

# „Kaum rationale Gründe, warum die Unterbewertung noch länger anhalten soll“

Der Lupus alpha All Opportunities Fund fokussiert auf den Bereich Small & Mid Caps und will mithilfe einer speziellen Strategie Mehrwerte für die Anleger generieren mit einer deutlich geringeren Volatilität als eine vergleichbare Long-only-Strategie. Ich sprach mit den beiden Fondsmanagern Franz Führer und Björn Wolf über die Perspektiven des Segments und den Investmentprozess.

Interview: FRANK O. MILEWSKI, CASH.

Immer öfter ist vom Comeback der Small Caps zu hören. Was ist wirklich dran am Reiz der Nebenwerte?

**Führer:** Seit der Jahrtausendwende haben Small Caps ihre markt-schweren Pendanten strukturell outperformt. Allerdings tendieren Nebenwerte in Krisenzeiten immer dazu, Large Caps hinterherzuhinken. Anleger sind in diesen Phasen risikoavers und wollen liquide bleiben. In den letzten 20 Jahren gab es allerdings keine so lange Phase der Underperformance, wie wir sie aktuell erleben. Der maximale Unterschied zu den Large Caps lag während der Finanzkrise 2008 bei minus 30 Prozent. Genau an diesem Punkt befinden wir uns jetzt wieder.

Gibt es strukturelle Gründe dafür? Wie steht es beispielsweise um die Bewertung?

**Führer:** Large Caps hatten seit 2007 immer einen Bewertungsdiscount zu den Small Caps, weil letztere im Schnitt ein höheres Wachstumsprofil aufweisen. Seit Anfang 2023 sind wir an einem Punkt, den man ebenfalls während der letzten 20 Jahre nicht mehr gesehen hat: Die Bewertung der Small Caps ist in Europa deutlich günstiger als jene der Large Caps.

Wie kam das zustande?

**Wolf:** Wir treffen viele Unternehmen, deren Umsätze, Margen und Gewinne wachsen, während der Aktienkurs in die falsche Richtung geht. Es sind meist Makrothemen wie die Lage in der Ukraine, die Energiekrise oder auch die hohen Zinsen, die für Unsicherheit sorgen.

**Führer:** Ein guter Indikator für die aktuell niedrige Bewertung sind auch die M&A-Aktivitäten. In einigen Märkten war zu beobachten, dass Familien, die bereits 60 Prozent einer Firma halten, sagen: „Mit dem Cashflow, den ich die nächsten eineinhalb Jahre erwirtschafte in der Firma kann ich die anderen 40 Prozent rauskaufen, weil das Bewertungsniveau so günstig ist.“ Auch Private Equity-Investoren und solche, die als Early Indicator gelten, sind zunehmend aktiv. Es deutet viel darauf hin, dass wir jetzt eine gute Chance haben, dass die Small Caps zurückkommen und die Large Caps outperformen.

Bei einem Abschlagn von 30 Prozent bei der Wertentwicklung kann es ja eigentlich nur wieder nach oben gehen.

**Wolf:** Die Prämie, die die Small Caps immer hatten, weil sie innovativer sind, schneller wachsen und profitabler sind, kommt ja nicht von ungefähr. Das charakterisiert die Unternehmen ja nach wie vor. Es gibt daher kaum rationale Gründe, warum die Unterbewertung im Vergleich zu den Large Caps noch viel länger anhalten soll.

Was sind die wichtigsten Trends, die die Small Caps bewegen?

**Wolf:** So viele Krisen, die wir gesehen haben, so viele Trends und Chancen ergeben sich daraus. Immer wieder ist die Innovationskraft der Small Mid Caps gefragt. Es sind Unternehmen, aus der zweiten Reihe, die von den meisten dann nicht gesehen werden. Aktuell haben wir ein niederländisches Unternehmen im Portfolio des Lupus alpha All Opportunities Fund, das vom Boom der Windkraftindustrie profitiert. Die Niederländer liefern Geolokationsdaten. Bevor ein Windpark gebaut wird, weiß der Betreiber, wo die Strömung herkommt, ob er überall im Boden Windräder verankern kann und ob überhaupt genug Wind weht. Das Unternehmen ist in diesem Bereich Weltmarktführer. Es ist eine Nische, in die kaum ein Großer hineingeht.

Wo fangen Sie bei den Firmen, die Sie analysieren, an – und wo hören Sie auf?

Man könnte ja theoretisch auch sagen, Windkraft- räder brauchen seltene Erden, damit sie funktionieren können.

**Führer:** Sie kennen die Börsenweisheit: Investiere bei einem Goldrausch nicht in die Goldgräber, sondern in Schaufeln. Wir schauen uns natürlich die

„Wir haben jetzt eine gute Chance, dass die Small Caps zurückkommen.“

Wertschöpfungskette an. Dabei blicken wir aber weniger auf Makrobewegungen, sondern schauen: Welche spannenden Firmen gibt es in unseren Themenbereichen? Oft sind sie alleiniger Anbieter. Und es gibt meist keine Wettbewerber, weil es sich für viele Großunternehmen gar nicht lohnt, umfangreich zu investieren. Wichtig für uns ist dabei vor allem das Management. Wir brauchen Unternehmen, wo wir dem Führungsteam vertrauen können.

Welche Rolle spielen Short-Engagements in Ihrer Anlagestrategie?

**Führer:** Der Kern unseres Portfolios sind Long-Positionen in Aktien. Wir haben aber auch die Möglichkeit, Verkaufspositionen einzugehen, wenn sich Trends ändern oder Aktien zu hoch bewertet sind.

**Wolf:** Wir nutzen diese Opportunität, wenn wir bei unseren Unternehmensbesuchen sehen, dass etwas schief läuft. Ein Beispiel ist ein Industrieunternehmen aus den Niederlanden. Ich habe mir damals vor Ort die Produktion angeschaut und nur zwei Maschinen statt des erwarteten Maschinenparks gesehen. Auch die Werksführung mit dem CEO ließ viele Fragen offen. Das stimmte hinten und vorne nicht – und bewog uns dazu, Short zu gehen.

Gibt es in Ihrem Portfolio ein Limit bei der Aufteilung zwischen Long-

und Short-Positionen?

**Führer:** Das Konstrukt ist als 150-50-Fonds aufgesetzt. Das heißt, theoretisch könnten wir 100 Prozent Long Only sein. Wir haben aber auch die Möglichkeit, 50 Prozent Long und 50 Prozent Short draufzusetzen, also 150 auf der Long-Seite und 50 auf der Short-Seite.

**Wolf:** Wir unterscheiden zwischen typischen Long- und typischen Short-Positionen. Wir haben auch Pair Trades, also Aktie A gegen Aktie B. Wichtig dabei, beide Aktien kommen aus der gleichen Branche mit vergleichbarem Geschäftsmodell.

**Führer:** Zum Beispiel ein Unternehmen aus der Chemiebranche, das vor einigen Jahren über Private Equity an die Börse gekommen ist und eines, das schon deutlich länger im Markt war. Jetzt haben wir gesehen, dass die länger im Markt befindliche Company sogar noch ein bisschen weniger digitalisiert ist und noch ein bisschen weniger wächst, aber immer mit einer deutlichen Prämie zum Markt gehandelt wurde. Das andere Unternehmen mit weniger Historie am Markt hatte trotzdem immer einen Bewertungsabschlag. Aber Anfang des Jahres ging das so weit auseinander, dass das ältere Unternehmen bei vergleichbaren Margen fast doppelt so hoch bewertet war wie das

Jüngere. Somit gingen wir in letzterem Long und verkauften jenes, das schon lange am Markt war. Damit sind wir marktneutral aufgestellt und wären nicht davon betroffen, wenn plötzlich eine Nachricht käme, dass der Chemiemarkt einbricht. Das wäre in einem Long Only-Fonds nicht möglich.

**Wolf:** Der Bewertungsunterschied ist innerhalb von zwei Monaten wieder um 30 Prozent zusammengelaufen. Für uns bedeutete dies einen erheblichen Gewinn auf den Pair Trade – nur, weil sich die Bewertung wieder einigermaßen angeglichen hatte.

Wie sind Sie momentan positioniert?

**Führer:** Aktuell sind wir noch neutral aufgestellt. Vor allem, weil wir vor dem ersten Quartal mit Blick auf manche Firmen zögerlich waren. Seit dem Ende der aktuellen Berichtssaison (Anm.: Ich habe die Aussage von Herrn Führer zeitlich angepasst, weil das Interview ja nach der Q1-Reporting Season veröffentlicht wird) haben wir viele Konferenzen besucht. Es scheint wieder ein positiver Schwung in den Markt zu kommen – noch verhalten, aber wir sehen mehr Möglichkeiten auf der Long-Seite.

Welche Rolle spielen Special Situations als Teil Ihrer Strategie?

**Führer:** Dazu zählen neben Fusionen und Übernahmen auch Spin-Offs. Ein Beispiel sind Spin-offs, also Firmen, die eine Geschäftseinheit abspalten wollen. Oft ist es an der Börse so, dass eins plus eins drei ergibt. Wir hatten eine große Position in einem europäischen Mobilfunkunternehmen, die ihr Tower-Geschäft ausgelagert hatten. Es hieß am Markt, dass der Anbieter ein operatives Ergebnis vor Abschreibungen von 100 Millionen Euro abspaltet, aber für die Sendemasten eine fünfmal höhere Bewertung zugestanden bekommen, als die ausgelagerte Firma selbst wert ist. Dieser Spin-off hatte der Aktie ein Plus von 30 bis 40 Prozent beschert.

C.



Die Fondsmanager des Lupus alpha All Opportunities Fund: Björn Wolf (links) und Franz Führer

FOTO: LUPUS ALPHA ALL OPPORTUNITIS FUND