

Die Kleinen holen auf

Aktien kleinerer Unternehmen hinken den Großen
seit zwei Jahren hinterher. Das könnte
sich bald ändern: Das größte Hindernis für ein
Comeback dürfte dieses Jahr wegfallen

TEXT
Julia Groth

ILLUSTRATIONEN
Cynthia Kittler

David Beckham sah damals in Unterwäsche von H&M ziemlich gut aus. Für Hugo Boss darf der ehemalige Fußballstar trotzdem etwas mehr tragen. Im Anzug tritt er neuerdings als Werbeträger des Bekleidungsunternehmens auf. Ein Coup für Hugo Boss: Mit Beckham ist die Marke zurück auf der Weltbühne. Seit der Schweizer Daniel Grieder vor drei Jahren als Chef von Tommy Hilfiger zu Hugo Boss gewechselt ist, läuft es bei dem gestrauchelten Modespezialisten wieder deutlich besser. Ein Re-

kordumsatz von 4,2 Milliarden Euro im vergangenen Jahr deutet darauf hin, dass Grieders Marketingstrategie fruchtet. Bloß an der Börse will es für Hugo Boss noch nicht so recht laufen. Der Aktienkurs dümpelt seit rund zwei Jahren vor sich hin. Zuletzt ging es sogar leicht abwärts – trotz Becks im Boss-Dress.

Wie Hugo Boss kommen viele Aktien kleiner und mittelgroßer Unternehmen, auch als Small und Mid Caps bezeichnet, einfach nicht auf die Beine. In Deutschland gelten in der Regel Aktien mit einer Marktkapitalisierung bis zu 100 Millionen Euro als Small Caps, in den USA gehören Unternehmen mit einem Börsenwert von

bis zu zwei Milliarden Dollar zu den Kleinen, darüber beginnen die Mid Caps. Der große Weltaktienindex MSCI World hat in den vergangenen zwölf Monaten rund 22 Prozent zugelegt. Der MSCI World Mid Cap, sein Pendant für mittelgroße Werte, schaffte nur zwölf Prozent plus, der Small-Cap-Index nicht einmal elf. Auf den ersten Blick ist das erstaunlich, denn in starken Börsenphasen schlagen die Kleinen oft die Großen: Auf lange Sicht, 20 Jahre und mehr, haben sie unterm Strich die Nase vorn. Für die schlechte Entwicklung der sogenannten Nebenwerte in jüngerer Zeit gibt es allerdings einen Grund – und der könnte bald wegfallen. ▶

2022 war ein Schicksalsjahr für Small und Mid Caps. Die US-Notenbank Fed begann, die Leitzinsen anzuheben, die Europäische Zentralbank (EZB) folgte, die Aktienmärkte tauchten ab. Viele große Unternehmen erholten sich an der Börse rasch wieder. Aktienindizes, die Standardwerte umfassen, stehen heute besser da denn je. Nicht so die Kleinen: Seit der Zinswende öffnet sich die Schere zwischen Standard- und Nebenwerten immer weiter (siehe Chart Seite 70 Mitte).

IN DER ZINSFALLE

Höhere Zinsen belasten kleine und mittelgroße Unternehmen besonders stark. Sie sind im Schnitt stärker fremdfinanziert, über kurzfristigere Zeiträume, und haben häufiger variable Zinssätze. Zinsanstiege schlagen bei ihnen daher schneller und stärker durch. Auch die schwächelnde Konjunktur lässt Anleger vor den zyklischeren und stärker schwankenden Small und Mid Caps zurückschrecken. Hinzu kommt, dass die Rally der Großen von relativ wenigen Unternehmen getrieben ist, vor allem von den Techriesen. Dem zersplitterten Segment der Nebenwerte fehlen solche Zugpferde.

Dieses Jahr aber könnte sich das Blatt wenden. Der Leitzins in den USA steigt

nicht mehr (siehe Chart Seite 70 oben). In der Euro-Zone dürfte er nun Schritt für Schritt wieder sinken. Sollten die Zinsen nachhaltig fallen, könnte das die Initialzündung für die Nebenwerte sein. Taktgeberin sei vor allem die US-Notenbank Fed, sagt Federico Laffan, Manager eines globalen Nebenwertefonds bei American Century Investments. „Sobald 100-prozentig sicher ist, wann die Fed die Leitzinsen senkt, heben Nebenwerte ab.“

Der nächste Zinsentscheid der Fed steht am 12. Juni an. Es gilt als unwahrscheinlich, dass die US-Notenbanker dann schon die Zinsen senken. Marktbeobachter erwarten den ersten Zinsschritt eher gegen Jahresende. Anleger stehen aber schon in den Startlöchern. Darauf deutet der Aufwärtstrend hin, auf den Small- und Mid-Cap-Indizes eingeschwenkt sind. „Seit Ende Oktober sehen wir eine volatile Aufwärtsbewegung“, sagt Katharina Raatz, Managerin eines Nebenwertefonds bei der Hamburger Privatbank Berenberg. „Sie war im ersten Quartal kurz unterbrochen, hat aber in den vergangenen Wochen an Fahrt aufgenommen.“ Die EZB könnte diesen Trend stützen – und die Fed ihn schließlich beschleunigen.

Noch ist das Umfeld für kleine Unternehmen schwierig. Denis Lademann weiß das nur zu gut. Er ist Mitgründer von Per-

formance One in Mannheim, einem Dienstleister für Onlineservices wie Big-Data-Analysen. Seit rund zwei Jahren ist das Unternehmen im Freiverkehr der Börse München notiert. Mit einer Marktkapitalisierung von weniger als vier Millionen Euro ist die Aktie bestenfalls ein Nano Cap – und kein sinnvolles Investment für Privatanleger. Die Probleme der Mannheimer stehen aber exemplarisch für die Schwierigkeiten, mit denen viele kleine Unternehmen kämpfen. „Banken haben die Zinsen erhöht, Wagniskapitalgeber sind knallhart, Business Angels sind kritischer geworden“, sagt Lademann. Auch der Börsengang klappte bei Performance One im ersten Anlauf nicht. Das Interesse war zu gering. Ein Jahr später ging das Unternehmen dann per Direktplatzierung an die Börse, also ohne über neue Aktien frisches Kapital aufzunehmen. Das war 2022.

ZU UNRECHT ABGESTRAFT

Verbessern sich die Finanzierungsbedingungen, dürfte die Stimmung drehen. Nebenwerte bekämen Rückenwind. Vielleicht nicht die ganz Kleinen wie Performance One. Aber zuletzt wurden auch kleinere Unternehmen mit etabliertem Geschäftsmodell und soliden Bilanzen abgestraft. Sie haben jetzt Potenzial.

Klein, aber fein

Ausgewählte Fonds für europäische Nebenwerte

Fonds	ISIN	Anlageschwerpunkt	Anteilpreis ¹	Jährliche Kosten ²	Wertentwicklung laufendes Jahr ²	Wertentwicklung seit 5 Jahren ^{2,3}	Risiko ⁴
Trend Kairos European Opportunities	DE000A2DTMB1	Europäische Small/Mid Caps	176,35	1,80	8,3	12,9	■■■■■
Janus Henderson Pan Europ. Sm. Comp.	LU0046217351	Kleinere Unternehmen aus Europa	77,84	1,20	13,8	10,8	■■■■
Invesco Cont. Europ. Small Cap Equity	LU1775959429	Europäische Small Caps	18,07	1,50	16,5	10,6	■■■■■
S&H Smaller Companies EMU	DE000A2N65T2	Unterbewertete Small/Mid Caps	161,78	1,50	3,1	10,3	■■■■
DWS European Opportunities	DE0008474156	Wachstumsstarke Nebenwerte	469,03	1,40	9,0	9,8	■■■■■
Bellevue Entrepreneur Europe Small	LU0631859229	Eigentümergeführte Unternehmen	416,51	1,60	16,1	9,6	■■■■
Lupus alpha Sust. Smaller Euro Champions	LU0129232442	Nebenwerte mit ESG-Fokus	304,68	1,50	3,7	9,3	■■■■■
BNY Mellon Small Cap Euroland	IE0003867441	Small/Mid Caps aus der Euro-Zone	7,45	2,00	6,5	8,6	■■■■■
UniEuropa Mid&Small Caps	LU0090772608	Europäische Nebenwerte	65,98	1,55	9,8	7,4	■■■■■
Oddo BHF Avenir Euro	FR0000990095	Nebenwerte mit ESG-Fokus	357,43	2,00	8,4	5,3	■■■■■

¹ in Euro; ² in Prozent; ³ durchschnittlich pro Jahr; ⁴ von ■ = geringes Risiko bis ■■■■■ = sehr hohes Risiko; Quelle: Morningstar; Stand: 25. Mai 2024

Zum Beispiel Aalberts. Der Gebäude- und Industrietechniker aus dem niederländischen Utrecht liefert unter anderem Rohrsysteme und Regelungstechnik. Nach dem Coronaschock 2020 stieg die Aktie der Niederländer deutlich, nur um dann im Zinswendejahr 2022 abzustürzen. Erholt hat sie sich noch nicht. Dabei läuft das Geschäft gut, die Bilanz von Aalberts ist solide, die Aktie mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von rund 15 preiswert.

Fondsmanager Laffan hat die Aalberts-Aktie in seinem Fonds. Ebenso die der Vusion Group: Die Franzosen stellen elektronische Preisschilder für den Einzelhandel her. Immer mehr Einzelhändler setzen auf Dynamic Pricing, passen also die Preise von Waren der Nachfrage an. Mit digitalen Etiketten ist das schnell gemacht. Die Vusion-Aktie schwankt stark, befindet sich aber seit drei Jahren in einem größeren Aufwärtstrend.

In Laffans Fonds ist auch der deutsche Lagertechniker Kion. Dessen Aktie hat sich vom Hoch Ende 2021 deutlich vergünstigt. Die Aussichten sind aber gut, die Servicesparte wächst, der Gewinn dürfte dieses Jahr deutlich zulegen. Baut Kion sein Chinageschäft weiter aus, ist noch mehr drin.

Aalberts hat eine Marktkapitalisierung von knapp 5,0 Milliarden Euro, Vusion rund 2,5 Milliarden Euro, bei Kion sind es fast 6,0. Small Caps? Na ja. Viele Manager von Nebenwertefonds pflegen mit den Größendefinitionen aber einen entspannten Umgang. Aus gutem Grund.

WETTRENNEN ZUM AUSGANG

Nebenwertekäufer, die ihr Anlageuniversum stark begrenzen, können in holprigen Phasen schnell Probleme bekommen, vor allem in Europa. „Die Handelsvolumina und die Liquidität sind hier vergleichsweise niedrig“, sagt Laffan. Geht es abwärts, wollen oft viele Anleger gleichzeitig verkaufen – und nicht alle kommen dann zu halbwegs guten Preisen raus. Trotzdem kann es sich lohnen, jetzt auf Small und Mid Caps aus Europa zu setzen. Europäische Aktien sind gerade insgesamt günstiger als US-Titel (siehe Grafik Seite 70 unten), ihr Nachholpotenzial ist größer.

Wer auf das Comeback europäischer Small und Mid Caps setzen will, sollte einige Dinge beachten. Dazu gehört, die für Nebenwerte spezifischen Stolperfallen zu kennen, nicht zu viel Geld einzusetzen

99

PROZENT
der Unternehmen in Europa
sind klein oder mittelgroß,
viele gar nicht börsennotiert

und beim Kauf mit Limits zu arbeiten. Eine Alternative zu Einzelaktien sind Fonds (siehe Tabelle Seite 68). Das senkt das Risiko.

So oder so sind Nebenwerte anstrengend. Kleinere Unternehmen können besonders rasch aufsteigen oder abstürzen und werden häufiger zu Übernahmezielen. Viele haben spezielle Eigentümerstrukturen. Die Unternehmensführung hat oft großen Einfluss, im Guten wie im Schlechten. Chancen und Risiken lassen sich schwerer einschätzen als bei Standardwerten. „Viele kleine Unternehmen erzielen überhaupt noch keinen Gewinn“, sagt Gerd Häcker, geschäftsführender Gesellschafter der Vermögensverwaltung Steinbeis & Häcker. Wenn, wie jetzt, Fremdkapital eher teuer ist und Banken mauern, werden die Anteile von Bestandsaktionären oft auch noch durch Kapitalerhöhungen verwässert.

LIQUIDITÄT IST TRUMPF

Geht die Zinswette auf, könnte das gesamte Nebenwertesegment profitieren – auch die Aktien schlechter aufgestellter Unternehmen. Aber: Früher oder später würde sich die Spreu wieder vom Weizen trennen. Darüber hinaus gibt es Risiken, die das Comeback der Nebenwerte verzögern könnten. Anleger sollten Aktien also sehr sorgfältig auswählen – oder die Auswahl gleich einem Profi überlassen.

Hauptrisiko ist die Konjunktur. Trübt sie sich deutlich ein, würden Small und Mid Caps noch einmal runtergezogen. Bei Steinbeis & Häcker achtet man deshalb strikt auf Liquidität. Der Münchner

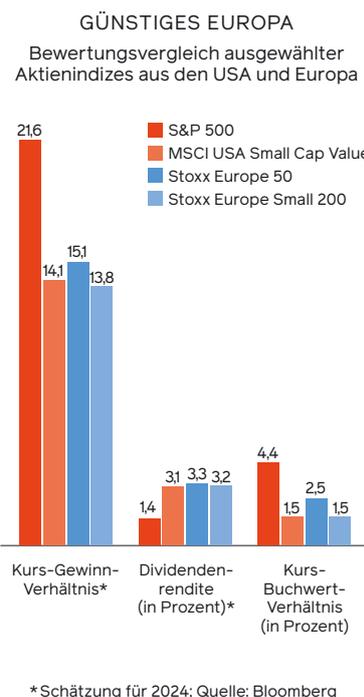
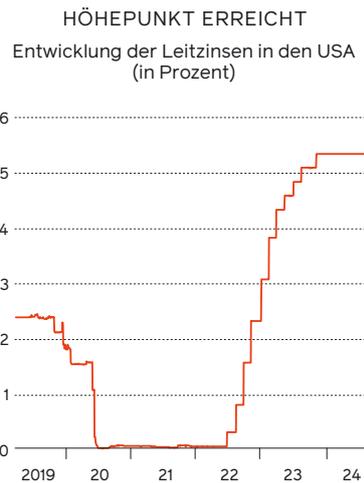


Vermögensverwalter trifft die Anlageentscheidungen für den Nebenwertefonds S&H Smaller Companies EMU – und blickt eher skeptisch in die Zukunft. „Die Konjunktur könnte zum Jahresende runterkommen“, sagt Häcker. Sollte es dann zu einer neuen Verkaufswelle bei Small Caps kommen, könnte es hässlich werden, warnt er. „Viele Small-Cap-Fonds haben ähnliche Werte in den Portfolios. Bei einem Abverkauf könnte es dadurch zu einer Abwärtsspirale bei einigen Titeln kommen. Deswegen achten wir bei Nebenwerten auf eine gute Liquidität und mischen mit Augenmaß auch größere Titel bei.“

Was das konkret heißt, zeigt ein Blick ins Fondsportfolio. Unter den größten Positionen ist etwa das norwegische Öl- und Gasunternehmen Aker BP. Marktkapitalisierung: umgerechnet rund 14,7 Milliarden Euro. Oder Autozulieferer Conti, aktueller Börsenwert: 12,5 Milliarden Euro. Derzeit addiert sich der Anteil von Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als zehn Milliarden Euro im S&H-Fonds auf 27 Prozent. Einige dieser Unternehmen, etwa Check Point Software, gelten zumindest in ihrem Heimatmarkt USA als Mid Caps.

Um Risiken zu verringern, achtet S&H zudem auf niedrige Bewertungen. Die Anlageprofis verfolgen generell einen Value-Ansatz, suchen also nach unterbewerteten Aktien. Momentan sollten die Portfoliotitel erst recht nicht zu teuer sein. „Sehr tiefe Bewertungen bieten im Nebenwertesegment einen gewissen Schutz. Wenn die Bewertung zu weit fällt, gibt es oft eine Übernahme“, sagt Häcker. Übernahmen haben dem Fonds bereits in der Vergangenheit Erfolge beschert. So hatte der Fondsberater auf eine Übernahme von Vitesco gesetzt. Vergangenen Herbst unterbreitete Schaeffler den Aktionären des Autozulieferers ein freiwilliges Erwerbsangebot. S&H griff zu und verkaufte seine Vitesco-Position mit Gewinn.

Viele Manager von Nebenwertefonds investieren nicht ausschließlich in Small und Mid Caps. Gerade mischen sie ihren Portfolios gern eine Portion Standardwerte bei, um Risiken zu minimieren. Das deutet darauf hin, dass sie der angelaufenen Erholung noch nicht recht trauen. Auch Large-Cap-Manager halten sich von Small und Mid Caps fern. Zeitweise hielten viele von ihnen die Kleinen als renditestarke Beimischung. Dreht die Stimmung



und springen Standardwertefonds wieder auf Nebenwerte an, würden sie die Erholung befeuern.

WACHSTUM MUSS HER

Damit das passiert, wäre neben sinkenden Zinsen und besseren Konjunkturaussichten ein dritter Treiber nötig, sagt Marcus Ratz, Manager eines Nebenwertefonds bei der Frankfurter Investmentboutique Lupus alpha: „Small und Mid Caps müssten wieder ein stärkeres Gewinnwachstum aufweisen als Large Caps.“ Dann hätten Großinvestoren wieder einen Grund, zuzugreifen. Immerhin gehen Analysten davon aus, dass die Gewinne bei europäischen Nebenwerten dieses und nächstes Jahr deutlich stärker wachsen als die von Standardwerten. Behalten sie recht, sollte sich die Bewertungslücke zwischen Neben- und Standardwerten früher oder später schließen.

Bis dahin heißt es für Nebenwertinvestoren durchhalten und auf Qualität achten. Drei Punkte sind für Lupus-alpha-Mann Ratz bei der Titelauswahl besonders wichtig: „Ein überzeugendes Management, eine starke Marktposition und ein im Vergleich zu Wettbewerbern besseres Wachstumsprofil.“

Und es gibt sie ja, die vergleichsweise kleinkapitalisierten Unternehmen, die sich an der Börse auch jetzt gut schlagen. Zum Beispiel Fugro. Der niederländische Geodatenspezialist – Börsenwert: 2,7 Milliarden Euro – bietet Dienstleistungen zur Untergrundanalyse an, etwa für Öl- und Gasunternehmen, aber auch für Baufirmen und Errichter von Offshore-Windkraftanlagen. Die Zinswende konnte der Aktie der Niederländer kaum etwas anhaben, in der ersten Jahreshälfte 2022 legte sie sogar zu, danach ging es eine Zeit lang seitwärts. In den vergangenen zwölf Monaten ist der Kurs nun fast 70 Prozent gestiegen.

Für das erste Quartal 2024 meldete Fugro ein Umsatzwachstum von neun Prozent. Der bereinigte Gewinn vor Steuern, Abschreibungen und Wertberichtigungen stieg gegenüber dem Vorjahresquartal um rund 40 Prozent auf 82,8 Millionen Euro. Das Unternehmen profitiert von steigenden Investments in Infrastruktur und erneuerbare Energien. In einem Umfeld mit niedrigeren Zinsen würde voraussichtlich noch mehr investiert.