



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 1/2025 vom 22.01.2025

Deutsche Small und Mid Caps: Es kann eigentlich nur besser werden

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1990
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany All Cap

- Large Caps hui, Small Caps nicht so sehr
- Teile der Finanzmärkte im Spekulationsfieber ...
- ... finanziert u.a. durch den Verkauf europäischer Assets
- Dank schlechter Wirtschaftspolitik verzeichnet Europa querbeet Abflüsse
- Deutsche Wirtschaftspolitik hat viel Vertrauen in Deutschland verspielt
- Ergebnis: Deutliche Unterbewertung weiter Teile des deutschen Aktienmarktes
- Finanzinvestoren und andere nutzen die niedrige Bewertung aus, wenn es die Aktieninvestoren nicht tun

1

Das Jahr 2024 war auf den ersten Blick ein sehr erfreuliches Jahr für die Aktionäre. Auf den zweiten Blick beschränkte sich dies jedoch in erster Linie auf die großen Aktien. Kleinere Titel, oft sogar unabhängig von der Entwicklung ihres Geschäftes, konnten von der positiven Stimmung wenig profitieren und verzeichneten teilweise selbst bei geringen Verfehlungen ihrer Geschäftserwartungen deutliche Verluste. Dementsprechend weit lag die Entwicklung der deutschen Aktienindizes auseinander: Während der DAX mit 18,8 % deutliche Kursgewinne verzeichnen konnte, erreichten MDAX, TecDAX und SDAX eine Performance von -6,7 %, +2,4 % sowie -1,8 %, wobei der TecDAX seine Alleinstellung mit einem Plus im „Nebenwertebereich“ der Tatsache verdankt, dass die größten Titel SAP, Deutsche Telekom, Siemens Healthineers, Infineon, Qiagen und Sartorius auch im DAX vertreten sind und 70 % des Index ausmachen. Und rechnerisch standen sieben Aktien fast für die

gesamte Performance des DAX und somit auch für die Gesamtpformance des deutschen Aktienmarktes.

Large Caps hui, Small Caps nicht so sehr

Neben der Unternehmensgröße waren die Treiber für die Kursentwicklung wie immer die fundamentale Entwicklung der Unternehmen, aber auch die Stabilität der Gewinne, das offensichtlich nachhaltig höhere Niveau der Zinsen für die Banken und Versicherungen sowie die Bedeutung des US-Geschäftes für die Unternehmen: Je höher, desto besser. Zudem hatten die großen Gewinner eine vernünftige, teilweise niedrige Bewertung zu Jahresbeginn aufgewiesen. Anders als in den letzten Jahren war jedoch die Qualität eines Unternehmens unabhängig von der Bewertung keine Performance-Garantie: Bei ehemaligen Lieblingen, auch wenn sie hochkapitalisiert sind, stellten sich teilweise ordentliche Verluste ein. Insofern kann man trotz aller Abgesänge feststellen,

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



dass die Bewertung eben doch eine wichtige Rolle spielt und Value Investing Grundlage für den nachhaltigen Investmenterfolg ist.

Aufgrund der überproportionalen Gewichtung des Nebenwertebereichs konnten sich die FPM Funds mit +2,4 % im Stockpicker Small/Mid Cap sowie mit +3,3 % inklusive Ausschüttung im Stockpicker All Cap der schwachen Nebenwerteentwicklung nicht entziehen und schnitten zwar deutlich besser ab als die Nebenwerteindizes, waren aber eben auch weit entfernt von der Entwicklung des DAX. Grob gesagt lässt sich Folgendes feststellen: Die Gewinnerpositionen profitierten von den gestiegenen Zinsen, von steigenden Ausgaben für die Verteidigung und einzelnen unternehmensbezogenen Daten, sie litten vor allem unter der Aversion gegen alles zyklische sowie konsumnähere Titel.

Teile der Finanzmärkte im Spekulationsfieber ...

Die allgemeine Lage lässt sich wie folgt beschreiben: Wenn Donald Trump mit der Einführung des Trump Coin in 24 Stunden seinen Wohlstand um 60 Milliarden US-Dollar steigern kann, dann hinterlässt dies Fragen: Zum einen, ob die Kryptoassets wirklich so werthaltig sind, wie ihre Fans behaupten, zum anderen, wie man dieser Kettenbriefe Herr werden kann (oder es überhaupt versuchen will), wenn man kein Krypto-Fan ist. Der Wert des Trump Coin liegt jetzt jedenfalls höher als der Wert von VW, BASF oder Infineon. Geschaffen in einem Tag. Gratulation.

... finanziert u.a. durch den Verkauf europäischer Assets

In unserer bescheidenen Sicht bedeutet dies aber nicht, dass Herr Trump in der Lage ist, gigantische Werte in kürzester Zeit zu schaffen, sondern dass vielmehr gigantische Spekulationsblasen entstanden sind, die sich weitgehend von realen Werten entfernt haben. Und irgendwo muss das Kapital herkommen, das diese Blasen (oder zumindest Überbewertungen) treibt. Genauso wie es offensichtlich ist, wer die Profiteure sind (Kryptoassets, US-Techwerte, US-

Aktien allgemein, der US-Dollar, auch Gold), kann man die Verlierer bzw. die Finanzierungsquellen sehen: Globale Aktien ex USA, vor allem kleinere und mittlere Werte, auch und besonders in Europa. Hinzu kommen die Zahlungsströme aus aller Welt, die das US-Haushaltsdefizit finanzieren, aus Deutschland allein ein Betrag in dreistelliger Milliardenhöhe, der auch in Deutschland Investitionen finanzieren könnte, wenn es denn ein Zutrauen in die hiesigen Rahmenbedingungen gäbe. Dass es das nicht gibt, ist der Bürokratie, der de facto rot-grünen Regierung und der Bürokratieausbauveranstaltung namens EU zu verdanken, wobei festzuhalten ist, dass es in anderen europäischen Staaten nicht wesentlich besser aussieht. Immerhin: Die Tatsache, dass die USA 100 Basispunkte mehr für ihre Staatsschulden zahlen müssen als Griechenland, ca. 5 % ihres BIP für Zinsen aufwenden müssen und mitten in einem Boom diesen mit einem Staatsdefizit von 6 % des BIP befeuern, könnte zu denken geben, oder man diskutiert es eben weg mit den grandiosen Wachstumsperspektiven.

Dank schlechter Wirtschaftspolitik verzeichnet Europa querbeet Abflüsse

Die Situation zum Jahresstart 2025 sieht in unseren Augen so aus: Die Zinsen an den Bondmärkten befinden sich auf einem soliden Niveau, gemessen an der Inflation und den Erwartungen, und am kurzen Ende sind mindestens in Europa weitere Senkungen zu erwarten. Der Euro ist gegenüber dem US-Dollar im Blick auf die Kaufkraftparität ca. 20 % unterbewertet, was den europäischen Unternehmen per Saldo das Leben erleichtert. Europa verzeichnet Kapitalabflüsse, die USA Zuflüsse. Das dürfte sich erst ändern, wenn sich die Politik auf mehr Wachstum und weniger Bürokratie verständigt und zudem die europäischen Staaten bereit sind, sich auch militärisch eine ihrer Größe angemessene Stärke zu erarbeiten. Dass Europa heute mit Bangen immer auf die USA schaut und hofft, nicht vergessen zu werden, schafft kein Vertrauen in die innere und äußere Sicherheit. Denn zumindest das lässt sich festhalten: Angesichts der bescheidenen Fähigkeiten der Verteidigung in Europa muss man sich



nicht wundern, dass Investoren auch hierfür eine Risikoprämie im Vergleich zu den USA fordern. Die sehr überschaubaren Erfolge bei der Unterstützung der Ukraine lassen tief blicken, nachdem vor zwei Jahren der französische Präsident noch eine Demütigung Russlands vermeiden wollte. Dies alles ist angesichts der wirtschaftlichen Größe und der technischen Überlegenheit westlicher Waffen umso mehr ein Armutszeugnis für die politische Führung in Deutschland wie in Europa, und für das damit verbundene Misstrauen internationaler Investoren zahlt Europa bereits heute einen hohen Preis.

Deutsche Wirtschaftspolitik hat viel Vertrauen in Deutschland verspielt

Verstärkt wird dies in Deutschland durch eine (Wirtschafts-) Politik, die eher dem Vorgehen von Aktivisten ähnelt als einer durchdachten Strategie, die einer komplexen Volkswirtschaft angemessen wäre. Es gibt durchaus strukturelle Probleme in Deutschland, vielleicht auch in einem größeren Umfang als in anderen europäischen Staaten, aber das begründet kaum das seit Jahren schwache Wachstum und insbesondere die Nullrunden seit Übernahme der letzten Regierung. Das einzig relevante Positive, was man aus ökonomischer Sicht feststellen kann, ist die Tatsache, dass Deutschland einen soliden Staatshaushalt ausweist, den praktisch alle anderen großen Volkswirtschaften auch gerne hätten. Einschließlich der USA, die sich in den letzten Jahren von einer Schuldenorgie in die nächste entwickelt haben, freundlicherweise finanziert vom Rest der Welt. Hinzu kommt, dass eine überbordende Bürokratie sowie eine Investitionsverhinderungsmentalität keine Naturgesetze sind, sondern durch die Regierung auf ein angemessenes Maß reduziert werden können. Und die Denke, man müsste jede Investition mit einer Überweisung durch den Staat unterstützen, anstatt attraktive Rahmenbedingungen für alle zu schaffen, hat in erster Linie dafür gesorgt, dass viele Investitionen, auch in den Klimaschutz, zurückgehalten wurden in der Annahme, dass es früher oder später sicher noch eine Staatszahlung dafür geben wird, wenn

man nur lange genug wartet. Allerdings: Die Tatsache allein, dass dies alles schädlich ist, ist leider keine Garantie dafür, dass man es in Zukunft anders machen wird. Aber immerhin dürfte eine weitere Verschlechterung dieser Rahmenbedingungen unwahrscheinlicher geworden sein.

Ergebnis: Deutliche Unterbewertung weiter Teile des deutschen Aktienmarktes

Bis hierher war dies der Blick aus zehn Kilometer Höhe. Als Aktieninvestoren sind wir aber knapp oberhalb der Grasnarbe unterwegs. Und da stellt sich das Bild etwas anders dar. Zum einen liegt die Bewertung des deutschen Aktienmarktes in Summe auf einem nachhaltigen Niveau. Nimmt man die hoch bewerteten Schwergewichte aus der Rechnung, sinkt die Bewertung deutlich. Dass sich die Margen vor allem der zyklischen Branchen auf einem eher niedrigen Niveau befinden, zeigt das Potential der Ergebnisverbesserungen bei einer Normalisierung der Rahmenbedingungen. Der Überhang, der im produzierenden Gewerbe und den nachgelagerten Stufen nach der Pandemie entstanden war, dürfte weitgehend abgebaut worden sein, und dieser Abbau erklärt einen Teil der Rezession. Die Zinsen sind gefallen, dementsprechend dürfte sich auch in der Investitionsgüter- und der Bauindustrie nach und nach eine Verbesserung einstellen. Nach der Bundestagswahl wird sich vermutlich ein investitionsfreundlicheres Klima entwickeln, nachdem die bisherige Regierung sich häufig genug ideologisch verrannt hat.

Um sich die Bewertungsunterschiede deutscher (und europäischer) Unternehmen im Vergleich zu den USA vor Augen zu führen macht es wenig Sinn, auf die Bewertung des Gesamtmarktes zu schauen. Hier läuft man immer in das Argument, dass die Magnificent 7 plus viele andere Technologieunternehmen eben ganz andere Kaliber seien im Vergleich zu den großen europäischen Unternehmen. Also sollte man gleich und gleich miteinander gegenüberstellen. Und auch da findet man Bewertungsaufschläge von

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



US-Unternehmen von 50 bis 100 % gegenüber ihren europäischen Wettbewerbern, selbst wenn diese ebenfalls ein substanzielles Geschäft in den USA besitzen und nicht nur in wachstumsschwachen europäischen Ländern unterwegs sind.

Finanzinvestoren und andere nutzen die niedrige Bewertung aus, wenn es die Aktieninvestoren nicht tun

Und damit kommen wir zum Thema „Financial Engineering“ als Chance für den deutschen und europäischen Aktienmarkt, wenn sich diese Bewertungsunterschiede nicht aus sich heraus eibnen: Diese Berechnung der Bewertungsdiskrepanz ist so offensichtlich, dass Unternehmen selbst auf die Idee kommen, sich aufzuteilen und ihr US-Geschäft abzutrennen (der Autozulieferer Norma, Holcim, evtl. HeidelbergMaterials) oder Aktienrückkäufe starten. Die Zahl der Unternehmen aufzuzählen, die dies begonnen haben, würde hier den Rahmen sprengen. Oder die Unternehmen werden eben selbst in Gänze von (meist) Finanzinvestoren übernommen, was in Deutschland mittlerweile etwa einmal im Monat

stattfindet. Zudem liegen die Insiderkäufe regelmäßig weit über den Verkäufen, was ebenfalls auf eine unangemessen niedrige Bewertung hindeutet. Wenn man dann noch sieht, dass europäische Holdings, die fast ausschließlich börsennotierte amerikanische Assets halten, auf rekordhohen Abschlägen zum Inventarwert handeln, dann sieht man, wie die Kapitalströme laufen, unabhängig von jeder fundamentalen Bewertungsüberlegung. Ob dies alles ausreicht, um Europa und Deutschland wieder zu einem Outperformer zu machen in Zeiten sozialer Medien, Indexinvestments und konstant reduzierter Research-Tätigkeit, wird man sehen. Zumindest sind die Risiken nach unten – trotz eines Allzeithochs im DAX – überschaubar und deutlich geringer als in anderen Weltregionen. Und bei der aktuellen Bewertung sind solide Performance-Chancen in einem überdurchschnittlichen Maß vorhanden.

Ihr Martin Wirth

Disclaimer: Die in diesem Quartalskommentar enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von FPM Frankfurt Performance Management AG wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden können. Soweit in diesem Dokument enthaltene Daten von Dritten stammen, übernimmt die FPM AG für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn die FPM AG nur solche Daten verwendet, die sie als zuverlässig erachtet. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen und Angaben stellen keine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des WpHG dar.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.