

# Private Equity an der Börse

## Breite Investitionsmöglichkeiten auch im deutschsprachigen Raum

Aus Sicht mancher Anleger haftet Private Equity noch immer ein gewisser Mythos an. So ließen sich insbesondere in Zeiten, in denen die Branche boomt, regelmäßig Renditen von 20, 25 oder sogar noch mehr Prozent per annum erzielen. Leider seien derartige Erfolge allerdings institutionellen und überaus vermögenden Privatinvestoren vorbehalten, da fast immer eine Mindestanlage von mehreren hunderttausend Euro erforderlich sei, so die weit verbreitete Meinung. Die Realität sieht anders aus: Auch normal verdienende Sparer können in Private Equity investieren. Eine Garantie für exorbitante Renditen ist das aber nicht.

### There is no free lunch

Langfristig lassen sich durch Investitionen in börsennotierte Private Equity-Fonds „nur“ risikoadequate Erträge

erzielen, wie sich am Verlauf des Branchenindex LPX50 unschwer ablesen lässt. Der Total Return Index spiegelt die kumulierte Entwicklung der 50 weltweit größten und liquiden börsennotierten Private Equity-Gesellschaften wider. Zwischen Anfang 1994 und Ende Juli 2008 betrug seine Performance 228% oder umgerechnet 8,5% per annum. Damit schneidet das Marktbarometer zwar etwas besser ab als beispielsweise der Dax, der es im selben Zeitraum „nur“ auf eine jährliche Rendite von 8,3% gebracht hat, mit einer annualisierten Volatilität von 21,5% weist er allerdings auch höhere Schwankungen als der deutsche Leitindex auf. So ging es allein in den vergangenen zwölf Monaten um mehr als 32% nach unten (Dax: -13,2%). Andererseits hat sich damit natürlich auch das Bewertungsniveau vieler Private Equity-Gesellschaften,

### AUSGEWÄHLTE BÖRSENNOTIERTE VC-GESELLSCHAFTEN IM DEUTSCHSPRACHIGEN RAUM

FIRMA	ANZ. BETEIL.	INVESTITIONS-SCHWERPUNKT	BRANCHENSCHWERPUNKT	KURS		NAV je Aktie in Euro*	DIFF. NAV zu Aktie
				IN EURO	IN Mio. EURO		
BMP	17	VC	MEDIEN & ENTERTAINMENT, MARKETING SERVICES, INTERNET & E-COMMERCE, ERNEUERB. ENERGIEN & CLEAN TECHNOLOGY	1,18	20,7	k. A.	-
CAPITAL STAGE	4	VC	UMWELTECHNOLOGIE, ERNEUERB. ENERGIEN, IT/SOFTWARE, INTERNET, MEDIZINTECHNIK	1,93	48,7	2,30	-16%
DEWB	12	VC, BÖRSENN. INVESTMENTS	PHOTONIK, SENSORIK	2,44	37,2	2,98	-18%
HELIAD EQUITY PARTNERS	13	VC	BRANCHENÜBERGREIFEND	0,66	46,2	1,21	-45%
IMPERA TOTAL RETURN	17	VC, BÖRSENN. INVESTMENTS	BRANCHENÜBERGREIFEND	1,56	7,5	2,73	-40%
LEONARDO VENTURE	9	VC	GESUNDHEIT, LEBENSQUALITÄT	1,66	28,1	3,85	-57%
MIC	11	VC	MIKROSYSTEM-, KOMMUNIKATIONS- UND MEDIZINTECHNIK, CLEANTECH, SOFTWARE	7,00	15,1	14,31	-51%
CLEANTECH INVEST (CH)	7	VC, BÖRSENN. INVESTMENTS	ERNEUERBARE ENERGIEN	0,80	8,5	k. A.	-
MOUNTAIN SUPER ANGEL (CH)	29	VC, BÖRSENN. INVESTMENTS	MEDIEN & INTERN., GAMING, FINANZEN & SERV., TELECOM & TECHN., LIFE SCIENCES & MEDTECH	0,62	23,9	k. A.	-
NANOSTART	11	VC, BÖRSENN. INVESTMENTS	NANOTECHNOLOGIE	14,15	74,3	30,86	-54%
NEW VALUE (CH)	11	VC	ERNEUERBARE ENERGIEN, MEDIZINTECHNIK, GESUNDHEIT, INFORMATIONSTECHNOLOGIE	12,12	39,8	17,79	-32%
TFG CAPITAL	22	LATER STAGE, BÖRSENN. INV.	BRANCHENÜBERGREIFEND	2,10	25,0	2,84	-26%
VENTECIS CAPITAL	7	VC	INDUSTRIELLE, INFORMATION-, KOMMUNIKATIONSTECHNOLOGIEN, LIFE SCIENCES	4,86	16,9	k. A.	-

\* Jeweils aktuellster verfügbarer Wert. Quelle: Unternehmensangaben, eigene Berechnen. Kurs von 23.8.08



### Börsennotierte VC-Gesellschaften

Zu allererst sind die diversen Venture Capital-Gesellschaften zu nennen, deren Tätigkeitsschwerpunkt im Einlegen vorbörslicher Beteiligungen liegt. Ausgehend von der Marktkapitalisierung stellt die Nanostart AG hier einen der größeren Player dar. Obwohl das auf Nanotechbeteiligungen spezialisierte Unternehmen im vergangenen Jahr einige Highlights setzen konnte, hat sich der Wert der Aktie seit dem letzten Höchststand vor knapp zwölf Monaten auf inzwischen nur noch 14,15 Euro mehr als halbiert. Dabei macht allein der noch bestehende Anteil an der im September 2007 an die Börse gebrachten MagForce mehr als 170% der eigenen Marktkapitalisierung aus. Insgesamt liegt der Net Asset Value mit 162 Mio. Euro bei fast dem Doppelten der aktuellen Börsenbewertung.

ausgedrückt durch das Verhältnis zwischen dem Nettovermögenswert (Net Asset Value, kurz NAV) und den zu zahlenden Preisen, deutlich reduziert. In vielen Fällen ist der NAV nämlich bei weitem nicht so stark zurückgegangen, wie es die Börsenkurse der betroffenen Unternehmen vermuten lassen. Die Probleme, mit denen sich die Branche derzeit konfrontiert sieht, könnten in das Pricing entsprechender Vehikel deshalb bereits übermäßig eingeflossen sein, was einen Einstieg in börsengehandelte Private Equity-Gesellschaften zum jetzigen Zeitpunkt nicht unattraktiv erscheinen lässt.

### Hohe Abschläge zum NAV

Am höchsten fällt die Differenz zwischen dem Nettovermögenswert und der Börsenbewertung derzeit bei der im Prime Standard notierten Leonardo Venture aus. Liegt die Marktkapitalisierung der auf vorbörsliche Beteiligungen an Technologieunternehmen aus den Bereichen Gesundheit und Lebensqualität spezialisierten GmbH & Co. KGaA aktuell bei lediglich 28,1 Mio. Euro, wird der Net Asset Value zum Ende des ersten Quartals vom Management auf über 65 Mio. Euro beziffert. Bei Hellad Equity Partners und Impera Total Return, die jeweils branchenübergrei-

Arbeits

Ohne  
new  
value

dominieren die Bären.

Investoren klicken auf [www.newvalue.ch](http://www.newvalue.ch) und profitieren von der Entwicklung.

**AUSGEWÄHLTE BÖRSENOTIERTE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN MIT SCHWERPUNKT AUF BUYOUTS UND RESTRUKTURIERUNGEN IM DEUTSCHSPRACHIGEN RAUM**

FIRMA	ANZ. BETEIL.	INVESTITIONSSCHWERPUNKT	BRANCHENSCHWERPUNKT	KURS	BÖRSEWERT	NAV JE	DIFF. NAV
				IN EURO	IN MIO. EURO	AKTIE IN MIO. EURO <sup>*)</sup>	ZU ARTIKENK.
ADCAPITAL	14	MBOs, MBIs	ZULIEFERINDUSTRIEN, ELEKTRO-TECHNIK- UND ELEKTRONIK, MASCHINEN- UND ANLAGENBAU	10,07	151,1	13,40	-25%
ARQUES INDUSTRIES	24	RESTRUKTURIERUNGEN	BRANCHENÜBERGREIFEND	8,95	236,7	20,45	-56%
AURELIUS	15	UMBRUCH-, SONDERSTITUAT.	BRANCHENÜBERGREIFEND	18,25	164,5	x. A.	-
BAVARIA INDUSTRIEKAPITAL	10	UMBRUCH-, SONDERSTITUAT.	BRANCHENÜBERGREIFEND	10,60	67,8	35,19	-70%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	23	MBOs	MASCHINEN- UND ANLAGENBAU, AUTOMOBILZULIEFERER, INDUSTRIE-DIENSTLEISTER U. A.	16,70	228,4	21,85	-24%
GCI MANAGEMENT (A)	17	UMBRUCH-, SONDERSTITUAT.	INDUSTRIEUNTERNEHMEN	1,17	23,0	x. A.	-
UNTERNEHMENS INVEST AG (A)	4	MBOs, MBIs, SPIN-OFFS	INFORMATIONSD- UND KOMMUNIKATIONSTECHNOLOGIE	13,87	55,5	x. A.	-

\*Anzahl absehbarer verfügbarer Wert. Quellen: Unternehmensangaben, eigene Recherchen; Kurse von 23.8.08

fend investieren, liegen die Abschläge immerhin noch bei über 40%, bei der mic AG sind es mehr als 50%. Dabei sind bei der Verwendung dieser Kennziffer als Bewertungsgröße allerdings zwei Aspekte zu berücksichtigen. Zum einen notieren Beteiligungsgesellschaften – insbesondere in Baissephasen, wie wir momentan eine durchlaufen – fast immer mit einem mehr oder weniger deutlichen Abschlag auf den Net Asset Value. Und zum anderen ist die Höhe des NAVs in ganz erheblichem Maße von der angewandten Ermittlungsmethode bzw. den Grundsätzen der internen Rechnungslegung des jeweiligen Unternehmens abhängig. So beruhen Wertzuschreibungen nicht selten auf der Einschätzung des Managements statt auf Bewertungsindikationen Dritter, wie sie sich beispielsweise im Rahmen weiterer Finanzierungsrunden zu höheren Preisen ergeben. Der reine Zahlenvergleich greift somit zu kurz und kann schnell zu Fehleinschätzungen führen.

### Sanierer und Restrukturierer

Deutlich heterogener als bei den reinen Seed-, Early Stage- und Wachstumsfinanzierern fällt das Bild bei den börsennotierten Private Equity-Gesellschaften aus, die sich auf Management Buyouts und Buy-ins sowie auf andere Umbruch- und Sondersituationen spezialisiert ha-

ben. Als einer der Vorreiter im Geschäft mit der Sanierung und Restrukturierung kränkeler Firmen ist Arques Industries zu nennen. Nach großen Erfolgen hat das inzwischen im MDax enthaltene Unternehmen durch verschiedene Wechsel im Vorstand sowie massive Abwertungen des Net Asset Values von 705 Mio. Euro auf 540,3 Mio. Euro (Ende März 2008) allerdings einiges Vertrauen verspielt, was sich auch am Verlauf des Aktienkurses erkennen lässt. Weitere Börsenschwertigkeiten in diesem Bereich sind Aurelius und die Deutsche Beteiligungs AG.

### Schweizer Spezialitäten

Eine weitere, insbesondere in der Schweiz recht verbreitete Möglichkeit, sich als Privatanleger oder Institutioneller an fungiblem privatem Eigenkapital zu beteiligen, ist der Erwerb börsennotierter Private Equity-Dachfonds. Ihr Vorteil liegt in der überaus breiten Streuung des eingesetzten Kapitals. Statt in einige wenige Beteiligungen werden die Mittel in bis zu 150 Einzelfonds gesteckt, die wiederum ganz verschiedene Investitionsschwerpunkte und -strategien abdecken. Nachteilig wirken sich dagegen die höheren Kosten aus. So werden für die Auswahl und Verwaltung der Einzelfonds in der Regel jährliche Managementlees von ca. 2% des Net Asset Values sowie erfolgsabhängige Prämien von meist 10% auf Zugewinne oberhalb des bisherigen Höchstkurses (High-Water-Mark) fällig.

### Steuerliche Nachteile bei Derivaten

Als relativ kostengünstige Möglichkeit, über die Börse breit gestreut in Private Equity zu investieren, sei abschließend noch auf verschiedene Investmentzertifikate verwiesen, wie sie inzwischen von diversen Banken angeboten werden. Je nach Strukturierung ist mit ihnen keineswegs allein die einfache Spekulation auf steigende Kurse des jeweiligen Basiswertes möglich. Vielmehr bieten entsprechende Bonus- und Garantie-Zertifikate gleichzeitig auch einen gewissen Schutz gegen (weiter) rückläufige Private Equity-Preise. Zu berücksichtigen ist



## BÖRSENNOTIERTE PRIVATE EQUITY-DACHFONDS

FIRMA	INVESTITIONSSCHWERPUNKTE	FONDSKURS	PERFORMANCE 1 JAHR	NAV JE AKTIE*	DIFFERENZ NAV ZU AKTIENKURS
ABSOLUTE PRIVATE EQUITY (CH)	BUYOUTS, VC	19,50 USD	-11%	24,38 USD	-20%
AIG PRIVATE EQUITY (CH)	BUYOUTS	151,00 CHF	-11%	168,86 CHF	-11%
CASTLE PRIVATE EQUITY (CH)	BUYOUTS, VC, SPECIAL SITUATIONS	113,00 CHF	-23%	176,69 CHF	-36%
PRINCESS PRIVATE EQUITY (CH)	BUYOUTS, VC	6,70 EURO	-6%	9,22 EURO	-27%
PRIVATE EQUITY HOLDING (CH)	BUYOUTS, VC	50,00 CHF	-7%	87,48 CHF	-43%
SHAPE CAPITAL (CH)	DEVELOPMENT CAPITAL, BUYOUTS, VC	252,00 CHF	-4%	265,37 CHF	-5%
THEMIS EQUITY PARTNERS (D)	VC, BUYOUTS, MEZZANINE	0,63 EURO	-31%	0,98 EURO	-36%

\*Standard-Werte vom 30.6. oder 30.7.08. Quellen: Unternehmensanlegern, Christie, eigene Recherchen. Kurse vom 23.6.08

## AUSGEWÄHLTE PRIVATE EQUITY-ZERTIFIKATE

ART	EMITTENT	BASISWERT	WKN	PERFORMANCE 1 JAHR	BRIEFKURS IN EURO
INDEX-ZERTIFIKAT	DRESDNER BANK	PRIVATE EQUITY-PORTFOLIO	173499	-16%	919,95
INDEX-ZERTIFIKAT	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	PRIVATE EQUITY TR INDEX	SC0HP7	-33%	69,68
INDEX-ZERTIFIKAT	ABN AMRO	LPX BUYOUT TR	AAOKL9	-	45,73
INDEX-ZERTIFIKAT	ABN AMRO	LPX MAJOR MARKET INDEX	ABN93H	-34%	81,83
BONUS-ZERTIFIKAT	ABN AMRO	LPX MAJOR MARKET INDEX	ABN2J8	-33%	17,07
BONUS-ZERTIFIKAT	BARCLAYS BANK	BARCLAYS PRIVATE EQUITY INDEX	BC0BP1	-26%	733,05
GARANTIE-ZERTIFIKAT	LEHMAN BROTHERS	S&P LISTED PRIVATE EQUITY INDEX	A0NTKC	-	72,16

Quellen: ZertifikatsAnleger, Onvista, TR: Total Return, Kurse vom 23.6.08

## Anzeige

**VentureCapital**  
Magazin



## „Hightech-Region Hannover“

Eine Sonderbeilage des VentureCapital Magazins

Potenziale der Region • Cluster und Technologien  
• Möglichkeiten für Unternehmer und Gründer •  
Vorstellung der regionalen Investorenlandschaft –  
vom Business Angel-Netzwerk bis zur Mittelständischen  
Beteiligungsgesellschaft • Fallstudien,  
Interviews, u. v. m.

Erscheinungstermin: 26.09.2008

Redaktionsschluss: 16.09.2008

## Ansprechpartner für Redaktion und Werbung:

Cornelia-Mercedes Bödecker, hannoverimpuls GmbH,  
Tel. 0511-300 333-16,  
Cornelia.Boedecker@hannoverimpuls.de  
Mathias Renz, VentureCapital Magazin,  
Tel. 089-2000 339-23, renz@goingpublic.de

allerdings, dass Zertifikate derzeit einen komparativen  
Steuernachteil gegenüber anderen Anlageformen aufwei-  
sen. Während sich Kursgewinne bei Aktien und Fonds,  
die noch vor Ende des Jahres erworben und mindestens  
zwölf Monate gehalten werden, auch zukünftig noch steu-  
erfrei vereinnahmen lassen, unterliegen realisierte Zuga-  
winne bei neu erworbenen Zertifikaten ab 2009  
grundsätzlich der Abgeltungssteuer.

## Fazit:

Die Möglichkeiten, über börsennotierte Aktiengesell-  
schaften, Dachfonds oder Derivate am Erfolg renommier-  
ter Private Equity-Investoren zu partizipieren, sind inzwi-  
schen überaus vielfältig und nehmen kontinuierlich zu.  
Eine Diversifizierung in diesem Bereich ist damit bereits  
mit geringen Beträgen problemlos möglich. Mit risiko-  
losen Traumrenditen darf dabei – wie in allen anderen  
Segmenten des Kapitalmarktes auch – aber natürlich  
nicht kalkuliert werden. ■

Dr. Martin Ahlers  
redaktion@vc-magazin.de