

## Schweizer Nebenwerte

# Gibt es den Small Cap-Effekt?

von René Dubacher<sup>1</sup>

### Ausgangslage

Aktien kleinkapitalisierter Gesellschaften werden als Nebenwerte bezeichnet und sie erreichen über die Zeit eine höhere Gesamrendite als Standardwerte. Dieses als „Small Cap-Effekt“ bezeichnete Phänomen ist seit mehr als 35 Jahren bekannt und der Glaube daran entsprechend weit verbreitet. Eine detaillierte Analyse in verschiedenen Märkten zeigt allerdings, dass eine Mehrrendite nur in gewissen Zeiträumen zu beobachten ist. Gibt es eine Zusatzentschädigung gegenüber Standardwerten, also eine Small Cap-Prämie, oder handelt es sich dabei um verschiedene andere „Prämien“, welche bei kleinkapitalisierten Unternehmen häufiger beobachtet werden können?

### Zweifel

Die Small Cap-Prämie wurde erstmals in den USA von Banz (1981), einem Schweizer Finanzmarktforscher, entdeckt. Sie widerspricht der Finanzmarkttheorie und dem Sharpe-Lintner-CAPM-Modell, welches impliziert, dass die Summe aller kleinen Firmen risikoadjustiert keine Mehrrenditen erreichen. Tatsächlich könnte man argumentieren, dass die Firmengrösse ein Indikator für Risiko sein kann. Die Geschäftsmodelle kleiner Firmen sind verwundbarer und die Firmen haben tendenziell ein höheres Konkursrisiko. Gleichzeitig offerieren sie aber ein enormes Wachstumspotential, wenn sie erfolgreich sind. Im Jahr 1993 ergänzten Fama und French in ihrem drei Faktor-Modell das CAPM um die Small Cap-Prämie. Ihre Begründung lautete, dass dieses systematische Risiko nicht abgedeckt werde.

Trotz seiner breiten Akzeptanz wurde die Existenz des Small Cap-Effektes verschiedentlich angezweifelt. Nachdem der Effekt in den USA kurz nach seiner Entdeckung verschwunden war, konnte er jedoch seit 1999 wieder nachgewiesen werden. Die internationalen Resultate sind sehr unterschiedlich. In gewissen Regionen kann der Effekt belegt werden, in anderen jedoch nicht.

### Die Schweizer Marktstruktur

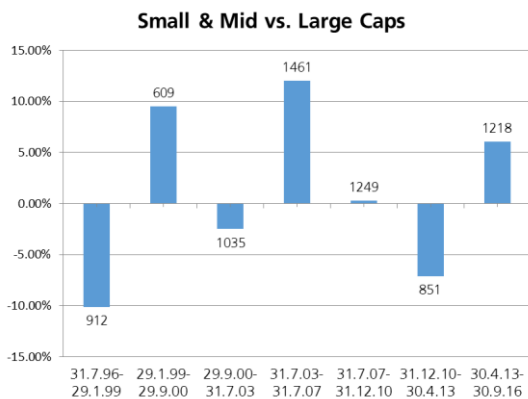
Der Schweizer Aktienmarkt ist stark fragmentiert. Die Börsenkapitalisierung wird durch wenige grosse Firmen dominiert. Die 20 im SMI vertretenen Gesellschaften repräsentieren im langfristigen Durchschnitt 85% der Börsenkapitalisierung. Die Schweizer Börse SWX berechnet den Swiss Performance Index (SPI), den sie in drei Kapitalisierungssegmente aufteilt. Die vielen kleineren Gesellschaften werden im „SPI Small Caps“ (SPI19) zusammengefasst. Er besteht aus 108 Gesellschaften, was mehr als der Hälfte der Titel im SPI-Index entspricht. Die gesamte Börsenkapitalisierung summiert sich mit CHF 21 Mia. aber nur auf gerade 1.7% des SPI. Die nächstgrösseren 80 mittelgrossen Unternehmen sind im SPI Mid Cap (SPI20) vertreten und vereinen weitere 15% des Gesamtmarktes auf sich. International werden die kleinen Gesellschaften oft durch die untersten 10% der Börsenkapitalisierung definiert. Nach diesem Kriterium besteht der schweizerische Aktienmarkt aus einem etwas zu kleinen Standardwertportfolio (SMI 85% anstatt 90%) und einem etwas zu grossen Small & Mid Cap-Bereich (SPI EXTRA 15% anstatt 10%).

Tabelle 1: Nebenwerte in der Schweiz – Die letzten 20 Jahre (30.9.96-30.9.16)

	SMI	SPI	SPI EXTRA	SPI Small Caps	SPI Mid Caps	SPI Large
Rendite (TR) ann.	6.43%	6.78%	10.51%	12.17%	9.15%	6.35%
Volatilität ann.	15.84%	15.30%	16.52%	14.61%	17.50%	15.57%
Sharpe Ratio	0.41	0.44	0.64	0.83	0.52	0.41
Börsenwert in Mia. CHF	1130	1370	237	62	176	1130
Anzahl Titel	20	207	187	107	80	20
KGV (letzte 12 Monate)	17.4	18.1	22.5	26.8	21.2	17.6
KGV (nächste 12 Monate)	16.6	17.2	20.7	22.3	19.4	16.7
KBV	2.3	2.3	2.3	1.8	2.1	2.4
Dividendenrendite	3.6	3.4	2.5	2.3	2.6	3.6
Max. kum. Verlust (2003)	-48.5%	-49.3%	-56.0%	-49.1%	-60.1%	-47.5%
Max. kum. Verlust (2009)	-48.3%	-48.8%	-52.0%	-45.9%	-53.9%	-48.0%

Den Markt für kleinkapitalisierte Titel auf den SPI Small Caps zu reduzieren, greift zu kurz. Die Liquidität vieler Titel ist sehr gering, was dazu führt, dass Investitionen über viele Wochen aufgebaut werden müssen. Bereits bei kleineren Anlagevolumen können durch den Handel Effekte auf den Preis auftreten. Darüber hinaus ist eine beachtliche „Geld-Brief“-Spanne bei der Indexberechnung nicht berücksichtigt. Die resultierenden Statistiken sind entsprechend mit Vorsicht zu interpretieren. Die Schwierigkeiten der Handelbarkeit werden durch die Tatsache dokumentiert, dass es für dieses Marktsegment keine Indexprodukte gibt. Für die Beurteilung des Small Cap-Effektes in der Schweiz bietet sich aus diesen Gründen der SPI EXTRA an. Er vertritt nach internationalen Standards einen etwas zu grossen Teil der Gesamtmärktkapitalisierung, ist aber investier- und handelbar und es existieren eine Vielzahl von aktiven und passiven Anlageprodukten darauf.

Graphik 1: Relative Out- und Underperformance und deren Dauer (in Tagen) von Schweizer Small & Mid Caps zu Large Caps



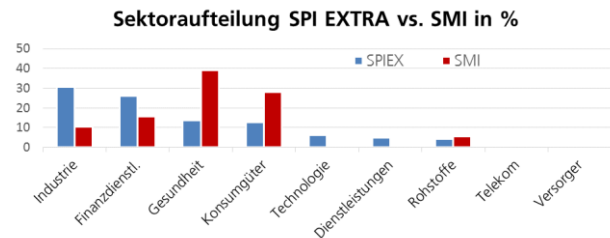
Die relative Performance der so definierten „Large- und Small Cap“-Aktien durchlebte in den letzten 20 Jahren 7 Halbzyklen (Zeit der Out- oder Underperformance) von durchschnittlich nicht ganz 3 Jahren (1043 Tage). Die Phase der Finanzkrise von 2008, welche im Sommer 2007 begann, wurde in Graphik 1 als Sonderfall abgebildet.

### Sektorielle Sicht

Graphik 2 zeigt die sektorielle Zusammensetzung des SMI und des SPI EXTRA. Ein Vergleich zeigt, dass die Sektoren Dienstleistungen, Technologie und Versorger, welche 12 % des SPI EXTRA ausmachen, im SMI gar nicht vertreten sind. Der SMI wird dominiert durch die Sektoren Gesundheit (Novartis, Roche, Actelion) und Konsumgüter (Nestlé). Diese beiden Sektoren repräsentieren knapp 70% der Börsenkapitalisierung des SMI. Bei der Dominanz zweier Sektoren liegt die Frage nahe, ob die

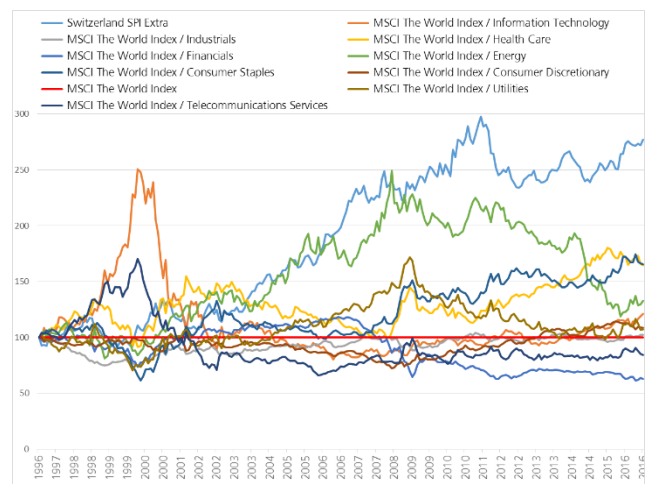
relative Performance des SPI EXTRA zum SMI durch die Sektor-Performance erklärt werden kann. Tatsächlich ist der Sektor Gesundheit im Universum des MSCI Weltindex über die letzten 20 Jahre der beste Sektor.

Graphik 2: Sektorielle Zusammensetzung SMI und SPI EXTRA per 30.9.2016



Die statistische Analyse der Performance-Differenz SMI-SPI EXTRA als abhängige und der relativen Performance der MSCI Sektoren zum MSCI Weltindex als erklärende Variablen vermag keine signifikanten Resultate zu liefern. Der Erklärungsgehalt ist verschwindend klein. Dennoch schneidet die Performance des SPI EXTRA im Vergleich mit den Sektoren des MSCI Welt ausnehmend gut ab (vgl. Graphik 3). In den letzten 20 Jahren hat sich kein Sektor des Weltindex annähernd so gut entwickelt wie der SPI EXTRA. Dies lässt den Schluss zu, dass es wahrscheinlich nicht die sektorielle Zusammensetzung ist, welche diese einzigartige Performance des SPI EXTRA zu erklären vermag.

Graphik 3: Relative Performance der MSCI-Sektoren und des SPI EXTRA zum MSCI World in CHF



### Schon eher ein Micro Cap-Effekt

Es ist naheliegend, anzunehmen, dass die Firmengrösse gemessen an der Börsenkapitalisierung für die herausragende historische Performance des SPI EXTRA verantwortlich sein könnte. In Tabelle 2 ist die Performance al-

ler SPI Titel, unterteilt in 10 gleich grosse Portfolios (Anzahl Titel) für unterschiedliche Zeiträume dargestellt. Das Portfolio mit der Nummer 1 beinhaltet die 10% kleinsten Titel des SPI. Die Titel werden monatlich rangiert und jeweils zum Monatsanfang einer der 10 Gruppen zugeteilt. Der SPI beinhaltete zu Beginn des Beobachtungszeitraumes vor 20 Jahren knapp 300 Titel. Im Jahr 2001 wurde der SPI auf die sogenannte „Free-Float“-Methode umgestellt und in der Folge wurden per 1. Oktober 2002 alle Gesellschaften, welche nicht einen minimalen „Free Float“ von mindestens 20% aufweisen konnten, aus dem Index gestrichen. Die Anzahl Titel sank dadurch auf zirka 220 und sie blieb auf diesem Niveau bis heute stehen.

Tabelle 2: Durchschnittliche Performance nach Marktkapitalisierung 30.9.1996-30.9.2016

	Portfolios 1-10	Small									Large
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Rendite p.a.[%]	30.9.1996-30.9.2016	<b>16.94</b>	<b>8.51</b>	<b>9.71</b>	<b>11.58</b>	<b>10.04</b>	<b>10.75</b>	<b>13.56</b>	<b>10.42</b>	<b>11.68</b>	<b>10.88</b>
Risiko p.a.[%]:		26.5	13.6	14.9	16.3	14.2	17.2	16.7	16.0	16.6	17.2
Rendite p.a.[%]	30.9.1996-30.9.2001	<b>42.60</b>	<b>10.55</b>	<b>8.27</b>	<b>6.80</b>	<b>13.40</b>	<b>13.97</b>	<b>11.30</b>	<b>13.26</b>	<b>10.14</b>	<b>5.81</b>
Risiko p.a.[%]:		36.6	10.6	11.7	15.2	16.0	17.6	16.2	16.0	18.4	20.8
Rendite p.a.[%]	30.9.2001-30.9.2006	<b>16.79</b>	<b>9.91</b>	<b>15.79</b>	<b>17.86</b>	<b>13.02</b>	<b>13.48</b>	<b>16.70</b>	<b>10.85</b>	<b>19.22</b>	<b>19.22</b>
Risiko p.a.[%]:		17.0	12.4	15.1	16.3	13.7	17.3	17.6	14.5	14.3	15.9
Rendite p.a.[%]	30.9.2006-30.9.2011	<b>1.05</b>	<b>6.86</b>	<b>5.73</b>	<b>5.93</b>	<b>(1.47)</b>	<b>3.61</b>	<b>7.25</b>	<b>2.30</b>	<b>2.33</b>	<b>3.62</b>
Risiko p.a.[%]:		21.8	18.5	19.9	21.0	16.2	21.2	20.4	21.2	20.6	19.9
Rendite p.a.[%]	30.9.2011-30.9.2016	<b>10.09</b>	<b>6.38</b>	<b>9.51</b>	<b>16.82</b>	<b>17.56</b>	<b>13.51</b>	<b>19.87</b>	<b>17.37</b>	<b>16.52</b>	<b>17.23</b>
Risiko p.a.[%]:		26.3	11.7	11.4	11.5	9.8	11.7	12.1	10.8	11.8	10.6

Betrachtet man die Resultate für den gesamten Zeitraum 1996-2016, fällt auf, dass die durchschnittliche Rendite pro Jahr zwischen 8.5% und 13.5% liegt. Eine Ausnahme bilden die kleinsten Titel (Portfolio 1), diese rentieren mit 16.94% wesentlich mehr. Das anschliessende Portfolio 2 hingegen weist die geringste Performance auf. Diese Mehrperformance der kleinsten Titel im SPI, welche man mit einer durchschnittlichen „free-float“-Börsenkapitalisierung von CHF 15.6 Mio. (per 30.9.2016) als „Micro-Cap“ bezeichnen könnte, ist auch in den 5 Jahres-Perioden 1996-2001 und 2001-2006 zu beobachten. In der „dot-com“-Periode vor 2001 wird sogar noch eine substantiell höhere Performance von 42% p.a. bei einem ebenfalls höheren Risiko erreicht.

Der Small Cap-Effekt, d.h. die Aussage, dass durch Anlagen in Nebenwerten eine höhere Performance erreicht werden kann, kann durch die vorliegenden Daten nicht bestätigt werden. Die Daten deuten aber darauf hin, dass allenfalls bei sehr kleinen Gesellschaften eine Mehrperformance möglich ist (sozusagen ein „Micro Cap“-Effekt). Dieses Resultat ist deckungsgleich mit vielen internationalen Studien, welche einen „small cap“-Effekt

ebenfalls nur bei illiquiden kleinen Gesellschaften nachweisen konnten.

Asness, Frazzini und Pedersen argumentieren in ihrem Aufsatz „Quality Minus Junk“, dass es den Small Cap-Effekt sehr wohl gibt, dass dieser aber durch eine Vielzahl kleiner Gesellschaften geringer Qualität überschattet wird.<sup>1</sup>

### Qualität zahlt sich aus

Investoren sollten bereit sein, für Aktien von hoher Qualität eine Prämie zu bezahlen. In Qualität zu investieren bedeutet, Unternehmen zu identifizieren, welche wachsen, profitabel sind, kontinuierlich Dividenden zahlen und über eine gesunde Bilanz verfügen. Für die Beurteilung der Qualität der Unternehmung verwendet Swiss Rock den Piotroski F-Score.

Dieses im Jahr 2000 erstmals vom Stanford Professor Joseph Piotroski im Fachartikel „Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers“ vorgestellte Mass basiert ausschliesslich auf publizierten Zahlen der Rechnungslegung der Unternehmen. Es geht darum, Gewinner und Verlierer voneinander unterscheiden zu können. Piotroski schlägt 9 Kriterien zur Beurteilung vor. Neben der positiven Rendite auf dem Gesamtkapital werden Faktoren wie ein gesteigerter betrieblicher Cash Flow, eine erhöhte Bruttomarge oder ein gesteigerter Liquiditätsgrad berücksichtigt.

Für jedes Kriterium gibt es ein Punkte-Scoring, woraus sich der F-Score ableiten lässt. Eine Überrendite zum Index versprechen Unternehmen, die mindestens acht dieser neun Kriterien erfüllen. Gleichermassen sind Unternehmen mit einem F-Score unter 3 stark gefährdet. Konsistent mit Assness et al. möchten wir diese Analyse um die Faktoren zukünftiges Wachstum und Dividendenzahlungen als weitere wichtige Qualitätskriterien erweitern.

In der Graphik 4 wird das Universum des SPI nach den oben beschriebenen drei Kriterien monatlich in Dezile

<sup>1</sup> Asness, Clifford S., Frazzini, Andrea, and Pedersen Lasse, 2013, „Quality minus Junk“, Working Paper, New York University

aufgeteilt und die Performance über die letzten 20 Jahre berechnet.

Graphik 4: Qualität und Börsenkapitalisierung



Die schlechtesten Aktien („Worst“) haben über die ganze Periode eine durchschnittlich (Median) kleinere Börsenkapitalisierung als die Besten („Best“). Dies unterstützt die These, dass kleinkapitalisierte Firmen durchschnittlich tiefere Qualität aufweisen, was im amerikanischen Sprachgebrauch als „junk“ bezeichnet wird. Wenn diese kleinen Aktien tieferer Qualität aus dem Universum eliminiert wurden, konnte in USA aber auch in anderen Ländern der „Size-Effect“ nachgewiesen werden.

#### Qualität bei Schweizer Small & Mid Caps

Nach den drei Kriterien Piotroski F-Score, erwartetes Gewinnwachstum für das nächste Geschäftsjahr sowie Dividendenrendite über die letzten 12 Monate werden die Aktien des SPI Universums monatlich in Dezile eingeteilt und die schlechtesten 30 Prozent eliminiert.

Tabelle 3: Gruppierung nach Qualität und Grösse

		Small			Large	
	Portfolios 1-5	1	2	3	4	5
Rendite p.a.[%]	30.9.1996-30.9.2016	19.5	13.1	12.4	13.3	10.9
Risiko p.a.[%]		14.4	14.6	14.0	17.9	14.8
Rendite p.a.[%]	30.9.1996-30.9.2001	16.9	10.5	15.9	23.2	14.0
Risiko p.a.[%]		16.3	16.3	13.6	26.0	14.5
Rendite p.a.[%]	30.9.2001-30.9.2006	26.5	20.4	11.6	13.9	15.5
Risiko p.a.[%]		10.9	12.8	12.8	14.2	13.8
Rendite p.a.[%]	30.9.2006-30.9.2011	11.8	4.4	5.5	4.7	4.8
Risiko p.a.[%]		18.6	18.0	18.4	17.7	18.6
Rendite p.a.[%]	30.9.2011-30.9.2016	23.2	17.6	17.1	12.1	9.4
Risiko p.a.[%]		10.1	10.1	9.9	9.8	11.6

Gruppiert man das reduzierte Universum nach dem Kriterium Börsenkapitalisierung in 5 Gruppen mit jeweils zirka 30 Titeln ist eine Mehrrendite der kleinsten Titel ersichtlich. Die anderen Gruppen unterscheiden sich aber nur geringfügig

Die seit dem 1. Oktober 2001 verfügbaren titelspezifischen Daten im SPI EXTRA erlauben es uns, eine Performance-Kontribution zu erstellen. Tabelle 4 zeigt eindrücklich, dass in der oben erwähnten Periode mehr als 50% der Gesamtperformance des SPI EXTRA von 292% durch die Performance von nur gerade 10 Titeln entstand. Dies entspricht einer Outperformance von jährlich 4.91% gegenüber dem SMI-Index (TR). Keines dieser Unternehmen ist ein kleinkapitalisierter Wert

Tabelle 4: SPI EXTRA Performance Kontribution 1.10.2001-30.9.2016

Name	Marktwert zu Beginn in CHF Mio.	Kontribution in %	Kontribution kumulativ in %
Centerpulse Ltd.	870	22.81	8%
Geberit AG	1'210	43.89	15%
Kuhne & Nagel International AG	378	59.89	20%
Nobel Biocare Services AG	758	75.89	25%
Actelion Ltd.	631	91.60	31%
Sika AG	622	107.04	36%
Schindler Holding AG Pref	1'289	122.48	41%
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	1'167	134.37	45%
Logitech International S.A.	1'353	144.35	48%
Sonova Holding AG	1'256	154.26	52%

#### Zusammenfassung

Ein Small Cap-Effekt ist in der Schweiz nur bei Titeln am untersten Rand der Börsenkapitalisierungsskala zu beobachten. Im internationalen Vergleich sind dies relativ illiquide Micro Caps. Die These, dass die Performance mit sinkender Börsenkapitalisierung steigt, lässt sich anhand unserer Analyse für die Schweiz nicht bestätigen. Der Erfolg des SPI EXTRA ist auf wenige sehr erfolgreiche Unternehmen zurückzuführen und viele dieser Unternehmen hatten bereits zu Beginn der Beobachtungsperiode (1996) eine substantielle Börsenkapitalisierung von mehr als CHF 1 Milliarde. Der Erfolg der Schweizer Nebenwerte kann mitunter als „Nicht-SMI-Effekt“ bezeichnet werden, da die Sektorstruktur des SMI relativ konzentriert und für den Schweizer Markt wenig repräsentativ ist.

<sup>i</sup> Dr. René Dubacher, Senior Aktienmanager und Leiter Forschung & Entwicklung, Swiss Rock Asset Management. Mitarbeit: Arno Grüter