

SPOTLIGHT – EQUITIES

Februar 2023

Große Opportunität bei kleinen Aktien

Stark steigende Inflationsraten, die restriktive Zentralbankpolitik, Rezessionsängste, der Ukraine-Krieg und eine mögliche Energiekrise haben im Kalenderjahr 2022 zu (teils deutlichen) Verlusten bei der Mehrheit der Anlageklassen geführt. Innerhalb des Aktienmarktes traf es qualitativ hochwertige Wachstumsunternehmen sowie Small und Micro Caps noch einmal überdurchschnittlich. Nebenwerte erlebten relativ zum Gesamtmarkt und insbesondere zu großen Aktiengesellschaften Verluste in historischem Ausmaß – die stärksten seit Anfang des Jahrtausends. So haben sich beispielsweise europäische Small Caps um mehr als 20 Prozentpunkte (Zeitraum: 31.12.2021 – 30.12.2022) schlechter als europäische Large Caps entwickelt, sogar mehr als während der Finanzkrise 2008. Aber auch globale Nebenwerte gerieten deutlich stärker unter Druck als ihre Large Cap-Pendants, hier setzte diese Dynamik sogar schon früher ein als in Europa.

In diesem Spotlight setzen wir diesen Drawdown von Nebenwerten und deren Bewertung in den historischen Kontext und beleuchten die langfristigen Vorteile von Nebenwerten. Wir werfen einen Blick in die Vergangenheit und zeigen auf, dass Small und Micro Caps der Konjunktur regelmäßig vorauslaufen. Für einen Einstieg sollte man nach größeren Rückschlägen nicht zu lange warten, denn geht es der Wirtschaft wieder gut, hat der Markt die besseren Aussichten längst eingepreist.

Abb. 1: Small Caps mit historischen Drawdowns relativ zu Large Caps



Durch den starken Abverkauf sanken die Bewertungen bei Nebenwerten deutlich. Auf KGV-Basis notieren europäische Small Caps nun beispielsweise am untersten Rand (3. Perzentil) ihrer eigenen Historie über die letzten 10 Jahre.

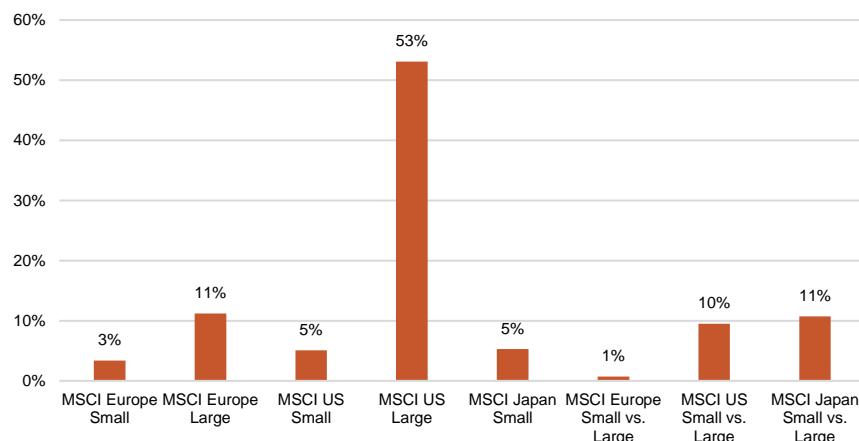
Die folgende Publikation ist Teil der Serie
Berenberg Funds and Solutions:

- Insights
- **Spotlight**
- Equities
- Fixed Income
- Multi Asset
- Systematic Solutions
- Overlay
- ESG

Spotlight bietet Einblicke in das Berenberg Produktuniversum und beleuchtet Schlüsselthemen im Zusammenhang mit aktuellen Marktentwicklungen.



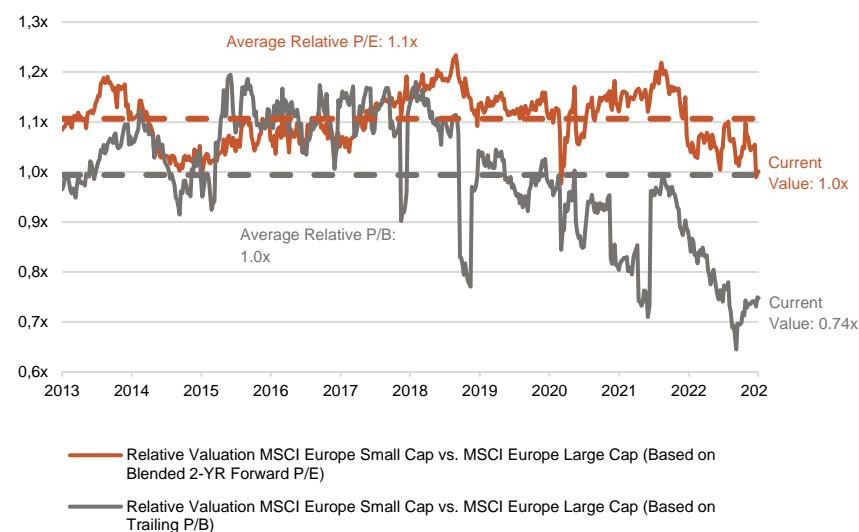
Abb. 2: Bewertungen und Prämien gegenüber Large Caps historisch gering (I)



Quelle: Berenberg, MSCI, Bloomberg; Perzentile in der Bewertung gegenüber eigener 10-Jahres-Historie, basierend auf Blended-1-Jahr Forward KGVs; 10.01.2013 - 10.01.2023.

Die Bewertungen sind auch relativ zu Large Caps stark gefallen – die Bewertungsdifferenz ist auf den niedrigsten Stand seit 10 Jahren gefallen, nur in 1% der Zeit war diese geringer. Ähnliche Niveaus sind auch in den USA und in Japan zu beobachten.

Abb. 3: Bewertungen und Prämien gegenüber Large Caps historisch gering (II)

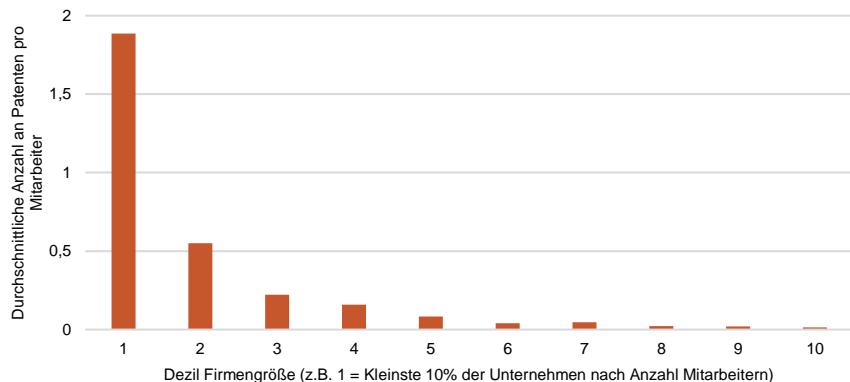


Quelle: Berenberg, MSCI, Bloomberg; 12.01.2013 – 19.01.2023.

Die Gründe für die langfristige Outperformance von Nebenwerten, die unter anderem von den Nobelpreisträgern Eugene Fama und Kenneth French schon 1993 als „Size Faktor“ nachgewiesen wurde, sind vielfältig. Viele von diesen haben wir bereits in anderen Publikationen aufgezeigt.* Für Nebenwerte spricht zudem auch das überdurchschnittlich hohe Wachstums- und Margenprofil, höhere Innovationskraft und stärkere unternehmerische Dynamik, auch dank größerer durchschnittlicher Beteiligungen des Managements am Unternehmen. Auch die geringere Anfälligkeit hinsichtlich regulatorischen Drucks, eine stärkere lokale Präsenz in Zeiten von Near-Shoring und eine höhere Übernahmewahrscheinlichkeit durch andere Unternehmen wirken unterstützend.

* Siehe z.B. „Kleine Werte, große Renditen“ Berenberg Märkte Fokus, 16. November 2021.

Abb. 4: Die kleinsten 10% der Unternehmen registrieren deutlich mehr Patente pro Mitarbeiter als die größten Unternehmen



Quelle: Breitzman, Anthony and Hicks, Diana, "An Analysis of Small Business Patents by Industry and Firm Size". Rowan University. Basierend auf 1.293 US-Firmen mit über 15 angemeldeten US-Patenten zwischen 2002 und 2006.

Die langfristige Outperformance verlief in der Vergangenheit jedoch nicht linear, sondern wurde in verschiedenen Phasen - insbesondere in allgemeinen Marktverwerfungen - vorübergehend gebremst, was unter anderem an der tendenziell höheren Zyklizität auf Index-Ebene von Nebenwerten liegt. Größere Rückschläge waren jedoch historisch stets exzellente Kaufchancen.

Abb. 5: MSCI Europe Small Cap relativ zu MSCI Europe Large Cap (linke Grafik) und risikobereinigte Renditen* (rechte Grafik)

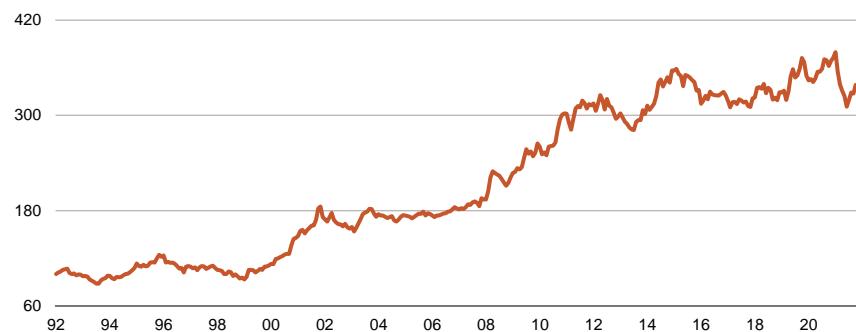


Quelle: MSCI; BofAML European Equity & Quant Strategy; 31.12.1996 – 30.12.2022.

*Risikobereinigte Renditen auf der Grundlage der jeweiligen Net Total Return-Indizes. Definiert als durchschnittliche annualisierte wöchentliche Log-RetURNS geteilt durch die annualisierte Volatilität auf Basis der wöchentlichen Log-RetURNS. Quelle: Berenberg, Bloomberg, Dezember 2001 (Beginn der Datenreihe für den MSCI Europe Mid Cap) - Dezember 2022.

Wenn man, wie wir, konsequent auf die qualitativ besten Innovationsführer mit herausragender Profitabilität und Finanzkraft sowie zweistelligen Gewinnwachstumsraten setzt, sollte man zudem mittelfristig in der Lage sein, nochmals eine attraktive Überrendite gegenüber den breiten Small Cap-Indizes zu erzielen.

Abb. 6: Relative Performance - High vs. Low Quality für europäische Small Caps



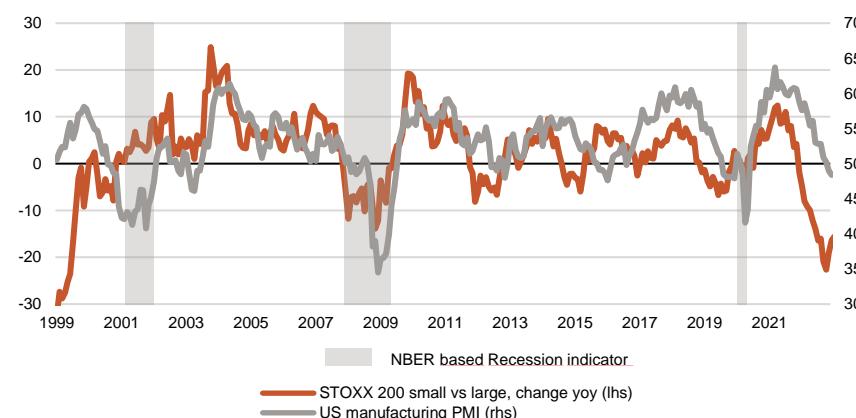
Quelle: Factset, MSCI, IBES, BofAML European Quant Strategy; Stand: 30.12.2022.

Quality: Gleichgewichtete Kombination verschiedener Faktoren - Return on Assets, Return on Capital, Return on Equity, 5yr Return on Equity, Leverage.

Universum: MSCI Europe IMI Index, MSCI Size Classification, 75% der größten Unternehmen des MSCI Europe Small Cap Index.

Nebenwerte sind traditionell ein guter Frühindikator für die Konjunktur, fangen entsprechend oft schon vor den ersten Anzeichen wirtschaftlicher Probleme an zu fallen und drehen historisch regelmäßig, bevor die Konjunkturdaten ihren Tiefpunkt erreicht haben.

Abb. 7: Nebenwerte „antizipieren“ oft wirtschaftlichen Aufschwung Monate bevor die Realdaten nachziehen



Quelle: Berenberg, Stoxx, Federal Reserve Bank of St. Louis, 15.01.1998 – 30.12.2022

Entsprechend entwickelten sich Nebenwerte nach starken, durch Konjunktursorgen ausgelöste Marktschwächen häufig deutlich besser als ihre Large Cap-Pendants.



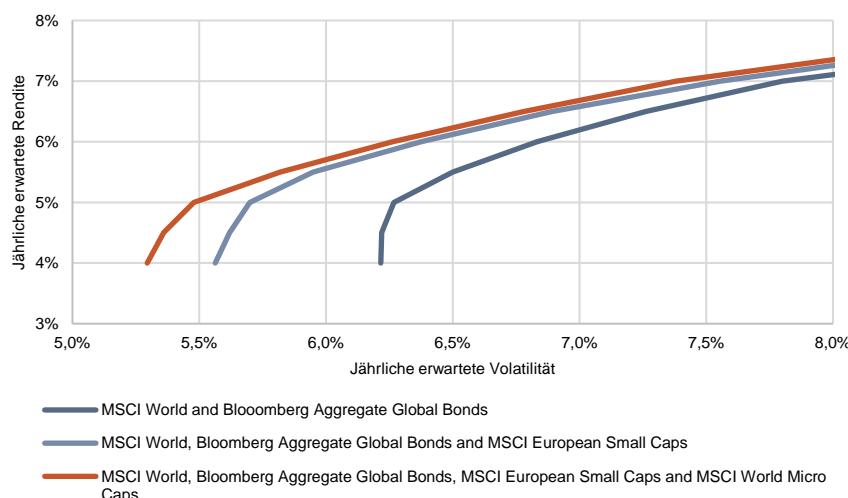
Abb. 8: Nebenwerte erholten sich in der Regel deutlich stärker als Large Caps nach größeren Korrekturen (Hier US-Nebenwerte aufgrund längerer Historie)

Market Bottom	Small Caps	Large Caps	Differenz
Mai 1932	316%	112%	204%
März 1938	20%	36%	-17%
April 1942	154%	57%	96%
Mai 1947	35%	22%	14%
Juni 1970	54%	40%	14%
September 1974	47%	37%	10%
November 1987	25%	24%	2%
Oktober 1990	52%	34%	18%
September 2002	64%	23%	41%
Februar 2009	82%	51%	31%
März 2020	146%	59%	87%

Quelle: Berenberg, Kenneth French Website. 1-Jahresperformance seit dem jeweiligen Large Cap-Markt-tief. Small (Large) Cap Return hier definiert als wertgewichtete Performance der 20% kleinsten (größten) NYSE-gelisteten Unternehmen gemessen an der Marktkapitalisierung. Monatliche Daten.

Neben der langfristig besseren absoluten Performance von Nebenwerten profitieren Anleger auch von Diversifikationseffekten durch die Beimischung von Nebenwerten in einem Portfolio. Dies zeigt die Abb. 9 beispielhaft. Bei einem fixen jährlichen Renditeziel von z.B. 5% konnte in der Vergangenheit durch die Beimischung von europäischen Small Caps und globalen Micro Caps zu einem bestehenden MSCI World und Aggregate Global Bond Portfolio die jährliche Volatilität von ca. 6,3% auf ca. 5,5% gesenkt werden, also um fast 15%. Auch die umgekehrte Betrachtung ist möglich: Bei einem jährlichen Volatilitätsziel von 7% konnte durch die Beimischung von Nebenwerten die jährliche Rendite um 0,4 Prozentpunkte pro Jahr erhöht werden: von 6,2% auf 6,6% p.a. – nach 30 Jahren macht dies einen Performanceunterschied von 73 Prozentpunkten aus dank Zinseszinseffekt.

Abb. 9: Beimischung von Nebenwerten erlauben geringere Volatilität bei gleichen Return-Zielen (Ausgewählte Markowitz-Effizienzgrenzen)

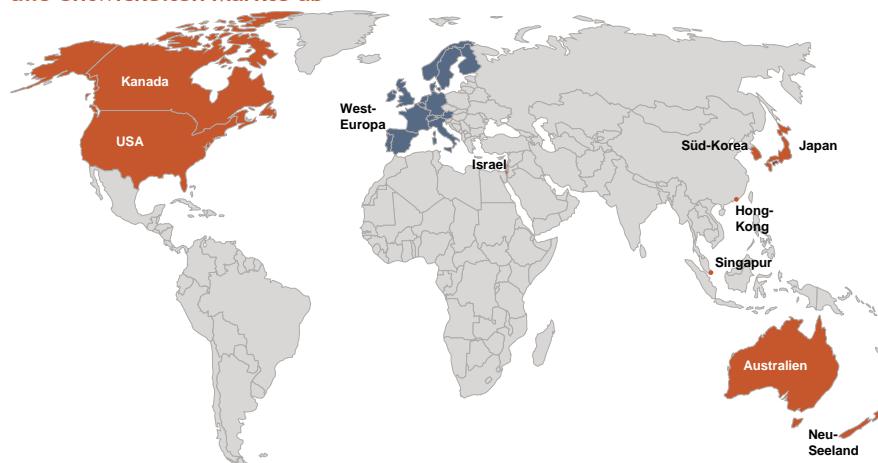


Quelle: Berenberg, MSCI, Bloomberg, 10.01.2023, basierend auf annualisierten wöchentlichen Renditen und geschätzten Korrelationen zwischen 01/2009-01/2023. Jeweils Total Return Indizes.

Abilden lässt sich ein globales Nebenwerteporfolio in entwickelten Märkten durch eine Kombination aus unseren europäischen Nebenwertefonds (Berenberg European Small Cap, Berenberg European Micro Cap) und unserem internationalen Micro Cap-

Produkt (Berenberg International Micro Cap). Letzteres wurde explizit exklusive Europa konzipiert, um Zugang zu Nebenwerten in Regionen zu schaffen, deren ökonomische und geopolitische Treiber (z.B. Industriefokus, Wirtschaftswachstum, Inflation und Geldpolitik) sich teilweise stark vom europäischen Markt unterscheiden. Die vergleichsweise geringe Korrelation zwischen dem Berenberg European Small Caps und dem Berenberg International Micro Cap von 0,63 über das letzte Jahr röhrt daher. Aber auch Deutschland bietet spannende Anlagenthemen im Nebenwertebereich - der Fokus des Berenberg Aktien Mittelstand liegt auf etablierten Nischenunternehmen, die mit ihren Geschäftsmodellen in ihrem Heimatmarkt und global über starke Marktpositionen verfügen.

Abb. 10: Der Berenberg European Small Cap / Berenberg European Micro Cap (Blau) und der Berenberg International Micro Cap (Orange) bilden zusammen alle entwickelten Märkte ab



Quelle: Berenberg, 30.12.2022.

Was bringt das Anlagejahr 2023? Das neue Jahr dürfte erst einmal ein besseres Jahr als das vorherige werden - wenn auch kein unbedingt einfaches. Doch wenn man von den aktuell schwelenden Krisen absieht, zeichnet sich derzeit grundsätzlich ein ganz passables Bild für die kommenden Monate ab: Der Inflationsbuckel scheint überwunden und es dürfte zu einem Ende der Zinsanhebungen kommen - in den USA könnte es im zweiten Halbjahr 2023 sogar zu Zinssenkungen kommen. Unsere Volkswirte gehen auch von einer Erholung der Wirtschaft in Europa aus und vielleicht gibt es ja auch positive Überraschungen aus der Ukraine und China. Außerdem sind die Stimmung und die Erwartungshaltung bei Investoren und Banken zu Jahresbeginn so verhalten wie lange nicht mehr.

Dies sollte dazu führen, dass am Aktienmarkt Inflation und Zinsen in den Hintergrund treten und sich der Blick wieder auf die Fundamentaldaten der einzelnen Unternehmen richten wird. Allerdings rechnen wir nicht mit einer Erholung auf breiter Front, weswegen das richtige Stock-Picking entscheidend sein wird: Welche Unternehmen haben die Gewinnrevisionen bereits hinter sich? Wer hat Preissetzungsmacht? Wer kann strukturelles Wachstum aufweisen? Wo sind die Bewertungen nach dem starken Abverkauf attraktiv?

Einen besonderen Schub sollte dabei das Small Cap-Segment erfahren. In der Welt der Nebenwerte lassen sich viele qualitativ hochwertige Wachstumsunternehmen finden, viele davon Weltmarktführer in ihrem Segment. Spannend sind dabei vor allem Bereiche, die von Megatrends wie der Digitalisierung im Gesundheitswesen oder dem Technologiebereich, dem Fortschritt in der Medizintechnik oder den steigenden Anforderungen an die Energieeffizienz profitieren. Auch Regulierungsfragen spielen



eine Rolle, wie zum Beispiel die Treibhausgas-Regulierung oder die EU-Renovierungsstrategien im Gebäudesektor zeigen. Traditionell wachsen kleine und mittlere Unternehmen stärker als große Unternehmen – allerdings werden sie in Krisenzeiten auch temporär stärker durchgeschüttelt, was 2022 eindrucksvoll zu beobachten war.

Dementsprechend spricht vieles dafür, dass sich der Einstieg bei den besten Nebenwerten für den Langfristinvestor auszahlen dürfte. Nach der extremen Abwärtsbewegung letztes Jahr könnte es für Investoren sogar die beste Chance seit der Finanzkrise 2008 sein, gezielt in dieses Segment zu investieren. Wenn man Unternehmen im Portfolio hat, die mit einer jährlichen Rate von 15 bis 20 Prozent hochprofitabel wachsen, dann sollte auch der Gegenwind von der Zinsseite mittelfristig keine allzu große Rolle spielen. Viele kleine Firmen, die auf hohen Cash-Beständen sitzen, profitieren sogar von den aktuell höheren Zinsen. Die Zeit ist also unserer Meinung nach günstig, um langfristig auf Nebenwerte zu setzen.



INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

HERAUSGEBER

Matthias Born | Head of Investments & CIO Equities; Berenberg Wealth & Asset Management

AUTOREN



Peter Kraus, CFA
Head of Small Cap Equities

Die folgende Publikation ist Teil
der Serie Berenberg Funds and
Solutions:

Insights
► Spotlight
Equities
Fixed Income
Multi Asset
Systematic Solutions
Overlay
ESG

[Berenberg Aktienkompetenz](#)



Johann Abrahams, CFA
Portfolio manager



Ulrich Urbahn, CFA
Leiter Multi Asset Strategy & Research

Wichtige Hinweise

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Datum 07.02.2023

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de/
funds@berenberg.com