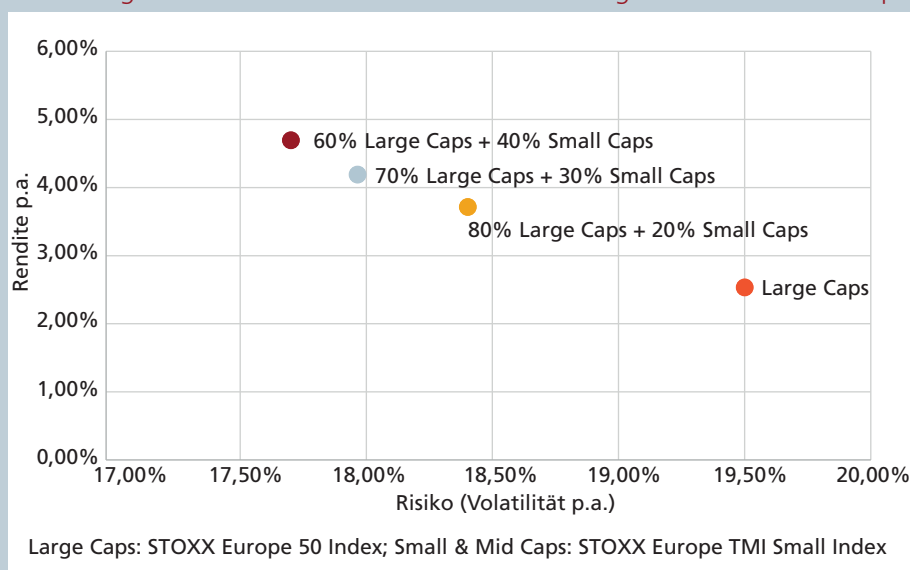
Damit steht die Frage im Raum: Holen die europäischen Nebenwerte wieder auf? Viele Investoren sind skeptisch, weil kleine und mittelgroße Unternehmen in den vergangenen Jahren mit verschiedenen Herausforderungen zu kämpfen hatten. So wurden sie seit 2022 durch die außergewöhnlich schnell und stark steigenden Zinsen stärker belastet als große Unternehmen, da sie vermehrt auf kurzfristige Kredite mit variablen Zinsen angewiesen sind.

Das erhöhte in kurzer Zeit die Finanzierungskosten und setzte ihre Gewinnmargen unter Druck. Große Konzerne können sich hingegen oft aus dem Cashflow finanzieren oder flexibel Anleihen begeben.

Konjunkturelle Unsicherheit

Außerdem spielten belastende Faktoren bei den Gewinnerwartungen eine Rolle: Konjunkturelle Unsicherheit, vor allem mit Blick auf Deutschland, beeinträchtigten die Stimmung, aber auch geopolitische Risiken oder die möglicherweise protektionistische Handelspolitik einer neuen US-Regierung. Auch die Konjunkturprogramme in China zeigten bisher noch nicht die erhoffte Wirkung,

Abbildung 1: Risiko-Rendite-Profil mit Beimischung von Small & Mid Caps



Quelle: Bloomberg, Lupus alpha. Betrachtungszeitraum: 01.01.2000 bis 31.12.2024.



was angesichts der starken Exportabhängigkeit vieler europäischer Unternehmen Sorgen bereitet.

Investoren versetzte das in den Risk-off-Modus: In diesem Umfeld präferierten sie hochliquide Aktien, was zu einer Konzentration auf Large Caps und insbesondere US-Technologiewerte führte. Der Künstliche-Intelligenz-Boom seit Anfang 2023 und die damit verbundene massive Kursrallye der „Magnificent 7“ verstärkte diese Entwicklung noch.

Strukturelle Stärken sind intakt

Ungeachtet des skeptischen Investoren-Sentiments bleiben die strukturellen Stärken europäischer Nebenwerte intakt: Als Marktführer in ihrer Nische verfügen die besten unter ihnen über hohe Gewinnmargen und eine starke

Sie können sich zügig von Verlustbringern trennen, Kapazitäten anpassen und die Produktentwicklung vorantreiben. Diese Robustheit zeigt sich aktuell wieder: Trotz gesamtwirtschaftlich steigender Insolvenzzahlen gibt es bei Anleihen aus dem börsennotierten Mittelstand kaum Ausfälle. Die Bilanzen präsentieren sich überwiegend solide, die Firmen haben ihre Hausaufgaben gemacht.

Die Agilität des börsennotierten Mittelstands wird ergänzt durch die große Vielfalt an Branchen und Geschäftsmodellen: Das Anlageuniversum umfasst mehr als 1200 investierbare Titel. Mit einer Marktkapitalisierung von 3,1 Billionen Euro repräsentieren Small & Mid Caps zwar nur etwa ein Viertel des Wertes der Large Caps (12,1 Billionen Euro), stellen aber mehr als viermal so viele Unternehmen. Zahlreiche dieser Firmen nehmen Schlüsselpositionen in Zukunftstechnologien

„Die geringe Analystenzahl im Small-&Mid-Cap-Segment schafft Informationsineffizienzen.“

Preissetzungsmacht. Ihr Wachstumspotenzial übertrifft das größerer Unternehmen deutlich – die Historie zeigt ein EPS (Earnings per Share)-Wachstum von 10 Prozent pro Jahr, im Vergleich zu 5 Prozent bei Large Caps. Für einen Großkonzern wie Siemens stellt es bereits eine beachtliche Leistung dar, doppelt so schnell wie das Bruttoinlandsprodukt zu wachsen. Kleinere Unternehmen können ihren Umsatz dagegen innerhalb eines Jahres vervielfachen. Diese fundamentale Stärke genügt zuletzt nicht als Argument für Small & Mid Caps im Vergleich zu Large Caps mit ihren überdurchschnittlich steigenden Aktienkursen.

Dabei zeichnen sich die Unternehmen aus der zweiten Reihe gerade in Krisenzeiten durch ihre Resilienz aus – ihre Stärke liegt in der hohen Anpassungsfähigkeit. Eine schlanke Organisation und kurze Entscheidungswege ermöglichen es Small & Mid Caps, rasch auf veränderte Marktbedingungen zu reagieren.

wie künstliche Intelligenz, Automatisierung und CO₂-Reduzierung ein.

Zusätzliche Innovationsfelder umfassen Elektrifizierung, Digitalisierung, Urbanisierung sowie Entwicklungen in den Bereichen demografischer Wandel, Nahrungsmittel- und Wasserversorgung, 3D-Druck, Robotik und personalisierte Medizin. Die Positionierung in Zukunftsmärkten sichert nicht nur Wachstumspotenzial, sondern auch nachhaltige Wettbewerbsvorteile.

Fundamentale Stärke und Innovationskraft

Am Markt findet die fundamentale Stärke und Innovationskraft dieser Unternehmen noch keine adäquate Würdigung – ein Umstand, der spezialisierten Investoren besondere Chancen eröffnet. Die geringe Analystenzahl im Small-&Mid-Cap-Segment schafft Informationsineffizienzen, die aktive Asset Manager mit



Foto: Lupus Alpha

Dr. Götz Albert



Managing Partner und CIO, Lupus alpha, Frankfurt am Main

Der Artikel analysiert die Situation europäischer Small & Mid Caps, die seit drei Jahren eine Underperformance gegenüber Large Caps aufweisen. Mit einem durchschnittlichen KGV von 11,4 liegt ihre Bewertung auf sehr niedrigem Niveau und unter dem der großen Standardwerte – ein ungewöhnliches Bild. Einerseits haben die Nebenwerte mit konjunktureller Unsicherheit und einer hohen Liquiditätspräferenz im Markt zu kämpfen. Zugleich zeigen die besten unter ihnen strukturelle Stärke, hohe Margen und kontinuierliches Gewinnwachstum. Viele besetzen mit ihren Technologien Zukunftsmärkte. Positive Signale kommen aktuell zwar von der gestiegenen M&A-Aktivität im Markt. Doch statt auf den perfekten Zeitpunkt für den Einstieg zu warten, wird eine strategische Allokation von 25 Prozent Nebenwerte im europäischen Aktienportfolio als sinnvoll erachtet. (Red.)

einer intensiven Fundamentalanalyse und direkten Kontakten zur Unternehmensführung nutzen können.

Anders als bei Large Caps, wo meist nur die Investor-Relations-Abteilung für Gespräche zur Verfügung steht, ermöglichen Nebenwerte ihren Investoren oft den unmittelbaren Zugang zur Unternehmensführung.

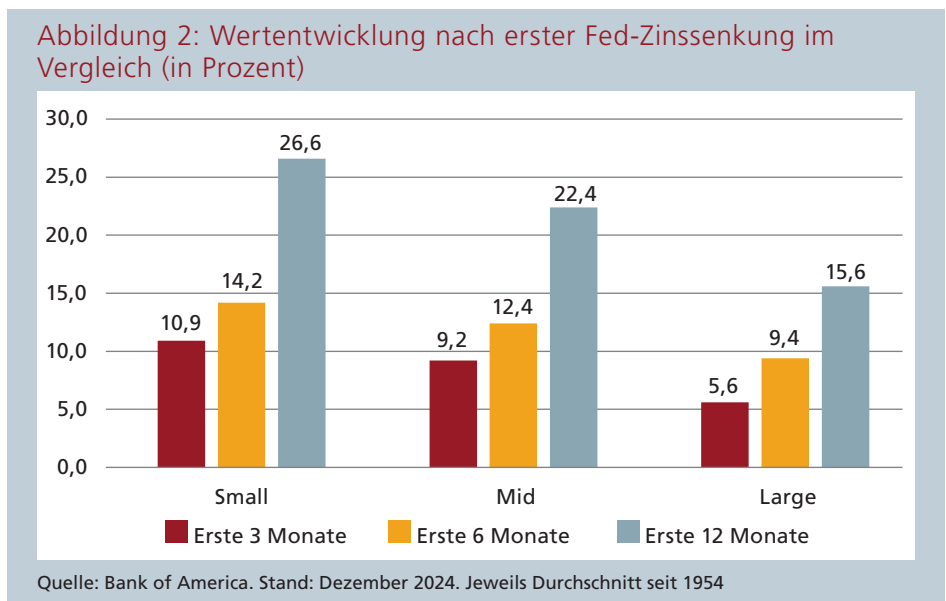
Der direkte Draht verschafft tiefere Einblicke in Geschäftsmodelle und Strategien sowie eine präzisere Einschät-

zung der Managementqualität. Aus den Eindrücken, die aktive Manager dabei gewinnen, entstehen Chancen. Sie können investieren, bevor der breite Markt das Potenzial von Unternehmen erkennt – dauerhaft wird er am Gewinnwachstum dieser Unternehmen nicht vorbeikommen.

Private Equity steigt zuerst ein

Anders als der breite Markt haben strategische Investoren sowie Private Equity Fonds das derzeitige Potenzial des börsennotierten Mittelstands längst erkannt und investieren antizyklisch. Das belegt die rege M&A-Aktivität: 2024 übernahm diese Investorengruppe allein in den Portfolios von Lupus alpha neun Unternehmen. Insgesamt reicht die Zahl der M&A-Deals für Small & Mid Caps in Westeuropa wieder an die Werte früherer Rekordjahre heran (Bloomberg M&A-Screener). Diese Dynamik steht im Kontrast zur aktuellen Zurückhaltung am Aktienmarkt. Und sie ist, bei schwankenden Niveaus, eine Konstante im Markt: Seit 2009 verzeichnet die Statistik bei europäischen Small & Mid Caps mehr als 3000 M&A-Deals mit einem Volumen von rund zwei Billionen Euro – bei Large Caps summierte sich dieser Wert auf weniger als eine Billion Euro.

Wie sich diese Aktivität im Segment der europäischen Small & Mid Caps wider-



spiegelt, wurde in einer Analyse im Jahr 2022 anhand der Indexbewegungen im MSCI Europe Small Cap analysiert. Das Ergebnis: Von den rund 1230 Titeln, die der Index im Jahr 2007 umfasste, haben sich bis März 2022 mehr als zwei Drittel aus dem Universum verabschiedet, allein 358 davon wurden von anderen Unternehmen übernommen.

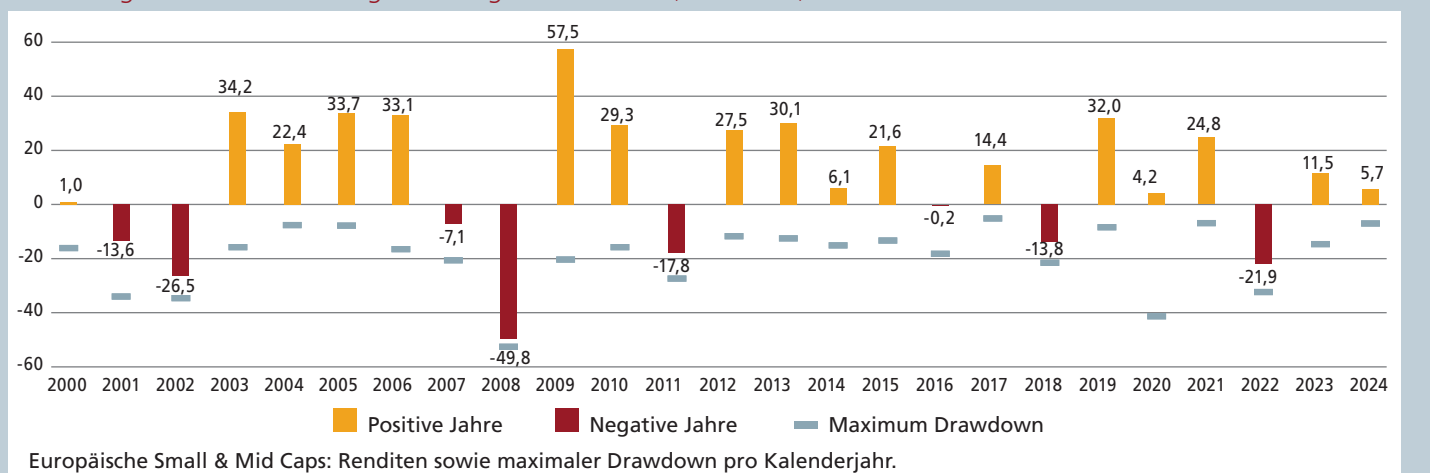
Dies ist ein typisches Phänomen für das Small-Cap-Segment, in dem sich zusätzliches Renditepotenzial aus Übernahmepremien verbirgt. Dass insgesamt 872 Titel im Universum ausgetauscht wurden zeigt die Dynamik im Small-Cap-Universum, in dem sich fundamental orientier-

ten Stockpickern immer wieder neue Chancen erschließen.

Hohe Dynamik nach Zinssenkungen

Ermutigende Signale deuten auf eine mögliche Trendwende für die künftige Performance im europäischen Nebenwerte-Segment hin. So verbessern die von Europäischer Zentralbank und US-Notenbank Fed seit Sommer 2024 eingeleiteten Zinssenkungen nicht nur die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen. Die Analyse historischer Daten belegt darüber hinaus, dass Small & Mid Caps auf sinkende Zinsen traditi-

Abbildung 3: Wertentwicklung nach negativen Jahren (in Prozent)





onell schneller und stärker reagieren als Large Caps – ein Muster, das sich sowohl in der noch jungen EZB-Historie als auch in der längeren Fed-Historie seit 1954 bestätigt (siehe Abbildung 2).

Die Indizien für eine Neubewertung des Segments verdichten sich: Das institutionelle Interesse wächst, erkennbar an der steigenden Zahl von Mandatsausschreibungen für Small & Mid Cap-

der Nullzinspolitik folgen meist Perioden überdurchschnittlicher Performance (siehe Abbildung 3). Die Qualität der besten Unternehmen, das wachsende Interesse der Investoren an diesem lange vernachlässigten Segment und die Erfahrung legen nahe, nicht auf das optimale Timing zu spekulieren. Wenn der Turnaround kommt, dann kommt er meist sehr schnell. An der Seitenlinie stehen und sagen, „wenn es läuft, dann lauf ich hinterher“, ist keine Option.

„Die Rückkehr zur historischen Outperformance von Nebenwerten ist vor allem eine Frage der Zeit.“

Auch nach längeren Underperformance-Phasen folgen typischerweise überdurchschnittlich starke Aufholbewegungen. Die Outperformance europäischer Nebenwerte zwischen Oktober 2023 und Januar 2024 illustriert das potenzielle Ausmaß und die Geschwindigkeit solcher Erholungen. Ähnliches gilt für die Aufholphasen nach Marktkrisen: In der Finanzkrise benötigten europäische Nebenwerte 5,8 Jahre zur Regeneration, Standardwerte brauchten 7,5 Jahre. Nach der Corona-Krise gelang den kleineren Unternehmen die Erholung in zehn Monaten, große Konzerne benötigten 15 Monate.

Portfolios. Die zentrale Frage lautet nicht mehr ob, sondern wann sich die fundamentale Qualität der Unternehmen wieder in höheren Bewertungen niederschlägt. Das aktuelle Marktumfeld bietet langfristigen Investoren attraktive Einstiegsmöglichkeiten, begünstigt durch die Kombination aus moderaten Bewertungen, strukturellen Stärken und positiven Katalysatoren wie den eingeleiteten Zinssenkungen. Die Rückkehr zur historischen Outperformance von Nebenwerten ist vor allem eine Frage der Zeit. Denn ein Blick auf die Vergangenheit zeigt: Auf Rückschläge wie 2022 nach dem Ende

Besser ist es, die strategische Relevanz europäischer Nebenwerte für die Portfolio-Optimierung stärker zu berücksichtigen. Ein Anteil von 25 Prozent in der europäischen Aktien-Allokation ermöglicht es, die gesamte Bandbreite der Wirtschaft mit ihrer Vielfalt an Branchen und Geschäftsmodellen abzubilden. Wer langfristig in börsennotierte Mittelständler investiert, profitiert sowohl von möglichen Kurssteigerungen als auch von der nachhaltigen Entwicklung dieser oft grundsoliden Unternehmen.
