

Gute Gründe für Nebenwerte

Stand: April 2023



Francis Ellison
Client Portfolio Manager

Die Rahmenbedingungen für Investitionen in Nebenwerte waren 2022 schwierig, ebenso wie für wachstums- und qualitätsorientierte Anlagestile. Um auf diese Problematik einzugehen, haben wir einige allgemeine Stellungnahmen zu den relevanten Faktoren abgegeben.

Wir sollten kleinere Unternehmen im Kontext der Unterscheidung zwischen Wachstums- und Substanzwerten sowie des aktuellen Umfelds betrachten und dabei vor allem die Wirkung der Zinsen und der Rezessionsgefahr berücksichtigen.

Kleinere Unternehmen fallen tendenziell eher in die Kategorie der Wachstums- als der Substanzwerte. Dies ist ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal der Anlageklasse im Vergleich zu Standardwerten. Der Hauptgrund hierfür ist die mathematische Logik: Der Gewinn lässt sich leichter verdoppeln, wenn ein Unternehmen nicht 1 Mrd. EUR, sondern nur 1 Mio. EUR verdient. Dies mag eine radikale Verallgemeinerung sein, und es gibt ein paar Ausnahmen, vor allem einige (meist US-amerikanische) Technologie- und Biotechnologieriesen. Small-Cap-Indizes weisen jedoch eine höhere Korrelation zu Wachstums- als zu Substanzwertindizes auf. Zusätzlich verstärkt wird dies durch die

Sektorzusammensetzung. So sind in Small-Cap-Indizes der Technologie- und der Medizintechniksektor höher gewichtet und klassische Substanzwerte wie Energieunternehmen, Versorger und Banken schwächer vertreten.

2022 verzeichneten die Substanzwerte einen Aufschwung zulasten der Wachstumswerte.

Wobei jedoch in den letzten Monaten teilweise eine Trendwende eingetreten ist. Unter dieser Entwicklung haben die Nebenwerte gelitten. Ein Beispiel zur Verdeutlichung: Der wichtigste Sektor mit positiver Wertentwicklung in beiden Indizes, dem MSCI Europe und dem EMIX European Smaller Companies war der Energiesektor, dessen Anteil am Large-Cap-Index MSCI Europe etwa doppelt so hoch ist wie am Small-Cap-Index EMIX European Smaller Companies.

Der Hauptgrund für die Umschichtung war die Veränderung der Zinslandschaft – ein zur Bekämpfung der Inflation nötiger Kurswechsel hin zu einer restriktiveren Geldpolitik. Verursacht wurde der Inflationsdruck durch Lieferkettenengpässe, vor allem aber durch die Folgen des Ukraine-Konflikts in Form höherer Energiepreise und einer Knappheit von Grundnahrungsmitteln. Die grundlegenden Konsequenzen für Wachstumsunternehmen auf der operativen Ebene sowie der Ebene der Gewinn- und Verlustrechnung waren nicht der entscheidende Faktor. Wachstumsunternehmen zeichnen sich gewöhnlich durch relativ solide Bilanzen und eine relativ geringe Verschuldung aus und reagieren daher weniger sensibel auf die Finanzierungskosten. Steigende Zinsen mögen sich zwar negativ bemerkbar machen, aber dies gilt in noch höherem Maße für Substanzunternehmen, die stärker verschuldet sind, sodass sich insgesamt ein relativer Vorteil für Wachstumsunternehmen ergibt.

Das Problem ist jedoch eher durch die Bewertungsmethoden bedingt. Der jüngste Zinsanstieg (der derzeit zum Stillstand gekommen ist, sich aber zu gegebener Zeit fortsetzen kann) wirkt sich besonders auf die Unternehmensbewertung anhand von Discounted-Cashflow-Modellen aus, weil der Wert der langfristigen Erträge sinkt, wenn diese mit einem höheren Satz abgezinst werden. Effektiv wird der Markt also zu einer kurzfristigeren Betrachtungsweise gezwungen, weil für langfristig nachhaltige Geschäftsmodelle mit wiederholbaren

Kleinere Unternehmen fallen tendenziell eher in die Kategorie der Wachstums- als der Substanzwerte. Dies ist ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal der Anlageklasse im Vergleich zu Standardwerten.

und vorhersehbaren Gewinnen keine hohen Bewertungen mehr gewährt werden können.

Mit Blick auf die nahe Zukunft sind wir der Meinung, dass sich die Lage positiver darstellt. Erstens können sich die Auswirkungen der Zinserhöhungen durchaus als eine einmalige Korrektur der Bewertungsniveaus erweisen, die zum Großteil bereits stattgefunden hat. Das hat es auch früher schon gegeben, wobei Zyklen jedoch niemals identisch verlaufen und sich die Geschichte niemals genau wiederholt. Langfristig richten sich die Bewertungsniveaus nach den Gewinnen, und Wachstumsunternehmen steigern ihre Gewinne per Definition schneller. Sie haben lediglich unter der Minderung des Werts gelitten, der diesen wachsenden Gewinnen beigemessen wird.

Vielleicht besteht zumindest relativ betrachtet noch ein weiterer Grund zu Optimismus. So glauben viele Kommentatoren, dass eine globale Rezession droht, was auch durch unsere makroökonomischen Analysen und Überlegungen bestätigt wird. Unter einer Rezession würden die riskanteren, instabileren und zyklischeren Geschäftsmodelle wahrscheinlich überproportional leiden. Wachstumsorientierte Modelle mit nachhaltigeren Erträgen und geringerer Abhängigkeit vom Konjunkturzyklus dürften sich besser behaupten, sodass ihre Gewinne durchaus eine höhere Bewertung erhalten könnten.

Die höhere Inflation hat kurzfristig durch ihren negativen Einfluss auf Volkswirtschaften.

Dieselben Argumente lassen sich teils auch bezüglich des aktuellen Inflationsschubs und seiner Auswirkungen auf den Markt anführen. Die höhere Inflation hat kurzfristig durch ihren negativen Einfluss auf Volkswirtschaften und manche Geschäftsmodelle für Verwerfungen gesorgt. Sie ist der wesentliche und vielleicht sogar der einzige Grund für die höheren Zinssätze. Die Folgen werden für Substanzwerte gravierender sein als für Wachstumswerte. Dies gilt insbesondere für die Art von Wachstumswerten, auf die wir setzen. Wir achten schon seit langem auf die Preissetzungsmacht und ihre Vorteile, indem wir das Fünf-Kräfte-Modell nach Porter und die Analyse nachhaltiger Wettbewerbsvorteile („Economic Moats“) intensiv nutzen. Im derzeitigen makroökonomischen Umfeld wird dies noch wichtiger. Wenn es uns gelingt, Unternehmen mit Preissetzungsmacht ausfindig zu machen, können diese steigende Rohstoff- und Produktionskosten weitgehend ohne nachteilige Folgen auf ihre Kunden abwälzen. Substanzunternehmen werden dagegen unter Druck geraten, wenn sie dazu nicht in der Lage sind. Die Unfähigkeit, höhere Kosten über höhere Preise an die Kunden weiterzugeben, schmälert die Margen und ist mithin genauso schädlich wie höhere Zinsen.

Die Aussichten für Wachstumsaktien könnten nun durchaus wieder attraktiver sein.

Daher könnten die Aussichten für Wachstumsaktien nun durchaus wieder attraktiver sein. Davon werden kleinere Unternehmen profitieren, die stärker wachstumsorientiert sind als ihre größeren Wettbewerber. Unser Ansatz ist sicherlich extremer als der des EMIX European Smaller Companies Index. Infolge

unserer Konzentration auf die Preissetzungsmacht, nachhaltige Wettbewerbsvorteile und erstklassige Geschäftsmodelle ist unsere Wachstumsorientierung sogar noch ausgeprägter als die des EMIX European Smaller Companies.

Und schließlich haben kleinere Unternehmen auch schon früher existiert und Rückschläge überwunden. Im Jahr 2013 wurde

die Rallye der Substanzwerte durch das Versprechen der EZB ausgelöst, „alles Notwendige“ zum Schutz des Euros zu tun. 2016 waren die Auslöser der Brexit und die Erwartung, dass der überraschende US-Wahlsieger Donald Trump die Konjunktur ankurbeln würde. In beiden Fällen klang die Rallye der Substanzwerte allmählich ab.

Kontakt:



Benno Kriews

Sales Director IFAs, Pools, Platforms,
DPM and FoF

☎ +49 69 297 299 41

✉ benno.kriews@columbiathreadneedle.com



Max Schulze

Sales Director Private Banks, Family Offices
and Foundations

☎ +49 69 279 299 77

✉ max.schulze@columbiathreadneedle.com

To find out more visit [columbiathreadneedle.com](https://www.columbiathreadneedle.com)



WICHTIGE INFORMATIONEN. AUSSCHLIESSLICH FÜR PROFESSIONELLE INVESTOREN (nicht zur Verwendung mit/zur Weitergabe an Dritte). Für Werbezwecke.

Dieses Material ist nicht als Angebot, Aufforderung, Beratung oder Anlageempfehlung zu verstehen. Diese Mitteilung ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung gültig und kann ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Informationen aus externen Quellen werden als zuverlässig angesehen, es wird jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit übernommen. Die tatsächlichen Anlageparameter werden vereinbart und im Verkaufsprospekt oder im formellen Anlageverwaltungsvertrag dargelegt. Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen beim Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburg), Registernummer B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg.

Columbia Threadneedle Investments ist der weltweite Markenname der Columbia und Threadneedle Unternehmensgruppe.

387067 (05/23)