

# OTC-Markt trotz der Krise

Seit Ausbruch der Finanzkrise im April 2007 hat ein Index aus den liquidesten nicht kotierten Aktien nur gerade 5,5% verloren. Einmal mehr fallen Nebenwerte durch ihre **bemerkenswerte Krisenresistenz** auf.

Per Ende 2008 liegt der SPI gegenüber Januar 2000 2,8% (-0,3% p.a.) im Minus. Die SPI Small Caps weisen immerhin eine kumulierte Rendite von 52,4% (4,8% p.a.) auf. Mit 293% (16,6% p.a.) beträgt die Rendite des OTC-Marktes mehr als das Fünffache davon. Massstab ist ein auf Geldkursen basierter, gleichgewichteter Total Return Index, welcher zu jedem Zeitpunkt maximal 50 liquide Titel umfasst. Aufnahmekriterium in diesen OTC-50-Index ist das Handelsvolumen in CHF Auch unter Berücksichtigung der für «liquide» OTC-Aktien gängigen Geld/Brief-Spannen von um die 5% bleibt immer noch eine deutliche Überrendite gegenüber den kotierten Titeln bestehen. Die Überrendite darf als stabil bezeichnet werden. 15 nach dem Zufallsprinzip ausgewählte Portefeuilles, die je 20 der 50 OTC Aktien umfassen, schlagen alle SPI und SPI Small Caps.

## Attraktiv zur Diversifikation

Die Basis für die deutliche Überperformance gegenüber den SPI Indices legte der OTC-Markt zum einen in der Baisse nach dem Platzen der Dot.com-Blase, zum anderen seit Ausbruch der Subprime-Finanzkrise. Gegenüber Ende April 2007 resultiert für den OTC-50-Index ein kumulierter Wert-

verlust von 5,5%. Zum Vergleich: SPI und SPI Small Caps stehen mit einem Verlust von 40 bzw. 39% zu Buche. In den letzten neun Jahren machte der OTC-Markt die Aufwärtsbewegungen der Börse weitgehend mit, nicht aber jene nach unten. Die daraus resultierende tiefe Korrelation macht OTC-Aktien für den Anleger attraktiv. Es stellt sich daher die Frage, ob der OTC-Markt dieses Verhaltensmuster in Zukunft beibehält.

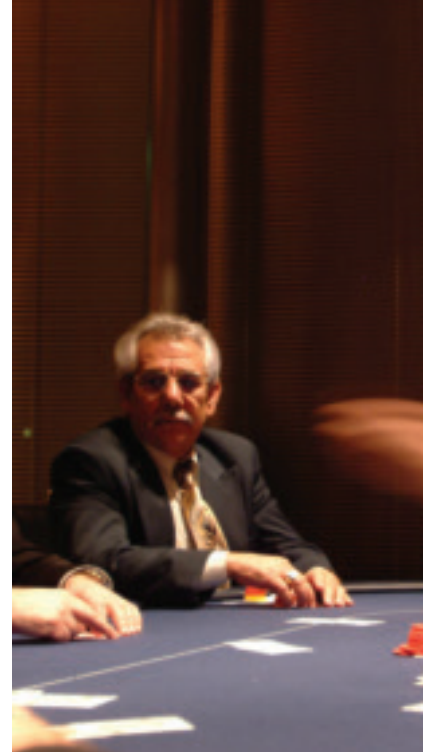
Im Vergleich zur Börse ist die Markttiefe im OTC-Segment geringer. Die zum jeweils besten Geldkurs verkäufliche Anzahl Aktien kann unter Umständen gering sein. Für Investitionsvolumen im fünfstelligen Bereich dürfte die ausgewiesene Performance der OTC-Aktien kurzfristig relativ gut realisierbar sein. Für den Verkauf grösserer Beträge braucht es womöglich etwas mehr Geduld oder preisliche Abstriche, welche dann auf die realisierbare Wertsteigerung drücken. Daher trägt der Anleger das Risiko der erschwerten Verkäuflichkeit, für welches die ausgewiesene Überrendite die Kompensation sein könnte. Dies würde auch in Zukunft auf eine übermässige Renditeentwicklung hindeuten und den Erkenntnissen der Finanzmarkttheorie entsprechen, wonach der Anleger für die Inkaufnahme zusätzlicher Risiken entschädigt

wird. Wieso die Überrenditen nur in finanziellen Krisenzeiten entstehen, vermag die Finanztheorie allerdings nicht zu erklären.

## Beschränkte Verkäuflichkeit

Gängigster Erklärungsversuch für die Kursstabilität der OTC-Aktien stellt das Anlegerverhalten dar. Der ausserbörsliche Handel wird klar von Privatinvestoren mit einem aufgrund der tiefen Liquidität bedingten vergleichsweise langfristigen Anlagehorizont dominiert. Diese zögern womöglich in Krisenzeiten mit dem Verkauf ihrer Aktien und tragen so zur aktuellen Kursstabilität bei. Bis auf die Monate November/Dezember 2008 ist die Liquidität allerdings nicht markant zurückgegangen. Im Oktober resultierte gar das höchste Monatsvolumen des Jahres 2008, welches sich positiv auf die Wertentwicklung des OTC-50-Index ausgewirkt hat (+2,5%). Daher sind die stabilen Kursreihen keinesfalls ein Abbild veralteter Geldkurse. Die Aktien wa-

Bild: Stadtcasino Baden AG



## Top-Performer während der Finanzkrise

### OTC 50, Geldkurse, inkl. Dividenden, April 2007 – Dezember 2008

1	Stadtcasino Baden AG	34,8%	11	DKSH Holding AG	3,5%
2	Messeholding Bern	32,5%	12	Société des Forces électriques de la Goule	0,9%
3	Spar- und Leihkasse Steffisburg	29,8%	13	AEK Energie AG	0,8%
4	Regiobank Solothurn	29,3%	14	Andermatt-Gotthard Sportbahnen AG	0,0%
5	Bernerland Bank	26,3%	15	Wasserwerke Zug AG	-4,6%
6	KW Kurhotel Weissbad AG	23,0%	16	Holdigaz	-5,4%
7	Zürcher Freilager AG	13,1%	17	WIR Bank	-5,6%
8	Pilatus-Bahnen AG	10,3%	18	Andromis	-6,6%
9	Davos Klosters Bergbahnen AG	7,2%	19	Zuckerfabriken Aarberg und Frauenfeld AG	-7,2%
10	BS Bank Schaffhausen	4,1%	20	Cendres & Metaux SA	-7,5%



Nicht nur am Spieltisch konnten die Aktionäre der Stadtcasino Baden AG gewinnen.

ren in letzter Zeit im für den OTC-Markt üblichen Umfang verkäuflich. Vorstellbar ist jedoch, dass die Preissensitivität der Käufer von OTC-Titeln geringer ist. Aufgrund der geringen Liquidität nimmt der Anleger Preiseinbussen bewusst in Kauf, wenn er dafür die beabsichtigte Position aufbauen kann. Dies trifft insbesondere für Liebhaberwerte wie etwa Tourismusaktien zu, welche nicht in erster Linie der Rendite wegen gekauft werden. Die Folge dieses Verhaltens sind weniger volatile Kursreihen.

**Binnenmarktorientierung**

Bis Ende August 2008 lag der OTC 50 gegenüber vor dem Ausbruch der Finanzkrise noch 17% im Plus. Erst als sich im September eine globale Rezession abzeichnete, der sich auch die Schweiz nicht zu entziehen vermag, schloss sich der OTC-Markt der Abwärtsbewegung der Börse an. Die gegenüber den kotierten Aktien deutlich weniger ausgeprägte Auslandsorientierung

spielt daher mit Sicherheit eine Rolle für die beobachtete Kursstabilität. Nicht überraschend litten denn auch im OTC-Markt in erster Linie die konjunkturabhängigen Industrieunternehmen unter Abgabedruck. Unter den Aktien, welche die Finanzkrise bisher am besten überstanden haben, finden sich denn auch kaum Industriewerte auf den vorderen Positionen (vgl. Tabelle). Wie an der Börse gilt aktuell die Devise: «Je zyklischer, umso problematischer». Auf den vorderen Rängen befinden sich einerseits Tourismusunternehmen, deren Cashflows auch von der Konjunktur bzw. vom privaten Konsum abhängen. Einige der Unternehmen wie etwa das Stadtcasino Baden oder das KW Kurhotel Weissbad verdienen ihr Geld jedoch in erster Linie mit Schweizer Gästen, welche vom Markt offenbar als relativ stabil in ihrem Ausgabeverhalten eingeschätzt werden. Andererseits haben sich die Regionalbankaktien als äusserst stabil erwiesen. Ausnahmen bilden jene

Finanzinstitute, welche stark auf die Karte «Private Banking» gesetzt haben.

Aufgrund der massiven Kursverluste an der Börse verfügen kotierte Aktien wohl kurzfristig über das grössere Aufholpotenzial. So haben beispielsweise die Pilatus-Bahnen seit April 2007 10% an Wert gewonnen, die vergleichbaren kotierten Jungfraubahnen hingegen 14% verloren. Die Messeholding Bern liegt gar 33% im Plus, die Aktien der kotierten Messe Schweiz 43% im Minus. Auch die Performance des Medtech Unternehmens Andromis von -6,6% steht im Branchenvergleich äusserst positiv da. Ebenso gut sehen die Zuckerfabriken Aarberg und Frauenfeld gegenüber Firmen wie Thurella, Emmi oder Bell aus.

**Indirekte Anlagemöglichkeit**

Auch wenn die ausserordentlich hohen Renditen der vergangenen neun Jahre kaum wiederholbar sein werden, gibt es doch auf lange Frist keine Gründe für ein abruptes Ende der guten Wertentwicklung des OTC-Marktes. Zwei Faktoren könnten in Zukunft zur Attraktivitätssteigerung des ausserbörslichen Handels beitragen. Zum einen ist davon auszugehen, dass einfach verständliche, tendenziell bodenständige Anlageformen als Folge der Finanzkrise an Bedeutung gewinnen werden. Zum anderen dürfte das Bedürfnis nach Eigenkapital anstelle von Fremdfinanzierungen zunehmen. Für Unternehmen, welche die notwendigen Mittel privat nicht aufbringen können und den Gang an die Börse scheuen, kann der OTC-Markt eine interessante Opportunität bieten. Dies insbesondere auch für die zahlreichen Firmen, welche vor einer unregelmässigen Nachfolgelösung stehen. Dadurch wird sich das Spektrum an ausserbörslichen Investments erweitern. Für mehr Liquidität wird die geplante Überführung des bankinternen Sondervermögens der BEKB, mit dem bereits ein breites Spektrum an OTC-Werten abgedeckt wird, in eine Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (BEKB | BCBE FundStreet OTC Fund One) sorgen. Das Volumen soll von derzeit 36 auf 150 Mio. CHF erweitert werden. Das Vehikel wird nach der definitiven Genehmigung durch die EBK qualifizierten Anlegern (institutionelle und vermögende Private) zum Investieren bereit stehen. (pl)

