



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Raik Hoffmann – 2/2024 vom 16.04.2024

Fehlallokation von Kapital: Wo ist das „really smart money“?

Raik Hoffmann – Fondsmanager der FPM AG

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1998
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany Small/Mid Cap, FPM Funds Ladon

- „Private Equity“ vs. „Public Equity“
- Irrationale Bewertungen
- Moderne Trends befördern Bewertungsdiskrepanzen
- Gute Gründe für die Rückbesinnung auf kleine und mittlere Unternehmen

1

„Private Equity“ vs. „Public Equity“

Kürzlich las ich bei Citywire die Überschrift: "Family Office Studie: Jetzt ist ein interessanter Zeitpunkt, um in die Offensive zu gehen." Beim Lesen des Artikels musste ich entgegen meiner Erwartung allerdings feststellen, dass jetzt nicht etwa eine Erhöhung der Aktienquote in Erwägung gezogen wird, sondern dass die Gewichtung der "Alternatives" zu Lasten von Aktien und Cash erhöht werden soll. Warum dabei die Allokation von Public Equity zu Private Equity verschoben werden soll, kann man wohl auch als Feigheit vor dem Inhaber des Family Office ansehen. Warum die Schwankungen der Börse diskutieren müssen, wenn man sich dieser Problematik mit Private Equity entziehen kann.

Ökonomisch ist es jedenfalls mehr als fraglich, aktuell in Private Equity zu investieren, wenn große Teile des „öffentlichen“ Aktienmarktes auf historisch niedrigen Bewertungen handeln, sei es nach Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) bzw. Enterprise Value/EBIT, oder bei

Wachstumswerten nach Enterprise Value/Sales, nachdem diese teils 80 bis 90 % verloren haben. Es gibt eine Vielzahl von Unternehmen, die auf Kurs-Gewinn-Verhältnissen von 5 bis 8 oder niedriger handeln. Investitionen in niedrige Multiples am Aktienmarkt bei gleichzeitig überschaubaren eingepreisten Zukunftserwartungen dürften sich als überlegen zu Private Equity erweisen. Warum? Private Equity wird nicht in der Lage sein, in großem Stil Unternehmen mit niedrigeren Bewertungsmultiples als zur Zeit an der Börse verlangt werden, zu erwerben. Warum sollte auch jemand ein solides Unternehmen für den fünf- bis achtfachen Jahresgewinn an Private Equity verkaufen? Da zahlen strategische Käufer höhere Bewertungen, oder aber der Verkäufer wartet im Zweifel etwas ab. So lange die Exit-Multiples, also die Bewertungen, die am Aktienmarkt erzielbar sind, nicht steigen, sind Verkäufe von Private Equity-Investments, von Spezielsituationen einmal abgesehen, relativ schwierig. Ein Beispiel dafür ist das Douglas-Desaster nach jahrelanger Halteperiode.

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



Bei nun gleichzeitig wieder höheren Finanzierungskosten und niedrigeren Bewertungen am Aktienmarkt als in den vergangenen goldenen Jahren kann das Modell nicht mehr so gut funktionieren wie früher. Das ist eine logische Konsequenz der niedrigen Bewertungen für kleine und mittlere Unternehmen sowie dem Kurseinbruch vieler Wachstumswerte an den Börsen geschuldet. Somit bleibt Private Equity-Investoren wohl nichts anderes übrig, als sich ihre Beteiligungen gegenseitig hin und her zu verkaufen, um die Bewertungen hochzuhalten und Abschreibungen zu vermeiden.

Dass die Börse die bessere Alternative darstellt, um frisches Geld zu investieren, sieht man auch daran, dass Private Equity dort mehr und mehr aktiv wird. Beispiele am deutschen Aktienmarkt sind Software AG (dort wurde über den Verkauf eines Teilbereichs an einen strategischen Investor gleich der gesamte Kaufpreis refinanziert), aber auch Aareal Bank, SUSE und Synlab. Diese Unternehmen hatten eines gemeinsam: Private Equity-Investoren waren bereits beteiligt, und aufgrund der gedrückten Aktienkurse konnten sie trotz einer erforderlichen Prämie auf die jeweils aktuellen Kurse zu einem attraktiven Preis wieder aufstocken, teilweise deutlich unter den Preisen des Börsengangs vor nicht allzu langer Zeit. Wenn man will, kann dann noch ein Delisting angestrebt werden - eine Unsitte, die sich dank inkompetenter Rechtsprechung breitmacht. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis auch Unternehmen mit 100 % Free Float ins Visier der Unternehmenskäufer geraten.

Irrationale Bewertungen

Wie irrational die Bewertungen vieler Unternehmen an der Börse sind bzw. waren, lässt sich exemplarisch an einigen Beispielen zeigen. So gab das Unternehmen Deutz im Januar bekannt, dass man einen strategisch nicht mehr erforderlichen Unternehmensbereich (E-Motoren für Boote) an einen strategischen Investor (Yamaha) verkaufen will. Für 2 % des Deutz-Konzern-

umsatzes (ca. EUR 40 Mio.) bekam Deutz als Verkaufserlös geschätzt EUR 80 - 90 Mio., obwohl dieser Bereich einen EBIT-Verlust von EUR 23 Mio. (!) machte. 15 % des Börsenwertes erzielt für 2 % hochdefizitären Umsatz. Trotz des Kurssprungs auf die Meldung hin liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Deutz immer noch bei 7. Ein weiteres Beispiel ist Süss Microtec, die EUR 75 Mio. für einen Geschäftsbereich erhielten, der einen hohen einstelligen Millionenverlust einfuhr. Auch hier: Für geschätzt etwa 10 % hochdefizitären Konzernumsatz gab es knapp 25 % der Börsenbewertung. In beiden Fällen hätte der Käufer besser die ganze Firma gekauft, sich den gewünschten Bereich genommen und den Großteil der ansonsten profitablen Firma mit Gewinn weiterverkauft – die typische Spielwiese von Private Equity-Investoren.

Moderne Trends befördern Bewertungsdiskrepanzen

Was sind jetzt die Gründe für diese Bewertungsdiskrepanzen? Neben der wachsenden Präferenz von institutionellen Investoren für Private Equity-Investments liegt es wohl auf der Seite der privaten Investoren an dem seit vielen Jahren propagierten Trend zu ETFs. Egal was man liest, überall werden fast nur noch ETFs empfohlen. Auch wenn es natürlich Faktor-ETFs oder ETFs auf MDAX oder SDAX gibt, sind die Empfehlungen doch überwiegend ETFs auf MSCI World, S&P 500, Eurostoxx, DAX sowie andere Indizes mit hochkapitalisierten Aktien. Das Geld fließt damit überproportional in die großen Werte, während insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen Investoren fehlen. Neben den ETFs nimmt man noch ein paar Einzelinvestments in allseits bekannte Tech-Werte und etwas Zockerei mit Bitcoin & Co. und fertig ist der „moderne Vermögensmix“ und die Erklärung für die Performance der "Magnificent Seven". Wenn man sich jetzt noch vor Augen führt, dass ETFs mittlerweile einen Marktanteil von 60 % aufweisen, bekommt man eine Ahnung von der Akribie, mit der Investments am Aktienmarkt durchleuchtet werden. Es kommt aber



noch schlimmer: Bei neu allokiertem Kapital dürften die Marktanteile eher bei 100 % als bei 60 % liegen, netto wahrscheinlich offensichtlich sogar darüber dank Umschichtungen von aktiven in passive Vehikel.

Gute Gründe für die Rückbesinnung auf kleine und mittlere Unternehmen

Was könnte diesen Trend wieder umkehren und den Fokus auf deutsche Small und Mid Caps lenken?

1.) Kleine und mittlere Unternehmen schneiden im Konjunkturaufschwung überdurchschnittlich ab. Ausgehend von der aktuellen Lage (auslaufende Rezession, Zinssenkungsphantasien, niedrige Bewertungen) dürften historisch gesehen die Chancen die Risiken deutlich übertreffen. Obwohl die Wirtschaftsforschungsinstitute ihre Prognosen für 2024 wieder auf ein Nullwachstum herunterrevidiert haben, ist der Ifo-Index zum zweiten Mal in Folge gestiegen und mittlerweile wieder auf dem Niveau vom Sommer 2023 angekommen. Die Chemieindustrie als eine wichtige Branche scheint ebenfalls ihren Boden gefunden zu haben, nachdem der Lagerabbau bei den Kunden zum Ende gekommen ist.

2.) Obwohl die Aktien kleiner und mittlerer Unternehmen historisch meistens mit einer Prämie zu Large Caps handeln, hat sich dieses Phänomen mittlerweile gewandelt. So haben sich die absoluten Bewertungen von Small und Mid Caps von den Bewertungshöchstständen der letzten 20 Jahre halbiert und handeln mittlerweile unter den Bewertungen von Large Caps.

3.) Auch wenn die Kapitalmärkte möglicherweise zu optimistisch sind, was Zeitpunkt und Ausmaß der Zinssenkungen angeht, ist der sogenannte "FED-Put" wieder eine mögliche Maßnahme der Notenbanken. Vor einem Jahr bei hohen Inflationsraten wäre es den Notenbanken unmöglich gewesen, auf einen Wachstumsrückgang oder eine Krise mit Zinssenkungen zu reagieren, genauso wenig wie zu Zeiten der Null-

Zinsen. Dies ist nun wieder anders, und von daher haben Aktien – von gelegentlichen, immer möglichen Korrekturen abgesehen – neben der Bewertung und einer sich eher bessernden Konjunktur eine zusätzliche Unterstützung. Es kann sein, dass sich Investoren bei vielen hochkapitalisierten Titeln mit einer anspruchsvollen Bewertung darauf verlassen. Dies würde dann natürlich analog auch für Small und Mid Caps gelten.

4.) Selbst Vertreter des Parteienspektrums links der Mitte verstehen zunehmend, dass die Rahmenbedingungen für die deutsche Wirtschaft dringend verbessert werden müssen und diskutieren unter anderem Steuersenkungen sowie einen Abbau der Bürokratie. Auch wenn der Weg ein weiter Weg sein wird, waren die Chancen dafür wohl lange nicht so gut wie heute.

5.) Angesichts der massiven Bewertungsdiskrepanzen zwischen „Public Equity“ und Private Equity ist es nur eine Frage der Zeit, bis strategische Private Equity-Käufer stärker am Aktienmarkt aktiv werden dürften.

6.) Reiche Privatpersonen (in der Kategorie Milliardäre) werden diese Diskrepanzen ebenfalls mehr und mehr ausnutzen. Ein gutes Beispiel ist Klaus-Michael Kühne, der neben seinem Anteil bei Hapag-Lloyd mittlerweile auch größere Aktienpakete bei Lufthansa und Brenntag erworben hat. Was ist die logische Verbindung? Logistik, dort kennt er sich aus! Daniel Kretinsky und seine Aktienkäufe börsennotierter deutscher Unternehmen sind ein weiteres Beispiel. Ich höre schon das Wehklagen: Die Reichen werden immer reicher.

7.) Wenn über die Probleme des Standorts Deutschlands gesprochen wird, sollte man immer berücksichtigen, dass viele Unternehmen global aufgestellt sind und in zahlreichen Regionen weltweit produzieren. Investiert man in deutsche Aktien, erhält man bekanntermaßen regelmäßig keine Unternehmen, die



ausschließlich in Deutschland tätig sind. Was man aber erhält, sind ein deutscher Konzernsitz und das deutsche Rechtssystem, das bei allen Klagen über die verschiedenen Schwierigkeiten immer noch weit überdurchschnittlich arbeitet. Da muss man als Maßstab gar nicht Russland oder China nehmen, auch in den USA kann man einige unerfreuliche Erfahrungen machen.

8.) Mehr und mehr Unternehmen legen Aktienrückkaufprogramme auf. Wenn niedrige Bewertungen und hohe Cashflows aufeinandertreffen, und diese dann aggressiv für Rückkäufe verwendet werden, wird auf kurz oder lang für Aktionäre ein erheblicher Mehrwert geschaffen. Aktuell sind hierfür die großen deutschen Banken gute Beispiele. Zum halben Buchwert und zum vier- bis fünffachen Jahresüberschuss bewertet, werden große Teile des Gewinns zum Rückkauf ihrer eigenen Aktien verwendet. Das ergibt Renditen nach Steuern von mehr als 20 %. Deutsche Autohersteller wie BMW und Mercedes fallen ebenso in diese Kategorie, aber auch eine zunehmende Zahl kleinerer Unternehmen. Wenn die Bewertungen nicht steigen sollten, wird man irgendwann in nicht allzu ferner Zukunft rechnerisch stolzer Unternehmenseigentümer.

9.) Die Konzentration von immer mehr Anlegergeldern in den immer selben Aktien erhöht das Risiko für diese Aktien in einer Korrektur. Was nicht mehr gehalten wird (wie viele Small und Mid Caps), kann während einer Korrektur von der breiten Masse auch nicht mehr verkauft werden. Vielmehr ist es sogar so, dass manche Aktien in diesen Segmenten durch

Hedge Funds geshortet werden und als Finanzierungsquelle für Investments in den allseits beliebten Unternehmen verwendet werden. Solche Aktien könnten von einer Korrektur sogar profitieren.

10.) Und last but not least: Es bleibt zu hoffen, dass sich spätestens nach der nächsten Bundestagswahl die politischen Rahmenbedingungen soweit verbessern, dass sich das Klima für unternehmerisches Handeln und für Investoren deutlich aufhellt.

Nachdem die Aktien kleiner und mittlerer Unternehmen in den letzten drei Jahren je nach Index (SDAX, MDAX) 30 bis 40 % underperformed haben und auch dieses Jahr schon wieder deutlich hinten liegen, gibt es zumindest gute Gründe, dass vor dem Hintergrund einer sich potenziell verbessernden konjunkturellen Lage vielleicht nicht sofort eine Outperformance eintritt, aber zumindest eine mehr als realistische Chance besteht, dass die Underperformance der letzten Jahre aufhört. Mit einem Investment in diesem Marktsegment erhält man zudem eine bessere Diversifikation und mittelfristig das Potenzial, über eine Outperformance Alpha zu generieren. Falls die Aktien nicht steigen sollten: Dann werden die Rückkäufe ihre Wirkung zeigen.

Ihr Raik Hoffmann

Disclaimer: Die in diesem Kommentar 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.