

#NEBENWERTE

#PRIVATEEQUITY

#WACHSTUMSAKTIE

# Kleine schlagen Grosse

Die Aktien kleinerer Unternehmen haben teilweise um Weites die Performance der grosskapitalisierten Firmen übertroffen. Die Erklärung liegt im Small-Cap-Effekt.

■ VON RETO PFIFFNER

Schweizer Unternehmen mit einer geringen bis mittelgrossen Marktkapitalisierung – sogenannte Small und Mid Caps – wurden von der Coronapandemie besonders hart getroffen. Doch diese Werte konnten sich deutlich schneller von der Pandemie erholen.

Das widerspiegelt sich auch in den Kursgewinnen. Blickt man auf das Segment der Large Caps, so legten diese in den letzten 12 Monaten um 16 Prozent zu. Doch die Mid-Cap-Unternehmen hatten die Nase vorn: Ihr Kursgewinn in der gleichen Zeitperiode lag bei 25 Prozent und die Small-Caps legten um 21 Prozent zu.

Verschiedenste Analysen zeigen immer wieder auf, dass Nebenwerte während einem gesamten Wirtschaftszyklus besser entwickeln als gross kapitalisierte Firmen. So konnten die lokalen Champions in der Vergangenheit immer wieder ihre grossen Pendanten hinter sich lassen. Jedoch wird bei einem Investment, insbe-

«Analysen zeigen, dass Nebenwerte während einem gesamten Wirtschaftszyklus sich besser entwickeln»

sondere bei den Small Caps, auch ein höheres Risiko eingegangen. Die Titel schwanken stärker, die Gewinne sind häufig weniger stabil und in Abschwungphasen geraten sie stärker unter Druck.

Diesen Grösseneffekt entdeckte der Schweizer Rolf W. Banz bereits 1981. Jener besagt, dass Werte mit einer niedrigen Marktkapitalisierung gegenüber grossen Titeln besser abschneiden. Dieser Small-Cap-Effekt ist aber nicht mit dem bekannten Capital Asset Pricing Modell (CAPM)

erklärbar, er beruht also nicht allein auf einem höheren Beta der kleineren Werte gegenüber dem Gesamtmarkt und liefert daher eine eigene Risikoprämie. Risikoscheue Anleger meiden trotz der starken Performance Small Caps häufig, weil deren Kurse nach allgemeiner Einschätzung deutlich stärker schwanken als die von Large Caps.

Hätten Anleger in den letzten 20 Jahren ausschliesslich auf grosse Schweizer Firmen gesetzt, dann wäre ihnen ein entscheidender Renditebeitrag entgangen. So erzielte etwa der SPI Small Cap, in dieser Zeitspanne eine doppelt so hohe Performance.

Dieser Renditeaufschlag wird Illiquiditätsprämie bezeichnet. In der Schweiz beträgt die Small-Cap Prämie seit 2000 im Durchschnitt jährlich rund vier Prozent. Auch auf internationaler Ebene zeigt sich ein ähnliches Bild. Nebenwerte bringen einem Aktienportfolio somit mehr Würze. ■



## Interview: «Viele Schweizer Wachstumsstories kommen nicht an die Börse»



**Titel mit grossen Wachstum findet man vor allem im Privatmarkt. Meist sind es innovative KMU, die konsequent auf Megatrends setzen oder mit echter Innovation aufwarten. Sie überzeugen mit überproportional hohen Umsätzen und Gewinnen. Diese sogenannten Growth Companies werden jedoch immer länger privat gehalten, bevor sie – wenn überhaupt – an die Börse gehen. Im Gespräch erläutert Benjamin Böhner von Bellevue, ob Private Equity für Anleger eine echte Alternative darstellen.**

**Herr Böhner, im Markt sieht man seit längerem hohe Zuflüsse von Investorengeldern in Private Equity. Was sind die Gründe?** Das anhaltende Tiefzinsumfeld, die rasant steigende Geldmenge und die entsprechend negativen Realzinsen sind die Hauptgründe für das steigende Investoreninteresse in Private Equity.

**Warum ist aus ihrer Sicht Private Equity in einem Portfoliokontext generell interessant?** Eine Beimischung von Private Equity resultiert gemäss verschiedener Studien in höheren erwarteten Renditen. Warum sollte ein Investor, der ohnehin eine signifikante strategische, also

langfristige, Aktienallokation hält, auf diese Illiquiditätsprämie verzichten wollen? Zudem erweitert Private Equity das Anlageuniversum entscheidend. In der Schweiz sind beispielsweise nur 0,01 Prozent aller Unternehmen an der Börse kotiert.

**Dabei ist die Schweiz bekannt für wachstumsstarke und innovative KMU. Warum wählen diese immer seltener den Weg an die Börse?** Ein Börsengang ist grundsätzlich nur eine von mehreren möglichen Varianten der Kapitalbeschaffung, zudem geht er mit erhöhten Berichterstattungs- und Offenlegungspflichten einher. Auch führt ein Listing meist zu einem stärkeren Fokus auf kurzfristige Resultate, was sich negativ auf die langfristige Strategie auswirken kann. Diese Faktoren gilt es abzuwägen.

**Ist Private Equity somit die einzige Möglichkeit, um von den Wachstumsaussichten der KMU zu profitieren?** Firmen, die konsequent auf einen Megatrend setzen, oder mit echter Innovation aufwarten, erzielen oftmals überproportionale Wachstumsraten. Meist sind diese KMU zum Zeitpunkt des Börsengangs bereits sehr hoch bewertet; falls sie überhaupt an die Börse

gehen. Mit Growth Equity Investments kann man an solchen Growth Stories partizipieren.

**Sie setzen auf Wachstumsperlen, doch im Private-Equity-Universum gibt es auch andere Strategien. Worin unterscheiden sie sich?**

Während klassische Buyout Manager die bisherigen Eigentümer eines Unternehmens zunächst auskaufen, um die Kontrolle zu erlangen, investieren Growth Equity Manager im Rahmen einer Kapitalerhöhung direkt in das Unternehmen. Sie finanzieren das weitere Wachstum, während die Eigentümer und Manager typischerweise investiert bleiben. Anders als Venture Capital Funds investieren Growth Manager erst, wenn der Grossteil des technologischen Risikos bereits überwunden und das Geschäftsmodell selbsttragend geworden ist.

**Auf was achten Sie bei der Wahl eines Investments? Wie gehen Sie konkret vor?** Wir entwickeln unsere Investments selektiv aus unserem proprietären Netzwerk heraus. Dabei achten wir vor allem auf ein starkes Inhaber- und Ma-

IT und Kommunikation sowie Medizinaltechnik und Digital Health sein. Aber auch traditionelle Sektoren bieten immer wieder spannende Anlagen.

**Investieren Sie auch in Start-up-Unternehmen?** Grundsätzlich nicht. Wir investieren aber in sogenannte in-house Ventures: Dabei bilden der Cashflow aus dem Kerngeschäft sowie der Leistungsausweis des Entrepreneurs einen wichtigen Risikopuffer für unser Investment.

**Gehen Investoren bei diesen Investments ein höheres Risiko ein?** Klammert man Venture Capital aus, gehen Investoren a priori kein höheres Verlustrisiko ein als an den Aktienmärkten. Als Anleger muss man sich jedoch immer bewusst sein, dass ein Verkauf von Fondsanteilen während der Laufzeit mit einem meist deutlichen Abschlag verbunden ist.

**Aus Anlegersicht ist Liquidität wichtig – vor allem, wenn es zu Marktverwerfungen kommt. Wie steht es um die Liquidität in Private Equity?** Als Private Equity Manager sind wir auf Wertmaximierung bedacht. Deshalb bauen wir unsere Beteiligungen über eine mehrjährige Investitionsperiode auf, achten auf gute Diversifikation und realisieren unsere Positionen über mehrere Jahre hinweg. So können die Auswirkungen etwaiger Marktverwerfungen auf die Fondsrendite reduziert werden. Bei unseren Portfoliofirmen achten wir vor allem auf eine solide finanzielle Situation mit hoher Liquidität, zudem gehen wir konservativ mit Leverage um. ■

«Unternehmen, die konsequent auf einen Megatrend setzen, oder mit echter Innovation aufwarten, erzielen oftmals überproportionale Wachstumsraten.»

nagementteam mit überzeugender Wachstumsstrategie. Zielunternehmen sollten am Markt etabliert sein, über klare Wettbewerbsvorteile verfügen und eine solide Bilanz vorweisen können.

**Welche spannenden Firmen und Sektoren haben Sie derzeit auf dem Radar?** Wir interessieren uns besonders für innovative Branchen, in denen die Schweiz eine Führungsrolle besetzt. Dies können beispielsweise Cleantech, Fintech,

Benjamin Böhner

» Business Development Bellevue