

Schweizer Nebenwerte

## Die Performance des SPI Extra

von René Dubacher & Ivan Petzev<sup>i</sup>

### Hintergrund

Aktien kleinkapitalisierter Gesellschaften erreichen über die Zeit eine höhere Rendite als Standardwerte. Der Small Cap-Effekt ist mindestens seit den 80er Jahren bekannt. Die Grösse der Unternehmung hat sich zu einem wichtigen Investitionskriterium entwickelt. Sie ist wesentlicher Bestandteil der Aktienbewertung via Faktormodelle, bestimmt die Kategorisierung von Anlagefonds und führte zur Entwicklung von Small- und Mid-Cap Fonds. Für Schweizer Aktien konnte der Small Cap Effekt in verschiedenen Studien<sup>1</sup> nur für Titel am unteren Rand der Börsenkapitalisierung – schwer handelbare illiquide Micro Caps – belegt werden. Die These, dass die Performance mit sinkender Börsenkapitalisierung steigt, liess sich empirisch – mit der eben beschriebenen Ausnahme - nicht bestätigen. Der Erfolg des SPI Extra, eines kapitalisierungsgegewichteten Total Return Index, ist auf wenige sehr erfolgreiche grössere Unternehmen zurückzuführen, deren Börsenwert schon seit vielen Jahren mehr als 1 Milliarde Schweizer Franken beträgt. Der Einfluss der kleinsten Titel auf die Gesamtperformance des SPI Extra ist aufgrund ihres Gewichts verschwindend klein.

Im Juli 2018 befinden wir uns vielleicht am Ende einer langen Periode der Mehrperformance des SPI Extra, welche Mitte 2013 zögerlich begann und sich 2016 und 2017 akzentuierte. Kumulativ wurde von Ende Juni 2013 bis Ende April 2018 eine Mehrperformance zum SMI (TR) von 68.34% oder annualisiert 9.38% p.a. erreicht. Nach diesem Kursfeuerwerk mutet die Frage, ob es den Small Cap Effekt wirklich gibt, seltsam an.

Im 2017 wurde der viel beachtete wissenschaftlicher Aufsatz «Slow Trading and Stock Return Predictability»<sup>2</sup> veröffentlicht, welcher die Mehrperformance kleinerer Gesellschaften auf das Anlageverhalten institutioneller Investoren zurückführt. Bedingt durch die höheren Gewichte und die bessere Liquidität von Standardwerten werden Portfolioanpassungen an einem Tag umgesetzt. Bei mittel- und kleinkapitalisierten Werten (Nebenwerte) werden Handelsprogramme mit Volumenbeschränkungen (bspw. nicht mehr als 20% des erwarteten Tagesvolumens) aufgegeben und oft über mehrere Tage gehandelt. Deshalb haben grosskapitalisierte Werte eine Tendenz zur «Überreaktion» auf Neuigkeiten, welche sich am nächsten Handelstag teilweise korrigiert. Andererseits passen sich die Aktienpreise klein- und mittelkapitalisierter Werte an die Marktneuigkeiten langsamer an.

Mittel- und kleinkapitalisierte Werte tendieren am Tag nach einem Handelstag mit positiven wertrelevanten Marktneuigkeiten (positive Performance des Gesamtmarktes, berechnet von Schlusskurs zu Schlusskurs) zu einer Mehrperformance. Bei negativen Handelstagen des Gesamtmarktes wird konsistent eine Minderperformance der Nebenwerte beobachtet. Die oben erwähnten Autoren untersuchten den US-Markt und prüften ihre Hypothesen sowohl auf täglicher, wöchentlicher wie auch monatlicher Basis. Bei allen Zeiträumen können sie eine statistisch signifikante Mehrperformance feststellen. Für Nebenwerte ist die Mehrperformance auf Monatsbasis im Durchschnitt 2.1%, falls der Gesamtmarkt im Vormonat positiv war. Bei negativen Monaten beträgt die Minderperformance im Folgemonat durchschnittlich -1.4%.

---

<sup>1</sup> Schmidt, P., von Arx, U., Schrimpf, A., Wagner, A. F., and A. Ziegler, 2017, Size and Momentum Profitability in International Stock Markets, Working paper, Swiss Finance Institute.

Dubacher, R., 2016, Schweizer Nebenwerte – Gibt es den Small Cap-Effekt?, Navigator Special, Swiss Rock Asset Management.

<sup>2</sup> Hameed, A., Lof M., and M. Suominen, 2017, Slow Trading and Stock Return Predictability, Working paper, NBER.

## Resultate in der Schweiz

Die Handelsregeln werden nun auf den Schweizer Aktienmarkt angewendet. Für den Gesamtmarkt verwenden wir den Swiss Performance Index (SPI), für die Nebenwerte den SPI Extra und für die Standardwerte den Swiss Market Index (SMI); alle Indizes mit reinvestierten Dividenden.

Es werden zwei Strategien untersucht:

- (i) Selbstfinanzierende Long-Short-Strategie («Size Conditional Long-Short»). Bei einer positiven Vorperiode des Gesamtmarktes (SPI) wird zu Beginn des folgenden Tages (Monats) in den SPI Extra investiert, während der SMI leerverkauft wird. Bei einer negativen Vorperiode wird der SMI gekauft und gleichzeitig der SPI Extra leerverkauft.
- (ii) Long Only-Strategie («Size Conditional Long Only»). Bei einer positiven Vorperiode des Gesamtmarktes (SPI) wird am folgenden Tag (Monat) in den SPI Extra investiert. War der Tag (Monat) hingegen negativ, so wird der SMI gekauft.

Diese Handelsstrategien führten in den letzten 20 Jahren zu folgenden Resultaten (ohne Transaktionskosten).

	SPI Extra	SMI (TR)	SPI	Size (SPI Extra-SMI)	Size Cond. Long-Short	Size Cond. Long Only
<b>Ø Rendite*</b>	9.69	4.50	5.21	3.27	18.65	16.96
<b>T-Statistik</b>	2.61	1.60	1.77	1.60	6.70	4.45
<b>Volatilität*</b>	16.79	23.09	21.67	14.85	14.79	20.77
<b>Sharpe Ratio*</b>	0.88	0.39	0.45	0.39	1.75	1.20
<b>% Positive Monate</b>	57.46	53.01	53.51	52.69	53.85	57.94

**Tabelle 1: Handelsstrategien mit täglichen Investitionsentscheidungen (31.12.1997 bis 31.12.2017; Daten von Bloomberg; \*annualisiert)**

Die T-Statistiken sind sowohl für den Size Cond. Long-Short wie auch für den Size Cond. Long Only grösser als 4. Das heisst, beide Strategien führen statistisch signifikant zu Überrenditen. Dies im Gegensatz zum Size-Faktor (definiert als tägliche Performancedifferenz zwischen SMI und SPI Extra), welcher statistisch nicht signifikant von 0 verschieden ist.

Diese Resultate gelten auch für die jeweiligen 10-Jahres-Subperioden:

	SPI Extra	SMI (TR)	SPI	Size (SPI Extra-SMI)	Size Cond. Long-Short	Size Cond. Long Only
<b>Ø Rendite*</b>	12.95	4.77	5.93	5.47	21.29	20.34
<b>T-Statistik</b>	2.39	1.11	1.31	1.53	4.81	3.49
<b>Volatilität*</b>	15.01	23.58	21.73	17.44	17.38	20.26
<b>Sharpe Ratio*</b>	1.25	0.40	0.49	0.53	1.70	1.43
<b>% Positive Monate</b>	58.64	53.00	53.60	54.31	54.19	59.44

**Tabelle 2: Handelsstrategien mit täglichen Investitionsentscheidungen (31.12.1997 bis 31.12.2007; Daten von Bloomberg; \* annualisiert)**

	SPI Extra	SMI (TR)	SPI	Size (SPI Extra-SMI)	Size Cond. Long-Short	Size Cond. Long Only
<b>Ø Rendite*</b>	6.53	4.24	4.50	1.13	16.11	13.71
<b>T-Statistik</b>	1.42	1.14	1.18	0.56	5.04	2.83
<b>Volatilität*</b>	18.39	22.59	21.62	11.69	11.63	21.28
<b>Sharpe Ratio*</b>	0.59	0.38	0.40	0.20	1.92	0.98
<b>% Positive Monate</b>	56.28	53.02	53.42	51.07	53.50	56.44

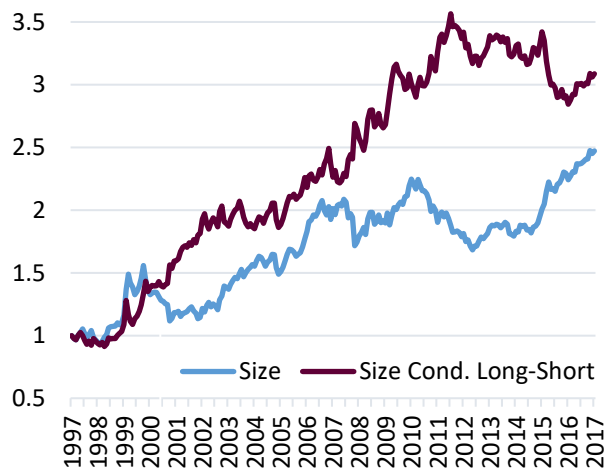
**Tabelle 3: Handelsstrategien mit täglichen Investitionsentscheidungen (31.12.2007 bis 31.12.2017; Daten von Bloomberg; \*annualisiert)**

Speziell in der Periode seit dem Beginn der Finanzkrise ist die «Size»-Prämie mit annualisierten 1.13% relativ gering und statistisch nicht signifikant. Dies im Gegensatz zum «Conditional Size», der sowohl Long-Short (16.11% p.a.) wie auch Long Only (13.71%) signifikant ausfällt.

Selbst wenn die Investitionsperiode auf einen Monat ausgedehnt und am Monatsende mit analoger Vorgehensweis investiert wird, bleibt der Effekt – weniger ausgeprägt – erhalten.

	SPI Extra	SMI (TR)	SPI	Size (SPI Extra -SMI)	Size Cond. Long-Short	Size Cond. Long Only
Ø Rendite*	9.68	4.50	5.20	4.63	5.80	10.46
T-Statistik	2.17	1.46	1.60	2.13	2.91	2.65
Volatilität*	16.29	14.95	14.57	10.62	10.57	15.40
Sharpe Ratio*	0.65	0.37	0.42	0.48	0.59	0.73
% Positive Monate	67.08	63.75	62.92	58.75	57.50	68.33

**Tabelle 4: Handelsstrategien mit monatlichen Investitionsentscheidungen (31.12.1997 bis 31.12.2017; Daten von Bloomberg)**



**Abbildung 1: Handelsstrategien mit monatlichen Investitionsentscheidungen (31.12.1997 bis 31.12.2017; Daten von Bloomberg)**

### Fazit

Konsistent mit Erfahrungen in den USA könnte die Performancedifferenz zwischen sehr liquiden Standardwerten (SMI) und Nebenwerten (SPI Extra) primär auf das Handelsverhalten insbesondere der institutionellen Anleger zurückgeführt werden. Der Effekt ist bei Tagesdaten sehr ausgeprägt, aber auch bei Monatsdaten noch zu beobachten, was darauf hindeutet, dass Positionen in Nebenwerten über längere Zeiträume aufgebaut werden.

Erfahrungsgemäss sind statistisch signifikante Ergebnisse mit Vorsicht zu geniessen. Die Replikation unserer Analyse mit echten Investitionen dürfte zu Umsetzungsherausforderungen und Transaktionskosten führen, welche das Potential haben, die identifizierten Überrenditen zu nullifizieren.

<sup>i</sup> Dr. René Dubacher, Leiter Forschung & Entwicklung, Senior Portfolio Manager; Dr. Ivan Petzev, Portfolio Manager