

Existiert für Schweizer Small- und Mid-Cap-Aktien eine Risikoprämie?

# Kleine und mittlere Firmen im Fokus

Institutionelle Investoren decken die Anlageklasse Aktien Schweiz überwiegend mit grosskapitalisierten Firmen ab. Viele Stiftungsräte sind sich dabei nicht bewusst, dass eine höhere Allokation in klein- und mittelkapitalisierten Firmen die erwartete Rendite eines Portfolios häufig steigert, ohne das Risiko spürbar zu erhöhen.

## IN KÜRZE

Schweizer Small- und Mid-Cap-Aktien spielen eine Nebenrolle in den Portfolios institutioneller Investoren. Zu Unrecht, wie ein genauer Blick auf Risiken und Renditen über die letzten 15 Jahre zeigt.

Das Anlagejahr 2019 war für Investoren in Schweizer Aktien äusserst erfreulich. Die Wertentwicklung klein- und mittelkapitalisierter Firmen (sogenannte Small- und Mid-Caps) von 30.4 Prozent (gemessen am SPI Extra) wich dabei nur unwesentlich von derjenigen des Gesamtmarkts (SPI) mit 30.6 Prozent ab.

«Hauptsache Aktien, welche spielt keine Rolle», war zum Jahreswechsel eine rasch gemachte Schlussfolgerung. Ebenfalls weit verbreitet findet sich die Meinung, dass Grossunternehmen (Large-Caps) die grössere Sicherheit bieten. Beide Ansichten widersprechen der historischen Evidenz.

## Häufige Untergewichtung von Schweizer Small- und Mid-Cap-Aktien

Eine Analyse der Geschäftsberichte der grössten Schweizer Pensionskassen zeigt, dass in deren Portfolios Aktien von klein- und mittelkapitalisierten Firmen nur eine Nebenrolle spielen. Der Trend zum passiven Investieren ist dabei womöglich ein wichtiger Faktor: Mit einem Indexprodukt auf den Schweizer Gesamtmarkt alloziert der Anleger nur gerade 12 Prozent in Small- und Mid-Caps. Dieser Wert entspricht nicht einmal der jeweiligen Einzelgewichtung in Nestlé, Novartis oder Roche, die zusammen rund 50 Prozent des SPI ausmachen.

Wir glauben, dass viele institutionelle Anleger damit innerhalb der Anlageklasse Aktien Schweiz unnötige Klumpenrisiken eingehen und Renditechancen verpassen.

## Die Small-Cap-Prämie existiert auch in der Schweiz

Die Finanzmarktforschung beschäftigt sich bereits seit Jahrzehnten mit der Frage, ob die Unternehmensgrösse einen systematischen Einfluss auf die Performance von Aktien hat. Es ist allgemein akzeptiert, dass ein inverser Zusammenhang besteht. In einfachen Worten ausgedrückt: Aktien von kleinen Firmen weisen langfristig höhere Renditen auf als Aktien von grossen Firmen. Diese sogenannte Small-Cap-Prämie ist auch am Schweizer Aktienmarkt nachweisbar.

Der Vergleich zwischen dem SPI, der sämtliche kotierten Schweizer Aktien umfasst, und dem SPI Extra, der seit April 2004 alle kotierten Aktien enthält, jedoch die 20 Firmen mit der grössten Marktkapitalisierung ausschliesst, spricht eine deutliche Sprache. In diesem rund 15-jährigen Zeitraum lieferte dieser Index eine Wertvermehrung von 340 Prozent, verglichen mit 202 Prozent des Gesamtmarkts. Dies ist eine Mehrrendite von 2.8 Prozent pro Jahr (siehe Grafik).

Wenig Unterschiede zeigt hingegen die Analyse zweier anerkannter Risikomasse. Sowohl der maximale Kursverlust (SPI -48.8 Prozent versus SPI Extra -52 Prozent) als auch die jährliche Volatilität (SPI 12.2 Prozent versus SPI Extra 14.3 Prozent) sind durchaus vergleichbare Werte. Diese Betrachtung umfasst den längstmöglichen Betrachtungszeitraum der beiden Hauptindizes sowie mehrere Marktzyklen. Darin enthalten sind die globale Finanzkrise wie auch die europäische Schuldenkrise.

### Raffael Frauenfelder

Analyst Industrie,  
Albin Kistler AG



### Tobias Hochstrasser

Analyst  
Informationstechnologie,  
Albin Kistler AG



### Die Schweiz beherbergt heimliche Weltmarktführer in vielen Branchen

Das Berechnen der Small- und Mid-Cap-Prämie ist einfach, sie zu erklären ist ungleich schwieriger. Naheliegender erscheint die These, dass kleinere Firmen weniger von Bürokratie gehemmt würden und so dynamischer und innovativer agieren könnten. Ein schnelleres Gewinnwachstum wäre die logische Folge. Der Blick in die Vergangenheit widerspricht dieser Annahme. Die Gewinne der Firmen aus dem SPI Extra wuchsen mit rund 4.7 Prozent pro Jahr zwischen 2005 und 2018 gleich schnell wie diejenigen des Gesamtmarkts (4.8 Prozent p. a.).

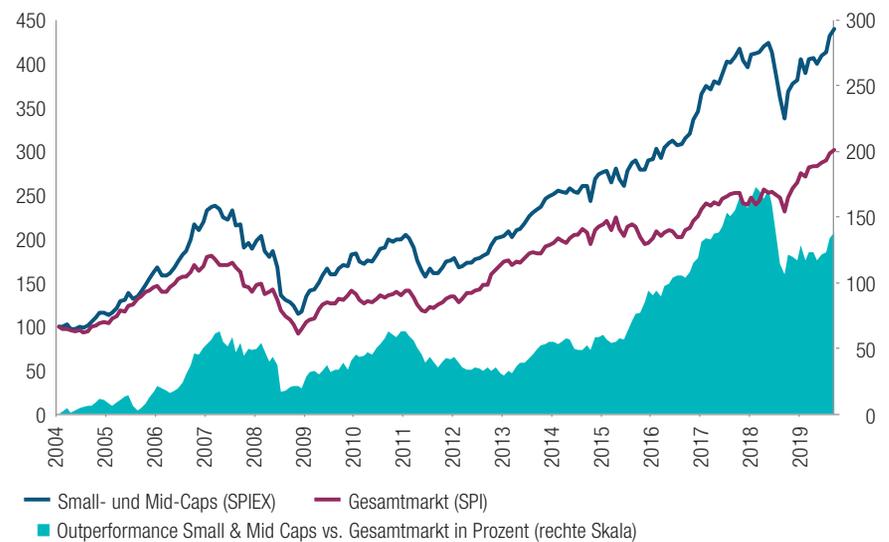
Was jedoch auffällt, ist die deutlich grössere Spannweite des Gewinnwachstums innerhalb der klein- und mittelkapitalisierten Firmen. Etliche wuchsen dabei deutlich schneller als der Durchschnitt. Dies ist wenig überraschend. Die Schweiz ist dank bekannter Standortvorteile ein Hort für Weltmarktführer. Diese weisen oftmals attraktive Gemeinsamkeiten auf:

Erstens gibt es viele Firmen mit einem substanziellen Ankeraktionariat. Dies mögen Gründerfamilien oder langfristig orientierte Investorengruppen sein, die die Firmen nicht auf Quartalsbasis messen und so für Stabilität sorgen. Zweitens weisen diese Firmen vielfach eine geringe Verschuldung auf. Dies trägt zur Widerstandskraft bei und ermöglicht beispielsweise Akquisitionen zu attraktiven Preisen während einer konjunkturellen Delle.

Schliesslich fällt auf, dass in fast jeder Branche Schweizer Unternehmen zu globalen Marktführern aufgestiegen sind. Währendem jedermann Produkte von Nestlé konsumiert und die Pharmariesen Roche und Novartis kennt, sind Firmen wie Belimo, Inficon und Straumann sowohl im Alltag als auch medial weniger präsent. Dabei üben die drei Letztgenannten in ihren Nischen nachweislich eine höhere Marktmacht und ein höheres Wachstumspotenzial auf als mancher Grosskonzern.

Die Kombination dieser Attribute hat in der Vergangenheit immer wieder zu aussergewöhnlichem unternehmerischem Erfolg geführt, was sich langfristig in einer überdurchschnittlichen Aktienkursentwicklung widerspiegelt. Wir

### Wertentwicklung von Schweizer Small- und Mid-Cap-Aktien im Vergleich zum Gesamtmarkt (2004 bis 2019)



Quelle/Bemerkungen: Bloomberg, Albin Kistler, Daten per 31. Dezember 2019

glauben, dass diese heimlichen Weltmarktführer massgeblich dazu beitragen, dass langfristig orientierte Investoren auch in Zukunft mit einer Prämie für das Halten von Small- und Mid-Cap-Aktien entschädigt werden.

### Titelselektion schafft langfristig Mehrwert

Zwei Gründe sprechen für eine aktive Bewirtschaftung dieses Segments. Neben der medialen Aufmerksamkeit ist auch die Abdeckung kleinkapitalisierter Firmen seitens professioneller Analysten markant tiefer. Auswertungen zeigen, dass durchschnittlich rund 25 Analysten SMI-Aktien verfolgen und ihre Einschätzungen öffentlich teilen. Im Segment der kleinen Firmen tun dies im Schnitt hingegen nur gerade drei. Nicht wenige kleine Unternehmen werden dabei gar nicht oder nur unregelmässig beurteilt. Die aktuellen regulatorischen Entwicklungen auf dem Schweizer Finanzplatz deuten zudem darauf hin, dass diese Abdeckung in Zukunft noch geringer ausfallen wird.

Diese Diskrepanz in Kombination mit der mehrheitlich indexierten Abdeckung erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass immer wieder substanzielle Bewertungsungleichgewichte in Erscheinung treten. Kurz, die Preisfindung im Small- und Mid-Cap-Segment ist nur teilweise effizient. Aktive Investoren mit der nöti-

gen Analysekapazität können dies ausnutzen. Auch eröffnet die grössere Bandbreite der Unternehmensqualität unter den Small- und Mid-Caps Diversifikationsmöglichkeiten für aktive Anleger. Beleg dafür ist die bereits erwähnte höhere Streuung von historischen Gewinnwachstumsraten.

Um die Qualität einer Firma zu beurteilen, stehen drei Aspekte im Mittelpunkt. Zum einen ist die Effektivität und Kontinuität des Managements von zentraler Bedeutung. Es ist unerlässlich, dies regelmässig durch den direkten Austausch mit den Firmenlenkern zu prüfen. Des Weiteren prosperieren Unternehmen eher, wenn sie eine nachhaltig hohe Rentabilität und eine hohe Innovationskraft aufweisen. Dies zu beurteilen, setzt oftmals tiefe Branchenkenntnisse voraus. Schliesslich ist eine gesunde Bilanz ein wichtiges Qualitätsindiz.

Untersuchungen haben gezeigt, dass erstklassige Unternehmen langfristig die höchsten Aktienrenditen erbringen. Diese Unternehmen zu identifizieren, beansprucht viel Zeit und Erfahrung.

Wir sind überzeugt, dass eine substanzielle Allokation an sorgfältig ausgewählten klein- und mittelkapitalisierten Aktien in einem Portfolio von Schweizer Aktien über einen ganzen Börsenzyklus zu einer höheren erwarteten Rendite führt, ohne dabei das Risikoprofil des Portfolios signifikant zu erhöhen. |