

# Kleine Werte mit großem Potenzial im Fokus

### Bellevue Entrepreneur Europe Small

Cash. zeichnet zusammen mit der G.U.B. Analyse Finanzresearch GmbH, die ebenfalls zur Cash. Medien AG gehört, Top-Fonds aus. In dieser Ausgabe: Der Fonds Bellevue Entrepreneur Europe Small des Investmentmanagers Bellevue Asset Management AG.

#### ANLAGESTRATEGIE

Der Bellevue Entrepreneur Europe Small investiert mindestens zwei Drittel des Nettovermögens in Aktien und Anteilspapiere von Unternehmen, die ihren Sitz in anerkannten europäischen Ländern haben oder den Großteil ihrer Wirtschaftstätigkeit dort ausüben und hauptsächlich von Eigentümern geführt beziehungsweise maßgeblich beeinflusst werden. Dabei stehen kleinkapitalisierte Unternehmen (Small Caps) im Fokus.

Solche Unternehmen gelten gemeinhin als agiler und schneller anpassungsfähig als Großkonzerne. Vielfach sind sie auf eine bestimmte Marktnische spezialisiert und haben sich dort, oft über Generationen hinweg, besonders gut positioniert. In den Krisen der vergangenen Jahre (Pandemie, Ukraine-Krieg) haben sich die Aktienkurse von Small- und Midcap-Unternehmen nach der Analyse von Bellevue im Vergleich mit Largecaps indes eher unterdurchschnittlich gut entwickelt, so dass nun entsprechendes Aufhol- und Aufwärtspotenzial besteht (siehe Interview).

Besonderheit des Fonds ist daneben der Fokus auf Unternehmen, die von Eigentümern geführt werden. Dazu zählen Unternehmen, bei denen ein oder mehrere Anteilseigner eine wesentliche Beteiligung (mindestens 20 Prozent) halten und als Vorstand oder Aufsichtsratsmitglied einen entscheidenden Einfluss auf die Unternehmenspolitik haben. Das heißt: Die Unternehmen werden nicht (ausschließlich) von Managern geführt, sondern (auch) von Unternehmern oder Unternehmerfamilien, denen ein wesentlicher Teil der Aktien gehört. Sie dürften grundsätzlich ein noch vitaleres und langfristigeres Interesse an der positiven Entwicklung des Unternehmens haben als angestellte Manager. Die Auswahl der einzelnen Titel erfolgt laut Bellevue nach dem „Bottom-up“-Prinzip. Ausgangspunkt sind also die Entwicklung und die Perspektiven der einzelnen Unternehmen und erst in zweiter Linie übergeordnete Treiber und langfristige Trends.



Nach dem jüngsten Factsheet des Fonds (Stand Januar 2024) ist er in insgesamt 41 Titel investiert. Die größten Sektoren sind momentan Industrie, Technologie und Finanzwesen (siehe Grafiken). Die geografische Aufteilung führen Frankreich, die Schweiz und Finnland an. Die Investitionen sind also breit gestreut.

#### INVESTMENTMANAGER

Die Bellevue Gruppe wurde 1993 gegründet und verwaltet nach dem jüngsten Halbjahresbericht (Stand 31. Dezember 2023) mit rund 100 Mitarbeitern (Vollzeit-Äquivalente) ein Kundenvermögen von 6,9 Milliarden Schweizer Franken. Das Unternehmen versteht sich nach Angaben auf der Website als „spezialisierte Vermögensverwaltungsboutique“ und verfügt unter dem Dach der Bellevue Group AG über zwei Geschäftsbereiche: Zum einen die Bellevue Asset Management AG als Nischenanbieter für spezialisierte liquide Anlagestrategien und alternative Anlagen. Zu den Kernkompetenzen zählen demnach Healthcare Investments und Entrepreneur Strategien, worunter auch der vorliegende Fonds zählt, sowie weitere spezialisierte traditionelle und alternative Nischenstrategien. Zum anderen die Bellevue Private Markets AG als Nischenanbieter für spezialisierte Private-Equity-Anlagen, also unternehmerische Direktbeteiligungen an nicht-börsennotierten Unternehmen und Co-Investment-Fonds. Dabei ist die Bellevue Group selbst börsennotiert und als eigentümergeführt einzustufen:

#### Wertentwicklung

|                                    | 1 Jahr | 3 Jahre | 5 Jahre | 10 Jahre | Seit Beginn |
|------------------------------------|--------|---------|---------|----------|-------------|
| Bellevue Entrepreneur Europe Small | 8,3%   | 5,9%    | 43,5%   | 126,0%   | 194,0%      |
| Benchmark                          | 3,7%   | 9,7%    | 46,6%   | 123,5%   | 219,1%      |

Quelle: Factsheet Stand 31. Januar 2024

Wertentwicklung des Bellevue Entrepreneur Europe Small im Vergleich mit der Benchmark (MSCI Europe ex UK Small EUR; bis Mai 2015 MSCI Europe Small).

Laut Halbjahresbericht befinden sich 46,2 Prozent der Aktien im Besitz von Anker-Investoren und Mitarbeitern. Dies dürfte neben einer Identifikation der betreffenden Mitarbeiter mit dem Unternehmen auch die unternehmerische Kultur prägen sowie das Verständnis und den Zugang zu eigentümergeführten Zielunternehmen erleichtern. Insgesamt managed Bellevue rund 20 Publikumsfonds beziehungsweise -teilmfonds sowie Spezialmandate. Diese in Relation zur Unternehmensgröße eher geringe Zahl lässt plausibel erscheinen, dass Bellevue den einzelnen Fonds entsprechend hohe Aufmerksamkeit schenken kann.

Das Management Team des Entrepreneur Europe Small besteht aus drei Personen und wird von Birgitte Olsen (CFA) geleitet. Sie ist auch Head Entrepreneur Strategien bei Bellevue und Mitglied der Geschäftsleitung der Bellevue Asset Management. Birgitte Olsen verwaltet mit ihrem Team mehrere Entrepreneur Strategien und verantwortet den vorliegenden Fonds bereits seit dessen Auflage im Jahr 2011. Sie verfügt über einen Abschluss in Finanz- und Rechnungswesen der Universität St. Gallen und startete 1994 ihre Karriere in der Finanzbranche als Sell-Side Analyst, arbeitete als Fund Manager bei Vontobel Asset Management in Zürich sowie danach über neun Jahre bei Generali Investments in Köln als stellvertretende Leiterin für das Portfolio Management Aktien Europa. 2008 trat sie als Senior Portfolio Manager bei Bellevue Asset Management ein, wo sie für Aktien Europa zuständig ist. Birgitte Olsen verfügt demnach über ausgeprägte Erfahrungen in dem relevanten Marktsegment.

Die Bellevue Asset Management AG hat ihren Sitz in Küsnacht in der Schweiz. In Deutschland wird sie durch die Bellevue Asset Management (Deutschland) GmbH vertreten. Der Bellevue Entrepreneur Europe Small ist ein Teilfonds der Bellevue Funds (Lux), eine Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) nach luxemburgischem Recht. Deren Verwaltungsgesellschaft ist die Waystone Management Company (Lux) S.A. Sie gehört zur Waystone Gruppe mit Hauptsitz in Irland. Die Konzeption ist somit international aufgestellt.

#### Eckdaten

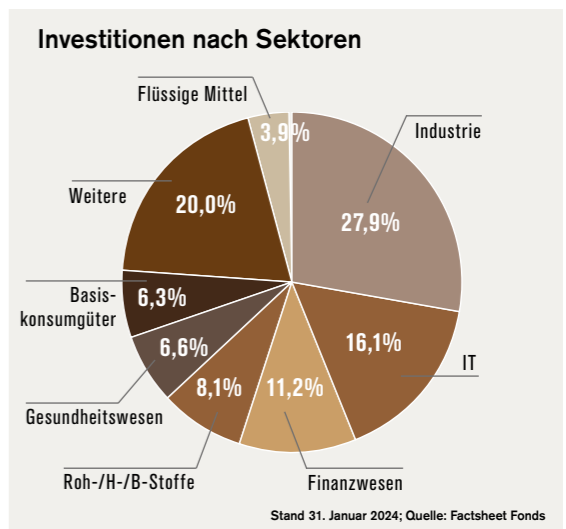
Fondsbezeichnung: Bellevue Entrepreneur Europe Small  
 ISIN: LU0631859229  
 WKN: A1JG2H  
 Währung: Euro  
 Auflagedatum: 30. Juni 2011  
 Ausschüttungspolitik: Thesaurierend  
 Risikoklasse\*: 4  
 ESG-Klassifizierung (SFDR): Artikel 8

Investmentmanager:  
 Bellevue Asset Management AG  
 Seestrasse 16  
 Postfach  
 CH-8700 Küsnacht/Zürich  
 Tel.: +41 44 267 67 00  
 E-Mail: info@bellevue.ch  
 Web: www.bellevue.ch



Verwaltungsgesellschaft:  
 Waystone Management Company (Lux) S.A.  
 19, rue de Bitbourg  
 L-1273 Luxemburg

\*Einstufung durch den Investmentmanager auf Basis von Vergangenheitswerten auf einer Skala von 1 (geringes Risiko) bis 7.



Zeitraum also fast verdreifacht. Der Fonds bleibt damit zwar knapp unter der Benchmark (MSCI Europe ex UK Small EUR beziehungsweise bis Mai 2015 MSCI Europe Small), annualisiert entspricht dies aber einem beachtlichen Wertzuwachs von 8,9 Prozent pro Jahr. In den vergangenen zwölf Monaten bis Ende Januar 2024 legte der Bellevue Entrepreneur Europe Small um 8,3 Prozent zu und lag damit deutlich über der Benchmark.

Cash. und die G.U.B. Analyse Finanzresearch GmbH haben auf Basis von Daten des Datenanbieters Morningstar zum 31. Dezember 2024 eine Auswertung für die Anlagezeiträume von einem, drei, fünf und zehn Jahren vorgenommen und dabei neben der Wertentwicklung auch die Volatilität einbezogen. Demnach zählt der Bellevue Entrepreneur Europe Small zur Spitzengruppe und damit auch zu den besten 25 Prozent („Top Quartile“) in seiner Morningstar-Kategorie („EAA Funds Europe Small-Cap Equity“). Der Bellevue Entrepreneur Europe Small zeigt insgesamt also eine sehr gute Performance. ➤

# „Erhebliche Performancelücke“

Kleine und mittelgroße Unternehmen, die maßgeblich von Eigentümern geführt werden, bieten eine Reihe von Besonderheiten und speziellen Chancen. Interview mit Birgitte Olsen, Portfoliomanagerin des Bellevue Entrepreneur European Small

*Inwiefern sehen Sie bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen in Europa derzeit besonders gute Investitionschancen?*

**Olsen:** Ungeachtet ihrer recht annehmbaren Entwicklung im Jahr 2023 haben europäische Small- und Midcaps seit Beginn der Zinserhöhungen durch die FED im März 2022 keine Wertsteigerung erfahren, während der Stoxx 600 und der Stoxx 50 plus 15 Prozent, respektive plus 24 Prozent zulegen konnte. Es ist eine erhebliche Performancelücke entstanden, die längste der letzten 15 Jahren. Auch handeln Europäische Smallcaps mit einem historisch tiefen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12,3 (forward 12-fach) und erstmals seit der globalen Finanzkrise 2008 mit einem Abschlag zu Largecaps. Die nachlassende Inflationsdynamik sollte Smallcaps Rückenwind bieten. Wir sind überzeugt, dass Small- und Midcaps im Umfeld normalisierter Inflation und Zinssätze wieder zu den Outperformern zählen werden. Aus diesen Gründen ist es für Anleger ein guter Zeitpunkt um Positionen in dieser Assetklasse auszubauen.

*Was ist generell wichtiger für den Erfolg des Fonds: Die allgemeine Kapitalmarktentwicklung oder das Geschäftsmodell der einzelnen Unternehmen und deren Erfolg in ihrem jeweiligen Marktsegment?*

**Olsen:** Auf Dauer ist es schwer, sich der Kapitalmarktentwicklung komplett zu entziehen. Deswegen ist für das Timing eines Einstieges im Marktes auch die Grosswetterlage relevant, und die ist aktuell für Small und Midcaps sehr attraktiv. Es muss aber auch erwähnt werden, dass unsere Anlagephilosophie mit dem Bellevue Entrepreneur Europe Small uns von anderen Nebenwertenstrategien differenziert. Der Entrepreneur Ansatz, unser Fokus auf eigentümergeführte Unternehmen, führt zu einem starken Quality Tilt, sprich niedrige Verschuldung, hohe Profitabilität und Eigenkapitalquote sowie überdurchschnittliche Eigenkapitalrenditen. Diese Unternehmen leiden viel weniger in Zeiten steigender Zinsen und Inflation. Dazu kommt unsere gute fundamentale Bottom-Up Stockpicking-Fähigkeiten. Wir suchen nach robusten Geschäftsmodellen, die spezifische Aspekte mit sich bringen, sprich nicht zu konjunkturabhängig sind und strukturelle Wachstumstreiber vorweisen. Dazu kommen hohe Marktanteile in der Nische, Wettbewerbsvorteile, gutes Management und eine attraktive Cashflow-Generierung. Das alles günstig bewertet mit einem Upside von über 20 Prozent.

*Welche Auswirkungen hat die Zinsentwicklung auf die Unternehmensentwicklungen und -bewertungen?*

„Wir führen im Jahr über 500 Gespräche“

**Olsen:** Nebenwerte leiden überdurchschnittlich in Zeiten steigender Zinsen, weil die Unternehmensverschuldung bei Small und Midcaps vermeintlich höher ist. Dies ist aber nicht immer die Regel und tatsächlich sind Nebenwerte aktuell mit einer Nettoverschuldung von durchschnittlich dem 1,25-fache des Ebitda in besseren finanziellen Verfassung als Largecaps mit 1,44. Im Bellevue Entrepreneur Europe Small Fonds liegt dieser Wert durchschnittlich beim 0,8, also weit niedriger als im breiten Markt. Die rasch steigenden Zinsen üben allgemein Druck auf die Aktienbewertungen aus durch die höheren Diskontierungssätze der zukünftigen Cashflows. Eine Normalisierung – auch wenn das neue Niveau strukturell höher sein wird als die letzten zehn Jahren – wird sich entlastend auf die Bewertung auswirken, besonders für Small und Midcaps, deren Kurs-Gewinn-Verhältnisse dramatisch geschmolzen sind.

*Im Fokus des Fonds stehen eigentümergeführte Unternehmen. Welche Vorteile sehen Sie darin?*

**Olsen:** Eigentümergeführte Unternehmen können im aktuellen Umfeld höherer Zinsen und Inflation ihre Stärken voll ausspielen. Deren strukturell niedrigere Verschuldung war in Zeiten Niedrig- oder Negativzinsen nicht so relevant, bringt jedoch aktuell kompetitive Vorteile. Diese Unternehmer haben oft kühne Visionen, denken sehr innovativ, sind aber äusserst konservativ in Sachen Verschuldung und finanzieren das Wachstum durch den selbst generierten Cashflow. Zukünftiges Wachstum wird es für die Unternehmen geben, die sich im aktuellen Umfeld gut positionieren und somit die Herausforderungen von Morgen besser meistern.

*Wie viele solche Unternehmen sind in Europa börsennotiert und auf wie viele davon fokussieren Sie sich?*

**Olsen:** Wir zählen insgesamt etwa 3.500 bis 4.000 börsennotierte Nebenwerte in Europa, davon kommen circa 1.500 für unser Entrepreneur-Universum in Frage. Diese sollten einen Ankerinvestor aufweisen, der mindestens 20 Prozent der Stimmrechtsanteile kontrolliert und die Strategie des Unternehmens massgeblich beeinflusst (mit Sitz im Aufsichtsrat). Unsere Entrepreneur Fonds sind mit 35 bis 45 Positionen recht fokussiert, davon müssen mindesten zwei Drittel eigentümergeführt sein.

*Inwieweit suchen Sie auch den direkten persönlichen Kontakt zum Management Ihrer Zielunternehmen?*

**Olsen:** Unser Dreierteam arbeitet schon lange zusammen und jeder von uns hat über 20 Jahre Erfahrung. Dementsprechend kennen wir das europäische Nebenwerte-Universum und viele unserer Portfoliounternehmen schon sehr lange. Gerade bei eigentümergeführten Unternehmen ist der persönliche Kontakt sehr wichtig. Wir führen im Jahr über 500 Gespräche – virtuell, aber

Birgitte Olsen:  
„Unternehmer  
haben oft kühne  
Visionen.“



noch lieber physisch.

*Deutschland hat derzeit nur einen Anteil von 5,9 Prozent am Portfolio des Fonds und damit deutlich weniger als zum Beispiel Frankreich, die Schweiz oder Finnland. Worauf ist das zurückzuführen?*

**Olsen:** Wir sind agnostisch, was unser Länderprofil betrifft und verfolgen keine Top-Down geographische Allokation. Das Profil unserer Fonds sind die Ergebnisse unserer fundamentalen Bottom-Up-Selektion. Unsere Portfoliounternehmen sind generell sehr global aufgestellt und ihr Geschäft ist nicht auf dem lokalen oder nationalen Absatzmarkt begrenzt. Wichtige Themen sind zum Beispiel Automation, Digitalisierung, Energie-Transition, Elektrifizierung, Ressourceneffizienz oder die Remodellierung der Lieferketten. Wir suchen nach Unternehmen, die von diesen Trends profitieren und Lösungen – seien es Produkte oder Dienstleistungen – in die Wertschöpfungsketten liefern. Innovative Exportmeister mit hoher Preissetzungsmacht und Profitabilität. Zur Zeit sind wir im Vergleich zur Benchmark am meisten in Finnland, Frankreich und Spanien übergewichtet. In Deutschland, Schweden, Italien und Norwegen sind wir aktuell am wenigsten fündig worden.

*Wie ist der Vertrieb des Fonds in Deutschland organisiert?*

**Olsen:** Der Bellevue Entrepreneur Europe Small und Europäische Small Caps ist ein vertriebliches Schwerpunktthema für den deutschen Markt. Unsere Vertriebspartner unterstützen wir mit einem erfahrenen Team bestehend aus fünf Ansprechpartnern aus Frankfurt heraus. Wir wollen den Vertrieb bei Versicherungen, Banken, Vermögensverwalter und Family Offices weiter verstärken und konsequent ausbauen. Interessierte Anleger können den Fonds bei Ihrer Bank beziehungsweise Sparkasse sowie bei jeder üblichen Fondshandelsplattform erwerben. Den Bellevue Entrepreneur Europe Small Fonds sehen wir als idealen Baustein im Anlagesegment europäischer Nebenwerte – sowohl für institutionelle Portfolios als auch insbesondere im Beratungsgeschäft für erfahrene Aktienanleger.

## KOSTEN

Laut Basisinformationsblatt erhebt der Fonds selbst für die Beteiligung keine Einstiegs- oder Ausstiegskosten. Der Verkäufer (Vermittler) des Fondsanteils kann aber Gebühren berechnen, beim Eintritt wie üblich bis zu fünf Prozent der Investitionssumme. Die laufende Managementgebühr beträgt bei der Anteilklasse B EUR 1,6 Prozent des Nettoinventarwerts pro Jahr und liegt damit im marktüblichen Rahmen. Daneben können weitere Verwaltungs- und Transaktionskosten sowie eine Performancegebühr anfallen, wenn die Performance des Fonds oberhalb der Benchmark und deren „High-Watermark“ (bisher höchster Wert am Ende einer Abrechnungsperiode) liegt. Etwaige Wertverluste gegenüber der High-Watermark müssen also zunächst aufgeholt werden, bevor eine erneute Erfolgsvergütung anfallen kann. Damit besteht auch ein Anreiz für das Fondsmanagement.

## NACHHALTIGKEIT

Der Fonds ist nach Artikel 8 der EU-Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, kurz SFDR) klassifiziert. Das heißt, er berücksichtigt Nachhaltigkeits-Faktoren bei der Umsetzung der Anlageziele, strebt aber nicht speziell nachhaltige Investitionen an. Zudem werden Aktien von Unternehmen mit Bezug zu bestimmten kontroversen Geschäftsfeldern ausgeschlossen. Einzelheiten dazu enthält das Basisinformationsblatt beziehungsweise der Verkaufsprospekt.

## FAZIT

Small und Mid Caps haben in den letzten zwei Jahren ein Schattendasein in den Portfolios vieler Anleger geführt. Nach Einschätzung des Fondsmanagement spricht jedoch vieles spricht dafür, dass hier viel Pessimismus eingepreist ist. Ein erstes Signal ist die starke Performance europäischer Nebenwerte seit Ende Oktober 2023. Der Bellevue Entrepreneur Europe Small ist auf dieses Segment ausgerichtet und setzt dabei vor allem auf Unternehmen, die von Eigentümern geführt beziehungsweise maßgeblich beeinflusst werden. Der von Birgitte Olsen und ihrem Team verwaltete Fonds zählt gemäss Morningstar und auch unter Berücksichtigung der Volatilität zu den besten 25 Prozent in seiner Kategorie („Top Quartile“). Damit hat er die Auszeichnung als Top Fonds verdient.

**WICHTIGE HINWEISE:** Diese Cash. Analyse powered by G.U.B. wurde von der G.U.B. Analyse Finanzresearch GmbH (im Folgenden: G.U.B.) in Kooperation mit der Cash. Media Group GmbH erstellt. Beides sind Tochterunternehmen der Cash. Medien AG. Die Beurteilung als Top-Fonds erfolgte durch die G.U.B. auf Grundlage einer Auswertung von Daten des Datenanbieters Morningstar. Die darauf basierende Erstellung dieses Analyse-Profiles wurde von der Bellevue Asset Management AG beauftragt.

**RISIKOHINWEIS:** Die Investition in den Fonds birgt das Risiko eines erheblichen Kapitalverlusts. Eine ausführliche Darstellung der Risiken finden Sie im Verkaufsprospekt des Fonds. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu und kann irreführend sein. Die hier verwendeten Performancezahlen berücksichtigen nicht einen etwaigen Ausgabeaufschlag (Agio) und nicht eventuelle individuelle Kosten des Anlegers, vor allem keine Depotgebühren. Es kann nicht garantiert werden, dass eine Rendite erzielt wird oder dass kein erheblicher Kapitalverlust entsteht.

**DISCLAIMER:** Die Bewertung als Top-Fonds ist eine Beurteilung und Meinung auf Basis der genannten Auswertung. Sie stellt kein Angebot und keine Aufforderung zur Investition in den Fonds dar und kann eine individuelle Beratung unter Berücksichtigung der persönlichen Gegebenheiten nicht ersetzen. Die Anlagestrategie, die Eigenschaften des Fonds und weitere Tatsachen können in diesem Analyse-Profil nur stark verkürzt wiedergegeben werden. Alleinverbindliche Grundlage für die etwaige Investition in den Fonds sind ausschließlich der vollständige Verkaufsprospekt und die weiteren Informationen, die von Seiten des Investment Managers und/oder des Vermittlers zur Verfügung gestellt werden. Die G.U.B., die Cash. Media Group GmbH und die Cash. Medien AG übernehmen keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in den Unterlagen und in diesem Analyse-Profil enthaltenen Tatsachen, Schlussfolgerungen und Werturteile.