

**5. ordentliche Generalversammlung  
der SWISS SMALL CAP INVEST AG  
vom Donnerstag, 31. März 2005, 14.00h  
bei SIS - Surgical Instrument Systems AG, Port**

---

**Präsidialadresse Th. F. Kocher**

Sehr verehrte Gäste

Liebe Aktionäre und Aktionärinnen

Anlässlich der letzten ordentlichen Generalversammlung vom 24. März 2004 habe ich einige grundsätzliche Fragen zu SSCN aufgeworfen und besprochen. Die Diskussion in der Presse um die Attraktivität und die Problematiken von Beteiligungsgesellschaften ist etwas verstummt. Das Spannungsfeld hingegen ist geblieben und bedarf für uns als Aktionäre einer permanenten Beobachtung.

Vorweg einige generelle Gedanken zum Marktumfeld. Es bleibt eine Tatsache, dass die meisten Anlagegefässe, die im Small Cap Bereich investieren als Anlagefonds ausgestaltet sind. Sie wurden daher regelmässig von einer Bank lanciert und werden von dieser auch geführt. Wir alle wissen, dass die aktive Betreuung eines Portfolios Arbeit erfordert. Gegen eine angemessene Entschädigung der Bank ist daher nichts einzuwenden. Ebenso ist es ohne weiteres verständlich, dass die betreuende Bank ihren Kunden gerne die eigenen Fonds als Anlage empfiehlt. Ebenso gerne stellt sie dabei einige fondstypische Eigenschaften, wie die Rückzahlungsverpflichtung resp. die Offenheit, die „Steuerfreiheit“ und

häufig auch die geringeren Kosten als Vorteil in den Vordergrund. Die verschiedenen Nachteile, die sich aus dieser Konstellation ergeben, werden dem Kunden häufig verschwiegen. Wenn ich nachfolgend einige schwierige Aspekte aufzeige, möchte ich diese lediglich in Erinnerung rufen. Ich werde gegenüber Banken, die Anlagefonds lancieren und betreuen grundsätzlich Bedenken aufwerfen müssen. Keinesfalls möchte ich jedoch weder einer Bank noch einem Anlagefonds zu nahe treten. Meine Überlegungen sind grundsätzlicher Natur und müssten im Einzelfall konkret geprüft und beurteilt werden. Keinesfalls beabsichtige ich eine allgemeine „Standpauke“ gegen Banken.

### **Anlagetätigkeit**

Die Schwierigkeiten beginnen schon bei der Anlagetätigkeit des Fonds. Viele Banken, insbesondere die Grossbanken auf Grund ihrer allgegenwärtigen Marktpräsenz sind für viele Unternehmen, die als Beteiligung in Frage kommen, in verschiedensten Dienstleistungen tätig. Die potentiellen Beteiligungen sind jedoch oft ihre Kunden. Es ist nur schwer vorstellbar, dass dies bei der Auswahl keine Bedeutung hat, insbesondere, wenn die Bank die Aktie bereits an die Börse gebracht hat oder noch zu bringen beabsichtigt oder Transaktionen bevorstehen, die Kreditgeschäfte erhöhen oder Kreditrisiken vermindern.

Es lässt sich kaum vermeiden, dass die Aktie einer beispielsweise als Kreditnehmerin oder IPO-Kandidatin positiv beurteilten Unternehmung nicht auch als Anlageobjekt eine gewisse Attraktivität haben muss. Auch die strikte Einhaltung des Bankgeheimnisses und besten bankinternen „Chinesischen Wänden“ können dieser Situation nicht gerecht werden. Erstens schliesst der Kunde mit seiner Bank für sein Depot (oder gar Verwaltungsdepot mit Generalvollmacht) direkt und als Fondsanteilseig-

ner indirekt insgesamt zwei Verträge ab, bei denen der Kunden davon ausgeht, dass seine Interessen in jeder Hinsicht gewahrt werden. Er darf daher erwarten, dass seine Bank ihr Wissen so gut wie möglich zu seinem Vorteil einsetzt - jedenfalls wäre das Gegenteil nun wirklich sehr unseriös und einer Bank unwürdig. Mit anderen Worten, nimmt eine Bank ihre Interessenwahrung z. G. des Kunden konsequent wahr, muss sie in einem Geschäftsbereich gewonnenes Wissen mindestens zur Beurteilung anderer Geschäftsbereiche beziehen. Das wiederum kann oder muss in vielen Fällen zu gewichtigen Interessenskollisionen einer Bank als Fondsmanagerin, Betreuerin von Verwaltungsdepots, Kreditgeberin oder Finanzberaterin einer Bank führen.

Ich verzichte darauf, hier noch auf die Aktivitäten der Banken an den Aktienmärkten einzugehen. Es ist offensichtlich, dass beispielsweise der Handel von grossen Aktienvolumina durch einzelne Banken, die frühzeitige Kenntnis der Absichten von Grossinvestoren oder sogar die Aktivitäten als Marketmaker und gleichzeitig als Fondmanager diese Argumentation stützen.

Auch eine diesbezüglich noch so sauber organisierte Bank kann sich diesem Konflikt nicht vollständig entziehen.

### **Kumulation von Kostenelementen**

Für die Führung der Anlagefonds werden im Sinne der heute weitgehend akzeptierten Usancen Entschädigungen in Abhängigkeit der Anlagevolumina belastet. Die betreuende Bank ist daher an einem steigenden Volumen direkt interessiert und verständlicherweise bemüht, die Anteile in die Portfolios ihrer Kunden zu platzieren. Dies gilt auch mit Blick auf Transaktionsgebühren, die beim Erwerb zu Gunsten der Bank geschul-

det sind und auf Depotgebühren, die zu bezahlen sind, wenn die gleiche Bank Depotbank des Fonds und des Fondsanteil-Eigentümers ist, wodurch auf der gleichen Anlage die Depotgebühr zweimal - ein einzelnen Banken wird dies vermindert - anfällt.

Besonders kollidierend ist die Interessenssituation gegenüber Kunden, für deren Portfolios Banken mit Verwaltungsvollmachten ausgestattet sind.

Viele Fonds belasten bei einem Verkauf oder einer Rückzahlung „Verkäufer“-Kommissionen in der Höhe von mehreren Prozenten, die nicht umgangen werden können und auch nicht dem Fonds zufallen. Diese Kosten sind bei einem langfristigen Investment tragbar, bei kurz- oder mittelfristigen Engagements belasten sie die Nettorendite jedoch massiv. In den Fondsbroschüren wird korrekterweise stets darauf hingewiesen. Bei Performancevergleichen - insbesondere in der Presse - wird diese Tatsache meistens verschweigen, was zu massiven Verzerrungen der Vergleiche führt.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass sowohl beim Kauf und bei Vergleichen die Kosten umfassend zu beurteilen sind. Die als Prozentsätze auf dem Anlagevolumen angegebenen Entschädigungen sind meistens nur ein Teil davon und erlauben kein zuverlässiges Bild, denn oft sind die übrigen Kosten gleich hoch. Eine gründliche Prüfung der Kosten ist also angezeigt.

### **Liquidität des Marktes und Ausstieg**

Ein bekanntes Sprichwort besagt, dass der Investor mit Obligationen gut schläft und mit Aktien gut isst. Dieser Erfahrung kann man sich weder

mit einem Anteil an einem Aktienfonds noch einer Aktie einer Beteiligungsgesellschaft entziehen. In Bezug auf die Risikodiversifikation und die laufende Bewertung des Portfolios ergeben sich zunächst keine Unterschiede. Die Offenheit des Anlagefonds, die Möglichkeit die Rückzahlung des Anteils zu verlangen, ist für viele Anleger eine Art Risikobegrenzung, weil er nicht auf einen liquiden Handel seines Anteils angewiesen ist, um aussteigen zu können. In guten Zeiten ist diese Schlussfolgerung vermutlich im Kern auch richtig.

In schlechten Aktienzeiten - und der Bereich der Small Caps unterliegt ja klar grösseren Schwankungen als der Gesamtmarkt, d.h. es gibt auch immer wieder Tiefpunkte - ist diese Folgerung höchst fraglich. Freilich, der Anteilseigentümer eines Fonds kann auch zu schlechten Zeiten seinen Anteil zu Geld machen. Er veranlasst damit aber den Fonds, seine Beteiligungen zu liquidieren, was den Verkaufsdruck auf den Markt deutlich erhöht, damit den Wert des Portfolios zusätzlich belastet und den Rückzahlungswert vermindert. Dies bewirkt eine gefährlich negative Spirale, wie uns die Erfahrungen von 2001/2002 gelehrt haben. Mindestens ist eine Vielzahl von übermässigen Marktbewegungen nicht zuletzt auf diesen Effekt zurück zu führen.

Ganz anders ist die Situation bei einer Beteiligungsgesellschaft, die grundsätzlich geschlossen ist. Dieser Effekt kann so nicht eintreten, weil eine gut finanzierte Beteiligungsgesellschaft in schlechten Zeiten von einzelnen Aktionären nicht zum Verkauf gezwungen werden kann. Die Anleger bilden im Gegensatz zum Anlagefonds eine Risiko- und auch eine Schicksalsgemeinschaft, der man sich nur durch Verkauf der Aktie entziehen kann. Verkaufsdruck führt dann nicht zum Preistief bei den Beteiligungen sondern bei der Aktie der Beteiligungsgesellschaft, d.h. zu

einem Discount. Bei ungenügender Liquidität, was von der Grösse der Gesellschaft abhängt, verschärft sich diese Entwicklungstendenz. In einem Umfeld, wo die Aktienmärkte der einzelnen Beteiligungen von Aussteigern (z.B. Anlagefonds) beherrscht sind, erleidet die Bewertung des Portfolios der Beteiligungsgesellschaft den entstehenden Marktdruck und zusätzlich noch den Verkaufsdruck der eigenen Aktie in der Form eines Discounts.

Ich möchte nicht in eine allg. Aktienmarkttheorie ausufern. Die Vergangenheit hat uns gezeigt, dass sich der Innere Wert (NAV) unserer Gesellschaft je nach Periode mit kleineren und der Aktienkurs hingegen mit grösseren Ausschlägen als der Markt entwickelten, was angesichts der vorgängigen Erläuterungen nachvollzieh- und somit auch erklärbar ist.

Vergleichen wir den Verlauf von Aktienkurs und Innerem Wert (NAV) mit dem SPI-Index in der Zeit vom 06.06.2000 (erster Handelstag an der SWX) bis 21.03.2003 (Tiefststand von NAV und Aktienkurs sowie das Datum der GV zum Geschäftsjahr 2002) einerseits (Folie 4) und in der Zeit vom 21.03.2003 bis heute andererseits (Folie 5) ist diese Tatsache offenkundig.

### **Mitbestimmung**

Im Gegensatz zum Anlagefonds hat der Aktionär einer Beteiligungsgesellschaft Mitwirkungsrechte und kann über die grundsätzliche Entwicklung der Gesellschaft und die Entscheidungsträger bestimmen. Ich erinnere an die Verweigerung der Fusion mit der NEBAG AG durch unsere Gesellschaft. Der Eigner eines Fondsanteils hat ganz einfach nichts zu sagen.

## **Transparenz**

Eine kotierte Aktie hat allen Anforderungen der Börsenreglemente hinsichtlich der Rechnungslegung und Information zu genügen. Ein Anlagefonds muss - für mich unverständlicherweise - kaum erwähnenswerte Publikationspflichten einhalten, was insbesondere hinsichtlich der Kosten stossend ist.

## **Schlussfolgerungen**

Angesichts dieser Überlegungen sind die folgenden Faktoren für die Nachhaltigkeit einer Beteiligungsgesellschaft entscheidend.

1. Bessere Performance als der Referenzmarkt
2. Kompetentes und unabhängiges Managements, das nur die Interessen der Aktionäre verfolgt
3. Effiziente Kostenstruktur im Verhältnis zum Anlagevolumen
4. Aktienmarkt mit einer gewissen Liquidität
5. Transparente Informationspolitik

Zu diesen 5 Punkten eine Standortbestimmung und eine Ausblick:

### **Bessere Performance als der Referenzmarkt**

Die Performance Werte (Folien 4 und 5) zeigen klar, dass dies in den ersten Jahren seit der Kotierung nicht der Fall gewesen ist. Dies war auf die Aktivitäten im Bereich der Private Equity zurück zu führen. Für Periode seit Mitte März 2003 bis heute sieht der Vergleich jedoch günstig aus. Kann diese Tendenz gehalten werden, ist dieser Faktor positiv zu beurteilen.

Hinsichtlich der Anlagestrategie ist zu überlegen, ob der „Investitionszwang“ nicht zu Gunsten des taktischen Haltens von Liquidität gelockert werden sollte. Das widerspricht zwar unter Umständen den übergeordneten Anlagestrategien unserer Aktionäre, die ja unsere Aktie nicht zur indirekten Haltung von liquiden Mitteln in ihr Portfolio aufnehmen. Hingegen kann bei einer breiten Talfahrt der Aktienmärkte die Outperformance ohne grosse Risiken verbessert werden. Dieses Vorgehen darf im Einzelfalle nur taktischen Charakter haben. Es fragt sich jedoch, ob es als wichtiges taktisches Element nicht ein Bestandteil der Anlagestrategie sein könnte.

### **Kompetentes und unabhängiges Management, das nur die Interessen der Aktionäre verfolgt**

Hinsichtlich der Kompetenz verweise ich auf die Ausführungen zur Performance. Sie ist Ausdruck der Kompetenz. Hinsichtlich der Unabhängigkeit ist folgendes festzuhalten. Seit Ende 2004 sind die Herren Burri und Baumgartner Kader der InCentive Asset Management AG. Der Vertrag wurde im Interesse der Kontinuität und zur Gewinnung erster Erfahrungen mit dem neuen Umfeld befristet bis am 30.6.2005 auf diese Gesellschaft übertragen. Die Unabhängigkeit der Asset Manager weist mindestens formell nicht mehr die gleiche Qualität wie bisher auf. Die Insbesondere, weil die Herren Burri und Baumgartner noch für die Anlagen des Anlagefonds Asselsa verantwortlich zeichnen, der teilweise im gleichen Segment aktiv ist. Um allfällige Interesssekollisionen zu minimieren, sind gewisse Richtlinien geschaffen und vereinbart worden. Die nächsten Monate werden zeigen, ob sich diese Zusammenarbeit den Anforderungen unserer Aktionäre genügt. Erste diesbezügliche Vorgespräche haben bereits stattgefunden.

## Effiziente Kostenstruktur im Verhältnis zum Anlagevolumen

Die Kosten (ohne Berücksichtigung von Fusionskosten und Bankzinsen weisen die folgende Entwicklung auf (Folie 6):

Jahr	Anlagevolumen in CHF per 31.12.	Kosten TCHF	Kosten in % des Anlagevol.	Reduktion %
2000	51'730'000	1'487	2.87	100.0
2001	32'490'000	1122	3.45	75.4
2002	25'042'000	972	3.88	65.4
2003	31'280'000	838	2.67	56.4
2004	35'555'000	672	1.89	45.9

Diese Übersicht zeigt, dass sich hinsichtlich der Kosten sehr vieles bewegt hat und wir marktübliche Bereiche, d.h. tiefer als 2%, erreicht haben. Weitere Reduktionen bis in einen Bereich von 1,3 bis 1,7% müssen möglich sein, um bedingungslos wettbewerbsfähig zu sein. Ein bedeutender schritt dazu wurde bereits mit der Reduktion der volumenabhängigen Entschädigung auf 1% gemacht. Die Verhandlungen bezüglich des Vertrages mit InCentive werden demnächst aufgenommen.

## Aktienmarkt mit einer gewissen Liquidität

Dieser Punkt ist nicht genügend gewährleistet. Sie haben dem Geschäftsbericht entnehmen können, dass zwei Aktionäre zusammen ca. 38% der Gesellschaft beherrschen. Die Corisol AG hatte per 31.12.2004 einen Anteil von 32,7%. Sie hat im letzten Jahr einen bedeutenden Teil der gehandelten Aktien erworben und zur Verminderung des Discounts massgebend beigetragen. Will sie weitere Aktien erwerben, wird sie gezwungen sein, ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten. Unsere Gespräche mit dem Hauptaktionär der Corisol AG lassen erwarten,

dass ein allfälliges Übernahmeangebot die Rechte der Minderheitsaktionäre respektieren wird.

Die folgenden Alternativen erscheinen dem Verwaltungsrat als prüfungswert:

1. Liquidation der Gesellschaft oder Dekotierung
2. Fusion/Überführung in ein ähnliches Anlagegefäss
3. Kapitalherabsetzung auf den NAV pro Aktie und Erhöhung des Anlagevolumens durch eine Kapitalerhöhung

Die Varianten 2 und 3 setzen voraus, dass die oben erwähnten Voraussetzungen mit grosser Wahrscheinlichkeit erfüllt werden können. Mit anderen Worten, der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung haben Mittel und Wege zu finden, die Kostenziele zu erfüllen, die Unabhängigkeit sicherzustellen und den Aktienhandel liquider zu machen. Sollte dies nicht möglich sein, ist im Interesse der Aktionäre eine Liquidation zu erwägen.

Meine sehr verehrten Damen und Herren

Die Institution Beteiligungsgesellschaft ist nicht hat nicht ausgedient. Sie hat als Institution einen Platz im Finanzmarkt. Das Umfeld ist allerdings deutlich härter geworden. Nur eine Beteiligungsgesellschaft, welche die Nachteile der Anlagefonds nicht aufweist und nachhaltig performt ist attraktiv.

**Entwicklung in der Berichtsperiode und bis zum 24.03.2005 (Folie 7):**

	<b>01.01.2004</b>	<b>24.03.2005</b>
<b>Kurs</b>	56.00	72.00
<b>NAV</b>	67.71	81.40
<b>Discount in %</b>	17.29	11.55
<b>Performance Aktie SSCN in %</b>	n.a.	28.57
<b>Gesamtmarkt SPI</b>	3961.58	4460.00
<b>Performance SPI in %</b>	n.a.	12.58
<b>Benchmark</b>	5576.21	7359.64
<b>Performance Benchmark in %</b>	n.a	31.98

Betrachten wir die Entwicklung seit dem 1.1.2004 (Folie 7), haben wir gute Gründe, über die Zukunft unserer Gesellschaft positiv nach zu denken, auch wenn der Verwaltungsrat bereit ist, eine Liquidation zu erwägen. Zur Lösung der anstehenden Probleme und zur aktiven Gestaltung der Zukunft - wie immer sie auch aussehen mag - brauchen wir Ihr Vertrauen und Ihre Unterstützung.

Ich danke Ihnen für die Aufmerksamkeit.