

# Kleine ganz gross

Im letzten Jahr haben die Aktien kleiner und mittelgrosser Firmen die Blue Chips abgehängt. Auch für 2004 stehen die Chancen gut, dass diese Small und Mid Caps besser abschneiden.

Von Thomas Hinder

**F**ast täglich legen die Wertpapierbörsen seit Ende der Börsenbaisse im März vergangenen Jahres nun zu. Wer in diesem Zeitraum in den Schweizer Aktienmarkt investiert hat, kann sich besonders freuen. Denn der Markt hat im Bereich des Schweizerfrankens mit einem Plus von gut 40 Prozent auch im internationalen Vergleich überdurchschnittlich zugelegt. Noch besser gefahren ist man mit Investitionen in Schweizer Small und Mid Caps. So nennt man Aktien mit geringer Marktkapitalisierung und niedrigem Umsatzvolumen. Diese Titel konnten durchschnittlich sogar mehr als 60 Prozent an Wert gewinnen. Dieser beträchtliche Unterschied bei der Wertentwicklung ist auf verschiedene Unausgewogenheiten des Schweizer Aktienmarktes zurückzuführen.

An der Schweizer Aktienbörse sind zurzeit insgesamt 271 Schweizer Titel kotiert. Dabei repräsentieren die sieben grössten Gesellschaften fast drei Viertel der gesamten Börsenkapitalisierung des Schweizer Marktes. Die weiteren 19 Aktien, die im Schweizer Marktindex SMI enthalten sind, machen noch mal 15 Prozent aus. Das führt dazu, dass auf die restlichen 245 Aktiengesellschaften nur gerade zehn Prozent der Marktkapitalisierung entfallen. Der Einfluss dieser kleinen und mittelgrossen Gesellschaften, die zahlenmässig immerhin fast 90 Prozent des Marktes ausmachen, auf die grossen Indizes SMI und SPI (Swiss Performance Index) ist dadurch extrem gering.

Die Dominanz der wenigen grosskapitalisierten Werte, die auch Large Caps

oder Blue Chips genannt werden, führt auch aus Branchensicht zu Verzerrungen. Denn bei den Large Caps dominieren die bekannten, eher defensiven Pharma-, Finanz- und Nahrungsmittelaktien wie Novartis, UBS oder Nestlé. Im Small-Cap-Segment herrscht dagegen eine viel grössere Branchenvielfalt, und auch das Verhältnis zwischen den defensiven und den zyklischen Werten ist ausgeglichener. Dadurch lassen sich bei den kleineren Werten durch den Wirtschaftszyklus bedingte Branchenumschichtungen auch viel besser realisieren. Gerade in wirtschaftlichen Aufschwungphasen, wie sie sich in der Schweiz zurzeit ankündigen, bescheren zum Beispiel Investitionen in zyklische Aktien bedeutend bessere Erträge als defensive Titel.

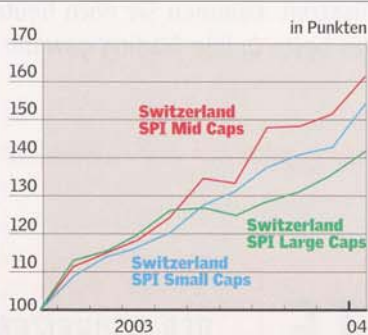
Die im SMI zusammengefassten Gesellschaften sind in der Regel seit vielen Jahren in ihrem Geschäftsumfeld etab-

liert und weisen dabei einen eher stabilen und erfolgreichen Werdegang auf. Bedeutend heterogener sind diesbezüglich die Small und Mid Caps zusammengesetzt: Von den Investoren begehrt sind vor allem jüngere Firmen, die mit ihren Produkten die Gewinnschwelle gerade überschritten haben. Denn diese Unternehmen weisen eine hohe Gewinndynamik auf und bewegen sich in interessanten Branchen. Daneben gibt es unter den kleinen und mittelgrossen Werten aber auch eine Grosszahl von Unternehmen, die zwar erfolgreich in Nischenmärkten tätig sind, auf Grund der begrenzten Marktgrösse jedoch nicht über den Nebenwertstatus hinauswachsen können. Und schliesslich gibt es natürlich auch einige Absteiger. Diese sind entweder in unattraktiv werdenden Branchen tätig, oder sie haben sich durch Missmanagement selber ruiniert.

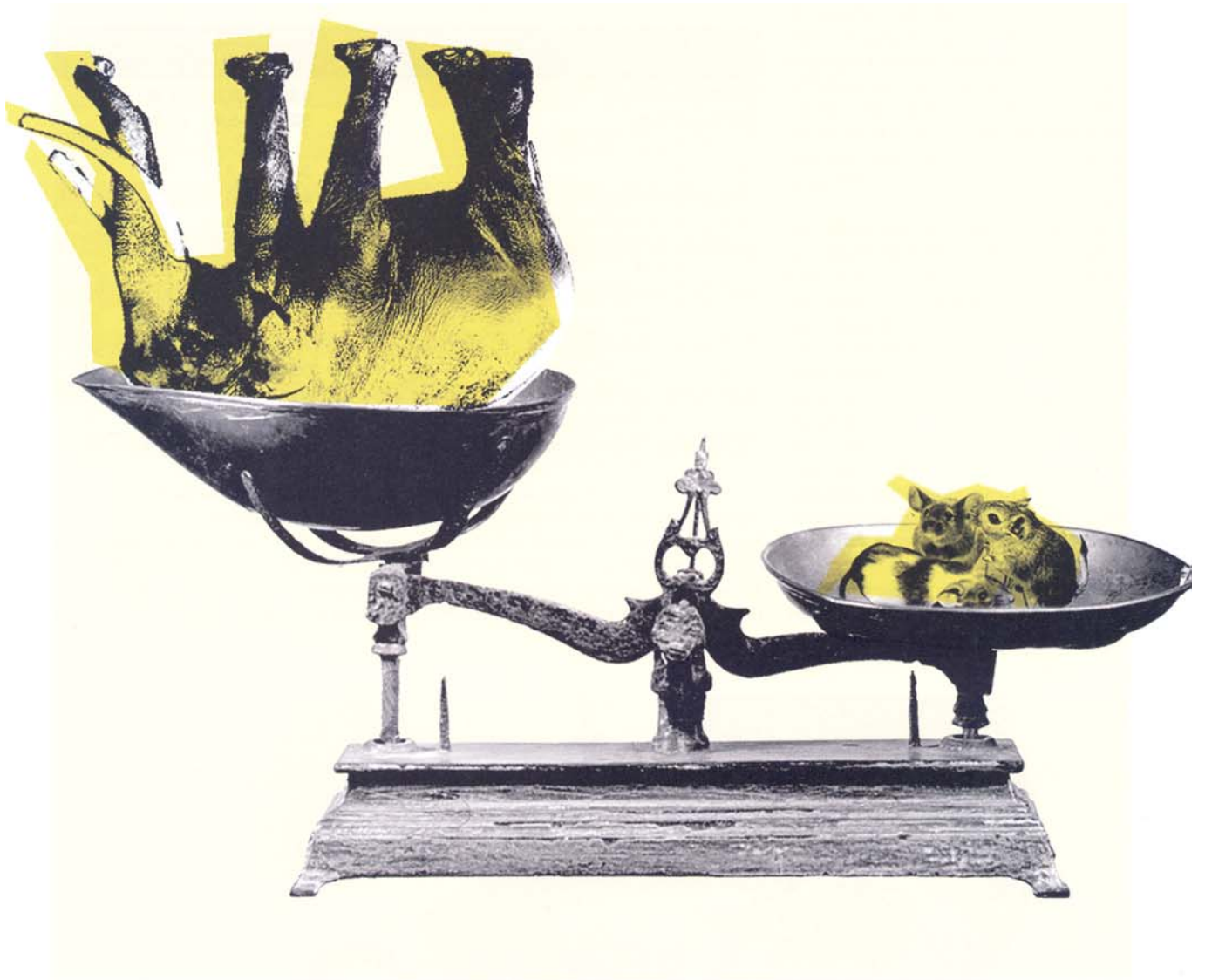
Bezüglich des Produktmix sind kleinere Gesellschaften weniger breit ausgerichtet und deshalb natürlich bedeutend verletzlicher als die Big Player. So kann schon der Misserfolg eines einzigen viel versprechenden potenziellen Produktes bei einem kleinen Unternehmen zu grossen Kursverlusten führen. Ein gutes Beispiel dazu lieferte in der Vergangenheit die Kursentwicklung der kleinen Schweizer Pharmaunternehmung Berna Biotech. Diese musste nämlich vor einiger Zeit ihr viel versprechendes Grippemedikament kurz nach Einführung wieder vom Markt nehmen – was zu starken Kursverlusten führte. Wäre dem Schwergewicht Roche, die zur selben Zeit am Konkurrenzprodukt Tamiflu arbeitete, ebenfalls ein solcher Rückschlag passiert, wären die Auswirkungen für die

## Kleiner ist schöner und besser

Im vergangenen Jahr haben kleine und mittlere Werte die grossen Aktien geschlagen. Dieses Jahr soll sich dieser Trend fortsetzen.



Quelle: Thomson Datastream © BILANZ-Grafik/dh



Gesellschaft natürlich sehr viel geringer ausgefallen.

Der gegenwärtige Erfolg von Small und Mid Caps zieht vermehrt Kapital an, und schon hört man erste Stimmen, die vor einer sich bildenden Kursblase warnen. Natürlich gibt es einzelne Werte, vor allem im Technologiebereich, die bereits recht teuer sind. Basierend auf einer zurzeit wieder moderat wachsenden Wirtschaft, weist aber die Mehrzahl der Unternehmen ein durchaus normales Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf. Und die Aussichten sind gut: Die entsprechenden geschätzten Marktzahlen liegen für das laufende Jahr für den SPI Medium Cap und den SPI Small Cap bei

geschätzten 16 respektive 14. Im kommenden Jahr soll das KGV bei 14 respektive 10 liegen.

Da das gehandelte Marktvolumen in Small und Mid Caps in vielen Fällen sehr

### **Kleine Unternehmen sind oft noch nicht sehr etabliert – ihre Zukunft ist daher ungewiss.**

gering ist, kann ein erfolgreicher Grossinvestor wie beispielsweise ein Small-Cap-Fonds schnell Opfer seines eigenen Erfolgs werden. Bei einem zu grossen Portfolio wird er bei Titeltäufen von

kleineren Unternehmen stark kurstreibend wirken und beim späteren Verkauf, sollte er nicht einen Blockverkauf realisieren können, den Aktienkurs dann auch wieder übermässig belasten. Um solchen Effekten vorzubeugen, hat beispielsweise die Fondsleitung der Bank Sarasin ihren erfolgreichen Fonds, den SaraSelect, zum Schutz der bestehenden Anteilseigner für Neuzeichnungen teilweise geschlossen.

Nach jedem stärkeren Anstieg fragt sich der Anleger, ob die Chancen für weitere Kursgewinne immer noch intakt sind. Im Bereich der Schweizer Small und Mid Caps sprechen die folgenden Überlegungen für eine Investition: Das Gros der

Illustration: Sven Hausher

Analysten konzentriert sich bei der Marktabdeckung auf die matchentscheidenden grosskapitalisierten Werte. Dadurch wird die Mehrzahl der Nebenwerte nur durch sehr wenige Analysten überwacht. So entstehen Marktineffizienzen und somit für den Kenner mit ausgewiesenen Stock-Picking-Fähigkeiten attraktive Kaufgelegenheiten. Zudem erhöht die Beimischung von kleinen und mittleren Werten wie oben dargelegt die Diversifikation des Gesamtportfolios.

Taktisch gesehen, spricht auch der Zeitpunkt innerhalb des Wirtschaftszyklus dafür, jetzt ein Engagement in Mid und Small Caps zu wagen. Die nach wie vor moderate Bewertung stellt auch einen Vorteil dar. Als ein weiterer Pluspunkt kann zurzeit auch die historisch enge Anbindung der Schweizer Wirtschaft an Europa und somit zum Euro angesehen werden. Im Gegensatz zu den Large Caps sind die Nebenwerte vielfach auf den europäischen Raum ausgerichtet und werden derzeit durch einen günstiger werden den Schweizerfranken in Bezug zum Euro konkurrenzfähiger.

Die titelspezifischen Risiken bei kleineren Unternehmen fallen in der Regel

dem Anlagenuniversum Schweizer Mid und Small Caps aus, wobei nur Fonds mit einer Datenbasis von drei und mehr Jahren und einem Vermögen von über 50 Millionen Schweizerfranken von uns berücksichtigt wurden. Da fast alle der genannten Produkte verschiedene Ausrichtungen oder Eigenheiten aufweisen, ist deren Vergleichbarkeit allerdings eher problematisch.

Zum einen unterscheiden sich die Anlageuniversen. Dies ist teilweise schon aus den Bezeichnungen ersichtlich. Ein ausschliesslich auf Mid Caps ausgerichteter Fonds konnte in einem kürzeren Betrachtungszeitraum beispielsweise nur schon auf Grund der Indexentwicklung (siehe auch «Kleiner ist schöner und besser» auf Seite 22) ein auf reine Small Caps ausgerichtete Produkt leichter schlagen. Langfristig ist dann wiederum genau das Gegenteil zu beobachten.

Weiter bestehen auch im Anlagestil grössere Unterschiede. So ist ein stärker auf Wachstumswerte ausgerichtetes Produkt wie beispielsweise der Julius Bär Multistock Special Swiss Stock B ungleich volatil als beispielsweise der auf den Value-Ansatz ausgerichtete SaraSelect. Und

## Die besten Mid- und Small-Cap-Fonds

Sie sind klein, aber oho! Mit Renditen von über 50 Prozent stellen sie grössere Titel in den Schatten.

Fonds	Valoren-Nr.	Vermögen in Mio. Fr. per 31.1.04	Performance annualisiert in Prozent			Volatilität in Prozent
			1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	
<b>SPI Medium Caps</b>			<b>54,90</b>	<b>-10,20</b>	<b>2,30</b>	
<b>SPI Small Caps</b>			<b>50,10</b>	<b>-6,90</b>	<b>10,50</b>	
SaraSelect	123 406	231	<b>52,52</b>	-3,72	9,15	20,89
Vontobel Swiss Small Companies	279 572	249	<b>69,87</b>	-8,12	12,52	24,84
Swissca Small and Mid Caps CH	277 960	378	<b>56,26</b>	-8,71	3,73	23,48
Swiss Life Equ. CH Small/Mid Cap	1 097 033	67	<b>81,92</b>	-8,87		25,14
Reichmuth Pilatus	1 372 899	56	<b>51,05</b>	-8,97	3,50	20,80
UBS(CH) E. F. Small Caps Switzerland	431 133	236	<b>58,75</b>	-9,34	7,23	20,92
UBS(CH) E. F. Mid Caps Switzerland	111 724	372	<b>55,62</b>	-10,83	1,38	23,73
LODH Swiss Cap (ex-SMI)	506 782	113	<b>81,77</b>	-12,28	5,87	28,19
Pictet - Swiss Mid-Small Cap	329 958	235	<b>55,85</b>	-12,66	2,58	24,47
Bank Hofmann Swiss Small Stocks	564 766	68	<b>71,59</b>	-13,10	8,07	25,10
CS E.F. Small & Mid Cap Switzerland	163 214	195	<b>66,35</b>	-14,17	3,27	27,11
JB Multistock - Special Swiss Stock B	618 151	299	<b>83,99</b>	-17,19	4,79	33,56

Sortiert nach Dreijahresperformance / Daten per 31.1.04

Quelle: Feri Trust

etwas höher aus, und auch die Informationsbeschaffung ist im Gegensatz zu den Standardwerten bedeutend schwieriger. Daher empfiehlt es sich, nicht auf einige wenige Titel, sondern auf spezialisierte, breit ausgerichtete Fonds oder entspre-

chende Beteiligungsgesellschaften zu setzen. Die nebenstehende Tabelle «Die besten Mid und Small Cap-Fonds» gibt einen Überblick über das aktuelle, sehr heterogene Fondsangebot. Als Selektionskriterien wählten wir nur Fonds mit

schliesslich spielt auch noch der Anlagespielraum des Managers gegenüber seinem Vergleichsindex sowie die Fondsgrösse eine nicht zu unterschätzende Rolle. Da bei Beteiligungsgesellschaften im Gegensatz zu Fonds keine gesetzlichen Vorschriften über die Anzahl und die Gewichtung ihrer Investments bestehen, können bei dieser Anlageform zusätzliche Performanceverzerrungen entstehen.

Die Beurteilung der Performance der verschiedenen Fonds gestaltet sich aus den beschriebenen Gründen recht schwierig. Im Jahresvergleich schnitten nur der SaraSelect und der Reichmuth Pilatus schlechter als der SPI Medium Cap Index ab. Im Dreijahresvergleich übertraf dagegen nur der SaraSelect eben diese beide Indizes. Über diesen Beobachtungszeitraum schnitt aber nur noch etwa die Hälfte der Fonds besser als der SPI Mid Cap Index ab. Von den betrachteten Fonds schaffte es lediglich der Vontobel Swiss Small Caps, über fünf Jahre beide Indizes nachhaltig zu schlagen.

Von dieser Ausnahme abgesehen, bleibt dem Anleger somit nichts anderes übrig, als je nach wirtschaftlichem Szenario auf einen defensiveren oder ag-

gressiveren Fonds zu setzen. Wer zurzeit an einen starken wirtschaftlichen Aufschwung in der Schweiz glaubt, der fährt voraussichtlich mit einem aggressiver ausgerichteten Aktienfonds wie dem Swiss Life Equity Switzerland Small/Mid Caps nicht schlecht. Im langfristigen Fonds-Vergleich bietet auch der Vontobel Swiss Small Companies eine sehr attraktive Alternative.

Die Fondsgrössen der angebotenen Produkte liegen zwischen 20 und rund 350 Millionen Franken. Da der Schweizer Wertpapiermarkt für kleinkapitalisierte Werte sehr eng ist, wird ein zu grosser Fonds, wie oben bereits erwähnt, sehr schnell Probleme bekommen, seine Anlagestrategie noch durchzuführen. Auf der anderen Seite sollte man wegen der allgemeinen Fondsbetriebskosten aber auch unbedingt darauf achten, dass das gewählte Fondsprodukt eine adäquate Mindestgrösse erreicht. Also achten Sie auch bei den Kleinen auf eine angemessene Grösse. B

### Thomas Hinder

ist Partner der Vermögensverwaltung Bevag Better Value AG, Zürich