

# Private Equity setzt auf Nebenwerte

Finanz- und strategische Investoren entdecken Titel aus der zweiten Reihe für sich – Noch setzt sich Underperformance der Small und Mid Caps fort

Börsen-Zeitung, 23.11.2024  
Weiß „Smart Money“ mehr als die Allgemeinheit? Es sieht ganz danach aus. Denn schon neun Portfoliounternehmen aus den Small & Mid Cap-Fonds von Lupus alpha wurden dieses Jahr von Finanz- oder strategischen Investoren übernommen. Und die Zahl der angekündigten Übernahmen im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen in Westeuropa übertraf schon Ende September das gesamte Vorjahresergebnis, wie Zahlen von Bloomberg zeigen.

Das ist besonders interessant, da Private Equity-Investoren genau da investieren, wo sie Potenzial für hohe Renditen ausmachen, und strategische Investoren da, wo sie Synergien durch Übernahmen und ein Profitieren von den Stärken der

*Small & Mid Caps zeichnen sich oft durch ein hohes Gewinn- und Umsatzwachstum aus. Etwa kamen europäische Nebenwerte bis 2022 auf ein EPS-Wachstum von 10% im Jahr, die „Großen“ nur auf 5%.*

Zielunternehmen erwarten. Diese Investoren werden oft als „Smart Money“ bezeichnet, da sie als besonders gut informiert gelten und über umfangreiche Ressourcen für detaillierte Analysen verfügen – und daher häufig das sehen, was andere noch nicht sehen.

Schauen wir auf die an der Börse gehandelten Wertpapiere, heißt es weiter abzuwarten. Dabei bedarf es keiner ausgefeilten Analysepower, um das Offensichtliche zu sehen: Die Unternehmen des MSCI Europe Small Cap-Index werden aktuell mit ihrem 12,9-fachen Gewinn gehandelt, klar unter ihrem langfristigen Durchschnitt von 14,5. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI Europe Large Cap-Index liegt hingegen aktuell bei 14,1, im langfristigen Mittel sind es nur 12,9. Dieser Trend zu großen und weg von kleinen Werten ist kein rein europäisches Phänomen, sondern ein weltweites. Auch der US-Nebenwerteindex Russell 2000 ist stark hinter dem S&P 500 zurückgeblieben. Daran hat auch die zeitweise sehr gute Entwicklung seit Juli 2024 nichts geändert.

Historisch betrachtet ist die Underperformance allerdings sehr ungewöhnlich. Denn normalerweise werden Small Caps höher bewertet als Large Caps. Dieser „Size“-Faktor wurde auch in verschiedenen Analysen von Ökonomen der Chicago-Schule beschrieben und spielt im Dreifaktorenmodell von Kenneth French und Eugene Fama eine wesentliche Rolle. Übrigens ist die Unterbewertung der Small und Mid Caps im Vergleich zu Large Caps aktuell so ausgeprägt wie seit der Finanzkrise 2008/2009 nicht mehr. Und schon jetzt handelt es sich um die längste Underperformance der vergangenen 25 Jahre. Vieles davon ist zyklisch bedingt.

## Flexible Weltmarktführer

Denn die grundsätzlichen Argumente für Small & Mid Caps gelten gestern wie heute: Small & Mid Caps zeichnen sich oft durch ein hohes Gewinn- und Umsatzwachstum aus. Etwa kamen europäische Nebenwerte bis 2022 auf ein EPS-Wachstum von 10% im Jahr, die „Großen“ nur auf 5%. Auch haben Unternehmen im börsennotierten Mittelstand in der Regel ein klar fokussiertes Geschäftsmodell und

sind oft Weltmarktführer in ihrer Nische. Dank schlanker Struktur und kürzerer Entscheidungswege sind sie meist anpassungsfähiger und reagieren flexibler als große Konzerne auf konjunkturelle Schwankungen und wechselnde Markttrends.

Die im Vergleich zu Large Caps größere Branchenvielfalt spricht ebenfalls für europäische Small & Mid Caps. Mit 3,1



Götz Albert

Managing Partner,  
CIO, Lupus alpha

Bill. Euro kommen sie zwar nur auf rund ein Viertel der Marktkapitalisierung von Large Caps (12,1 Bill. Euro). Dafür gibt es viel mehr Unternehmen. Als investierbar – weil ausreichend liquide gehandelt – gelten nach unserer Definition in Europa rund 1230 Small & Mid Caps, aber nur 270 Large Caps. Viele Nebenwerte sind zudem Vorreiter in Zukunftsbranchen und profitieren überproportional von technologischen Entwicklungen in Richtung CO<sub>2</sub>-Reduzierung, Elektrifizierung, KI, Automatisierung und Digitalisierung sowie Megatrends wie Urbanisierung, demografischer Wandel oder personalisierte Medizin.

## Viele M&A-Transaktionen

M&A-Transaktionen spielen für europäische Small- und Mid Caps als Werttreiber überdies eine größere Rolle. Seit 2009 kam es in diesem Bereich zu über 3000

M&A-Deals im Volumen von rund 2 Bill. Euro, bei Large Caps war es weniger als 1 Bill. Euro. Nicht zuletzt beobachten viel weniger Analysten und Investoren die Aktien. Das erzeugt Informationsineffizienzen, die spezialisierte Assetmanager nutzen können.

## Profitieren von Zinssenkungen

Die zyklischen Faktoren, die für die Underperformance gesorgt haben, dürften nach vorne hin an Kraft verlieren beziehungsweise sich in ihrer Wirkung umkehren: Die Zinserhöhungen der EZB hatten Small & Mid Caps aufgrund ihrer Finanzierungsstruktur stärker getroffen als Large Caps. Jetzt fallen die Zinsen. Untersuchungen zeigen, dass Small & Mid Caps in der Vergangenheit auf Zinssenkungen meist schneller und stärker reagiert haben als Large Caps – in den USA seit 1954, so eine Auswertung der Bank of America, aber auch in der noch jungen EZB-Historie. Kommt darüber hinaus durch die Zinssenkungen die Konjunktur wieder in Fahrt, führt das zu steigenden Gewinnerwartungen und höheren Bewertungen. Die Zahl der Insolvenzen nimmt gesamtwirtschaftlich zwar zu, aber das ist kein besonderes Thema im Bereich der börsennotierten Small & Mid Caps.

## Investieren statt timen

Zudem dürfte durch die wieder fallenden Zinsen die massive Vermögensreallokation hin zu Fixed Income geringer werden. Schon seit einiger Zeit werden von institutionellen Investoren wieder Mandate für Small & Mid Cap-Portfolios ausgeschrieben. Mit der nachlassenden KI-Euphorie könnte sich auch der Fokus auf Large Caps und Tech-Unternehmen abschwächen. Nicht zuletzt: Auf schwache Jahre folgte bei Small & Mid Caps in der Vergangenheit sehr häufig eine umso stärkere Gegenbewegung. Und je länger die Phase der Underperformance, desto

ausgeprägter der zu erwartende Aufholeffekt. Dennoch warten viele Investoren noch ab, um genau den richtigen Moment zu erwischen. Das gelingt allerdings nur selten. Besser als Market Timing ist „Time in the Market“ – also langfristig investiert zu sein. Immerhin erreichen europäische Small & Mid Caps etwa ein Viertel der Marktkapitalisierung des gesamten Akti-

*Je länger die Phase der Underperformance, desto ausgeprägter der zu erwartende Aufholeffekt.*

enmarkts. Mit einem Anteil von 25% in der europäischen Aktien-Allokation ist es damit möglich, die gesamte Breite und Tiefe der europäischen Wirtschaft mit ihrer großen Vielfalt an Branchen und Geschäftsmodellen abzubilden. Unsere Berechnungen zeigen: Das Rendite-Risiko-Verhältnis in einem europäischen Aktiendepot verbessert sich durch die Beimischung kleinerer Titel merklich. Seit 2000 lag ein gemischtes Portfolio aus 80% Large Caps und 20% Small & Mid Caps mit einer Rendite von 3,69% p.a. klar vor dem reinen Large Cap-Index mit 2,77%. Ab 2009 lief die Performance sogar noch stärker auseinander.

Attraktive Bewertungen, strukturelle Stärken und Katalysatoren wie die von EZB und Fed eingeleiteten Zinssenkungen – Private Equity- und strategische Investoren scheinen erkannt zu haben, welches Potenzial in diesem lange vernachlässigten Segment steckt. Die Rückkehr zur historischen Outperformance von Nebenwerten ist nach unserer Einschätzung nur eine Frage der Zeit.