

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



in Kooperation mit:



Bankhaus Lampe



**SONDERAUSGABE**

## Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften 2008

### INTRO & RÜCKBLICK:

Die Sonderausgabe  
im dritten Jahrgang

### IN DER ANALYSE:

Über 60 börsennotierte  
Beteiligungsgesellschaften

### INTERVIEWS:

MBB Industries, Greiffenberger,  
Kremlin, Value-Holdings u.a.



# Gerade jetzt erst recht!

Schon seit mehr als einem halben Jahr hält die amerikanische Hypothekenkrise die weltweiten Finanzmärkte in Atem. Die Aktienkurse vieler Firmen wurden dadurch in Mitleidenschaft gezogen, und zwar oftmals unabhängig davon, ob sie den Problemsektoren angehören oder nicht. Und so mussten auch die Börsenwerte der meisten Beteiligungsgesellschaften in den letzten Monaten deutliche Abschlüge hinnehmen. Ich wurde während der Vorbereitung zu dieser Ausgabe daher mehr als einmal gefragt, warum wir erstens überhaupt ein Sonderheft zu Beteiligungsgesellschaften bringen, und zweitens, warum ausge-rechnet jetzt, wo doch die Stimmung an der Börse auf dem Tiefpunkt ist?

Die Smart Investor-Philosophie beinhaltet das Ein-geständnis, dass man nicht in jedem Fachgebiet ein Fachmann sein kann. Folglich ist es unserer Ansicht nach sinnvoll, nach Experten für bestimmte Bereiche, Branchen oder Strategien zu suchen und zu identifizieren. Aus diesem Grunde beschäftigen wir uns im regulären Heft auch ständig mit Fonds, welche ebenso wie Beteiligungsgesellschaften die Möglichkeit bieten, in ein Thema zu investieren, von dem man selbst keine tiefgehende Ahnung hat oder aber zu dem der Zugang für den „Normalinvestor“ viel zu aufwendig oder gar unmöglich wäre. Mit der vorliegenden Sonderausgabe wollen wir Ihnen daher ein analytisch auf-bereitetes Nachschlagewerk für die meisten börsennotierten Beteiligungsgesellschaften in Deutschland und einige in der Schweiz und Öster-reich bieten.

Und dass diese Sonderausgabe gerade jetzt her-auskommt, hat zweierlei Gründe. Wir wollten wie in den beiden Jahren zuvor auch den dritten Jahrgang der „Börsennotierten Beteiligungsgesell-schaften“ pünktlich zum Frühjahrsbeginn und auch zur Finanzmesse „Invest“ in Stuttgart (11.-13.4.2008) bringen. Und zweitens sehen wir gerade in der derzeit gedrückten Stimmung und auch in den vielfach gedrückten Aktienkursen einmalige Investitionsmöglichkeiten. Denn wie selten zu-vor lassen sich momentan einige Gesellschaften mit deutlichen Bewertungsabschlügen ausma-



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

chen. Die Frage „Warum ausge-rechnet jetzt?“ möchte ich da-her gerne mit „Gerade jetzt erst recht!“ beantworten.

Nicht zuletzt aufgrund der von 50 auf über 60 abermals gestie-genen Anzahl der behandelten Firmen war die Smart Investor-Redaktion auf die Zusammen-arbeit mit Fachleuten angewie-sen. Wir sind stolz darauf, dass wir für die Erstellung der Fir-menanalysen auf die Kompe-tenz der GBC AG aus Augs-burg, des Bankhauses Lampe und der GSC Research aus Düsseldorf sowie der Viscardi AG aus München setzen konn-ten. Ein Dank sei an dieser Stel-le auch an unsere Gastautoren von der Quest Consulting AG und von der Baader Wertpa-pierhandelsbank AG ausge-sprochen.

Ich hoffe, dass Ihnen die vorlie-gende Sonderausgabe „Bör-sennotierte Beteiligungsgesell-schaften“ viele neue Erkennt-nisse bringen und in den kom-menden Monaten ein wertvol-les Nachschlagewerk für Ihre Investments sein wird.

Herzlichst

**INDUS**  
HOLDING AG

## Die INDUS Holding AG

- ist ein attraktiver Wachstumswert
- verfügt über ein Portfolio mit zur Zeit 42 profitablen mittelständischen Unter-nehmen
- ist mit ihren Beteiligungs-unternehmen technologisch-führend und hoch speziali-siert in Nischenmärkten tätig
- löst Nachfolgeprobleme
- setzt ca. 920 Mio. € p. a. um
- erzielt ein Gruppen-EBIT von über 100 Mio. €
- bietet eine attraktive Dividen-denrendite von ca. 6 %

INDUS Holding AG  
Kölner Str. 32  
51429 Bergisch Gladbach

Telefon: (02204) 4000-0  
Telefax: (02204) 4000-20  
Email: indus@indus.de  
Internet: www.indus.de

WKN 620 010  
ISIN: DE 000 620 01 08

### 3 Editorial

### 4 Inhaltsverzeichnis

#### Einführung

### 6 Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften – Das verflixte dritte Jahr!

#### Hintergrund

### 8 Quo vadis Beteiligungsmarkt – Status und Ausblick

### 12 Auf das besondere Profil kommt es an!

### 15 Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften: Eine neue Rubrik

### 16 Der Weltklasse-Gemischtwarenladen: Berkshire Hathaway

#### Analysen

### 18 Branchenfokus

18 Arquana

18 BB Biotech

18 BB Medtech

20 BEKO Holding

20 Conet

21 MAX21

21 U.C.A.

22 Nanostart

23 Ponaxis

23 M.A.X. Automation

24 MDB

25 Kremlin

27 Beteiligungen im Baltikum

### 26 Interview mit Axel Pothorn, Kremlin AG

### 28 Mittelstandsholdings

28 Gesco

30 Indus Holding

31 Deutsche Beteiligungs AG

32 MBB Industries

34 Greiffenberger

36 Surikate Mittelstands AG

37 DeTeBe

38 GBK Beteiligungen

### 33 Interview mit Dr. Christof Nesemeier, MBB Industries AG

### 35 Interview mit Stefan Greiffenberger, Greiffenberger AG

### 40 Sanierer

Der Unternehmenssanierer – das bessere Geschäftsmodell?

### 44 Sanierer

44 Arques Industries

45 Aurelius

46 Bavaria Industriekapital

46 CFC Industriebeteiligungen

48 GCI Management

49 Blue Cap



## 6, 81 Einführung & Rückblick

### Nachschlagewerk in der dritten Auflage

Keine Frage, der Wind hat sich gedreht. Noch vor zwölf Monaten dominierte Optimismus unter den Beteiligungsgesellschaften, heute lässt der Subprime-Orkan oftmals viele Unternehmen ihre Geschäftsmodelle hinterfragen. Die Analysen zu den einzelnen Unternehmen ab S. 18 belegen dies. Zudem litten die meisten Aktien unter herben Kursrücksetzern, wodurch Anleger der Performance-Rückblick auf S. 81/82 besonders interessieren dürfte.



## 8 Das Umfeld

### Es wird schwieriger

Der Beteiligungsmarkt muss derzeit die Auswirkungen des Kreditblasen-Debakels verdauen, sieht sich aber andererseits mit einem enormen Transaktionsdruck konfrontiert. In ihrem Beitrag ab S. 8 versuchen Jana Walden und Stephan Derr von der Quest Consulting AG dieses enorme Spannungsfeld aufzuarbeiten.



## 12 Profil muss stimmen

### Kapitalmarkt selektiert stärker

Nur mit Schema F, also einem 08/15-Beteiligungsmodell, wird heute keine Beteiligungsgesellschaft am Kapitalmarkt erfolgreich sein. Vielmehr kommt es auf einen klar nachvollziehbaren und entwicklungs-fähigen Ansatz an. Die Analyse ab S. 12 von Arne Aßmann von der Baader AG zeigt Ihnen, wie das in der Praxis aussieht.



## 40 Unternehmenssanierer

### Bessere Geschäftsmodelle?

Die Saniererbranche steht unter besonderer Beobachtung, nicht nur des Smart Investor Magazins. Dass es sich hier um eine besondere „Spezies“ unter den Beteiligungsgesellschaften handelt, zeigt die Betrachtung von Peter-Thilo Hasler von der Viscardi AG auf S. 40. Fazit: Sanierung ist und bleibt die Königsdisziplin.



## 33 Interview

### MBB-Vorstand Dr. Christof Nesemeier

MBB Industries ist eine noch recht unbekannte Mittelstandsholding, die aber beispielsweise mit dem Börsengang des Holz-Spezialisten Delignit ein erstes Ausrufezeichen gesetzt hat. Im Interview auf S. 33 stellt Vorstand Dr. Christof Nesemeier dar, inwiefern MBB erst am Beginn des Weges steht.

- 47** Interview mit Marcus Linnepe, CFC Industriebeteiligungen GmbH & Co. KGaA
- 50** **Sondersituationen**
  - 50 Prior Capital
  - 51 Lena Beteiligungs AG
  - 52 AG TOKUGAWA
  - 52 Carthago Capital
  - 54 Effecten-Spiegel
  - 55 SCI
  - 55 Falkenstein Nebenwerte
  - 56 Allerthal-Werke
  - 57 Rheiner Moden
  - 58 Scherzer
  - 59 DNI Beteiligungen
  - 59 Deutsche Balaton
  - 60 Heliad
  - 61 Impera
  - 61 KST
  - 62 TFG Capital
- 53** Interview mit Sam Winkel und Robert Zeiss, Carthago Capital AG
- 64** **Value Investments**
  - 64 DLB Anlageservice
  - 65 GSC Portfolio
  - 65 Horus
  - 66 Konsortium
  - 66 New Value
  - 68 Shareholder Value
  - 68 Value-Holdings
- 69** Interview mit Georg Geiger, Value-Holdings AG
- 71** **Wagniskapital**
  - 71 Themis Equity Partners
  - 72 DEWB
  - 73 MIC AG
  - 74 Matador Private Equity
  - 74 Leonardo Venture
  - 75 Capital Stage
  - 76 bmp
- 76** Interview mit Felix Goedhart, Capital Stage AG
- 78** **Sonstige**
  - 78 Trade & Value
  - 78 Fonterelli
  - 80 Pongs & Zahn
  - 80 Black Box
- 79** Interview mit Oliver Dornisch, Trade & Value AG

### Rückblick

- 82** Performance-Rückblick

### 81 Impressum



HUNTER  
DICKINSON  
INC.

hunterdickinson.com



In der Minenbranche steht  
unser Name für:

Wachstum  
Finanzstärke  
Leverage auf Rohstoffe  
Diversifikation  
Erfolgreiche Transaktionen  
Technische Expertise  
Verantwortungsbewusste  
Projektentwicklung  
Zahlreiche Auszeichnungen

### Hunter Dickinson Inc.

Anlegerbeziehungen - Deutschland  
Robin Bennett  
robinbennett@hdgold.com

1020 - 800 West Pender Street  
Vancouver, BC  
Canada, V6C 2V6

Tel: +1-604-684-6365

Fax: +1-604-684-8092

Email: info@hdgold.com

# Das verflixte dritte Jahr

Einführung in die Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften“

## Der Kreis wird umfänglicher

Nachdem die Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften“ im vergangenen Jahr eine Grundgesamtheit von 53 Titeln umfasste, hat der 2008er Jahrgang mit 61 analysierten Werten quantitativ etwas hinzugewonnen. Um die Qualität der Analysen zumindest auf dem Niveau der Vorjahre zu halten, hat Smart Investor abermals renommierte Analysehäuser einerseits für die Research-Blöcke, andererseits aber auch für die Darstellung der Hintergründe rund um die Beteiligungsbranche gewinnen können. Damit wird die Sonderausgabe noch mehr ihrem Anspruch gerecht, ein möglichst ganzheitliches Nachschlagewerk für die Branche der börsennotierten Beteiligungsgesellschaften in Deutschland zu sein.

## Klimawandel an der Börse

Rein inhaltlich haben wir uns vom Konzept der vergangenen Jahre gelöst, jedes Unternehmen im Rahmen innerhalb der ihm zugeordneten Kategorie in einer Einzelanalyse zu betrachten. Stand im Vorjahr die Vermittlung des Geschäftsmodells im Vordergrund, waren es in diesem Jahr eher die aktuelle Entwicklung und eine Überprüfung dessen, was die Unternehmen vor zwölf Monaten als Ziele herausgegeben hatten. Dies erschien der Redaktion insofern aussagekräftiger, als dass sich das Kapitalmarktumfeld seit Mitte 2007 um 180 Grad gewandelt hat: Seitdem fegt ein gewaltiger Subprime-Sturm über die Märkte hinweg und stellte viele Geschäftsmodelle im Beteiligungssegment vor eine ernste Probe. Einige Anbieter mussten gar gänzlich die Segel streichen, wie der „Nachruf“ auf Arquana zeigt, deren Geschäftsmodell Smart Investor vor einem Jahr „zweifelsohne Charme“ attestierte. Aber nicht allein deutsche Gesellschaften gerieten unter Druck: Die Aktie von Blackstone zum Beispiel, der weltgrößten Beteiligungsgesellschaft (Börsengang Juni 2007), musste bis heute massiv abgeben. Chinesische Staatsfonds, die sich inmitten der Beteiligungseuphorie stark in der Aktie engagiert hatten, dürften heute reichlich Bauchschmerzen mit ihrem Investment haben.

## Ausführliches Zahlenmaterial

Bei vielen Papieren auf dem heimischen Kurszettel dürfte es Anlegern nicht anders gegangen sein. Umso wichtiger erschien es uns, die Sonderausgabe nicht aufgrund schlechter Stimmung „unter den Tisch“ fallen zu lassen und auf einen womöglich besseren Zeitpunkt zu verschieben. In dieser Konsequenz

haben wir auch die Kategorisierung beibehalten. Wie bislang haben wir die zu analysierenden Unternehmen in sieben Kategorien unterteilt: Branchenfokus, Mittelstandsholdings, Sanierer, Sondersituationen, Value Investments, Wagniskapital und Sonstige. Wie in den vergangenen Jahren auch ist das Tabellenwerk zu jeder Beteiligungsgesellschaft ein zentraler Bestandteil der Analysen. Im Folgenden wollen wir Ihnen aufzeigen, welche Informationen die Tabellen für Sie bereithalten:

**1. Kurs:** Schlusskurs am 3.4.2008.

**2. AZ:** Steht für die Aktienzahl. Erfasst werden alle ausstehenden Anteile.

**3. GJA:** Gewinn je Aktie (e = geschätzt)

**4. KGV:** Kurs/Gewinn-Verhältnis. Eine Kennzahl, die aus den im Folgenden beschriebenen Gründen für Beteiligungsgesellschaften nur wenig Aussagekraft besitzt. Ein kleines „e“ deutet wie auch beim GJA, dem NAV und der Dividende auf eine Schätzung unsererseits hin.

**5. Div.:** Dividende. Zusammen mit dem NAV eine der wichtigsten Größen zur Beurteilung einer Beteiligungsgesellschaft.

**6. NAV:** Net Asset Value. Erklärung siehe Absatz „Bemerkungen zur Bewertung“.

**7. Prem./Discount:** Prozentuale Abweichung zum NAV, die entweder in einer Prämie (+) oder einem Discount (-) resultiert. Die Gründe hierfür können vielfältiger Natur sein. Eine Prämie könnte bspw. das Vertrauen des Marktes in die Managementkapazitäten ausdrücken, andererseits aber auch auf eine Überbewertung der Aktie hindeuten. Ein Discount wiederum könnte womöglich auf versteckte bilanzielle Risiken oder aber eine Unterbewertung des Papiers hinweisen.

**8. 52-Wo-Tief/52-Wo-Hoch:** Gibt den niedrigsten bzw. höchsten Kurs der Aktie über die zurückliegenden 52 Wochen auf Schlusskursbasis an.

**9. Position in 52-Wochen-Range:** Die Zahl gibt Auskunft darüber, wo sich die Aktie innerhalb ihrer 52-Wochen-Hoch-Tief-Handelsrange aktuell befindet. Bei einem Wert von 0% notiert die Aktie auf 52-Wochen-Tief, bei Werten von 100% am Hoch. Steht der Indikator bei 50%, notiert die Aktie in der Mitte ihrer Einjahres-Handelsspanne.

**10. Performance X Jahr(e):** Die Wertentwicklung der Aktie über einen Zeitraum von einem, fünf und acht Jahren. Die Zeiträume sind dabei wie bereits im Vorjahr bewusst gewählt.

Gesco AG (www.gesco.de)		
1	ISIN	DE0005875900
2	WKN	587 590
3	Kurs (EUR)	48,33
4	AZ (Mio. St.)	3,0
5	MCap (Mio. EUR)	146,1
6	Geschäftsjahr-Ende	31.03.
	GjA 2006/07 (EUR)	4,38
	GjA 2007/08e (EUR)	5,87
	KGV 2007e	8,2
	Div. 06/07 (EUR)	1,50
	Div. 07/08e (EUR)	2,30
	Div.-Rendite 07/08e	4,8%
	NAV* (Mio. EUR)	88,0
	NAV / Aktie* (EUR)	29,11
	Premium/Discount	+66,0%
	52-Wo-Tief (EUR)	36,95
	52-Wo-Hoch (EUR)	56,80
	Po. in 52-Wo-Range	57,5%
	Performance 1 Jahr	+27,2%
	Performance 5 Jahre	+408,7%
	Performance 8 Jahre	+245,2%
	Investment-Fokus	wirtschaftlich gesunde Mittelständler mit ungelöster Nachfolgeregelung
	Strategie	Buy-and-Hold
	Mitarbeiter im Konzern	1710
	Mitarbeiter in Holding	12
	Jahr der Gründung	1989
	Jahr des Börsengangs	1998
	Anzahl d. Beteil.	13
	Ø Haltedauer (in Jahren)	8,5
	Größte Beteiligungen (Bea.Bet.)	Dörrenberg Edelstahl GmbH (90%) SVT GmbH (90%) Frank Walz- u. Schmiedetechnik (100%) MAE Maschinen- und Apparatebau (100%) Ackermann Fahrzeugbau GmbH (80%)
	relativ zu DAX	1,335
	relativ zu DAX	2,003
	relativ zu DAX	3,852

\*) z.B. es handelt sich hierbei um den geschätzten Buchwert des Eigenkapital zum Ende des Geschäftsjahres

Vor acht Jahren notierten viele Indizes auf ihren historischen Höchstständen, vor fünf Jahren markierten die Börsen im Zuge der anschließenden Baisse dagegen ihr Tief.

**11. relativ zum DAX:** Beschreibt die relative Stärke einer Aktie im Vergleich zum DAX. Ein Wert von größer bzw. kleiner 1,000 zeigt an, dass sich das Papier über den jeweiligen Zeitraum besser bzw. schlechter als der DAX entwickelt hat. Aus Gründen der Vergleichbarkeit nutzen wir in allen Fällen den DAX als Benchmark, auch wenn das Unternehmen selbst in einem anderen bzw. in keinem Index enthalten ist.

**12. Größte Beteiligungen:** Die Angabe „%a.Bet.“ erfasst die nach Unternehmensangaben wertmäßig größten und wichtigsten Beteiligungen und gibt als Prozentzahl an, welchen Anteil die Beteiligungsgesellschaft an dem jeweiligen Unternehmen hält. Sollte zudem noch „%d.NAV“ genannt sein, bezieht sich diese Prozentzahl auf die Größe der Beteiligungposition in Bezug auf das eigene Anlagevermögen.

**13. Æ Haltedauer (in Jahren):** durchschnittliche Haltedauer einer Position im Beteiligungsportfolio

**Bemerkungen zur Bewertung**

Im Vergleich zu anderen Aktiengesellschaften ist das KGV bei Beteiligungsgesellschaften eine weniger aussagekräftige Größe, weil bei Letzteren die Erlöse nur in unregelmäßigen Intervallen, also nur beim Verkauf einer Beteiligung, fließen. Insofern ist ein Blick auf den NAV (=Net Asset Value), also den Nettoinventarwert, zielführender. Dieser zeigt die zu einem Stichtag in der Bilanz aufgeführten Aktiva, also die gehaltenen Beteiligungen, abzüglich Bankschulden bzw. Rückstellungen etc., an. Unproblematisch ist die Ermittlung des NAV, wenn eine Beteiligungsgesellschaft nur Anteile von börsennotierten Unternehmen hält. Sobald aber eine, mehrere oder alle Beteiligungen nicht an der Börse notiert sind, wird die Berechnung des NAVs kompliziert. Hierzu finden dann auch noch unterschiedliche Verfahren Anwendung, die wiederum von den Beteiligungsgesellschaften teilweise nicht offen gelegt werden. Das Thema Transparenz ist ohnehin eines, das Beteiligungsfirmen nicht eben erfunden haben. Da aber auch nicht jede Beteiligungsgesellschaft einen NAV ausweist, empfiehlt sich ein Blick auf den Wert des Eigenkapitals, wobei die nicht einheitlich verwandten Bilanzierungsvorschriften wie HGB oder IFRS berücksichtigt werden müssen. Die Bewertung einer Beteiligungsgesellschaft ist also ein ebenso weites wie tiefes Feld.

**Unter Sonderbeobachtung**

Zwar ist die gesamte Betrachtung damit vielschichtig genug, einer Kategorie hat sich Smart Investor dennoch gesondert gewidmet: den Sanierern. Aufgrund des sehr komplexen Geschäftsmodells hat Peter-Thilo Hasler von der Investmentbank Viscardi in seinem Artikel die Besonderheiten der Sanierergilde nochmals aufbereitet. Leser verstehen auf diese Weise eher, warum die Sanierung eines Unternehmens nicht umsonst als Königsdisziplin des Beteiligungsbusiness bezeichnet wird. Zudem haben wir uns die Kritik zu Herzen genommen und mehr Unternehmenslenker als noch im Vorjahr zu Wort kommen lassen. Wer direkt von der „Front“ berichtet, kann ein unverfälschteres Bild der Realität zeichnen.

**Fazit**

Aktien von Beteiligungsgesellschaften sind derzeit nicht en vogue, im Gegenteil. Viele werden stiefmütterlich behandelt und förmlich mit Missachtung gestraft. Ob und wann sich dies ändern könnte, hängt in näherer Zukunft vor allem von den Unternehmen ab. Schafft schon das Umfeld wenig Vertrauen, sind die Unternehmen hier in der Bringschuld. Wer dies am ehesten wird einlösen können, ist eine mehr denn je spannende Frage. Dieser versucht diese Sonderausgabe auf den Grund zu gehen.

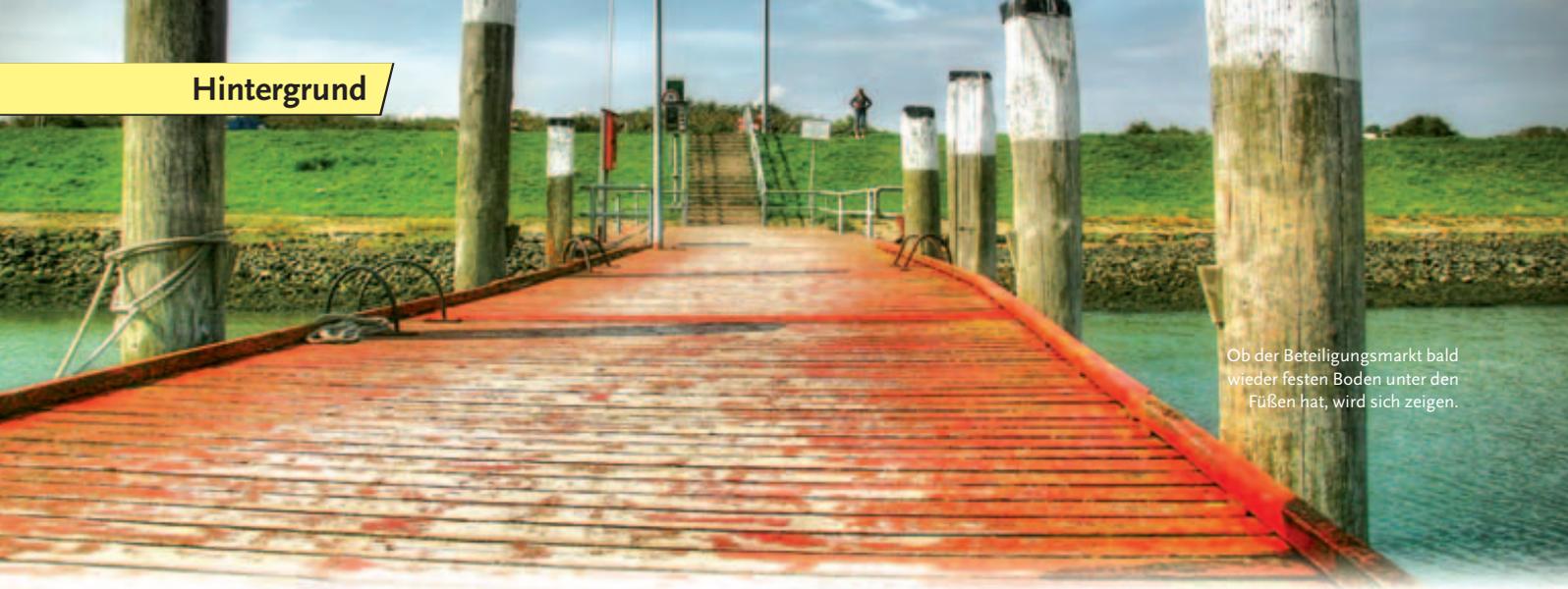
Tobias Karow



Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften 2006“



Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften 2007“



Ob der Beteiligungsmarkt bald wieder festen Boden unter den Füßen hat, wird sich zeigen.

# Quo vadis Beteiligungsmarkt

## Status und Ausblick

Gastbeitrag von Jana Walden und Stephan Derr, Quest Consulting AG

Der Beteiligungsmarkt in Deutschland verzeichnete über die letzten Jahre gesehen einen deutlichen Aufwärtstrend. Das Volumen der getätigten Übernahmen wuchs auch noch im ersten Halbjahr 2007 stark an. Doch im Sommer letzten Jahres wurde der Aufschwung vorerst gestoppt – Kapitalmarkturbulenzen wirbeln seitdem einige Sequenzen im Beteiligungsmarkt durcheinander...

Die Beteiligungsbranche hat in Deutschland und Europa zwei Wachstumsschübe erlebt. Den ersten in der zweiten Hälfte der 90er Jahre, der durch das Ende der Euphorie am Neuen Markt und das Platzen der Börsenblase endete. Den zweiten in den Jahren ab 2004, in denen Liquidität und Zuversicht wieder zunahm. Dieser Trend hatte bis ins erste Halbjahr 2007 Bestand, trotz erster Anzeichen der internationalen Finanzkrise und der daraus resultierenden Schwierigkeiten in der Fremdkapitalfinanzierung.

Ab Mitte des Jahres 2007 wurde der Branchenhype jedoch vorerst gestoppt. Die Banken stellten keine Kredite mehr für Milliarden deals zur Verfügung (Handelsblatt 18.02.2008 und 29.02.2008). Nach Daten von Dialogic wurden 2007 doppelt so viele Transaktionen (76) abgebrochen wie im Vorjahr.

Trotz der Finanzmarktkrise gewinnt Beteiligungskapital als Bestandteil der Unternehmensfinanzierung zunehmend an Bedeutung. Dies bestätigt auch die wachsende Zahl der gemeldeten Anfragen von Kapital suchenden Unternehmen beim Bundesverband Deutscher Kapitalgesellschaften (BVK). Im Jahr 2007 wurden danach 38.900 Anfragen von Eigenkapital suchenden Unternehmen und Gründern von den Beteiligungsgesellschaften in Deutschland gesichtet, im Vorjahr waren es 36.400. Insgesamt resultierten aus den Anfragen 2007



Jana Walden



Stephan Derr

Die **Quest Consulting AG** in Rosenheim erstellte Ende 2007 im Auftrag eines Mandanten eine Marktstudie zur Analyse des Beteiligungsmarktes in Deutschland. Gegenstand der Studie ist die Darstellung der Entwicklung des Beteiligungsmarktes in den vergangenen 10 Jahren und die Analyse der Geschäftsmodelle von Beteiligungsgesellschaften. Zwischenzeitlich wurde die Studie um aktuelle Zahlen des abgeschlossenen Geschäftsjahres 2007 ergänzt. Der Beitrag enthält auszugsweise Ergebnisse der Studie.

### Kontakt:

Quest Consulting AG; [www.questconsulting.de](http://www.questconsulting.de)  
[jana.walden@questconsulting.de](mailto:jana.walden@questconsulting.de)  
[stephan.derr@questconsulting.de](mailto:stephan.derr@questconsulting.de)

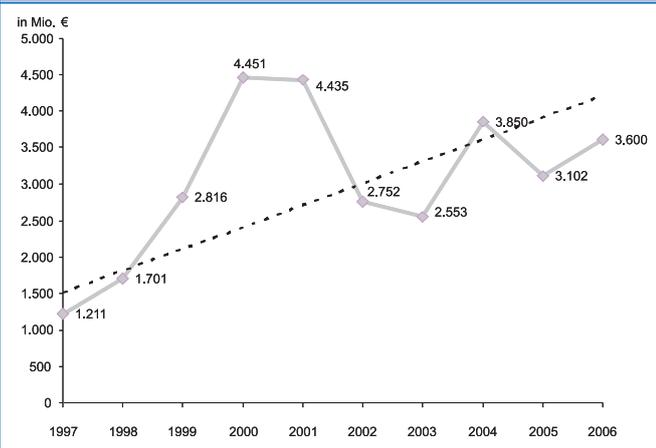


1.078 Investments mit einem Volumen von 4,1 Mrd. EUR (Vorjahr: 970 Investments, 3,6 Mrd. EUR). Die Zahl der Beteiligungsgesellschaften in Deutschland wuchs von 5.986 im Vorjahr auf 6.279 an.





ABB. 1: BRUTTO-INVESTITIONSTÄTIGKEIT 1997 BIS 2006



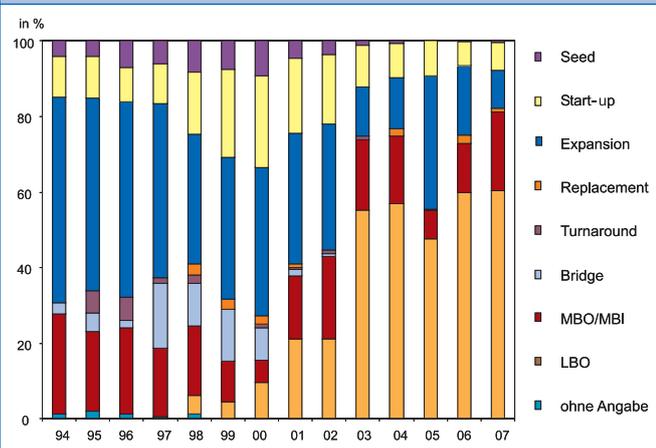
Quelle: Quest Consulting AG, BVK Statistik 2006

Das verwaltete Kapital aller Beteiligungsgesellschaften erreichte zum Ende des Jahres 2007 31,9 Mrd. EUR (28,7 Mrd. EUR im Vorjahr). Der Zuwachs wird überwiegend von der Zunahme der Buyout-Investitionen geprägt. Sie dominierten 2007 wie schon in den Vorjahren mit fast 80%. Abgesehen von einigen großen Buyouts wurden zahlreiche Buyouts im deutschen Mittelstand durchgeführt, was für die anhaltende Attraktivität des Segments spricht.

Zurückgegangen ist dagegen die Zahl der Venture Capital-Investitionen. Hier waren es im Jahr 2007 840 Mio. EUR (1 Mrd. im Vorjahr). Innerhalb des gesamten Venture Capital-Bereichs verzeichnete das Frühphasensegment Zuwächse (von 264 Mio. EUR auf 349 Mio. EUR) Die Investitionen in Start-ups und in Seed-Phasen wuchsen ebenfalls stark erkennbar und übertrafen mit insgesamt 3,3 Mrd. EUR das Vorjahresvolumen von 2,6 Mrd. EUR um gut ein Viertel.

Die Beteiligungsgesellschaften verzeichneten insgesamt ein Abgangsvolumen von 2,2 Mrd. EUR. Davon entfällt der überwiegende Teil auf Divestments beim IPO/Aktienverkäufen (31,7%). Mit 30,2% folgen Trade Sales und Verkäufe an andere Beteiligungsgesellschaften (20,1%). Die Mittelzuflüsse an die Beteiligungsgesellschaften summierten sich im Jahr 2006 auf 2,8 Mrd.

ABB. 2: INVESTITIONEN NACH PHASEN 1994 - 2007

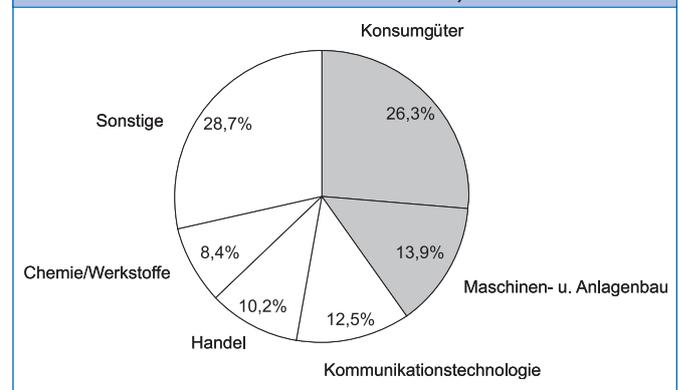


Quelle: Quest Consulting AG in Anlehnung an BVK Statistik 2007

EUR. 2007 stieg das Volumen sogar bis auf 4,1 Mrd. EUR. Der überwiegende Teil dieser Mittel stammte mit 67,8% aus Deutschland und von institutionellen Anlegern, überwiegend von Versicherungen (24,1%). Zunehmend fließen auch Mittel von Privatinvestoren in Beteiligungsfonds, die sich aufgrund der Entwicklung der letzten Jahre überdurchschnittliche Renditen erhoffen. Die Branchen mit den höchsten Mittelzuflüssen waren mit 26,3% die Konsumgüter.

Durch den hohen Mittelzufluss hat sich bei Beteiligungsgesellschaften ein Anlagedruck aufgebaut. Dieser wird einerseits durch immer mehr Transaktionen mit mittelständischen Unternehmen und andererseits durch Einzelabschlüsse mit immer höherem Transaktionsvolumen kanalisiert.

ABB. 3: INVESTITIONEN NACH BRANCHEN IM JAHR 2007



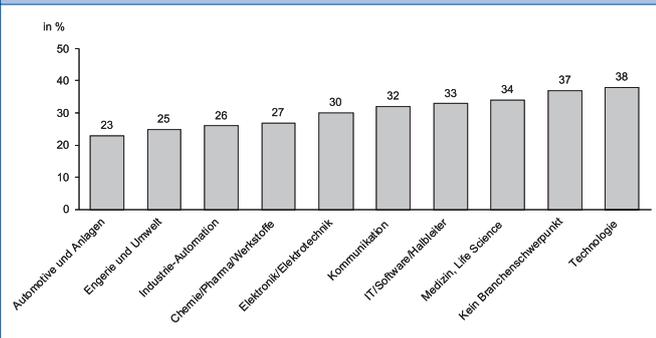
Quelle: Quest Consulting AG in Anlehnung an BVK-Statistik 2007; Darstellung der 5 größten Branchen, andere wurden unter „Sonstige“ zusammengefasst

### Doch wie gehen Beteiligungsgesellschaften bei der Auswahl ihrer Investments vor?

Zusätzlich zur Entwicklung des Beteiligungsmarktes in Deutschland erfolgte in der Studie der Quest Consulting AG eine Analyse der Strukturen und Investitionsstrategien von Beteiligungsgesellschaften im deutschsprachigen Wirtschaftsraum. Zur Recherche der Ergebnisse wurde die Studie des Instituts für angewandte Betriebswirtschaft, „Beteiligungsmarkt im deutschsprachigen Wirtschaftsraum 2007“, hinzugezogen. Das Institut befragte 489 Kapitalbeteiligungsgesellschaften in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Beispielhaft wird hier die Branchenfokussierung von Beteiligungsgesellschaften dargestellt. Diese weisen eine sehr unterschiedliche Spezialisierung auf. Frühphasenfinanziers legen ihren Fokus oft auf nur eine Branche oder wenige ausgewählte Industriezweige. 37% der Befragten gaben an, keinen Branchenfokus zu haben. Innovative Technologien stehen im Mittelpunkt des Interesses der Beteiligungsgesellschaften.

Ein weiteres Auswahlkriterium der Beteiligungsgesellschaften ist die Höhe der möglichen Beteiligung. Die Mehrheit der befragten Gesellschaften (52%) begleitet Unternehmen zum Befragungszeitpunkt bereits ab 1 Mio. EUR Volumen. Dass der Anteil des niedervolumigen Segments auffällig hoch ist, könnte allerdings in der Finanzierung über mehrere Tranchen hinweg begründet sein. Dabei erfolgen Teilbetragszahlungen in den entsprechenden Projektphasen. Für 22% der Beteiligungsge-

ABB. 4: BRANCHENFOKUS DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN IM DEUTSCHSPRACHIGEN WIRTSCHAFTSRAUM



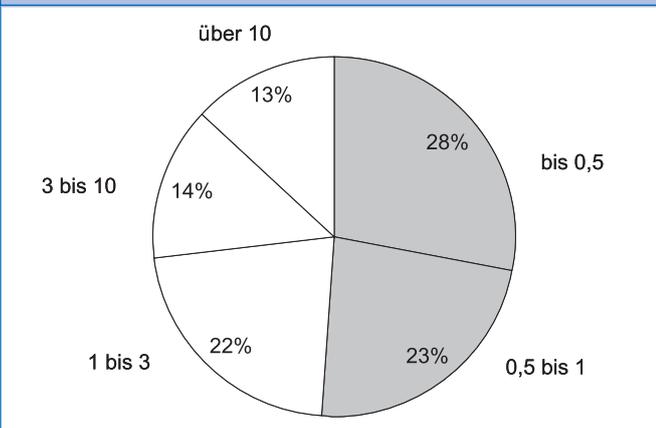
Quelle: Quest Consulting AG, TOP 10 in Anlehnung an „Beteiligungsmarkt im deutschsprachigen Wirtschaftsraum 2007“, Institut für angewandte Betriebswirtschaft

sellschaften sind Beträge zwischen einer und drei Mio. EUR die Untergrenze. 14% legen ihre Investitionsuntergrenze bei 3 bis 10 Mio. EUR. 13% der Kapitalgeber erwarten einen Mindestbetrag von 10 Mio. EUR.

Der wichtigste Aspekt aus Unternehmersicht ist die direkte Einflussmöglichkeit auf die operative Geschäftsführung durch die Beteiligungsgesellschaft. Hier liegt ein Grund für die nur langsam weichende Zurückhaltung im Mittelstand gegenüber der Finanzierungsfom Beteiligungskapital. Nur 16% der Gesellschaften bezeichneten ihren Anspruch auf Mitsprache als operative Einflussnahme. 33% wollen keinen operativen Einfluss ausüben. Meistens beschränkt sich der Investor auf strategische Kontroll- und Informationsrechte, überwiegend durch Sitz im Aufsichts- oder Beirat. 67% der Befragten gaben an, in einem Kontrollgremium vertreten zu sein bzw. vertreten sein zu wollen.

Die zukünftige Entwicklung des Beteiligungsmarktes in Deutschland bleibt abzuwarten. Für die kleinen und mittleren Buyouts ist ein anhaltend aktives Geschäft zu erwarten, da das Angebot attraktiver mittelständischer Unternehmen groß ist – neben der guten wirtschaftlichen Entwicklung ist auch die anhaltende Nachfolgeproblematik vieler mittelständischer Unternehmer und Unternehmen in Deutschland ein Treiber. Zudem wird der Anlagedruck vieler Fonds bzw. Gesellschaften anhal-

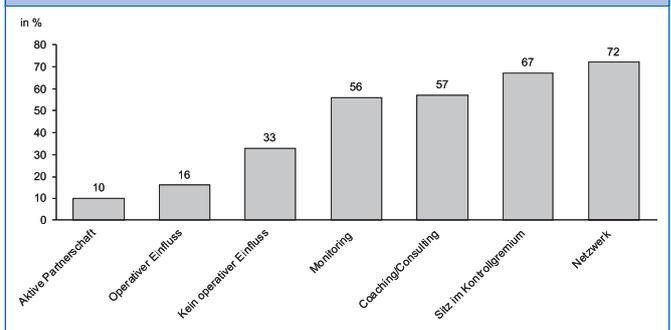
ABB. 5: INVESTITIONSMINIMUM DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN IN MIO. EUR



Quelle: Quest Consulting AG in Anlehnung an „Beteiligungsmarkt im deutschsprachigen Wirtschaftsraum 2007“, Institut für angewandte Betriebswirtschaft

ten. Die nächste Milliardenübernahme wird „eher später als früher kommen“, sagte auch Joachim von Schorlemer, Deutschlandchef der französischen Bank BNP (Financial Times Deutschland vom 08.11.2007). Spannend bleibt auch, wie Beteiligungsgesellschaften den Exit im Zuge der Marktveränderungen und der derzeitigen Stimmung am Kapitalmarkt gestalten werden.

ABB. 6: EINFLUSS- UND FUNKTIONSÜBERNAHME DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN



Quelle: Quest Consulting AG, TOP 10 in Anlehnung an „Beteiligungsmarkt im deutschsprachigen Wirtschaftsraum 2007“, Institut für angewandte Betriebswirtschaft

Unsicherheitsfaktor bleibt die Kreditvergabe der Banken – fehlendes Fremdkapital und damit mangelnder Leverage des Eigenkapitals dürften zumindest für einige Zeit die Investitionstätigkeiten hemmen. Auch rechtliche Unwägbarkeiten, wie das von der Bundesregierung geplante Private Equity-Gesetz oder die Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2008, werden eher hinderlich sein. Auch sehen Experten die Gefahr, dass „Unternehmen in Private Equity-Besitz unter der Schuldenlast ihrer eigenen Übernahmen kollabieren“ (Financial Times Deutschland vom 8.11.2007) – die Fähigkeit der Beteiligungsgesellschaften zur operativen Optimierung wird in Zukunft bedeutender werden.

Für 2008 ist mit einem Geschäftsrückgang zu rechnen, so auch die Einschätzung von Mathias Calice, Partner beim Private Equity-Haus TPG auf der letzten Private Equity-Konferenz der Financial Times Deutschland. „Im Herbst haben die Leute noch gehofft, dass die Kreditkrise nur ein vorüberziehendes Gewitter ist“, sagt Hans Albrecht, Chef von Nordwind Capital und eines der Urgesteine der deutschen Branche. „Jetzt merken sie, dass es ein Orkantief ist, das länger dauert. Es hat sich Ernüchterung breit gemacht.“ (Financial Times Deutschland).

Ob trotz der aktuellen Geschehnisse die langfristige Entwicklung des Beteiligungsgeschehens optimistisch bleibt, wird auch davon abhängen, wie Beteiligungsgesellschaften in Deutschland den wachsenden Herausforderungen begegnen wollen. ■

Der Subprime-Gewitter hat sich als anhaltender Orkan entpuppt.



## Hintergrund

138	97,50	DE0000011000	Mitsubishi
0,40	0,12	DE0000011000	Mitsubishi
145	88,00	DE0000011000	Mitsubishi
0,59	0,07	DE0000289901	Mobile Tele
7,41	4,35	CA4900022096	Moerius
10,50	6,32	DE0000027700	Moksel
10,70	6,34	DE0000027700	Mol Magyar
6,25	1,60	DE0000290208	Mologen H.
0,45	0,03	DE0000291404	Morphosys
13,00	5,20	NL0000009645	Mosaic Soft
12,10	6,02	DE0000678000	Mosenergo
0,67	0,25	DE0000702001	Motorola
0,55	0,03	DE0000798123	Mount10
82,00	57,00	DE0000296608	MPC Capital
68,00	47,00	DE0000296608	MPC Capital
3,99	1,80	DE0000300734	m+s Elektr
16,15	8,00	DE0000301407	M-Tech
15,35	7,70	DE0000301795	Mühlbauer
0,15	0,04	DE0000302005	Mühl Prod.
16,80	11,00	DE0000302005	Mühl Prod.
985	700	DE0000302005	Müller We
69,99	47,00	DE0000302005	Müller We



Mit dem richtigen Profil sind Beteiligungsgesellschaften bei Kapitalmarkttransaktionen erfolgreicher.

# Auf das besondere Profil kommt es an!

*Beteiligungsgesellschaften: Erfahrungen bei der Bewertung und der Platzierung am Kapitalmarkt*

*Gastbeitrag von Arne Aßmann, Baader Wertpapierhandelsbank AG*

Die Baader Wertpapierhandelsbank hat in den vergangenen Jahren zahlreiche Beteiligungsgesellschaften (wie bspw. Aurelius AG, Blue Cap AG, ELIOG Technologie AG oder Impreglon AG) bei Kapitalmarkttransaktionen wie IPO, Spin-off, Kapitalerhöhung oder Roadshows unterstützt. Die Erfahrung zeigt, dass jede Gesellschaft durch den Kapitalmarkt individuell betrachtet und bewertet wird. Somit führt eine Positionierung nach „One size fits all“ oder „Schema F“ nicht zum Ziel; Investoren lieben – losgelöst von theoretischen Bewertungskalkulationen – klar abgegrenzte und verständliche Geschäftsmodelle, ein überzeugendes Management, Transparenz und Alleinstellungsmerkmale!

### Struktur der Unternehmensgruppe

Im Grunde ist der Ausdruck „Beteiligungsgesellschaft“ ein Oberbegriff, da man grundsätzlich unterscheiden muss zwischen einer Finanzholding, welche lediglich temporär finanzielles Interesse an der Beteiligung hat, oder einer strategischen Beteiligungsgesellschaft, welche langfristig die betriebswirtschaftliche Kontrolle und Führung auf die einzelnen Einheiten ausüben möchte. Diese beiden unterschiedlichen Charakteristika haben Einfluss auf die Wahrnehmung innerhalb der Financial Community, die mögliche Bewertung und Kursphantasien, da bei der strategischen Beteiligung eher laufende Erträge und bei der Finanzholding mögliche Veräußerungsgewinne im Vordergrund stehen.

Grundsätzlich ist bei beiden Beteiligungskonstrukten für außen stehende Investoren die Durchgriffsmöglichkeit der Holding auf die operativen Töchter, sprich weitgehende Informations-, Mitwirkungs- und Kontrollrechte zur zielorientierten Beeinflussung der Prozesse, wichtig. Werden an den einzelnen Einheiten lediglich Minderheitsquoten gehalten oder können betriebswirt-



Die eigentümergeführte **Baader Wertpapierhandelsbank** ist eines der größten Handelshäuser Deutschlands und bietet neben der Skontrofführung auch Handel und Alternative Investments für institutionelle Kunden sowie allumfassende Kapitalmarktdienstleistungen für Small Cap-Unternehmen an. Der ausgebildete Bankfachwirt **Arne Aßmann** ist Bereichsleiter Platzierungsgeschäft bei Baader.



Arne Aßmann

schaftliche Entscheidungen durch die Präsenz der Holding in der Geschäftsleitung bzw. den Aufsichtsorganen der Töchter nur in unzureichendem Maße beeinflusst werden, führt dies naturgemäß zu höheren Abschlägen bei der Bewertung. Ungeachtet der möglichen Expertise und des Erfolges des Holding-Vorstandes werden institutionelle Anleger einem solchen Konstrukt nur wenig Kursphantasie bescheinigen, da die Durchgriffsmöglichkeit der Holding auf die Töchter zum einen beschnitten ist sowie vice versa mögliche positive Impulse der Töchter die Holding-Mutter nicht substanziell erreichen. In der klaren Gewinnhierarchie, welche Investoren erfahrungsgemäß einfordern, schneidet die Konzernmutter dann lediglich nachrangig ab.

Herrscht im anderen Extrem ein „Zentralismus“ bei der Holding vor, welcher ggf. Flexibilität und Motivation der Beteiligungen deutlich einschränkt, muss ebenfalls mit einem deutlichen Be-

wertungsabschlag kalkuliert werden. Als Zentralismus gelten zum Beispiel strenge Gewinnabführungsverträge, starre administrative Hierarchien oder bürokratische zentral gelenkte Entscheidungsprozesse.

Als besonders attraktiv schätzen institutionelle Investoren es deswegen, wenn die Beteiligungen dezentral und eigenverantwortlich geführt werden, deren Management erfolgsabhängig vergütet und am Gewinn beteiligt wird. Die Holding behält jedoch nennenswerten Einfluss auf die operativen Ebenen. Als besonderes Bonbon gilt bei dezentraler Führung ein Benchmarking der Töchter untereinander, welches vereinzelt zur Motivation und Performancemessung erfolgreich eingesetzt wird.

Zentraler Punkt für Investoren ist neben der grundsätzlichen Struktur der Gruppe die horizontale und/oder vertikale Ausrichtung bei strategischen Investments des Beteiligungsportfolios. Anleger legen hierbei besonderen Wert auf Transparenz sowie Konzentration auf ein verständliches Kerngeschäftsmodell. Je mehr Synergien – sprich Kosteneinspar- und Entwicklungspotenzial – zwischen den Tochtergesellschaften einer Gruppe vorhanden sind, desto höher kann eine entsprechende Bewertung für die Gruppe als Ganzes ausfallen. Nicht zum Kerngeschäft gehörende Beteiligungen sollten desinvestiert werden. An der Fokussierung und dem Ausbau eines Kerngeschäftfeldes lässt sich zudem die unternehmerische Weitsicht

der Entscheidungsträger ablesen, ein Kernpunkt für Investoren, welcher unten detaillierter angesprochen wird.

Bei Finanzholdings, welche überwiegend in Turnarounds oder Special Situations investieren, spielen nicht so sehr Synergien der Beteiligungen untereinander eine Rolle, sondern vielmehr deren wirtschaftliche Gesundheit, zukünftige Entwicklung und strenge Investitionskriterien eines erfahrenen Managements.

#### Management-Know-how, Track Record und Investitionskriterien

Auf Holding-Ebene ist naturgemäß die Person der Entscheidungsträger für Investoren von essenzieller Wichtigkeit. Kommt das Management aus der gleichen Branche und kann hier operativ auf eigenes technisches Know-how zurückgreifen, oder handelt es sich eher um auf betriebswirtschaftliche Restrukturierungen fokussierte Finanzmanager? Anleger leiten aus der Erfahrung und dem Track Record des Managements gerne mögliche Ertragssteigerungen durch entscheidende Zu- bzw. Verkäufe ab. Hier spielt das Netzwerk des Managements eine entscheidende Rolle. Sind die Entscheidungsträger nachweislich in der Lage, über einen langen Zeitraum durch ihre Verbindungen lukrative Beteiligungen auszuwählen, diese Werte schaffend in den Konzern zu integrieren und möglicherweise Gewinn bringend wieder zu veräußern, so wird dies von Investoren als ein Alleinstellungsmerkmal positiv bewertet werden. Ebenso verhält es sich bei strategi-

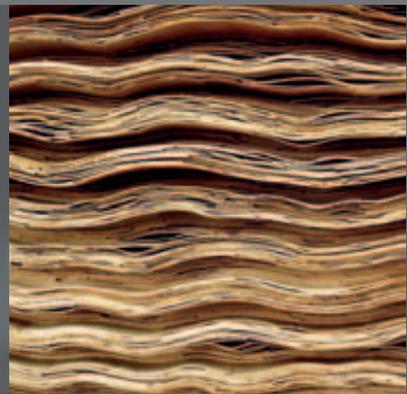
&gt;&gt;

Anzeige



## Industriebeteiligungen im Mittelstand

# Stark in Wachstum, Rendite und Substanz



Derzeit ist das Exit-Potenzial begrenzt.



gischen Beteiligungen, jedoch ohne nennenswerte Synergien oder mangelhafte Transparenz, wird das Kerngeschäft mit erheblichem Abschlag gegenüber Peers bewertet.

Bei Finanzholdings, die temporär Kapital und Führungskraft zur Verfügung stellen, ist neben der NAV-Betrachtung und Peergroup-Analyse eine Evaluierung des aktuellen Aktienmarktumfeldes essentieller Bestandteil der Bewertungsfrage. Da die Exitmöglichkeiten bezüglich der erzielbaren Multiples entscheidend von der aktuellen Verfassung des Aktienmarktes abhängen, ist für Investoren ferner die makroökonomische Lage und Aussicht besonders wichtig. Sollten bereits Tochtergesellschaften einer Holding börsennotiert, respektive Vergleichswerte dieser Tochtergesellschaften durch Trade Sales oder IPO „öffentlich“ bewertet worden sein, lassen sich deren Multiples zur weiteren Annäherung an einen möglichen Fair Value heranziehen. Da der NAV jedoch lediglich eine stichtagsbezogene Betrachtung darstellt, wird der Fair Value zum Beispiel von Beteiligungsgesellschaften mit dynamischem Management und wachsendem Beteiligungsportfolio tendenziell eher unterzeichnet dargestellt.

schen Investments mit Beteiligungsmanagern, die aus derselben oder einer vergleichbaren Branche wertvolles Know-how und Kontakte mitbringen können. Grundsätzlich muss bei beiden Holding-Konstrukten das Management glaubhaft darlegen können, dass es durch seine USPs Mehrwert für die Aktionäre schafft. Ein loses „Verwalten bzw. Halten“ der Beteiligungen zählt am Kapitalmarkt nicht dazu.

Hinzu kommt die Einhaltung stringenter Investitionskriterien, die interne wie externe Risiken begrenzen und Investments zielorientiert kanalisieren sollen. Diese sollten nicht nur den Ertrag langfristig sichern, sondern auch das Risiko möglicher Fehlinvestments deutlich minimieren. Sind die Kriterien bei einer strategischen Beteiligung die möglichen Synergien, Eingliederung und Weiterentwicklungsmöglichkeiten für die gesamte Gruppe, stehen bei Finanzholdings die schnelle Restrukturierung, nachhaltige Erträge und mögliches Exitpotenzial im Vordergrund. Gerade bei Holdinggesellschaften wird der Erfolg der einzelnen Beteiligung durch eine möglichst detaillierte Kenntnis der Gesellschaft sowie deren Positionierung im Markt determiniert. Beteiligungsgesellschaften mit intransparenter und/oder inkonsequenter Investitionsphilosophie werden am Kapitalmarkt keine nennenswerte Beachtung finden. Hier steht für die Anleger das Risiko in keinem Verhältnis zur möglichen Entwicklungsphantasie. Dies schlägt sich direkt in der möglichen Bewertung der gesamten Gruppe nieder.

### Bewertungsansatz und Entwicklungsphantasie

Die Bewertung einer Beteiligungsgesellschaft ist eine vielschichtige Frage für Investoren, da neben der theoretisch-mathematischen Basis zahlreiche andere Faktoren in Betracht gezogen werden müssen. Oftmals greift schon ein Peergroup-Vergleich der Beteiligungsgesellschaften untereinander ins Leere, sind doch erfahrungsgemäß Holdinggesellschaften nach jeweils unterschiedlichen Grundsätzen strukturiert und geführt. Ein oft gewählter Ansatz ist die NAV-Methode (Net Asset Value/Nettoinventarwert), die versucht, für die gesamte Gruppe und die eingegangenen Investitionen einen aktuellen Zeitwert zu ermitteln, der als Näherungswert herangezogen werden kann. Dieser berücksichtigt jedoch noch nicht mögliche Auf- oder Abschläge, die durch die Managementholding und spezifische Charakteristika der Gruppe entstehen. Bei den Transaktionen der Baader Wertpapierhandelsbank AG wurde die Erfahrung gemacht, dass ein Holding-Abschlag zum NAV umso größer ist, je jünger das Unternehmen ist, je zentralistisch-bürokratischer es geführt wird und je geringer etwaige Synergien zwischen den einzelnen Einheiten sind. Hier sind Abschläge von bis zu 40% gegenüber dem Nettoinventarwert (NAV) oder der Summenbetrachtung der Einzelteile (Sum-of-the-parts) keine Seltenheit. Transparenz und Außerdarstellung spielen zudem eine weitere wichtige Rolle. Gerade bei einem operativen Rumpfgeschäft mit strate-

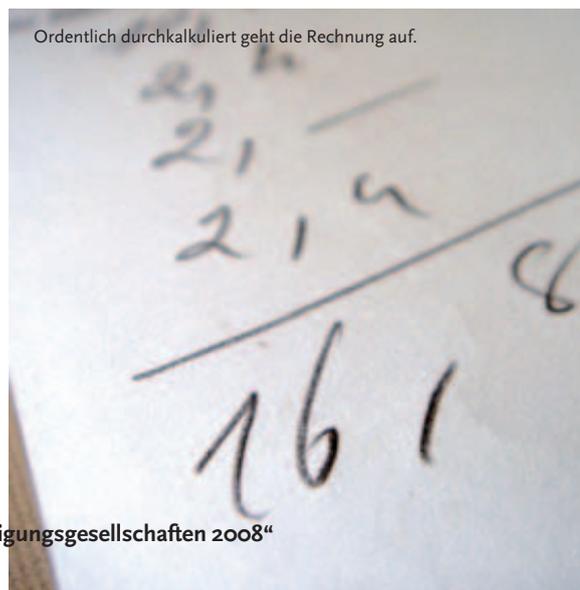
Losgelöst vom kalkulatorischen NAV können Anleger zu einer Höherbewertung der Holding gegenüber Vergleichswerten oder einer NAV-Kalkulation tendieren, wenn glaubhafte und transparente Entwicklungsphantasie innerhalb der Gruppe und in den exogenen, die Gruppe betreffenden Sektoren ausgemacht werden kann. Neben der Entwicklung der Töchter in ihren Kerngeschäftsfeldern und möglicher Synergien richtet sich das Augenmerk hier noch auf zukünftige Zukäufe, Zusammenlegungen oder Desinvestments. Hinzu kommen makroökonomische Determinanten wie gesamtwirtschaftliche oder sektorale Entwicklungen sowie lukrative Exitszenarien via Börsengang (IPO) oder Weiterverkauf (Trade Sale). Bei Kapitalaufnahme rückt zudem der Aspekt der Mittelverwendung für Investoren in den Vordergrund. Wer hier nicht eindeutige Investitionsziele oder einen Mittelverwendungsplan zur Schaffung zusätzlichen Shareholder Values darlegen kann, wird wenig Beachtung finden.

### Fazit

Um als Beteiligungsgesellschaft am Kapitalmarkt Aufmerksamkeit zu erlangen, bedarf es neben professioneller Investor Relations-Arbeit auf Gruppenebene einiger Grundvoraussetzungen.

Diese sind im Besonderen ein verständliches und fokussiertes Geschäftsmodell, transparente Strukturen innerhalb der Gruppe, bewiesene Erfahrung und Geschick des Beteiligungsmanagements (Minimierung endogener und exogener Risiken) und überzeugende Alleinstellungsmerkmale, die langfristigen Shareholder Value schaffen. Je stärker diese Merkmale ausgeprägt sind, desto attraktiver wird die Gesellschaft für die Investment Community. ■

Ordentlich durchkalkuliert geht die Rechnung auf.



# Beteiligungsgesellschaften – für uns immer ein Thema

Zwölf Monate sind eine lange Zeit. Aus diesem Grund informieren wir unsere Leser auch abseits des einmal im Jahr erscheinenden Sonderhefts fortlaufend über Nachrichten und Entwicklungen aus der Beteiligungsbranche. Im Rahmen der Rubrik „**Nachrichten aus den Beteiligungsgesellschaften**“ greifen wir in jeder Ausgabe des Smart Investor zwischen zwei und vier interessante Storys aus diesem Sektor auf. Bei uns kommen gerade auch kleinere Unternehmen und Akteure zu Wort, über die in vielen anderen Publikationen gemeinhin eher selten berichtet wird. Damit bleiben wir auch was die Beteiligungs-AGs angeht unserem Steckenpferd für Small- und Mid Caps treu. Das unterjährige Update bietet unseren Lesern zudem die Gelegenheit, einen Schnellvergleich zu der sicherlich ausführlicheren Analyse im Sonderheft zu ziehen und sich ggf. über positive bzw. negative Planabweichungen in der Geschäftsentwicklung zu informieren. Eine deutliche Anhebung der letzten Guidance, eine bedeutende Übernahme oder

ein erfolgreicher Exit repräsentieren nur einige der Anlässe, die wir nur zu gerne als Aufhänger für unser Update nehmen. Im Worst Case – das zeigt das Beispiel Arquana – sind wir gezwungen, auch über die drohende und dann bestätigte Insolvenz zu schreiben. Ergänzt werden diese Meldungen jeweils von einem abschließenden Kommentar zur Aktie, der sich im Einzelfall erheblich von unserer Einschätzung aus dem vorangegangenen Sonderheft unterscheiden kann. So versuchen wir, unseren jeweils aktuellen Kapitalmarktausblick in die Bewertung miteinfließen zu lassen. Der Vergleich der letzten Sonderausgaben zeigt, dass im Verlauf eines Jahres immer wieder neue Akteure das Spielfeld der börsennotierten Beteiligungs-AGs betreten oder alte Bekannte mit einer anderen Gesellschaft einen Neuanfang wagen. Darüber möchten wir möglichst zeitnah berichten, was im Rahmen eines Formats, das wie dieses Sonderheft lediglich alle zwölf Monate erscheint, nur schwer darstellbar ist. ■

*Marcus Wessel*

Anzeige



INVESTIEREN SIE IN PRIVATE EQUITY UND VENTURE CAPITAL

Als börsennotierte Investmentgesellschaft fördert New Value innovative Geschäftsmodelle und begleitet diese bis zum Markterfolg.

New Value investiert direkt in private, aufstrebende Unternehmen mit überdurchschnittlichem Markt- und Wachstumspotenzial aus der Schweiz und dem übrigen deutschsprachigen Raum.

**NEW VALUE AG**  
Bodmerstrasse 9  
CH-8027 Zürich  
T +41 43 344 38 38  
info@newvalue.ch  
www.newvalue.ch

**TICKER NEWN (CH) / N7V (D)**  
**ISIN CH0010819867**  
**WKN 552932**



Ob Burlington Northern  
Santa Fe oder Coca Cola:  
Warren Buffet  
Beteiligungsportfolio ist  
bunt gemischt.



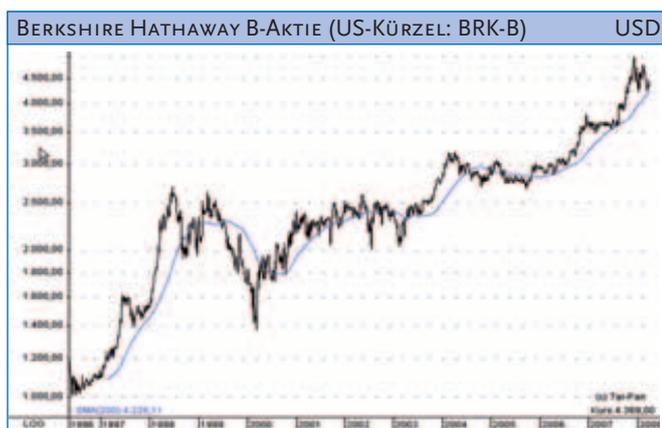
# Der Weltklasse-Gemischtwarenladen

## Berkshire Hathaway: Mutter aller Beteiligungsgesellschaften

Beteiligungsgesellschaften heutiger Prägung verfolgen sämtlich eine fokussierte Strategie: Turnaround-Kandidaten, Squeeze-out-Chancen, spezialisierte Technologie-Unternehmen, von Telekommunikation über Pharma bis hin zu Medizintechnik, kleine Wachstumstitel und, und, und – es dürfte kaum eine Branche oder Unternehmensgattung geben, die nicht von einer selbstredend hoch sektorkundigen Beteiligungsgesellschaft beackert würde. Berkshire Hathaway (BH), die Mutter aller Beteiligungsgesellschaften von Warren E. Buffett, verfolgt den wahrscheinlich simpelsten Ansatz: Investiert wird in alles, was satten Gewinn verspricht.

### Bunter Gemischtwarenladen

Wenn man das BH-Portfolio betrachtet, fallen neben Versicherungen, Bankenbeteiligungen und Versorgern etliche Unternehmen auf, die auf den ersten Blick nicht eben besonders sexy wirken. Pampered Chief zum Beispiel vertreibt über häusliche Koch-Parties hochwertiges Küchenzubehör: Eine Tupperware-reloaded-Story mit exorbitanten Steigerungsraten, Typ Goldgrube. Acme Bric vertreibt Vorbau-Klinker und andere Fassadengestaltung, Dairy Queen heißt eine Fast-Food-Kette, die auf Molkerei-Produkte spezialisiert ist, Larson-Juhl verkauft individuelle Bilderrahmen. Hört sich nicht nach Big Business an, ist es aber. „Overall, our 76 operating businesses did well last year“, fasst Buffett im aktuellen Geschäftsbericht das Jahr 2007 denkbar unpräzise zusammen.



### Vater aller Track Records

Buffett kann bei Berkshire Hathaway auf eine Erfolgsbilanz zurückblicken, die ihresgleichen sucht: Seit 1965 wurde nur in einem einzigen Jahr die Steigerung des Buchwertes des Unternehmens verfehlt. Das war 2001, als BH 6,2% seiner Substanz einbüßte. Das jährliche Duell gegen den S&P 500 (inkl. Dividendenzahlungen) musste Buffett nur fünf Mal verloren geben, 38 Mal schlug er den Index. Zumeist deutlich. Die durchschnittliche jährliche Steigerung des Buchwertes von 21,1% seit 1965 erklärt die Beliebtheit des Investment-Gurus, denn er hat zahlreiche Aktionäre zu Multimillionären gemacht.

### Investieren und in Ruhe lassen

Berkshire Hathaway verfolgt im Gegensatz zu anderen bekannten Investoren oder Fondsmanagern eine Strategie der Zurückhaltung bei der Verwaltung der mehrheitlich übernommenen Unternehmen sowie bei den Beteiligungen. Die Einschätzung des Geschäftsmodells und der Qualität des Managements seien dabei zentrale Punkte der Entscheidung, betont Buffett immer wieder. In 13 Geschäftsprinzipien hat der auch „Orakel von Ohama“ genannte Investor seine Anlagestrategie gegossen, für seine Fanschar sind sie gewissermaßen das Evangelium. Besonders wichtig ist Buffett die Langfristigkeit der Anlageentscheidungen. Quartalszahlen sind nicht das, was ihn beeindruckt, und gelegentliche Wertschwankungen sollen die BH-Investoren doch, biteschön, nicht zu wichtig nehmen, stellt Buffett immer wieder heraus. Wenn ein Investor in der Vergangenheit bewiesen hat, stets den Mut für antizyklische Investments aufzubringen, dann Warren Buffet. Letztes Beispiel sind die aufgestockten Anteile in derzeit nicht sonderlich begehrten Banktiteln.

### Fazit

Berkshire Hathaway ist nach heutigen Analysten-Maßstäben eigentlich ein Ding der Unmöglichkeit: ein Kessel Buntes gewissermaßen, ein Anachronismus aus einer Zeit, als man noch auf vielen Hochzeiten tanzen und trotzdem den Überblick behalten konnte. Doch die jahrzehntelange Erfolgsstory spricht für sich. Nachdem der Kurs im Dezember ein Allzeithoch bei knapp 5.000 USD erreicht hatte, ist er nun um gut 15% zurückgekommen. In der Vergangenheit waren solche Rücksetzer immer eine Einstiegsgeschichte.

Stefan Preuß



# Branchenfokus

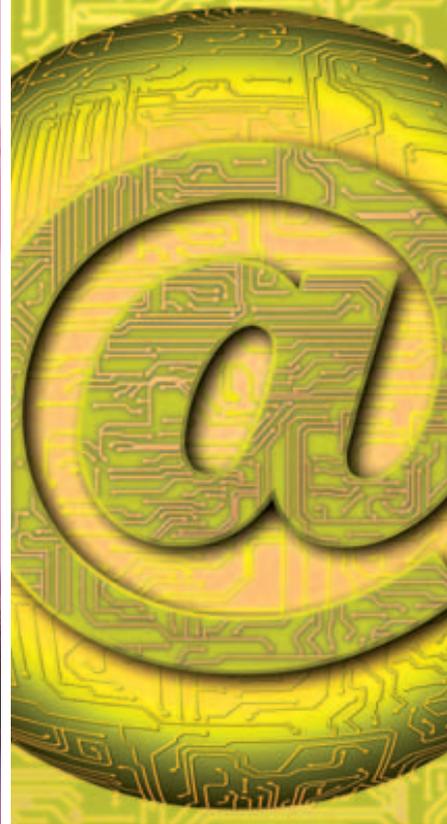
*Ob Biotech oder Nanotechnologie, ob Internet, Bau oder Logistik: Beteiligungsgesellschaften findet man in nahezu jeder Branche. Das beweist auch unser Überblick.*

## Konzentration statt Diversifikation

Bei der Positionierung und Ausrichtung einer jeden Beteiligungsgesellschaft stellt sich eine auf den ersten Blick ganz einfache Frage. Verkürzt lautet sie: Diversifikation oder Konzentration? Die Verantwortlichen müssen sich entscheiden, ob sie sich bei der Auswahl potenzieller Portfoliounternehmen auf eine bestimmte Branche festlegen wollen oder ob sie grundsätzlich opportunistisch handeln und Beteiligungen an Unternehmen aus ganz unterschiedlichen Sektoren eingehen möchten. Der Vorteil einer Branchenfokussierung liegt in der besonderen Expertise, die ein Beteiligungsmanager durch die Konzentration auf einen bestimmten, möglichst klar definierten Wirtschaftszweig im Laufe der Jahre erwerben kann. Salopp formuliert: Wer Unternehmen aus Branchen von A wie der Automobilindustrie bis Z wie Zeitarbeit beobachten muss, dem dürfte es schwerer fallen, den jeweiligen Markt in all seinen Details und Besonderheiten zu erfassen. Vice versa birgt die Konzentration auf nur einen Sektor die Gefahr von Klumpenrisiken. So würde beispielsweise eine Abschwächung der Automobilkonjunktur unmittelbar auf eine ausschließlich in dieser Branche tätige Beteiligungsgesellschaft durchschlagen. Ebenfalls können Kapitalmarktrends den Wert einer solchen Gesellschaft maßgeblich beeinflussen. So hatten Technologie-Holdings nach dem Platzen der TMT-Blase an der Börse einen mehr als schweren Stand. Das Charakteristikum des Branchenfokus lässt Aktien solcher Beteiligungsunternehmen aus Sicht eines Investors zwangsläufig zu einer veritablen Anlagealternative gegenüber entsprechenden Themenfonds werden. Wer einen ganz bestimmten Sektor präferiert, gleichzeitig sein Geld aber nicht in ein passendes Fondsprodukt oder Zertifikat anlegen will, der kann an einem Branchentrend alternativ auch über den Kauf einer börsennotierten Beteiligungs-AG partizipieren. Die in den meisten Fällen ausreichende Fungibilität der Titel ermöglicht den schnellen Ein- bzw. Ausstieg.

## Arquana: Ein kurzer Nachruf

Noch im vergangenen Jahr begannen wir das Sonderheft mit einem Beitrag zur Druckerei-Holding Arquana. Nun, im Frühjahr 2008, befindet sich die Gesellschaft in einem laufenden Insolvenzverfahren. Die Aktie notiert im Cent-Bereich, und der ehemalige Großaktionär Arques hat mit einem nicht unerheblichen Imageschaden zu kämpfen. Nachdem der desaströse Kursverlauf in den zurückliegenden Monaten bereits das Schlimmste vermuten ließ, folgte schließlich Anfang Januar die offizielle Bestätigung der Zahlungsunfähigkeit. Die Strategie, den stark fragmentierten Druckerei-Markt in Europa über eine aggressive „Buy and Build“-Akquisitionspolitik erobern zu wollen, ging letztlich nicht auf. Der



Margendruck in der Branche erwies sich als zu hoch, die Vernetzung zwischen den einzelnen Standorten wollte nicht richtig gelingen. Der Starnberger Sanierer Arques sah das wohl ähnlich. Bereits im Sommer letzten Jahres gab man die Mehrheit an Arquana an den britischen Investor Printec ab. Den restlichen Anteil von knapp 20% schrieb man bereits lange vor der finalen Insolvenzmeldung auf Null ab. Der Vollständigkeit halber sei an dieser Stelle auf das gescheiterte Experiment Arquana hingewiesen. Im Folgenden wollen wir uns allerdings erfolgreicherer Beteiligungsstrategien zuwenden.

## BB Biotech und BB Medtech: Zwei Schweizer Spezialisten

Als medizinischer Laie fällt es schwer, sich auf hochkomplexen Feldern wie der Biotechnologie oder der Medizintechnik einen Überblick zu verschaffen und daraus die richtigen Schlüsse für die Zusammenstellung des eigenen Portfolios zu ziehen. Aus diesem Grund existiert gerade auf diesem Gebiet eine Vielzahl von Themen-Fonds, die unter der Überschrift des demographischen Wandels und der Möglichkeiten neuer Therapieformen in Unternehmen der Medtech- und Biotechbranche investieren. Auch die beiden Schweizer Beteiligungsgesellschaften BB Biotech und BB Medtech versuchen seit ihrer Gründung im Jahr 1993 respektive 1995, aussichtsreiche, zumeist börsennotierte Biotech- und Medi-

BB Biotech AG (www.bbbiotech.ch)			
ISIN	CH0001441580	Investment-Fokus	
WKN	888 509	Biotech-Unternehmen	
Kurs (EUR)	50,00	Strategie	
AZ (Mio. St.)	22,5	Wachstumsorientiert	
MCap (Mio. EUR)	1.125,0		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	k.A.	Mitarbeiter im Konzern	k.A.
GjA 2007e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter in Holding	8
KGV 2007e	k.A.	Jahr der Gründung	1993
Div. 06 (EUR)	1,27	Jahr des Börsengangs	1997
Div. 07e (EUR)	1,27	Anzahl d. Beteil.	20
Div.-Rendite 07e	+2,5%	Ø Haltezeit (in Jahren)	
NAV* (Mio. EUR)	1.221,0	Größte Beteiligungen (%d.NAV)**	
NAV / Aktie* (EUR)	54,27	Actelion (26,6%)	
Premium/Discount	-7,9%	Gilead (14,5%)	
52-Wo-Tief (EUR)	45,58	Celgene (13%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	63,92	Genentech (11,8%)	
Po. in 52-Wo-Range	24,1%	Biogen Idec (6,6%)	
Performance 1 Jahr	-16,7%	relativ zu DAX	0,874
Performance 5 Jahre	+35,5%	relativ zu DAX	0,533
Performance 8 Jahre	-50,0%	relativ zu DAX	0,558

\*) Entspricht dem Eigenkapital; \*\*) Stichtag: 31.12.2007



zintechnikunternehmen zu identifizieren. Unter der Leitung eines Verwaltungsrates aus medizinischen Experten übernehmen die Kapitalmarkt- und Branchenspezialisten der Bellevue Asset Management-Gruppe in beiden Fällen die Konstruktion und Zusammenstellung des Portfolios. Wenngleich die Historie kein Garant für zukünftige Erfolge ist, lohnt ein Blick auf die Wertentwicklung des NAV seit Gründung beider Gesellschaften. So konnte der innere Wert um durchschnittlich 9,5% (BB Biotech) bzw. 13,4% (BB Medtech) p. a. gesteigert werden, womit gegenüber dem jeweiligen Branchenindex eine deutliche Outperformance erzielt wurde.

**BB Biotech setzt auf US-Titel, BB Medtech auf Europa**

Bei der Zusammenstellung des Portfolios legen die BB Biotech-Vermögensverwalter vor allem Wert auf die Qualität des jeweiligen Managements und die Zusammensetzung der für Biotechfirmen so wichtigen Wirkstoffpipeline. BB Biotech will kein Wagniskapitalgeber sein, der in junge Einproduktunternehmen investiert. Stattdessen strebt man eine Portfoliozusammensetzung aus etablierten Biotechs an, die bereits über am Markt zugelassene Produkte oder aber zumindest über Wirkstoffkandidaten in Phase II und III der klinischen Erprobung verfügen. Für die Experten der BB Medtech liegt der Hauptfokus auf mittelgroße, börsennotierte Medizintechnikunternehmen, die eine attraktive, d. h. wachstumsstarke Nische innerhalb des Multimilliardenmarktes Medizintechnik besetzen sollten. Die Entwicklung der Biotechindustrie in den letzten 20 Jahren bedingt, dass ein geographischer Schwerpunkt des BB Biotech-Portfolios auf amerikanischen Firmen wie Gilead, Celgene und Genentech liegt. Grundsätzlich müssen sich die Asset Manager beider Gesellschaften bei ihren Anlageentscheidungen aber nicht an regionale Vorgaben halten. Abgesehen von einer 10%igen Obergrenze für nicht-börsennotierte Beteiligungen sind sowohl die Verwalter des BB Biotech-Vermögens als auch die der BB Medtech-Gelder vollkommen frei in der Auswahl ihrer Portfoliounternehmen.

Im BB Medtech-Portfolio dominieren aktuell europäische und speziell Schweizer Gesellschaften. Neben dem Kerninvestment Nobel Biocare – seines Zeichens der weltweit führende Hersteller von Dentalimplantaten –, auf das trotz kontinuierlicher Verkäufe über die letzten Jahre immer noch rund ein Drittel der Anlagesumme entfällt, gehören auch der Hörgerätehersteller Sonova (ehemals Phonak) und der Life Science-Dienstleister Tecan dem Portfolio an. Deutschen Anlegern dürften darüber hinaus die Namen Qiagen und Fresenius bekannt vorkommen. Bei Fresenius und Sonova kaufte man 2007 weitere Anteile dazu. Im Gegenzug wurde die

Beteiligung am Schweizer Orthopädienspezialisten Synthes komplett aufgelöst. Auch bei BB Biotech kam es im Laufe des letzten Jahres zu einigen tief greifenden Änderungen in der Portfoliostruktur. So wurden u. a. die Beteiligungen an den beiden Biotechschwergewichtigen Amgen und Genzyme komplett aufgelöst. Mit jeweils einer kleinen Summe stieg man bei der deutschen Jerini – die Berliner verfügen mit Incatibant über einen Wirkstoff, dessen Zulassung zur Behandlung von genetisch bedingten Hautödemen von der amerikanischen Gesundheitsbehörde FDA derzeit geprüft wird – und der französischen NicOx ein.

**Schwaches Kapitalmarktumfeld hinterlässt Spuren**

Da es sich bei den meisten Beteiligungen um börsennotierte Gesellschaften handelt, wundert es nicht, dass die letzten Monate auch an den Portfolien von BB Biotech und BB Medtech nicht spurlos vorüber gegangen sind. Während unter Berücksichtigung der Dividendenzahlung die Aktie der BB Medtech im vergangenen Jahr noch um immerhin 6% fester notierte, mussten Aktionäre der BB Biotech einen Wertverlust von rund 10% hinnehmen. Das durchaus respektable Ergebnis im Fall der BB Medtech ist vor dem Hintergrund der schwachen Performance der wichtigsten Beteiligung Nobel Biocare besonders bemerkenswert. Von dem

BB Medtech AG (www.bbmedtech.ch)			
ISIN	CH0000428641	Investment-Fokus	
WKN	898 194	Medtech-Unternehmen	
Kurs (EUR)	33,57	Strategie	
AZ (Mio. St.)	16,0	Wachstumsorientiert	
MCap (Mio. EUR)	537,1		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	k.A.	Mitarbeiter im Konzern	k.A.
GjA 2007e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter in Holding	5
KGV 2007e	k.A.	Jahr der Gründung	1995
Div. 06 (EUR)	1,02	Jahr des Börsengangs	1997
Div. 07e (EUR)	1,02	Anzahl d. Beteil.	10
Div.-Rendite 07e	+3,0%	☉ Haltedauer (in Jahren)	
NAV* (Mio. EUR)	668,8	Größte Beteiligungen (%d.NAV)**	
NAV / Aktie* (EUR)	41,80	Nobel Biocare (33,8%)	
Premium/Discount	-19,7%	Qiagen (17,9%)	
52-Wo-Tief (EUR)	31,10	Sonova Holding (14,6%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	50,74	Tecan (9,7%)	
Po. in 52-Wo-Range	12,6%	Fresenius Vz. (7,2%)	
Performance 1 Jahr	-33,0%	relativ zu DAX	0,703
Performance 5 Jahre	+208,0%	relativ zu DAX	1,212
Performance 8 Jahre	+138,1%	relativ zu DAX	2,567

\*) Entspricht dem Eigenkapital; \*\*) Stichtag: 31.12.2007

Wechsel an der Konzernspitze und einer enttäuschenden Entwicklung des US-Geschäfts zeigten sich viele Anleger verunsichert. Gemessen an den Höchstkursen vom April 2007 büßte die Nobel Biocare-Aktie als Konsequenz zeitweise fast die Hälfte ihres Börsenwertes ein. In der Vergangenheit war die hohe Abhängigkeit von der Performance der Nobel Biocare-Aktie stets ein nicht zu unterschätzender Risikofaktor. Nach den letzten Anteilsverkäufen besteht eine solche Gefahr nicht mehr in demselben Ausmaß. Dennoch wäre eine weitere Diversifizierung wünschenswert. Bei Biotechs liegt gerade in negativen Studienergebnissen, die die Wirksamkeit eines Medikaments nicht hinreichend nachweisen, ein beachtliches Risiko. Indem BB Biotech bei seinen Kernbeteiligungen auf etablierte und in der Regel profitable Biotechfirmen setzt und seine Gelder grundsätzlich über rund 20 Gesellschaften breit streut, wirken sich Rückschläge bei einzelnen Wirkstoffkandidaten nur sehr abgeschwächt auf die Wertentwicklung des gesamten Portfolios aus. Nicht zuletzt aufgrund des Diversifizierungsarguments und der langjährigen, nachgewiesenen Expertise bei der Auswahl chancenreicher Einzeltitel empfehlen sich die Aktien der beiden TecDAX30-Mitglieder als Alternative zu einem Investment in einen klassischen Medizintechnik- oder Biotech-Fonds.





**BEKO und Conet: Wachstum durch IT-Services**

Dass sich in einem positiven konjunkturellen Umfeld vor allem mit IT-Dienstleistungen und Software-Applikationen gutes Geld verdienen lässt, beweisen die beiden Technologie-Holdings Conet und BEKO. Während die österreichische BEKO Holding ihre Beteiligungen in die Bereiche IT-Services (u. a. AC-Service) und Ingenieurdienstleistungen (Triplan) aufsplittet, besteht das Portfolio der Frankfurter Conet Technologie AG ein Jahr nach dem Gang an den Entry Standard weiterhin nur aus dem IT-Dienstleister Conet Solutions. Das Unternehmen bietet neben Consulting eine eigenentwickelte Content Management-Applikation im SAP-Umfeld an. Conet-Vorstandschef Rüdiger Zeyen plant, mittels einer „Buy and Build“-Strategie das eigene Portfolio unter dem Dach der Conet Solutions um weitere Unternehmen aus dem IT-Umfeld zu erweitern und diese mit den bestehenden IT-Aktivitäten zu verknüpfen.

Dagegen weist die Beteiligungsstruktur der BEKO Holding einen deutlich höheren Reifegrad aus. Verständlich, immerhin wurde das Unternehmen bereits 1991 gegründet. Seit 1999 sind die Österreicher an der Börse notiert – ehemals am Neuen Markt, heute im General Standard und in Wien –, wobei sie alle Höhen und Tiefen der letzten Jahre mitgemacht haben. Auf die TMT-Euphorie zur Jahrtausendwende folgte bis 2003 eine zermürbende Baisse, die aus der Aktie im Tief einen Penny Stock werden ließ. Das aktuelle Portfolio der BEKO Holding teilt sich in börsennotierte und nicht gelistete Beteiligungen. Letztere umfassen im Wesentlichen die BEKO Engineering & Informatik AG (kurz: BEKO E&I), die neben zahlreichen Niederlassungen auf dem Heimatmarkt Österreich auch in Osteuropa vertreten ist. Unter den börs-

BEKO Holding AG (www.beko.eu)			
ISIN	A10000908603	Investment-Fokus	Dienstleistungsintegrator im Technologieumfeld
WKN	920 503	Strategie	Strebt Marktführerschaft als PLM-Supporter in Mitteleur. an
Kurs (EUR)	3,22	Mitarbeiter im Konzern	1.118
AZ (Mio. St.)	18,0	Mitarbeiter in Holding	2
MCap (Mio. EUR)	58,0	Jahr der Gründung	1991
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr des Börsengangs	1999
GJA 2006 (EUR)	0,05	Anzahl d. Beteil.	12
GJA 2007e (EUR)	0,13	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
KGV 2007e	24,8	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	BEKO Engineering & Informatik AG (100%)
Div. 06 (EUR)	0,05	AC-Service AG (55%)	
Div. 07e (EUR)	0,05	Triplan AG (>50%)	
Div.-Rendite 07e	+1,6%	TeleTrader Software AG ( 9,9%)	
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Brain Force Holding AG (>5%)	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	Performance 1 Jahr	relativ zu DAX 0,985
Premium/Discount	n.ber.	Performance 5 Jahre	relativ zu DAX +360,0%
52-Wo-Tief (EUR)	2,82	Performance 8 Jahre	relativ zu DAX -69,8%
52-Wo-Hoch (EUR)	3,96		
Po. in 52-Wo-Range	35,1%		

sennotierten Engagements gilt es, die Mehrheitsbeteiligungen an der AC-Service und dem Ingenieurdienstleister Triplan herauszustellen. AC-Service gelang es, nach der Anfang 2006 vollzogenen Übernahme der All 4 One GmbH zu den führenden SAP-Dienstleistern hierzulande aufzuschließen und den Umsatz im Beratungsgeschäft substanziell zu steigern.

**An Zielen mangelt es nicht**

BEKO-Vorstand Peter Fritsch hat sich auch für die Zukunft viel vorgenommen. So will er im Engineering-Bereich die Aktivitäten der BEKO E&I mit Triplans Angeboten stärker zusammenführen. Bei AC-Service liegt der Fokus auf einem Ausbau des PLM-Umsatzes – PLM steht für „Product Lifecycle Management“ und beschreibt ein System, bei dem alle Daten rund um den Lebenszyklus eines Produkts einheitlich gespeichert und verwaltet werden – und einer weiteren Verbesserung der operativen Kennzahlen. Die zuletzt erzielte EBIT-Marge von rund 4% bietet verglichen mit anderen IT-Dienstleistern noch deutliches Aufwärtspotenzial. Zurzeit belasten allerdings noch Investitionen sowie der Umbau an der Konzernspitze die Bottom Line. Nach mehr als 14-jähriger

CONET Technologie AG (www.conet-technologie.de)			
ISIN	DE000A0LD6V0	Investment-Fokus	IT-Unternehmen
WKN	A0L D6V	Strategie	Formung einer synergetischen Unternehmens- und Beteiligungsgruppe im Bereich IT
Kurs (EUR)	4,25	Mitarbeiter im Konzern	240
AZ (Mio. St.)	2,25	Mitarbeiter in Holding	2
MCap (Mio. EUR)	9,6	Jahr der Gründung	1997
Geschäftsjahr-Ende	31.03.	Jahr des Börsengangs	2007
GJA 2006/07 (EUR)	k.A.	Anzahl d. Beteil.	1
GJA 2007/08e (EUR)	0,30	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
KGV 2007/08e	14,2	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	CONET Solutions GmbH (87%, 100%)
Div. 06/07 (EUR)	0,00		
Div. 07/08e (EUR)	0,15		
Div.-Rendite 07/08e	3,5 %		
NAV (Mio. EUR)	2,0		
NAV / Aktie (EUR)	0,89		
Premium/Discount	+378,1%		
52-Wo-Tief (EUR)	3,30		
52-Wo-Hoch (EUR)	5,30		
Po. in 52-Wo-Range	47,5%		
Performance 1 Jahr	-7,6%	relativ zu DAX	0,969
Performance 5 Jahre	n/a	relativ zu DAX	n/a
Performance 8 Jahre	n/a	relativ zu DAX	n/a

Tätigkeit für die AC-Service AG verließ Finanzvorstand Marco Fontana Ende März das Unternehmen. Seine Nachfolge trat der kapitalmarkterfahrene frühere Pulsion-CFO Stefan Land an. Im Zuge der mehrheitlichen Übernahme der Triplan AG und der damit verbundenen Vollkonsolidierung in der BEKO-Bilanz erwartet Fritsch für 2008 einen Konzernumsatz von mindestens 190 Mio. EUR. Bei Conet liegt das Hauptaugenmerk dagegen auf einer Ausweitung der Vertriebsaktivitäten und einem effizienteren Produktmarketing. Ziel ist es, parallel zum Aufbau des Beteiligungsportfolios die Marktdurchdringung für die eigenen Softwarelösungen wie die „Conet Weaver Suite“ weiter zu erhöhen. Der gemeldete Auftragsbestand von 14 Mio. EUR zum Ende des zweiten Quartals – das Geschäftsjahr der Conet Technologie AG endet am 31. März – bot eine solide Ausgangsbasis für ein vom Vorstand angekündigtes stärkeres zweites Halbjahr.

Mit einer Marktkapitalisierung von lediglich 11 Mio. EUR gehört die Conet Technologie AG zweifelsfrei zu den MicroCaps. Schon kleinere Orders können hier heftige Kursreaktionen auslösen. Entsprechend sollten Anleger ihre Aufträge streng limitieren, zumal an vielen Tagen überhaupt kein Handel zustande kommt. Etwas besser sieht es in Punkto Liquidität bei der BEKO-Aktie aus. Aber auch dort gilt: unbedingt limitieren. Dabei verfügen insbesondere BEKOs Beteiligungen Triplan und AC-Service für die Zu-

kunft noch über signifikantes Wertsteigerungspotenzial, vorausgesetzt, die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bleiben hierzulande stabil. Conet muss dagegen erst einmal der angekündigten „Buy and Build“-Strategie Taten folgen lassen.

**MAX21: Early Stage-Investments erhöhen den Renditekick**

Anders als eine BEKO oder Conet setzt die im Entry Standard gelistete MAX21 AG vorrangig auf Frühphaseninvestments in junge, innovative Softwarefirmen aus dem Open Source-Umfeld. Open Source steht für frei kopierbare und veränderbare Software. Das alternative Betriebssystem Linux dürfte der populärste Vertreter dieser Bewe-

auf. Letztere sollen, falls sie nicht länger zur strategischen Ausrichtung im Open Source-Umfeld passen, nach und nach veräußert werden. Dem Verkauf des IT-Systemhauses B1 Systems Mitte Januar könnten somit weitere Desinvestments in den kommenden Monaten folgen. Gegenüber einer BEKO oder Conet weist die MAX21-Aktie nicht nur ein höheres Chance-/Risikoprofil auf, die Gesellschaft grenzt sich von anderen Technologie-Holdings auch durch ihre ungleich stärkere Exitorientierung ab. Die Tatsache, dass mittlerweile allein zwei Drittel des Börsenwertes durch liquide Mittel abgedeckt werden, deutet auf eine substanzielle Unterbewertung hin.

MAX21 Management + Beteiligungen AG (www.max21.de)		
ISIN	DE000A0D88T9	Investment-Fokus
WKN	A0D 88T	Junge, Open Source orientierte Technologieunternehmen
Kurs (EUR)	Frankfurt 1,97	Strategie
AZ (Mio. St.)	2,0	Wachstumsfinanzierung & Venture Capital
MCap (Mio. EUR)	3,6	
Geschäftsjahr-Ende	30.06.08	
GJA 2006/07 (EUR)	-0,16	Mitarbeiter MAX21 AG
GJA 2007/08e (EUR)	-0,15	Mitarbeiter MAX21-Gruppe
KGV 2007/08e	n.ber.	Jahr der Gründung
Div. 06/07 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs
Div. 07/08e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.
Div.-Rendite 07/08e	0,0%	Ø Haltedauer (in Jahren)
NAV* (Mio. EUR)	4,9	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)
NAV / Aktie* (EUR)	2,46	pawisda systems GmbH (49%)
Premium/Discount	-25,8%	LSE Leading Security Experts GmbH (49%)
52-Wo-Tief (EUR)	1,70	focus:voip GmbH (49%)
52-Wo-Hoch (EUR)	4,29	seat-1 Software GmbH (49%)
Po. in 52-Wo-Range	10,4%	Linup Front GmbH (49%)
Performance 1 Jahr	-53,0%	relativ zu DAX
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX

\*) Eigenkapitalwert zum 31.12.07.

gung sein. So bekannt sind die Produkte der MAX21-Portfoliogesellschaften zwar längst noch nicht, dennoch haben sich diese mit ihren Angeboten in interessanten Nischen wie Voice over IP, Internetsicherheit und der elektronischen Post- und Briefverarbeitung positioniert. Vorstand Walter Erl setzt vor dem Hintergrund der Liberalisierung des heimischen Briefmarktes insbesondere in die Beteiligung an der pawisda GmbH große Erwartungen. pawisda vertreibt eine eigenentwickelte Software zur Prozess- und Kostenoptimierung im Postversand. Das Software-Haus strebt in diesem Jahr nicht nur erstmals ein positives Ergebnis an, auch der Börsengang soll – ein stabiles Kapitalmarktumfeld vorausgesetzt – 2008 über die Bühne gehen. Dieser Schritt steht im Einklang mit der Ankündigung von MAX21, jedes Jahr mindestens ein Portfolio-Unternehmen an die Börse bringen oder an einen strategischen Investor verkaufen zu wollen. Derzeit teilt sich das Portfolio der MAX21 in sieben Unternehmen mit einer Beteiligungsquote von 49% und sechs Firmen mit einem Anteil von jeweils 10%

auf. Letztere sollen, falls sie nicht länger zur strategischen Ausrichtung im Open Source-Umfeld passen, nach und nach veräußert werden. Dem Verkauf des IT-Systemhauses B1 Systems Mitte Januar könnten somit weitere Desinvestments in den kommenden Monaten folgen. Gegenüber einer BEKO oder Conet weist die MAX21-Aktie nicht nur ein höheres Chance-/Risikoprofil auf, die Gesellschaft grenzt sich von anderen Technologie-Holdings auch durch ihre ungleich stärkere Exitorientierung ab. Die Tatsache, dass mittlerweile allein zwei Drittel des Börsenwertes durch liquide Mittel abgedeckt werden, deutet auf eine substanzielle Unterbewertung hin.

**U.C.A.: Spielt die Tech-Karte**

Technologie ist ein weites Feld. Das zeigt sich auch bei einem Blick auf das Portfolio des Münchener Investmenthauses U.C.A. Nach der Bündelung der Internetaktivitäten unter der neu gegründeten Web Holding AG weist das Portfolio der U.C.A. nunmehr eine

übersichtlichere Struktur auf. Über die Web Holding verwaltet und kontrolliert das Unternehmen seine aktuell fünf Internetbeteiligungen aovo Touristik, Datapharm Netsystems (beide börsennotiert), MyBlog, Performaxx und SportNex. Daneben halten die Münchner indirekt die Mehrheit an der ebenfalls börsennotierten DeTeBe AG. Deren IPO im Juni 2007 konnte die Erwartungen jedoch nicht erfüllen. Neben einem insgesamt schwierigen Kapitalmarktumfeld wirkten sich operative Probleme bei der wichtigsten DeTeBe-Beteiligung, dem Wafer-Produzenten Plan Optik, nachteilig auf den Aktienkurs aus. Das Akquisitionsprofil der DeTeBe sieht grundsätzlich die Übernahme eines Mehrheitsanteils an kleinen, mittelständischen Technologieunternehmen vor. Diese sollten profitabel oder zumindest nahe am Break-even wirtschaften und ein Umsatzvolumen zwischen 4 und 40 Mio. EUR generieren. Erst im Februar verkaufte die DeTeBe ihre Beteiligung an der Bautest GmbH an die niederländische KIWA-Gruppe.



Investieren in Rohstoffe. Mit den Experten.

STABILITAS - GOLD+RESCOURCEN

+ 46,7%

WKN: A0F6BP

Rendite seit Auflegung 10/05\*

Informationen zu weiteren Fonds der STABILITAS-Familie finden Sie auf unserer Homepage.



\* Stand: 27.03.08; Historische Wertentwicklungen geben keinen Aufschluss über zukünftige Erträge.

**ERA Resources GmbH**  
Am Silbermannpark 1b  
86161 Augsburg

Telefon: 0821/450 9560  
www.era-resources.com





Der daraus resultierende Veräußerungsgewinn von ca. 2,2 Mio. EUR ließ den Kassenbestand auf zuletzt rund 5 Mio. EUR anwachsen. Nur wenige Wochen zuvor gab man den Einstieg beim Messsystemhersteller Caesar bekannt. Mit dem von der DeTeBe bereitgestellten Kapital soll u. a. die Markteinführung neuer digitaler Messsysteme finanziert werden. Als weiteres Standbein betrachtet U.C.A.-Vorstand Dr. Jürgen Steuer die Beteiligung an MicroVenture (Micro- und Nanotechinvestments) und deren Tochter COREST. Letztere hat sich auf restrukturierungsbedürftige Unternehmen und Konzernabspaltungen spezialisiert.

Erwartungsgemäß zeigte sich der Vorstand unzufrieden mit der Entwicklung des Aktienkurses. Dieser notiert nach den jüngsten Rückgängen auf dem Niveau von 2003. Obwohl in der Kasse von U.C.A. weiterhin liquide Mittel von rund 8,5 Mio. EUR schlummern und allein die Beteiligung an der DeTeBe bereits über 6 Mio. EUR wert ist, weist die Gesellschaft lediglich eine Marktkapitalisierung von 15 Mio. EUR aus. Die übrigen Beteiligungen erhält man derzeit praktisch als kostenlose Dreingabe. Die Börse scheint neben einer allgemeinen Baisse im Small- und MicroCap-Bereich auch bereits ein schwieriges 2008 einzupreisen. Dr. Steuer bestätigte, dass investive Jahre vor dem Unternehmen liegen, wobei man allerdings von einer sehr soliden finanziellen Basis agieren könne. So sei man im Gegensatz zu vielen anderen Beteiligungs-AGs auch nicht auf Exits angewiesen. Das mag sicherlich zutreffen, ein Kauf der U.C.A.-Aktie drängt sich angesichts dieses Ausblicks jedoch gleichsam nicht auf.

U.C.A. AG (www.uca.de)		Investment-Fokus	
ISIN	DE0007012007	Technologie (DeTeBe) - Web 2.0 (WebHolding)	
WKN	701 200	Turn around (COREST)	
Kurs (EUR)	2,10	Strategie	
AZ (Mio. St.)	6,6	Wachstums-, VC-, Buy Out-Finanzierungen	
MCap (Mio. EUR)	13,9	Mitarbeiter im Konzern	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Mitarbeiter in Holding	
GjA 2006 (EUR)	1,27	Jahr der Gründung	
GjA 2007e (EUR)	-0,02	Jahr des Börsengangs	
KGV 2007e	n.ber.	Anzahl d. Beteil.	
Div. 06 (EUR)	1,30	Ø Haltdauer (in Jahren)	
Div. 07e (EUR)	0,00	Größte Beteiligungen (%d.NAV)	
Div.-Rendite 07e	+0,0%	DeTeBe/WebHolding (ca. 60.0%)	
NAV* (Mio. EUR)	23,0	u.a. PlanOptik, Intercard, aovo (listed)	
NAV / Aktie* (EUR)	3,47	MicroVenture/COREST (ca. 5%)	
Premium/Discount	-39,6%	u.a. Beaujean, Eurotops	
52-Wo-Tief (EUR)	1,81	relativ zu DAX	
52-Wo-Hoch (EUR)	7,35	relativ zu DAX	
Po. in 52-Wo-Range	5,2%	relativ zu DAX	
Performance 1 Jahr	-65,9%	0,358	
Performance 5 Jahre	+10,5%	0,435	
Performance 8 Jahre	-96,7%	0,037	

\*) Es handelt sich hierbei um den bilanziellen Buchwert gem. HGB

### Nanostart: Ein Zukunftsfeld besetzen

Innerhalb des Tech-Sektors zählt die Nanotechnologie sicherlich zu den spannendsten Feldern. Von Experten wird ihr nicht weniger als eine neue industrielle Revolution zugetraut. Auch Marco Beckmann, Vorstandschef und Gründer der bislang einzigen deutschen börsennotierten Nanotech-Beteiligungsgesellschaft Nanostart, knüpft große Erwartungen an die noch junge Branche. Seit über vier Jahren investiert Nanostart mittlerweile in aussichtsreiche Start-ups und Innovationsführer. Dabei liegt der Schwerpunkt bislang noch auf jungen Nanotechfirmen aus Deutschland. Ein Umstand, den Beckmann auf mittlere Sicht ändern will. Neben dem Aufbau einer eigenen Mannschaft im amerikanischen Silicon Valley strecken die Frankfurter ihre Fühler zunehmend auch nach Asien aus. Im Dezember erwarb man eine Beteiligung an der in Singapur ansässigen CurioX, eine Ausgründung des bio- und nanotechnologischen Instituts, deren patentierte Technologieplattform eine Miniaturisierung



von wässrigen Bioproben ermöglicht. Das Investment im Stadtstaat Singapur scheint klug gewählt. So hat sich die dortige Regierung zum Ziel gesetzt, Singapur zum nanotechnologischen Drehkreuz aufzubauen. Wie Beckmann im Hintergrundgespräch mit Smart Investor klarstellt, sieht sich die Nanostart nicht nur als reiner Venture Capital-Investor. Neben Kapital bringe man zugleich wichtige Kontakte zu anderen Forschungseinrichtungen, Ansprechpartnern in der Industrie und in anderen Nanotech-Unternehmen in eine neue Beteiligung mit ein. Derzeit befinde sich Nanostart in einer Phase, wo das Geschäft auf Hochtouren läuft, die breite Öffentlichkeit das Thema Nanotechnologie aber weitestgehend ignoriert, da viele auf Basis von Nanotechnologie entwickelten Produkte nicht den Zusatz „Nano“ im Namen tragen. Als ein Beispiel nennt Beckmann das von Sony vorgestellte OLED-Display, das dank organischer LEDs keine Hintergrundbeleuchtung und deutlich weniger Strom als herkömmliche Anzeigen benötigt.

Zu den Highlights des vergangenen Jahres gehört mit Sicherheit die erfolgreiche Börseneinführung der Berliner MagForce AG. Das Unternehmen hat sich auf die Krebsbekämpfung mittels eisenoxidhaltiger Nanopartikel spezialisiert und dieses Verfahren schon in die erste klinische Studie eingebracht. Kurios: Der Wert des MagForce-Anteils übersteigt die Marktkapitalisierung der gesamten Nanostart um fast 50%, d. h. die übrigen zehn Beteiligungen, von denen mit der ItN Nanovation und Na-

Nanostart AG (www.nanostart.de)			
ISIN	DE000A0B9VV6	Investment-Fokus	
WKN	A0B 9VV	junge Nanotechnologie-Unternehmen weltweit	
Kurs (EUR) 29.2.08	17,01	Strategie	
AZ (Mio. St.)	5,25	Wachstumsfinanzierung & Venture Capital	
MCap (Mio. EUR)	89,3		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GJA 2006 (EUR)	0,29	Mitarbeiter im Konzern	k.A.
GJA 2007e (EUR)	0,29	Mitarbeiter in Holding	13
KGV 2007e	k.A.	Jahr der Gründung	2003
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2005
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	11
Div.-Rendite 07e	0,0%	Ø Haltedauer (in Jahren)	1,9
NAV* (Mio. EUR)	173,0	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	32,95	MagForce Nanotechnologies AG (81%)	
Premium/Discount	-48,4%	Holmenkol (50%)	
52-Wo-Tief (EUR)	16,51	Lumiphore, Inc. (22%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	36,60	ITN Nanovation AG (20%)	
Po. in 52-Wo-Range	2,5%	Curiox (17%)	
Performance 1 Jahr	-28,4%	relativ zu DAX	0,752
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

\* NAV: Börsennotierte Beteiligungen nach Börsenwert ( Kurs 29.02.08), nicht notierte nach Buchwert

turalNano zwei weitere börsennotiert sind, gibt es praktisch umsonst dazu. Insgesamt kann sich der Track Record von Beckmann und seinem Team sehen lassen. In den vier Jahren seit Gründung der Nanostart AG ging die Gesellschaft 17 Beteiligungen ein, fünf davon konnten an die Börse gebracht, eines (Aryx) in einem Trade Sale verkauft werden. Der Exit mittels Trade Sale ist für Beckmann auch in Zukunft die bevorzugte Option. In diesem Zusammenhang kann sich der Vorstand vorstellen, Teile an Industriekonzerne zu veräußern, um so die Kommerzialisierung bestimmter Produkte schneller voranzutreiben. Wer vom Erfolg der Nanotechnologie überzeugt ist und Beckmanns Branchenexpertise vertraut, für den lohnt ein genauer Blick auf die Nanostart-Aktie. Bei weiteren erfolgreichen Exits sollten sich erneut stille Reserven heben lassen, die den Abschlag auf den NAV reduzieren dürften.

**Ponaxis: Netzwerkstruktur soll Werte schaffen**

Die in Hamburg ansässige Ponaxis AG bedient auf den ersten Blick ein Vorurteil, das heute nur noch auf wenige Beteiligungs-AGs zutrifft: Sie seien intransparent und damit für Außenstehende nur schwer zu durchschauen. Aus diesem Grund nahm das Management eine Neustrukturierung des Portfolios vor. Der Fokus liegt dabei weiterhin auf Unternehmen aus den Bereichen Logistik und der logistikhnen Dienstleistungen. So wurde die Beteiligung an der Intelis AG – dahinter steckt die frühere Arrivo – reduziert und in einem nächsten Schritt in einen neuen Geschäftsbereich eingebracht. Wie die Anfang 2007 neu eingegangene Beteiligung an dem Spezialchemieunternehmen hanse chemie jedoch beweist, nimmt sich der Vorstand die



Freiheit, auch in anderen Sektoren opportunistisch zu investieren. Über die nanoresins AG ist man sogar im Zukunftsmarkt der Nanotechnologie vertreten. Zu Ponaxis' Philosophie gehört es, die einzelnen Beteiligungen in eine Netzwerkstruktur einzubinden, um so Synergieeffekte und Cross-Selling-Potenziale zu heben. Beispielhaft hierfür könnte das Engagement bei der Cargofresh AG stehen. Das junge Unternehmen, das mit seiner patentierten „Controlled Atmosphere“-Technologie ein Verfahren zur verlängerten Haltbarmachung von verderblicher Ware entwickelt hat, gab im Oktober 2007 selbst sein Börsendebüt. Vor dem Hintergrund, dass immer mehr Güter per Schiff aus fernen Ländern zu uns nach Europa transportiert werden, kommt der Cargofresh-Technologie entlang der Logistikkette eine wachsende Bedeutung zu. Gut möglich, dass andere Ponaxis-Beteiligungen wie die CCG Cool Chain-Gruppe, zu der auch der Feinkost-Großhändler Rungis express gehört, ihr Interesse an der Cargofresh-Technologie anmelden werden. Bei CCG und speziell Rungis, die 2007 eine Kooperation mit dem österreichischen Gastro-Lieferanten C+C Pfeffer bekannt gaben, laufen die Ge-

PONAXIS AG (www.ponaxis.de)			
ISIN	DE0006945702	Investment-Fokus	
WKN	694 570	grds. branchenunabhängig; Schwerpunkt derzeit auf logistik-, handel- und dienstleistungsnahen Bereichen	
Kurs (EUR)	1,19	Strategie	
AZ (Mio. St.)	12,4	mittelständische Unternehmen in Sondersituationen	
MCap (Mio. EUR)	14,8		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GJA 2006 (EUR)	0,14	Mitarbeiter im Konzern	530
GJA 2007e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter in Holding	6
KGV 2007e	n/a	Jahr der Gründung	1994
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2002
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	24
Div.-Rendite 07e	0,0 %	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
NAV (Mio. EUR)	46,1	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie (EUR)	3,72	Arrivo AG (künftig firmierend als Intelis AG) (> 50%)	
Premium/Discount	-68,0%	CCG Cool Chain Group Holding AG (50%)	
52-Wo-Tief (EUR)	1,05	RUNGIS express AG (100%) (über CCG)	
52-Wo-Hoch (EUR)	2,65	Cargofresh AG (< 50%)	
Po. in 52-Wo-Range	8,8%		
Performance 1 Jahr	-51,6%	relativ zu DAX	0,508
Performance 5 Jahre	+40,0%	relativ zu DAX	0,551
Performance 8 Jahre	-11,9%	relativ zu DAX	0,984

schäfte indes zufrieden stellend. Nach drei Quartalen lagen die Umsätze bei Rungis 25% über dem Vorjahr. Verständlich, dass Vorstand Andreas Demant recht entspannt für 2007 bereits ein höheres Ergebnis in Aussicht stellen konnte. In Zukunft dürften Demant und sein Kollege Jochen Wittke verstärktes Augenmerk auf die Exitreife der Portfoliounternehmen legen. Weitere Desinvestments sind in diesem Zusammenhang in den nächsten Monaten zu erwarten.

**M.A.X. Automation: Umwelttechnik und Industrieautomation im Blick**

Nicht nur ohne Logistik, auch ohne die Automatisierung von Prozessen und Abläufen geht in der Industrie heutzutage nichts mehr. Dieser Umstand kommt den Unternehmen der M.A.X. Automation zu Gute. Nach einer tief greifenden Restrukturierung, in deren Verlauf die Zahl der Geschäftsbereiche von vier auf zwei – namentlich die Automatisierungstechnik und der Maschinenanlagenbau – reduziert wurden und die der Entschuldung der Gesellschaft diene, konzentrieren sich die beiden Vorstände Bernd Priske und Manfred Heim auf die Zielmärkte der Umwelt- und Industrieautomation. Dabei hat es das Management auf wachstumsstarke, mittelständische Unternehmen abgesehen, die langfristig einen Beitrag zur Wertsteigerung des eigenen Portfolios leisten sollen. Ein möglicher Exit spielt in diesen Überlegungen zunächst keine Rolle. Mit Umsätzen von über 100 Mio. EUR und einer mittlerweile 13-jährigen Zu-



M.A.X. AG (www.maxautomation.de)			
ISIN	DE0006580905	Investment-Fokus	Mittelständische Unternehmen der Fertigungsautomation
WKN	658 090	Strategie	Langfristige Beteiligung, nicht Exit-orientiert
Kurs (EUR)	4,38	Mitarbeiter im Konzern	
AZ (Mio. St.)	26,8	Mitarbeiter in Holding	
MCap (Mio. EUR)	117,4	Jahr der Gründung	1991
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr des Börsengangs	1994
GjA 2006 (EUR)	0,30	Anzahl d. Beteil.	9
GjA 2007e (EUR)	0,40	Ø Haltdauer (in Jahren)	k.A.
KGV 2007	11,0	Größe Beteiligungen (%a.Bet.)	Vecoplan (100%)
Div. 06 (EUR)	0,08	Vecoplan (100%)	
Div. 07 (EUR)	0,10	Altmayer (100%)	
Div.-Rendite 07	+2,3%	NSM Magnettechnik (100%)	
NAV* (Mio. EUR)	63,5	Bartec (100%)	
NAV / Aktie* (EUR)	2,37		
Premium/Discount	+84,9%		
52-Wo-Tief (EUR)	3,90		
52-Wo-Hoch (EUR)	6,82		
Po. in 52-Wo-Range	16,4%		
Performance 1 Jahr	-24,4%	relativ zu DAX	+0,8%
Performance 5 Jahre	+447,5%	relativ zu DAX	+2,2%
Performance 8 Jahre	+8,1%	relativ zu DAX	+1,2%

\*) Geschätzter Eigenkapitalwert zum 31.12.07

gehörigkeit zum Portfolio der M.A.X. Automation zählt die Vecoplan AG zweifelsohne zu den tragenden Säulen dieser Beteiligungsstrategie. Vecoplan stellt Aufbereitungs- und Zerkleinerungsanlagen für die Recycling- und Abfallwirtschaft her und übernimmt deren Montage und Wartung. Über eine Tochter ist man zudem auf dem wichtigen nordamerikanischen Markt vertreten. Der Ausbau der dortigen Kapazitäten erscheint nicht zuletzt unter Berücksichtigung der aktuellen Wechselkurse sinnvoll. Wie uns M.A.X.-Vorstand Bernd Priske im Hintergrundgespräch bestätigt, laufen die IPO-Vorbereitungen bei Vecoplan nach Plan. Jetzt hängt es von der allgemeinen Entwicklung der Kapitalmärkte ab, wann das Unternehmen seine Börsenpläne finalisiert. In jedem Fall sei man nicht auf das Geld aus dem IPO angewiesen. Wachsen könne man auch aus eigener Kraft. Das beweist die Entwicklung im vergangenen Jahr. Erstmals kletterte der Umsatz der Vecoplan über die Marke von 100 Mio. EUR (2006: 86 Mio. EUR), gleichzeitig ließen neue Großaufträge – u. a. von einem portugiesischen Zementhersteller – den Orderbestand auf ein Rekordniveau anwachsen.

Alles andere als zufrieden zeigte sich Priske dagegen mit der Biogas-Beteiligung EnerCess. Wie den Berichten der börsennotierten Konkurrenten Envitec und Schmack bereits zu entnehmen war, hat die gesamte Branche derzeit mit strukturellen Problemen zu kämpfen. Die verhaltene Entwicklung dürfte auch 2008 anhalten, weshalb das Engagement in diesem Bereich nach Aussagen Priskes zur Disposition steht. Aufgrund der untergeordneten Bedeutung der EnerCess ist der Einfluss



auf den Gesamtkonzern jedoch begrenzt. Das belegen auch die Zahlen zum Geschäftsjahr 2007. Danach kann von einer Wachstumsabschwächung keine Rede sein. Der Umsatz legte um rund 20% auf 220 Mio. EUR zu, der Auftragseingang verbesserte sich um 17% auf 240 Mio. EUR. Unter dem Strich erwirtschafteten die Unternehmen der M.A.X.-Gruppe einen Überschuss von 11 Mio. EUR (2006: 8,5 Mio. EUR). Die erfreuliche Auftragslage bildet eine gesunde Basis, um 2008 erneut bei Umsatz und Ergebnis zuzulegen. Das organische Wachstum will der Vorstand um gezielte Akquisitionen in den Kernsegmenten der Umwelttechnik und Industrieautomation ergänzen. Im Gegenzug denke man über Desinvestments im Bereich des Maschinenanlagenbaus nach. Eile sei hier aber nicht geboten. Nachdem der Titel im Zuge der Baisse unter den Nebenwerten ebenfalls deutliche Kursverluste hinnehmen musste, deutet sich nun eine Stabilisierung oberhalb der Marke von 4 EUR an. Auf diesem Niveau bieten sich perspektivisch erste Käufe an, zumal ein erfolgreicher Vecoplan-Börsengang in der jetzigen Bewertung unseres Erachtens nicht berücksichtigt ist.

### MDB: Teilt Sorgen der Baubranche

Während der heimische Maschinen- und Anlagenbau auf ein neues Rekordjahr zusteuert, sieht es in der Baubranche nicht ganz so rosig aus. Der Wegfall der Eigenheimzulage und die Mehrwertsteuererhöhung machten der Branche im vergangenen Jahr schwer zu schaffen. Hinzu kamen steigende Rohstoff-

MDB AG (www.mdb-ag.com)			
ISIN	DE0006583107	Investment-Fokus	Beteiligungen Bauzubehörindustrie
WKN	658 310	Strategie	Wachstumsfinanzierung in innovative Mittelstandsunternehmen
Kurs (EUR)	2,70	Mitarbeiter im Konzern	520
AZ (Mio. St.)	14,0	Mitarbeiter in Holding	4
MCap (Mio. EUR)	37,8	Jahr der Gründung	1989
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr des Börsengangs	1992
GjA 2006 (EUR)	-0,08	Anzahl d. Beteil.	10
GjA 2007e (EUR)	-0,45	Ø Haltdauer (in Jahren)	>5
KGV 2007e	n.ber.	Größe Beteiligungen (%a.Bet.)	MDB France (100%)
Div. 06 (EUR)	0,60	Dimex (100%)	
Div. 07e (EUR)	0,10		
Div.-Rendite 07e	+3,7%		
NAV (Mio. EUR)	k.A.		
NAV / Aktie (EUR)	k.A.		
Premium/Discount	k.A.		
52-Wo-Tief (EUR)	2,53		
52-Wo-Hoch (EUR)	5,75		
Po. in 52-Wo-Range	5,3%		
Performance 1 Jahr	-47,1%	relativ zu DAX	0,555
Performance 5 Jahre	+52,5%	relativ zu DAX	0,601
Performance 8 Jahre	-57,6%	relativ zu DAX	0,473

kosten, was auch die Gesellschaften der MDB-Gruppe zu spüren bekamen. Die 1989 gegründete und seit 1991 börsennotierte Münchner Beteiligungsgesellschaft investiert langfristig in Unternehmen der Bauzuliefererindustrie. Dabei betont MDB die Eigenständigkeit der einzelnen Beteiligungen. Die strategischen Entscheidungen werden zumeist vom jeweiligen Management vor Ort getroffen. Nach Desinvestitionen und dem Verkauf zweier Beteiligungen (HAUSprofi, Armor Panneaux) Anfang 2007 gehören nur noch die beiden Teilkonzerne Dimex und MDB France dem Portfolio an. Als Hersteller von Fenster- und Türprofilen aus PVC litten die Unternehmen der Dimex-Gruppe zuletzt insbesondere unter den steigenden PVC-Preisen. Das Management reagierte auf das Kostenproblem mit einer Zusammenlegung der Standorte. Während die Produktion in Österreich eingestellt wird, will man die Kapazitäten in China bis Ende 2008 nahezu verdoppeln. Die in der MDB France gebündelten Parkett- und Sägewerk-Aktivitäten mussten sich im



selben Zeitraum in einem nicht minder kompetitiven Umfeld behaupten. Dass MDB aller Voraussicht nach für 2007 dennoch einen deutlichen Gewinn ausweisen wird, liegt vor allem an dem vereinnahmten Buchgewinn aus der HAUSprofi-Transaktion in Höhe von 11,6 Mio. EUR. Ein Teil dieser Summe kam den Aktionären bereits in Form einer Sonderdividende zu Gute, ein weiterer Teil wurde zur temporären Finanzierung der Dimex-Umstrukturierung eingesetzt. Mit einer geschätzten Eigenkapitalquote von rund 35% steht der Konzern trotz mancher operativer Probleme aber nach wie vor auf einem für die Branche recht soliden finanziellen Fundament. Nachdem die Phase der Portfoliabereinigungen nunmehr abgeschlossen ist, richtet MDB den Blick auf seine Kerngeschäftsfelder Kunststoffprofile und Parkett. In diesem Zusammenhang will der Vorstand zukünftig wieder Akquisitionsmöglichkeiten prüfen und diese selektiv auch wahrnehmen. Ehe sich das Klima für die Branche aber nicht nachhaltig aufhellt, drängt sich ein Kauf der zweifelsfrei günstig bewerteten MDB-Aktie (Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,4) nicht auf.

**Kremlin und Beteiligungen im Baltikum: Anlagechance Osteuropa**

Aktien von Beteiligungs-AGs geben – wie eingangs erwähnt – oftmals eine interessante Alternative zu entsprechenden Themenfonds ab. Das trifft insbesondere auf die beiden im Folgenden vorgestellten Osteuropa-Investmentvehikel zu. Sowohl die Kremlin AG als auch die Rostocker Beteiligungen im Baltikum AG (kurz: BiB) legen ihr Geld vorwiegend in Ländern der ehemaligen Sowjetunion an. Bei Kremlin liegt der Schwerpunkt auf dem russischen Aktienmarkt, bei der BiB auf den baltischen

Staaten Estland, Lettland und Litauen. Dabei fanden sich in der Vergangenheit zuweilen aber auch russische und sogar deutsche Titel im Portfolio der BiB. Mit einer Cashquote von rund 40% zur Jahreswende und einer recht defensiven Titelauswahl zeigte sich das Portfolio relativ immun gegenüber den jüngsten Börsenturbulenzen. BiB-Alleinvorstand Otto Dibelius führt die Geschicke der Gesellschaft seit ihrer Gründung vor zehn Jahren. Kontinuität scheint also gegeben, was man so von der Kremlin AG nicht in jedem Fall sagen kann. Die letzte Hauptversammlung geriet zum Fiasko. Offen trugen der mittlerweile ausgeschiedene Vorstand Jörn Schmidt und Großaktionär Klaus Thiele einen Streit über die Höhe der Dividendenzahlung aus. Thiele setzte letztlich vor allem mit seinen Stimmen eine auf 50 Cent (Vorschlag: 30 Cent) deutlich höhere Ausschüttung durch. Dass die Gesellschaft dafür sogar alle Bonds liquidieren musste, schien ihn nicht zu interessieren. Schmidts Weggang kann als Reaktion auf den Konfrontationskurs des Großaktionärs interpretiert werden. Nachfolger Axel Pothorn, seit Januar im Amt und zuvor bereits als PR-/IR-Berater für die Kremlin AG tätig, versucht im Gespräch mit Smart Investor (s. Interview), die Wogen wieder etwas zu glätten. Angesichts des Hickhacks hinter den Kulissen geriet fast in Vergessenheit, dass sich das Portfolio über die letzten Monate sehr stabil präsentierte. Der Überschuss konnte 2007 gar auf 2,4 Mio. EUR verdoppelt werden (2006: 1,2 Mio. EUR).



**Ausbalanciertes Portfolio**

Zuletzt setzte Kremlin vorrangig auf russische Aktien der zweiten und dritten Reihe, Chemie-, Metall- und IT-Titel, die vor Ort vom früheren Vorstand Dr. Thies Ziemke beobachtet und gemanagt werden. Dessen Beratervertrag läuft noch bis Ende 2009. Ob dieser verlängert wird, steht zum heutigen Zeitpunkt noch nicht fest. Ferner hat Kremlin 2007 damit begonnen, das Portfolio auch regional weiter zu diversifizieren. Zu diesem Zweck wurden erste Beteiligungen in der Ukraine und in Kasachstan eingegangen. Das in die drei Bereiche eingeteilte Portfolio umfasst allseits bekannte russische Standardaktien wie Gazprom, Norilsk Nickel oder aber Lukoil, bei den Small Caps kennen Anleger vielleicht noch AFK Sistema. Im Opportunity-Segment, der dritten Säule des Portfolios, dürften Osteuropa-Spezialisten schon einmal über den ukrainischen Energieversorger Zakhidenergo gestolpert sein. Auf Basis der letzten Berechnung per Ende Februar beträgt der NAV von Kremlin 5,50 je Aktie, wodurch sich ein stattlicher Abschlag zur Börsennotierung

Kremlin AG (www.kremlin-ag.de)			
ISIN	DE0005133508	Investment-Fokus	Russische Aktien
WKN	513 350	Strategie	Value-Investing
Kurs (EUR)	3,62		
AZ (Mio. St.)	2,0		
MCap (Mio. EUR)	7,2		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	0,58	Mitarbeiter im Konzern	k.A.
GjA 2007 (EUR)	1,19	Mitarbeiter in Holding	1
KGV 2007	3,0	Jahr der Gründung	1999
Div. 06 (EUR)	0,50	Jahr des Börsengangs	2006
Div. 07e (EUR)	0,30	Anzahl d. Beteil.	ca. 50
Div.-Rendite 07e	8,3%	Ø Haltdauer (in Jahren)	ca.2,5
NAV* (Mio. EUR)	11,0	Größte Beteiligungen (%d.NAV)	
NAV / Aktie* (EUR)	5,50	Juzhuralnickel (14,4%)	
Premium/Discount	-34,2%	IBS Holding (10,1%)	
52-Wo-Tief (EUR)	2,92	Bashkir Nefteprodukt (8,3%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	4,06	MASZ (4,6%)	
Po. in 52-Wo-Range	61,4%	Norsi Pref. (4,0%)	
Performance 1 Jahr	+4,9%	relativ zu DAX	1,101
Performance 5 Jahre	+81,9%	relativ zu DAX	0,716
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

\* NAV zum 29.2.08 unter Berücksichtigung einer Liquiditätsreserve und zum Stichtag offener Verpflichtungen.

# „Russland ist DER Emerging Market“

Im Gespräch mit Kremlin-Vorstand *Axel Pothorn* erfährt *Smart Investor*, wie das Unternehmen erfolgreich in Russland investiert und warum das Land der Emerging Market schlechthin ist.

**Smart Investor:** Ihre letzte Hauptversammlung geriet zum Fiasko. Wie konnte es dazu kommen?

**Pothorn:** Fiasko ist übertrieben, aber für eine Kontroverse über die Höhe der Dividende ist eine Hauptversammlung sicher nicht der geeignete Ort. Die Details dazu kenne ich nicht, da ich zu dieser Zeit noch nicht im Vorstand der Kremlin AG war.

**Smart Investor:** Wie wollen Sie vor diesem Hintergrund verloren gegangenes Vertrauen der Anleger wieder zurückgewinnen?

**Pothorn:** Wir sind sehr zuversichtlich, den Kapitalmarkt und unsere Anleger mit weiterhin guten Zahlen von der Attraktivität unseres Geschäftsmodells und unserer Aktie zu überzeugen. Es gibt keine Unstimmigkeiten zwischen dem Vorstand, dem Aufsichtsrat und dem Großaktionär der Kremlin AG. Dies beweist schon die Tatsache, dass der Großaktionär bereits die Unterstützung des am 4. April bekannt gegebenen Dividendenvorschlags der Verwaltung an die Hauptversammlung von 0,40 EUR je Aktie zugesagt hat.

**Smart Investor:** Kremlin ist ja auf Erfolgskurs. Nennen Sie uns doch die Highlights aus 2007. Was steht 2008 auf der Agenda?

**Pothorn:** Die Kremlin AG kann für 2007 erneut einen Rekordgewinn vorweisen, hat ihr Small Cap-Portfolio mit gezielten Investments in russische Blue Chips flankiert und betreibt Stockpicking in zwei weiteren hochinteressanten Märkten, nämlich Kasachstan und der Ukraine. Dieses erfolgreiche Modell wollen wir weiter ausbauen. In der öffentlichen Wahrnehmung wollen wir den Schritt vom Russlandspezialisten zum Kompetenzzentrum GUS vollziehen.

**Smart Investor:** Wie empfinden Sie die Rahmenfaktoren in Russland? Müssen wir im Westen nicht endlich begreifen, dass Russland nur ein wenig Demokratie verträgt?

**Pothorn:** Ich halte das für ein Vorurteil. Nicht nur in Russland, das nie eine Demokratie erlebt hat, auch in anderen Ländern dauert

eine Demokratisierung von innen mehr als ein paar Jahre. Lassen Sie uns dazu in 20 Jahren nochmals ein Interview führen. Fest steht: Russland setzt den Reformkurs von Wladimir Putin fort, die Privatisierung der Wirtschaft geht weiter. Für uns als Investoren ist zudem relevant, dass die reformfeindlichen Kräfte nicht die Oberhand gewinnen. Dies ist mit Dmitri Medwedew offensichtlich gegeben.

**Smart Investor:** Ist Russland für einen Emerging Market-Investor noch der „place-to-be“? Welche Sektoren gefallen Ihnen derzeit besonders?

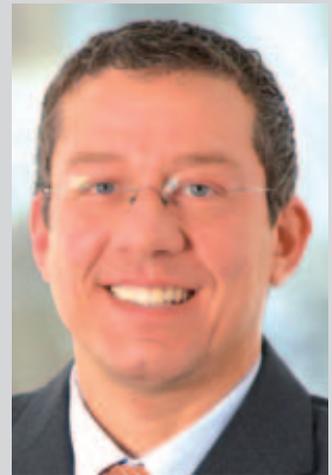
**Pothorn:** Russland ist der attraktivste aller Emerging Markets: Schuldenfrei mit einem Wirtschaftswachstum von 10% p. a. und der Aktienmarkt ist trotz jahrelanger herausragender Performance weit entfernt von einer Überhitzung wie etwa in China oder Indien. Das Marktwachstum ist getrieben vom Rohstoff-Megatrend. Abseits der Blue Chips findet man echte „hidden champions“, da die Bewertungen der Aktien aus der zweiten und dritten Reihe – und das ist ja unser Hauptfokus – noch sehr niedrig sind. Besonders gefallen uns im Moment Basismetall- und Düngemittel-Produzenten.

**Smart Investor:** Gerade bei Ihren Small Cap-Investment fragt man sich, wie es hier um Informationsdichte, -wege und -gehalt bestellt ist...

**Pothorn:** Viele russische Unternehmen erfüllen noch nicht die Anforderungen bezüglich Transparenz oder Corporate Governance, wie sie an Gesellschaften der etablierten Aktienmärkte gestellt werden. Daher rührt ja auch in erster Linie ihre krasse Unterbewertung. Dennoch erhält man durchaus fundierte Informationen, man muss allerdings ein funktionierendes Netzwerk vor Ort haben. Die Kremlin AG ist seit vielen Jahren eng vernetzt mit dem russischen Kapitalmarkt und verfügt über ausgezeichnete Beziehungen zu dortigen Investmenthäusern, Brokern und Analysten. Dies ist der Mehrwert, den wir Russland-Anlegern bieten können.

**Smart Investor:** Herr Pothorn, haben Sie herzlichen Dank für das Gespräch. ■

Interview: Tobias Karow



Axel Pothorn, Vorstand, Kremlin AG



Beteiligungen im Baltikum AG (www.baltikum.de)			
ISIN	DE05204200	Investment-Fokus	
WKN	520 420	börsennotierte Blue Chips /Osteuropa	
Kurs (EUR)	4,88	Strategie	
AZ (Mio. St.)	0,9	Value Investment	
MCap (Mio. EUR)	4,3		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GJA 2006 (EUR)	-0,20	Mitarbeiter im Konzern	0
GJA 2007e (EUR)	0,55	Mitarbeiter in Holding	1
KGV 2007e	8,9	Jahr der Gründung	1998
Div. 06 (EUR)	0,30	Jahr des Börsengangs	2003
Div. 07e (EUR)	0,40	Anzahl d. Beteil.	
Div.-Rendite 07e	+8,2%	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
NAV (Mio. EUR)	5,0	Größte Beteiligungen (%d.NAV)	
NAV / Aktie (EUR)	5,65	k.A.	
Premium/Discount	-13,5%		
52-Wo-Tief (EUR)	4,09		
52-Wo-Hoch (EUR)	5,75		
Po. in 52-Wo-Range	47,6%		
Performance 1 Jahr	-10,0%	relativ zu DAX	0,945
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

von gut einem Drittel errechnet.

**Rendite fischen an der Ostsee**

Nicht nur ihre besondere Lage als Drehschreibe im Handel zwischen Europa und Zentralasien macht die baltischen Staaten aus Investorensicht interessant. Auch die liberale Wirtschaftspolitik und der steigende Lebensstandard lassen sich als Argumente für eine Anlage in Unternehmen der Region benennen. Die BiB AG konzentriert sich bei ihren Investments auf börsennotierte Unternehmen, was die Handelbarkeit der Anteile erleichtert. Was auf das eine oder andere Investment zutreffen mag, gilt in jedem Fall für die Aktien der beiden Osteuropa-Spezialisten. Sowohl die BiB-Aktie als auch das Papier der Kremlin AG zählen zu den vergleichsweise illiquiden Papieren auf dem heimischen Kurszettel. An manchen Tagen gehen nur wenige Hundert Stücke um. Quasi als Trostpflaster können sich die Aktionäre über eine üppige Dividende freuen. BiB-Chef Dibelius kündigte an, der Hauptversammlung eine Ausschüttung von 40 Cent vorzuschlagen. Diese setzt sich aus einer Basis-Dividende von 30 Cent sowie einem Bonus von 10 Cent aus Gründen des zehnjährigen Firmenjubiläums zusammen.

Grad der Exitorientierung und der durchschnittlichen Halte-dauer. So versteht sich beispielsweise eine MAX21 als typischer Frühphasenfinanzierer, dessen Geschäftsmodell den späteren Verkauf eines Portfoliounternehmens zwingend vorsieht. Selbiges trifft auf eine Nanostart und U.C.A. zu. Deren Risiko-profil liegt naturgemäß über dem eines eher mittelständisch ausgerichteten Beteiligungsunternehmens, das sich dem „Buy and Build“-Prinzip verschrieben hat oder das a priori einen späteren Verkauf in seine Investitionsentscheidungen nicht mit einfließen lässt. Mit den Aktien der Schweizer BB Biotech und BB Medtech sowie den Osteuropa-Spezialisten der BiB AG und Kremlin AG verhält es sich eher wie mit einem typischen Themenfonds. Die Verantwortlichen müssen nicht nur ein Auge auf die operative Entwicklung ihrer Investments haben, sondern zugleich auch die allgemeine Stimmung und Lage an den Kapitalmärkten bei ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen. Selbstredend ergeben sich nicht zuletzt aus der Konzentration auf eine bestimmte Branche Implikationen für das Verhältnis von Chance zu Risiko. Von konservativen Anlagen in profilierte Mittelständler (M.A.X. Automation) bis hin zu spekulativen Engagements im Technologieumfeld (U.C.A.) reicht die Palette der Geschäftsmodelle. Für jeden Anlegertyp dürfte somit das Passende dabei sein.

Marcus Wessel



**Fazit**

Beteiligungsgesellschaften, die sich einem bestimmten Branchenfokus verschrieben haben, verfolgen im Einzelnen ganz unterschiedliche Strategien bei der Auswahl und dem Management ihrer Portfolien. Einige wie eine Nanostart oder Ponaxis betonen vor allem den Netzwerkcharakter, andere wie eine M.A.X. Automation gerade die Eigenständigkeit ihrer Beteiligungen. Unterschiede ergeben sich zudem in Bezug auf den



Kurische Nehrung in Litauen (oben; Foto: Baltikum Tourismus Zentrale), Lagerhalle

# Mittelstandsholdings

*Im täglichen Sprachgebrauch werden kleine und mittlere Unternehmen (KMU) häufig synonym mit dem Begriff Mittelstand verwendet. Die eigentliche qualitative Definition des Mittelstandes zielt aber auf die Eigentümerstruktur ab und nicht auf die Größe der Unternehmen.*

*Gastbeitrag von Gordon Schoenell, Bankhaus Lampe*

## Was ist ein Mittelständler?

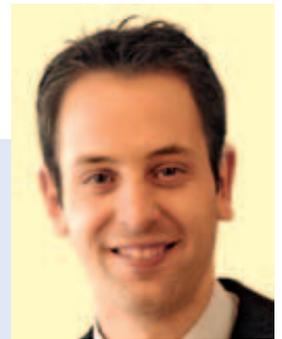
Demnach spricht man von mittelständischen Unternehmen, wenn der Eigentümer oder ein Mitglied der Eigentümerfamilie das Unternehmen selbst führt. Es handelt sich also um typische Familienunternehmen. Diese Definition ist allerdings für den Investmentfokus der nachfolgend betrachteten Mittelstandsholdings unpassend, da diese auch in nicht familiengeführte Unternehmen investieren bzw. weil es Familienunternehmen gibt, die Umsatzgrößen erreichen, die weit jenseits der Grenze liegen, als dass man diese dem Mittelstand zuordnen würde, und somit nicht in das Akquisitionsschema der hier betrachteten Unternehmen passen.

Die quantitative Definition des Instituts für Mittelstandsforschung (IfM) ordnet Unternehmen mit zehn bis 499 Beschäftigten bzw. mit einem Jahresumsatz von 1 Mio. EUR bis unter 50 Mio. EUR den mittelgroßen Unternehmen in Deutschland zu. Nach Erhebungen des IfM trifft diese quantitative Definition in Deutschland auf ca. 400.000 bzw. 12% aller Unternehmen zu. An dieser Stelle kann aber bereits angemerkt werden, dass auch diese Definition den Investmentfokus der hier betrachteten Unternehmen nicht korrekt eingrenzt. Trotz alledem kann festgehalten werden, dass es in Deutschland einen großen Markt für die „Mittelstandsholdings“ gibt. Zudem konnte zuletzt beobachtet werden, dass Mittelständler vermehrt Kontakt zu Finanzinvestoren suchen, sei es aufgrund von Nachfolgeregelungen oder Kapitalmangel, um im internationalen Wettbewerb bestehen zu können.

## Mittelstand schlägt sich wacker

Im letzten Jahr hat sich das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt in Deutschland um 2,5% (Vorjahr 2,9%) erhöht und dabei auch den Mittelständlern gute Geschäfte beschert. So kommt auch das Deutsche Mittelstandsbarometer in der aktuellsten Erhebung zu dem Fazit, dass die Stimmung unter den deutschen Mittelständlern selten so gut war wie zum letzten Jahreswechsel. Trotz eines zu erwartenden schwächeren Wachstums des Bruttoinlandsprodukts, der Sachverständigenrat prognostizierte infolge der Immobilienkrise und einer drohenden Rezession in den USA zuletzt ein Wachstum von nur 1,9%, blickt der Mittelstand sehr optimistisch in die Zukunft und plant zahlreiche Neueinstellungen. Eine weitere Studie der Unternehmensberatung candidus in Zusammenarbeit mit wwo.de und handelsblatt.com untermauert diese positive Stimmung im Mittelstand. Ihren Erhebungen zufolge rechnen die deutschen Mittelstandsbetriebe mit einem durchschnittlichen Anstieg der Gewinne im Jahr 2008 von 9,3%, das Umsatzwachstum soll demnach bei 9,8% liegen. Die Aussichten für das laufende Geschäftsjahr sind

*Das Bankhaus Lampe ist eine der renommiertesten Privatbanken Deutschlands und befindet sich heute vollständig im Besitz der Familie Oetker. Das Unternehmen ist auf die umfassende Betreuung vermögiger Privatkunden, mittelständischer Firmenkunden sowie institutioneller Anleger fokussiert. Gordon Schönell arbeitet bei dem traditionsreichen Institut in der Abteilung Aktienresearch.*



Gordon Schoenell



also sehr positiv. Dennoch darf nicht verkannt werden, dass die weltwirtschaftlichen Risiken zunehmen. So weisen unsere Volkswirte darauf hin, dass der Konjunkturverlauf nicht von den Auftragsbeständen geprägt wird, sondern von den Stornierungen.

Über 2008 hinaus blickt der deutsche Mittelstand allerdings aufgrund der aktuellen Lage in den USA und mit dem Hintergedanken im Kopf, dass jeder Aufschwung auch mal zum Erliegen kommt, skeptischer in die Zukunft. Allerdings sehen wir hier die Mittelstandsunternehmen besser aufgestellt als die großen Unternehmen. Kleine bzw. mittelständische Unternehmen agieren meist in einer Nische, sind dadurch oftmals rentabler und unseres Erachtens deutlich weniger konjunkturempfindlich. Zudem erzielen die Unternehmen den überwiegenden Teil ihrer Umsätze in Deutschland oder zumindest in Europa, starke Umsatzrückgänge in den USA würden sie dadurch nur indirekt treffen. Die Risiken aus Wechselkurschwankungen sind entsprechend geringer. Nicht zuletzt sehen wir kleinere Unternehmen als wesentlich flexibler in Bezug auf Maßnahmen zur Anpassung an die konjunkturellen Rahmenbedingungen an.

Auf dem Kurszettel der Deutschen Börse finden sich zunehmend mehr Beteiligungsgesellschaften, die sich auf die oben beschriebenen Unternehmen spezialisiert haben und so dem Anleger die Möglichkeit geben, an der Entwicklung des deutschen Mittelstands zu partizipieren. Im Folgenden werden wir Ihnen acht davon vorstellen:

## GESCO – Der Spezialist bei Nachfolgeregelungen

Die Gesco AG mit Sitz in Wuppertal wurde 1989 gegründet und ist seit 1998 an der Börse notiert. Zum Beteiligungsportfolio zählen aktuell 13 Gesellschaften, die in den Bereichen Werkzeug-/Maschi-



nenbau und Kunststofftechnik angesiedelt sind, wobei die Umsätze der einzelnen Gesellschaften von ca. 10 Mio. EUR bis 130 Mio. EUR reichen. Geführt wird die Gesellschaft von Dr. Hans-Gert Mayrose, der im Bereich Werkzeugmaschinen promoviert hat, sowie von Robert Spartmann, der lange als Wirtschaftsprüfer tätig war.

**Suche nach „Hidden Champions“**

Die Gesco AG erwirbt als Beteiligungsgesellschaft Unternehmen des industriellen Mittelstands langfristig, also ohne Exitabsicht, und entwickelt sie weiter. Die Gesellschaft sucht dabei „Hidden Champions“ des Mittelstands, d. h. nachweislich erfolgreiche, strategisch interessante Markt- und Technologieführer mit Sitz in Deutschland und einem Umsatz im Bereich von 10 bis 50 Mio. EUR. Gesco konzentriert sich dabei überwiegend auf Unternehmen mit einer ungeklärten Nachfolgeregelung, d. h. der bisherige Geschäftsführer möchte sich aus Altersgründen zurückziehen, hat aber in der Familie keinen (geeigneten) Nachfolger und ist bestrebt, sein Lebenswerk in guten Händen zu sehen. Bei diesen potenziellen Verkäufern stehen das Wohl der Angestellten und das Ansehen des Unternehmens bzw. der Familie über sein Verbleiben hinweg im Vordergrund und nicht die Maximierung des Verkaufspreises. Gesco strebt grundsätzlich eine 100%ige Beteiligung an. Nach der Übernahme werden in den Tochtergesellschaften neue Manager eingesetzt, die sich kapitalmäßig – in der Regel mit 10% bis 20% – an dem zu leitenden Unternehmen beteiligen müssen, wodurch das Commitment gestärkt wird. Die Tochtergesellschaften sind operativ unabhängig und werden von der Gesco AG mit Coaching, Consulting und Controlling aktiv begleitet. Die Gesellschaft realisiert ihr Wachstum auf der einen Seite intern aus der bestehenden Gruppe heraus und auf der anderen Seite extern durch die Akquisition von ein bis drei Unternehmen pro Jahr.

Folgende Veränderungen im Portfolio hat es in den vergangenen zwölf Monaten gegeben: Im April wurde die VWH Vorrichtung- und Werkzeugbau Herschbach GmbH in Herschbach bei Montabaur im Rahmen einer Nachfolgeregelung vollständig übernommen. VWH ist spezialisiert auf Automatisierungstechnik, Formenbau und Sensortechnik und erwirtschaftet mit 100 Mitarbeitern einen Umsatz von rund 9 Mio. EUR. Dabei hat sich VWH als Nischenanbieter auf den Sondermaschinenbau in der Automatisierungstechnik, auf den Spritzgießformenbau sowie auf Inline-Anlagen zur Herstellung von Sensoren spezialisiert.

**Zurückhaltung angesagt**

Gesco hat sich in der letzten Zeit hinsichtlich einer Erweiterung des Beteiligungsportfolios aufgrund von Preisvorstellungen potenzieller Verkäufer, die nicht mit denen der Gesellschaft vereinbar sind, zurückgehalten. Dies zeigt den konservativen und zielführenden Ansatz hinsichtlich der Strategie. Damit ist das Wachstum der Gesellschaft allerdings keineswegs zum Erliegen gekommen. Bisher resultieren zwei Drittel des Wachstums im laufenden Geschäftsjahr (1.4.-31.3.) aus organischem Wachstum, was ganz klar zeigt, wie erfolgreich die Gesellschaft bei der Weiterentwicklung der Portfoliounternehmen agiert. Auch wenn Gesco sich selbst als ein Beteiligungsunternehmen mit dem Branchenschwerpunkt Werkzeug-/Maschinenbau und Kunststofftechnik sieht, so ist das Portfolio unserer Meinung nach trotzdem ausgewogen. Abnehmer der von den Gesellschaften produzierten Güter sind im klassischen Maschinenbau, in der Landtechnik, im Erdgasgeschäft, aber auch in der Konsumgüterindustrie tätig. Da die übernommenen Unternehmen stets wirtschaftlich gesund sind und über eine starke Marktposition verfügen, halten wir die Risiken im Hinblick auf einen Führungswechsel für überschaubar.

Gesco AG (www.gesco.de)		
ISIN	DE0005875900	Investment-Fokus
WKN	587 590	wirtschaftlich gesunde Mittelständler mit ungelöster Nachfolgeregelung
Kurs (EUR)	48,33	Strategie
AZ (Mio. St.)	3,0	Buy-and-Hold
MCap (Mio. EUR)	146,1	
Geschäftsjahr-Ende	31.03.	
GjA 2006/07 (EUR)	4,38	Mitarbeiter im Konzern
GjA 2007/08e (EUR)	5,87	Mitarbeiter in Holding
KGV 2007e	8,2	Jahr der Gründung
Div. 06/07 (EUR)	1,50	Jahr des Börsengangs
Div. 07/08e (EUR)	2,30	Anzahl d. Beteil.
Div.-Rendite 07/08e	4,8%	Ø Haltdauer (in Jahren)
NAV* (Mio. EUR)	88,0	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)
NAV / Aktie* (EUR)	29,11	Dörrenberg Edelstahl GmbH (90%)
Premium/Discount	+66,0%	SVT GmbH (90%)
52-Wo-Tief (EUR)	36,85	Frank Walz- u. Schmiedetechnik (100%)
52-Wo-Hoch (EUR)	56,80	MAE Maschinen- und Apparatebau (100%)
Po. in 52-Wo-Range	57,5%	Ackermann Fahrzeugbau GmbH (80%)
Performance 1 Jahr	+27,2%	relativ zu DAX
Performance 5 Jahre	+408,7%	relativ zu DAX
Performance 8 Jahre	+245,2%	relativ zu DAX

\*) z.B. es handelt sich hierbei um den geschätzten Buchwert des Eigenkapital zum Ende des Geschäftsjahres

Im laufenden Geschäftsjahr hat Gesco die Guidance bereits zwei Mal erhöht. Mit Veröffentlichung der Neunmonatszahlen bestätigte das Unternehmen zuletzt, dass man Umsätze von 327 Mio. EUR und einen Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter von 17,5 Mio. EUR erwartet. Wir gehen davon aus, dass Gesco diese Angaben noch leicht übertreffen wird. Auch für das kommende Geschäftsjahr rechnet die Gesellschaft mit einem Geschäft, welches auf hohem Niveau weiterläuft. Die Tochtergesellschaften sehen bislang keine Anzeichen für einen konjunkturellen Rückgang. Viele Unternehmen arbeiten weiterhin an der Kapazitätsgrenze, bei einigen wurden bereits oder werden die Kapazitäten noch ausgebaut.

**Starkes Zahlenwerk**

Die weitere Entwicklung der Gesellschaft sehen wir – unabhängig von möglichen Akquisitionen – unverändert positiv. Die Gesellschaften des Beteiligungsportfolios agieren zumeist in Marktnischen, die unseres Erachtens weniger konjunkturabhängig sind. Die Gesellschaft erzielt fast 90% ihrer Umsätze in Europa bzw. 75% in Deutschland, und die Book-to-Bill-Ratio befindet sich mit einem Wert von über 1,1 auf einem guten Niveau. Die EBIT-Marge, die die Gesellschaft im laufenden Geschäfts-



jahr erzielen wird (BHL: 10,4%), wird sie aller Voraussicht nach im folgenden Geschäftsjahr nicht mehr erreichen können. Hier wirken sich unter anderem höhere Investitionsausgaben und damit entsprechend steigende Abschreibungen sowie steigende Finanzierungsaufwendungen negativ aus. Gesco weist mit ca. 5% eine interessante Dividendenrendite auf.

### Indus Holding AG – Ein Wert mit hoher Dividendenrendite

Ein ähnliches Geschäftsmodell wie die Gesco AG verfolgt auch die im SDAX notierte Indus Holding AG mit Sitz in Bergisch Gladbach, deren Beteiligungportfolio allerdings wesentlich umfangreicher ist. Der Vorstand mit dem Vorsitzenden Helmut Ruwisch und seinen Kollegen Wolfgang E. Höper und Dr. Johannes Schmidt verfolgt dabei ebenfalls einen Buy-and-Hold-Ansatz.

### Klares Aquisitionsprofil

Weitere Gemeinsamkeiten in Bezug zur Gesco gibt es auch hinsichtlich des Akquisitionsprofils. Ziele sind deutsche mittelständische, hochrentable Nischenunternehmen mit einer führenden Marktposition und einem stabilen Geschäftsmodell. Weitere Anforderungen der Zielunternehmen sind Umsatzerlöse im Bereich von 15 Mio. EUR bis 100 Mio. EUR, ein EBIT von 2 Mio. EUR bis 8 Mio. EUR, eine zweistellige Umsatzrendite, geringe Bankverbindlichkeiten und eine Eigenkapitalquote von über 30%. Die Indus Holding AG beteiligt sich nur mehrheitlich an den Unternehmen. Zudem muss die Option bestehen, mittelfristig 100% der Anteile erwerben zu können. Nach Übernahme einer Gesellschaft verliert diese ebenfalls keineswegs ihre Selbstständigkeit und Flexibilität. Indus ist vielmehr bestrebt, dass die Gesellschaften ihre Kontinuität im operativen Geschäft beibehalten, um sich so zu entwickeln wie in der Vergangenheit, d. h. entsprechend erfolgreich. Im Gegensatz zur Gesco AG tauscht Indus die Geschäftsführer der Beteiligungsgesellschaften nicht aus. Ihnen obliegt weiterhin die alleinige operative Geschäftsführung und Ergebnisverantwortung. Die Holding unterstützt die Geschäftsführer lediglich durch ihre reichhaltige Erfahrung in den Bereichen Finanzierung, Controlling, Recht, Steuern und Technik.

Die Beteiligungsstrategie sieht außerdem vor, dass zwei bis vier Akquisitionen pro Jahr getätigt werden sollen. Anhand des Beispiels Indus lässt sich allerdings gut erkennen, dass man die Beteiligungsgesellschaften nicht auf solche Aussagen festnageln sollte. Aufgrund der bis vor kurzem hohen Liquidität in



den Märkten durch Mittelzuflüsse an Private Equity-Gesellschaften sind die Preise stark gestiegen und haben nach Aussagen des Vorstandsvorsitzenden der Gesellschaft jegliches vernünftige Maß überschritten. In Folge dessen hat die Holding 2007 lediglich ihre Beteiligung an der Selzer Fertigungstechnik GmbH & Co. KG, Driedorf-Roth, von 70% auf 85% erhöht. Aktuell umfasst das Beteiligungportfolio der Indus Holding AG 42 Unternehmen. Die Segmentberichterstattung weist dabei die Bereiche Bauindustrie (Umsatzbeitrag: 23,3%), Maschinenbau (16,4%), Automobilindustrie (27,7%), Konsumgüter (11,8%) und Sonstige Beteiligungen (20,8%) aus, was verdeutlicht, dass Indus keinen Branchenschwerpunkt hat. Hierdurch reduziert sich die Abhängigkeit von einzelnen Sektoren mit dem Ziel der Reduzierung der unternehmerischen Risiken.

### Ausgewogener Branchenmix

Obwohl sich die Gesellschaft der Buy-and-Hold-Strategie verschrieben hat, gab es Mitte Mai 2004 einen Beteiligungsverkauf. Allerdings unterstreicht die Transaktion den konservativen Ansatz, den das Management hinsichtlich des Beteiligungsportfolios fährt. Bei der verkauften Beteiligung handelte es sich um die OKIN, die im Laufe der Jahre schlichtweg zu groß geworden ist und die Ausgewogenheit des Portfolios gefährdet hat. Auch wenn der Großteil der Beteiligungen als sehr zyklisch angesehen werden kann, erachten wir das Portfolio aufgrund des hohen Diversifizierungsgrades mit einem ausgewogenen Branchenmix insgesamt für gut aufgestellt. Trotz der bewussten Zurückhaltung hinsichtlich einer Erweiterung des Beteiligungsportfolios lag das Wachstum der Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr bei immerhin fast 9% und zeigt damit die gute Qualität des Portfolios. Wir können uns vorstellen, dass Indus im zweiten Halbjahr das anorganische Wachstum wieder vorantreiben wird.

Am 14.3. hat Indus vorläufige Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007 veröffentlicht. Demnach lagen die Umsatzerlöse bei über 920 Mio. EUR. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft die Marke übertroffen hat und Umsätze in Höhe von ca. 925 Mio. EUR erzielen konnte. Das Konzern-EBIT wird voraussichtlich auf über 100 Mio. EUR (Bankhaus Lampe: 101,3 Mio. EUR) steigen. Diese deutliche Steigerung im Vergleich zum Vorjahr ist auf ein wesentlich besseres Bewertungsergebnis zurückzuführen. Für das Ergebnis nach Steuern erwartet die Gesellschaft einen Wert von knapp 50 Mio. EUR. Allerdings gibt es angabegemäß noch Unsicherheiten hinsichtlich der Steuerquote, so dass hier auch noch positive Überraschungen möglich sind.

Indus Holding AG (www.indus.de)		Investment-Fokus	
ISIN	DE0006200108	Nicht börsennotierte Mittelständler ohne dabei einen Branchenfokus zu verfolgen	
WKN	620 010	Strategie	
Kurs (EUR)	22,80	Buy-and-Hold	
AZ (Mio. St.)	18,0	Mitarbeiter im Konzern	
MCap (Mio. EUR)	410,4	Mitarbeiter in Holding	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr der Gründung	
GjA 2006 (EUR)	1,62	Jahr des Börsengangs	
GjA 2007e (EUR)	2,81	Anzahl d. Beteil.	
KGV 2007e	8,1	Ø Haltdauer (in Jahren)	
Div. 06 (EUR)	1,20	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
Div. 07e (EUR)	1,25	Selzer (85%)	
Div.-Rendite 07e	5,5%	Betek (100%)	
NAV* (Mio. EUR)	235,0	Wiesaplast (100%)	
NAV / Aktie* (EUR)	13,06	S.M.A. (100%)	
Premium/Discount	+74,6%	Performance 1 Jahr	
52-Wo-Tief (EUR)	19,58	Performance 5 Jahre	
52-Wo-Hoch (EUR)	31,85	Performance 8 Jahre	
Po. in 52-Wo-Range	26,2%	relativ zu DAX	
Performance 1 Jahr	-19,0%	relativ zu DAX	
Performance 5 Jahre	+55,1%	relativ zu DAX	
Performance 8 Jahre	-16,8%	relativ zu DAX	

\* z.B. es handelt sich hierbei um den geschätzten Buchwert des Eigenkapitals zum 31.12.2007

Die Indus-Aktie stellt für uns langfristig ein attraktives, dividendenstarkes Investment dar. Wir können uns vorstellen, dass die Dividende für das Geschäftsjahr bei 1,20 EUR liegen wird, was einer Dividendenrendite von beachtlichen 6% entsprechen würde. Aufgrund der vorsichtigen Geschäftspolitik des Managements, die auf kontinuierliches Wachstum ausgerichtet ist, erachten wir eine Anlage in dieser Aktie auf lange Sicht für relativ risikoarm.

### Deutscheeteiligungs AG – Der Partner bei Management Buyouts

Die Deutscheeteiligungs AG, die bereits seit 1985 börsennotiert ist, sieht den Fokus ihrer Investitionsstrategie in Management Buyouts, also dem Kauf eines Unternehmens gemeinsam mit dessen Vorständen, Geschäftsführern oder anderen leitenden Angestellten. Darüber hinaus beteiligt sich die Gesellschaft auch im Rahmen von Spin-offs oder Nachfolgeregelungen an Unternehmen oder agiert in selteneren Fällen auch als Finanzier von Wachstumsunternehmen. Mit einer Marktkapitalisierung von ca. 420 Mio. EUR ist die Gesellschaft Mitglied des SDAX. Den Vorstandsvorsitz hält der studierte Rechtswissenschaftler Wilken Freiherr von Hodenberg inne. Ihm zur Seite steht ein Team aus Beteiligungsmanagern, die ihre Erfahrungen u. a. aus dem Investment Banking und dem Private Equity-Geschäft einbringen.

### Zukäufe ohne Fremdkapital

Zielobjekte der Gesellschaft sind etablierte Industrieunternehmen mit einer guten Marktposition, deren Tätigkeiten in den Bereichen Automobilzulieferung, Feinchemie, Industriedienstleistung & Logistik, Industrieautomatisierung, Maschinen- und Anlagenbau liegen. Des Weiteren sind ein kompetentes und bewährtes Management, eine positive Ertragslage sowie Wertsteigerungspotenzial wichtige Voraussetzungen. In der Regel weisen die Zielunternehmen Umsätze zwischen 50 Mio. EUR und 500 Mio. EUR auf. Die Kaufpreise, die stets ohne die Aufnahme von Fremdkapital geleistet werden, pendeln je nach Branche, Größe und Ertragssituation der Unternehmen zwischen 50 Mio. EUR und 250 Mio. EUR. Bei größeren Transaktionen werden auch andere Finanzinvestoren mit einer ähnlichen Strategie einbezogen.

Die Gesellschaft hat bereits mehrere Fonds aufgelegt, die parallel mit der DBAG in die Zielunternehmen investieren. Der neueste Fonds, DBAG Fund V, wurde im Januar 2006 geschlossen, nachdem 434 Mio. EUR eingesammelt werden konnten. Ziel dieses Fonds war es, die Investorenbasis zu verbreitern und vor allem Private Equity-Investoren zu gewinnen. Die DBAG investiert gemeinsam mit diesem Fonds im Verhältnis von 1:4. Typischerweise beteiligt sich das Management bei einem MBO zusätzlich mit 10% an dem Zielunternehmen. Der DBAG fließt durch die Fonds eine Management Fee zu. Zusammen mit den Parallelfonds strebt die DBAG stets eine Mehrheitsbeteiligung an.

### DBAG sieht sich als Partner

Die Gesellschaft sieht sich als Partner des Managements bei der Optimierung der Finanzstruktur, der Verbesserung der Kostenstruktur und dem Bilanzmanagement. Investitionen für organisches und externes Wachstum werden ebenfalls zur Verfügung gestellt. Das operative Tagesgeschäft verbleibt, wie bei den meisten hier vorgestellten Holdings, weiterhin in den Händen des Ma-

Deutscheeteiligungs AG (www.deutsche-beteiligung.de)		
ISIN	DE0005508105	Investment-Fokus
WKN	550 810	Management-Buy-outs in Industrieunternehmen
Kurs (EUR)	16,92	Strategie
AZ (Mio. St.)	13,7	Buy-and-Sell
MCap (Mio. EUR)	231,4	
Geschäftsjahr-Ende	31.10.	
GjA 2006/07 (EUR)	9,20	Mitarbeiter
GjA 2007/08e (EUR)	k.A.	46
KGV 2007/08e	0,0	Jahr der Gründung
Div. 06/07 (EUR)*	3,50	1965
Div. 07/08e (EUR)	k.A.	Jahr des Börsengangs
Div.-Rendite 07/08e	n.ber.	1985
		Anzahl d. Beteil.
		24
		Ø Haltedauer (in Jahren)
		4
NAV** (Mio. EUR)	353,6	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)
NAV / Aktie** (EUR)	23,58	Homag Group AG (29%; 16,8%)
Premium/Discount	-34,6%	Aksys GmbH (n.a.; 11,6%)
52-Wo-Tief (EUR)	15,63	Clyde-Bergemann-Gruppe (n.a.; 17,8%)
52-Wo-Hoch (EUR)	31,88	Coperion GmbH (n.a.; 18,8%)
Po. in 52-Wo-Range	7,9%	Lewa GmbH (n.a.; 14,3%)
Performance 1 Jahr	-25,6%	relativ zu DAX
Performance 5 Jahre	+155,6%	relativ zu DAX
Performance 8 Jahre	-52,4%	relativ zu DAX
		0,781
		1,006
		0,531

\* ) Sonderdividende von 2,50 EUR; \*\* ) Eigenkapital zum 31.1.2008 (IFRS-Bilanz)

agements. Die DBAG strebt bei ihren Beteiligungen stets einen Exit an. Da ihr aber angabegemäß ausreichend finanzielle Mittel zur Verfügung stehen, sieht die Gesellschaft keinen Verkaufsdruck, weshalb der optimale Verkaufszeitpunkt abgewartet werden kann.

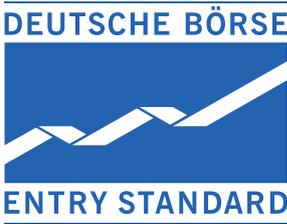
Im vergangenen Geschäftsjahr 2006/2007 (1.11 bis 31.10.) hat die DBAG rund 40,3 Mio. EUR investiert. Mit 32 Mio. EUR wurde der größte Teil davon im Februar 2007 für die Aufstockung der Beteiligung an der Homag Group AG verwendet. Die restlichen Mittel wurden zur Finanzierung der MBOs bei der MCE AG und

>>

Anzeige



Scherzer & Co.



DEUTSCHE BÖRSE  
ENTRY STANDARD

Die Scherzer & Co. Aktiengesellschaft notiert  
im Entry Standard der Deutsche Börse AG.

WKN 694 280 • ISIN DE0006942808

Für weitere Informationen besuchen Sie uns im Internet  
unter [www.scherzer-ag.de](http://www.scherzer-ag.de)  
oder wenden sich bitte an:

Scherzer & Co. AG  
Friesenstraße 50 • 50670 Köln  
Telefon (02 21) 8 20 32-0 • Telefax (02 21) 8 20 32-30  
[info@scherzer-ag.de](mailto:info@scherzer-ag.de)



der Coperion-Gruppe verwendet. Im Rahmen des Börsengangs der Homag Group AG Mitte Juli 2007, die aktuell ebenfalls im SDAX gelistet ist, hat die DBAG ihren Anteil an dieser Gesellschaft wieder auf 16,8% gesenkt. Daneben wurden die Dörries Scharmann Technologie GmbH sowie drei weitere kleinere Beteiligungen veräußert. Damit umfasst das Portfolio aktuell 30 Beteiligungen. Auf die zehn größten Beteiligungen entfielen zum Ende des Geschäftsjahres 2006/2007 84% des Portfoliowertes. Zuletzt wurde vermeldet, dass die DBAG zusammen mit ihrem Parallelfonds Funds V die ICTS Europe Holdings B.V. von der Fraport AG für 100 Mio. EUR übernehmen wird. ICTS ist europäischer Marktführer für das Erbringen von Sicherheitsdienstleistungen für Flughäfen und Fluglinien. Der Umsatz der Gesellschaft belief sich 2007 auf 320 Mio. EUR.

**Viertes Quartal schwächer**

Mit einem Konzernüberschuss von 136,5 Mio. EUR gelang der DBAG im abgelaufenen Geschäftsjahr wiederum ein Rekordergebnis. Allerdings wurde das vierte Quartal aufgrund des schwachen Aktienmarktes und der daraus folgenden Wertberichtigungen der Homag-Beteiligung mit einem Verlust beendet. Auch das erste Quartal verlief durch die Verwerfungen am Kapitalmarkt nicht erfreulich. Der Konzernverlust belief sich auf 21,7 Mio. EUR. Für das gesamte Geschäftsjahr peilt die Gesellschaft allerdings ein positives Ergebnis an. Gerade bei Beteiligungsunternehmen, die einen Buy-and-Sell-Ansatz verfolgen, leidet das Sentiment besonders in schwachen Börsenphasen, da Beteiligungen in diesen Zeiten nur mit deutlichen Abschlägen veräußert werden können.

**MBB Industries – Langfristiger Buy-and-Sell-Ansatz**

Die auf mittelständische Industrieunternehmen fokussierte Beteiligungsholding MBB Industries notiert seit Mai 2006 im Entry Standard. Auch wenn die Gesellschaft noch sehr jung ist, können die handelnden Personen schon auf ein 10-jähriges Engagement (seit 1995) im Beteiligungsgeschäft zurückblicken. Namentlich sind dies der Vorstandsvorsitzende Dr. Christof Nese-meier sowie Gert-Maria Freimuth.

MBB Industries ist eine Beteiligungsholding mit Schwerpunkt auf mittelständischen Industrieunternehmen mit nachhaltigen Wertsteigerungspotenzialen. Auch diese Holding hat dabei keinen bestimmten Branchenschwerpunkt. Die Gesellschaft spezialisiert sich auf Unternehmensgrößen zwischen 10 Mio. EUR und 50 Mio. EUR Umsatz und einer EBITDA-Marge von mehr als

10%. Die Unternehmen sollten mit ihren Produkten Markt-nischen besetzen. MBB konzentriert sich auf die mehrheitliche Beteiligung (> 75%) an Unternehmen und fokussiert sich bei ihrem Einstiegszeitpunkt auf ungelöste Nachfolgethemen, Finanzierungs- oder Ertragsprobleme sowie Teilveräußerungsabsichten in Konzernen. Die Beteiligungen erhalten neben Kapital den Zugang zu der Managementenerfahrung der Gesellschaft sowie einem umfassenden internationalen Netzwerk. Der Konzern verfolgt bei der Beteiligungsstrategie einen Buy-and-Sell-Ansatz, wobei keine bestimmten Haltefristen der Beteiligungen vorgegeben werden. Entscheidend ist, dass die Beteiligungen nachhaltige Erträge in Form von Ausschüttungen erwirtschaften. Ein Verkauf kommt angabegemäß nur dann in Frage, wenn ein potenzieller Erwerber einen Preis bietet, der nach Managementeinschätzung die Wertsteigerungspotenziale, die von MBB Industries umsetzbar wären, übersteigt. Dies bedeutet, die Gesellschaft möchte prinzipiell die Beteiligungsunternehmen über Jahre begleiten und entwickeln, bevor sich MBB mit einem Verkauf beschäftigt. Zielgröße sind insgesamt ein bis drei Beteiligungskäufe im Jahr, wobei das Management hier betont, dass das Ergebniswachstum im Vordergrund steht und die Anzahl neuer Beteiligungen sowie das Umsatzwachstum nur sekundär sind. Beteiligungskäufe können angabegemäß im Rahmen des Buy-and-Build-Ansatzes auch Ergänzungen zu schon bestehenden Unternehmen sein. Die Zielrendite für die Wertsteigerung liegt bei einem durchschnittlichen IRR von mehr als 30%.

MBB Industries AG (www.mbbindustries.com)			
ISIN	DE000A0ETBQ4	Investment-Fokus	
WKN	A0E TBQ	Industrieller deutscher Mittelstand ohne Fokussierung auf eine Branche	
Kurs (EUR)	8,22	Strategie	
AZ (Mio. St.)	6,6	Buy-and-Sell	
MCap (Mio. EUR)	54,3		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GJA 2006 (EUR)	0,59	Mitarbeiter im Konzern	1.840
GJA 2007e (EUR)	2,07	Mitarbeiter in Holding	7
KGV 2007e	4,0	Jahr der Gründung	1995
Div. 06 (EUR)	0,10	Jahr des Börsengangs	2006
Div. 07e (EUR)	0,30	Anzahl d. Beteil.	5
Div.-Rendite 07e	+3,6%	Ø Halte-dauer (in Jahren)	2
NAV* (Mio. EUR)	51,0	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	7,73	Delignit (80%)	
Premium/Discount	+6,4%	Reimelt Henschel (100%)	
52-Wo-Tief (EUR)	6,45	Hanke (100%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	9,28	OBO (100%)	
Po. in 52-Wo-Range	62,5%	Huchte-meier (80%)	
Performance 1 Jahr	+2,2%	relativ zu DAX	1,073
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

\* es handelt sich hierbei um den Buchwert des Eigenkapitals zum 31.12.07

Ende August 2007 verkündigte MBB den Erwerb der Reimelt Henschel Gruppe. Die 13 Einzelgesellschaften der Reimelt Henschel Gruppe mit Sitz in Rödermark stellen Einzelkomponenten und Anlagen zum Handling und zur Verarbeitung von pulverförmigen und flüssigen Rohstoffen für die Nahrungsmittel- und Chemieindustrie her. Die Unternehmensgruppe erwirtschaftet einen konsolidierten Umsatz von über 80 Mio. EUR. Reimelt ist mit seiner Verfahrenstechnologie Weltmarktführer in der Nahrungsmittelindustrie. Die Margen der erworbenen Gesellschaft dürften aktuell im Vergleich zum Konzern noch sehr gering sein.

MBB hat zudem einen Telexit aus ihrer langjährigen Beteiligung Delignit mittels einer Notierungsaufnahme im Open Market mit Einbeziehung in den Entry Standard der Frankfurter Börse vollzogen. Die Delignit AG entwickelt, fertigt und vertreibt ökologische Produkte und Systemlösungen auf Basis des



## „Im Einkauf liegt der Segen“

Im Gespräch mit *Smart Investor* erörtert **Dr. Christof Nesemeier**, Vorstandschef der MBB Industries AG, das aktuelle Umfeld für Akquisitionen und die Unterbewertung der Beteiligungsbranche.

**Smart Investor:** Grenzen Sie MBB doch bitte einmal von anderen Mittelstandsholdings ab.

**Nesemeier:** Im Gegensatz zu Wettbewerbern ist ein späterer Wiederverkauf eines Unternehmens ein wesentlicher Teil unseres Geschäftsmodells, ohne dass wir dafür einen festen Zeitrahmen vorsehen. Entscheidend ist vielmehr der erzielbare Verkaufspreis. Zum zweiten versuchen wir durch eine bestimmte Mindestgröße der Beteiligungen in Clustern zu wachsen – also lieber wenige große als allzu viele kleine Unternehmen. Zum dritten müssen wir beim Kauf davon überzeugt sein, Unternehmen unter ihrem tatsächlichen Wert einkaufen zu können – strategische Kaufpreise zahlen wir nicht.

**Smart Investor:** Wo suchen Sie derzeit nach Beteiligungskandidaten? Und wie viele Mittel haben Sie hierfür zur Verfügung?

**Nesemeier:** Unser Fokus liegt bei Industrieunternehmen im deutschsprachigen Raum, die einen Umsatz zwischen 10 und 100 Mio. EUR aufweisen. Zu den Mitteln: Die Liquidität des Gesamtkonzerns betrug zum Jahresende 26,9 Mio. EUR, hiervon hat die MBB Industries ca. 12 Mio. EUR für den Kauf neuer Unternehmen reserviert. Zusammen mit einer zugesagten Akquisitionslinie von 5 Mio. EUR verfügen wir somit über mindestens 17 Mio. EUR Equitymittel. Gleichzeitig ist der Konzern zum Jahresende 2007 nahezu unverschuldet, so dass wir uns in der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Lage als gut aufgestellt sehen.

**Smart Investor:** Wie beurteilen Sie das aktuelle Akquisitionsumfeld ganz allgemein?

**Nesemeier:** Es gibt drei Dimensionen: den Preis, die Anzahl der zum Verkauf stehenden Unternehmen und den Wettbewerb. Letzterer nimmt meiner Meinung nach ab, weil sich Geschäftsmodelle wie das unsrige nicht mehr so leicht refinanzieren lassen. Dies gilt sowohl für Kapitalmarktfinanzierungen und Private Equity als auch für die Fremdfinanzierung von Unternehmensübernahmen. Gleichwohl steigt die Zahl der zum Verkauf stehenden Unternehmen, weil entweder die guten Zahlen der vergangenen Jahre in die Kaufpreise einfließen sollen oder die Unternehmen nicht ausreichend für eine mögliche Konjunkturlaute gerüstet sind. Wachsendes Angebot und abnehmender Wettbewerb führen schon jetzt zu spürbar sinkenden Preisen, wobei wir meines Erachtens erst den Anfang dieser Entwicklung gesehen haben.

**Smart Investor:** Delignit war ja ein Meilenstein für MBB. Was erwarten Sie hier noch?

**Nesemeier:** Wir sind mit über 80% an der Delignit AG beteiligt und stellen den Aufsichtsrat. Der Börsengang war hier nur ein er-

folgreicher Zwischenschritt in einem schwierigen Börsenumfeld. Kapitalerhöhung und Umplatzierung konnten zugegeben nicht im gewünschten Maß ausgeführt werden. Es gibt allerdings sehr gute Gründe, die bestehende Beteiligung derzeit nicht zu verändern: Erstens kennen wir das Unternehmen sehr gut und haben es ja über Jahre entwickelt. Zweitens produziert Delignit einen Naturwerkstoff, die Produkte sind umweltfreundlich und die Produktion ist nahezu energieautark. Beides führt zu einer hohen Wettbewerbsfähigkeit auf einem wachsenden Markt und bietet reichlich Spielraum für Wertzuwächse.



Dr. Christof Nesemeier, Vorstandschef, MBB Industries AG

**Smart Investor:** Ihr KGV liegt auf Basis der für 2008 geschätzten Gewinnplanung bei 5, das Cash noch gar nicht mit einbezogen. Woher kommt diese Unterbewertung?

**Nesemeier:** Das frage ich mich manchmal auch, und deshalb hat das MBB-Management auch seit letztem Jahr Aktien zugekauft. Es gibt meines Erachtens wesentliche Gründe, die nicht nur für MBB zutreffen. MBB ist ein Small Cap bezogen auf den Free Float, die Anleger bevorzugen in der aktuellen Situation aber liquidere Aktien. Zudem sind Beteiligungsgesellschaften derzeit nicht en vogue, hier mag der starke Kursverfall bei ausgewählten Beteiligungsgesellschaften Auswirkungen haben.

**Smart Investor:** Letzte Frage: Ihr Ziel einer 30%-Steigerung des NAV pro Jahr scheint sehr ambitioniert zu sein.

**Nesemeier:** Das ist so nicht ganz richtig. Unser Ziel ist eine Rendite von mindestens 30% pro Jahr auf das für den Kauf von Unternehmen eingesetzte Eigenkapital. Diese Benchmark konnten wir in der Vergangenheit regelmäßig übertreffen, worauf die gute finanzielle Ausstattung des Konzerns und eine steigende Dividende zurückzuführen ist.

**Smart Investor:** Herr Dr. Nesemeier, Ihre Aktionäre werden es Ihnen danken. ■

Interview: Tobias Karow



natürlichen und nachhaltigen Holzwerkstoffs Delignit. Die Produkte werden u. a. als Einbausystem bei Nutzfahrzeugen, für schusssichere Lösung in der Sicherheitstechnik oder als Innovation in Formel 1-Fahrzeugen eingesetzt. Im Zuge der allgemeinen Zurückhaltung am Kapitalmarkt verlief der Börsengang allerdings recht enttäuschend. Der Emissionspreis lag am unteren Ende der Spanne von 8 EUR bis 10 EUR, von den 3,094 Mio. angebotenen Aktien konnten lediglich 0,81 Mio. platziert werden. Allerdings beläuft sich der Anteil von MBB nun immer noch auf fast 80%. MBB ist in der komfortablen Situation, dass man das erhoffte Geld aus dem IPO der Delignit zum aktuellen Zeitpunkt nicht unbedingt benötigt. Zum einen wurde mit der Reimelt Henschel Gruppe ein Unternehmen gekauft, welches in der nächsten Zeit Managementkapazitäten in Anspruch nehmen wird, zum anderen verfügt MBB über liquide Mittel von über 10 Mio. EUR, Kreditlinien bei Banken und den Delignit-Aktien als mögliche Akquisitionswährung. Der Aktienkurs von Delignit liegt allerdings aktuell bei lediglich 6,20 EUR und damit deutlich unter dem Ausgabekurs.

Der Umsatz belief sich 2007 auf 113,6 Mio. EUR nach 62,9 Mio. EUR 2006. Deutlich überproportional konnte in diesem Zeitraum

der Jahresüberschuss von 3,9 Mio. EUR auf 13,7 Mio. EUR zulegen. Dies entspricht einem Ergebnis von 2,07 EUR pro Aktie. Für 2008 plant die Gesellschaft Umsatzerlöse auf Basis des aktuellen Portfolios von 180 Mio. EUR. Das Ergebnis pro Aktie soll bei ca. 1,65 EUR liegen. Die MBB-Aktie ist unseres Erachtens derzeit günstiger bewertet als beispielsweise die Aktien von Indus und Gesco. Allerdings sind wir der Ansicht, dass das Risikoprofil dieser Aktie auch höher ist als das der beiden großen auf den Buy-and-Hold-Ansatz fokussierten Gesellschaften.

## Greiffenberger AG – Die familiengeführte Industrie-Holding

Bei der Greiffenberger AG handelt es sich um eine Holding, die Beteiligungen an industriellen Unternehmen der Old Economy hält, die sich in ihren Branchen auf attraktive Teilmärkte spezialisiert haben. Die Gesellschaft hat ihren Sitz in Marktredwitz, die Verwaltung ist in Augsburg angesiedelt. Stefan Greiffenberger ist der alleinige Vorstand der Gesellschaft und Nachfolger seines Vaters, der das Unternehmen gegründet hat. Bereits seit 1986 ist die Gesellschaft börsennotiert, allerdings im Geregelt Markt, wo die Publizitätspflichten weniger streng sind. Rund zwei Drittel der Anteile befinden sich im Besitz der Familie Greiffenberger, 15% werden von einem weiteren Großaktionär gehalten, der Free Float liegt bei lediglich 24%. Damit weist die Greiffenberger AG selbst die qualitative Definition für Mittelstandsunternehmen auf.

Greiffenberger AG (www.greiffenberger.de)			
ISIN	DE0005897300	Investment-Fokus	
WKN	589 730	mittelständische Industrieunternehmen, technologisch auf anspruchsvolle Nischen dreier Wachstumsmärkte fokussiert	
Kurs (EUR)	82,00	Strategie	
AZ (Mio. St.)	0,44	Entwicklung der bestehenden Beteiligungen	
MCap (Mio. EUR)	36,1	GjA 2006 (EUR)	10,79
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	GjA 2007e (EUR)	15,00
		KGV 2007e	5,5
		Div. 06 (EUR)	0,00
		Div. 07e (EUR)	0,00
		Div.-Rendite 07e	0,0 %
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	n.ber.	ABM Greiffenberger GmbH, Marktredwitz	100,0%
Premium/Discount	n.ber.	J.N. Eberle & Cie. GmbH, Augsburg	100,0%
52-Wo-Tief (EUR)	79,90	BKP Berolina Polyester GmbH & Co. KG, Berlin	75,0%
52-Wo-Hoch (EUR)	148,25		
Po. in 52-Wo-Range	8,0%		
Performance 1 Jahr	-3,6%	relativ zu DAX	1,012
Performance 5 Jahre	+290,5%	relativ zu DAX	1,537
Performance 8 Jahre	+17,1%	relativ zu DAX	1,307



Mit Delignit hat MBB eine echte „Holz-Perle“ im Portfolio. Foto: Tobias Karow

## Übersichtliches Portfolio

Das aus aktuell drei Beteiligungen bestehende Portfolio der Holding ist in den vergangenen Jahren nicht gewachsen. Die letzte Akquisition stammt aus dem Jahr 1999. Es ist derzeit auch nicht geplant, das Portfolio weiter auszubauen. Stattdessen setzt die Greiffenberger AG auf organisches Wachstum ihrer drei Beteiligungen durch den kontinuierlichen Ausbau der Internationalisierung in Vertrieb und Beschaffung. Die Gesellschaft entwickelte sich also entsprechend organisch mit ihren Beteiligungen. Allerdings musste 2006 die Tochtergesellschaft Wiessner Insolvenz anmelden, ein Anbieter für lufttechnische Anwendungen, vor allem für die Papier-, Textil-, Nahrungsmittel- und Tabakindustrie. Somit hat sich die Anzahl der Portfoliounternehmen reduziert.

Teil der Strategie der Greiffenberger AG ist es, dass die Geschäftsführer der jeweiligen Führungsgesellschaften ebenfalls die volle Ergebnisverantwortung für ihre Teilkonzerne haben, wodurch die Flexibilität und Selbstständigkeit der Unternehm-



# „Das Umfeld ist unverändert sehr robust“

Im Gespräch mit Smart Investor zeigt sich **Stefan Greiffenberger**, Alleinvorstand der Greiffenberger AG, irritiert über den Käuferstreik der Anleger, und legt das Wachstumsprofil des Konzerns dar.

**Smart Investor:** Warum wurde die Greiffenberger-Aktie in den letzten Monaten eigentlich in „Sippenhaft“ genommen?

**Greiffenberger:** Ich denke, es gibt im Moment einen gewissen Käuferstreik. Wo auch immer Sie heute hinhören, ob bei Anlegern oder wenn Leute von Fondsgesellschaften interviewt werden, dann sprechen alle davon, das Pulver trocken zu halten. Kleine Werte werden in der jetzigen Phase einfach zur Seite gelegt, die niedrigen Aktienumsätze bestätigen mich in diesem Gefühl.

**Smart Investor:** Lassen Sie sich denn von dem Abgabedruck, der derzeit herrscht, beeindrucken? Ihr Unternehmen – oder auch Sie selbst, als Unternehmer?

**Greiffenberger:** Eigentlich nur wenig. Man muss es zweiteilen: Wir sind beeindruckt darüber, was eine Finanzmarktkrise auslösen kann, und das gilt ganz allgemein. Wir sind ja nicht die einzigen Firmen, die keine schlechteren Meldungen als vor einem halben Jahr abgeben und trotzdem vom Markt heruntergeprügelt werden. Auf der anderen Seite bin ich etwas negativ davon beeindruckt, wie stark offenbar alle Akteure meinen, dass dieses Gesamtszenario auf die Zahlen usw. der entsprechenden Werte wie uns durchschlagen soll. Denn nur so kann man ja diese Kurse überhaupt nachvollziehen.

**Smart Investor:** Wenn Sie es schon ansprechen, vielleicht könnten Sie das Branchenumfeld kurz beschreiben.

**Greiffenberger:** Also, ich sehe keinerlei Anzeichen für ein Nachlassen unserer Zielbranchen. Wir sehen an den Zahlen, dass es weder bei der Antriebstechnik oder der Metallverarbeitung, wo wir ja mit den Sägeblättern dranhängen, noch bei der Kanalsanierung irgendwelche Rückschläge gibt. Das ganze Umfeld ist unverändert sehr robust. Alle Zahlen der realen Wirtschaft gehen in die richtige Richtung, nur erwarten alle, dass die Finanzweltturbulenzen dort durchschlagen werden. Bis dato kann ich das aber überhaupt nicht nachvollziehen.

**Smart Investor:** Ist denn aber die Fokussierung auf drei Nischenmärkte nicht riskant?

**Greiffenberger:** Ich halte die drei Nischen, in denen wir zurzeit tätig sind, nicht für risikoreich als solche. Insofern glaube ich nicht, einer der drei Bereiche könnte sich so schlecht entwickeln, dass es deswegen für die anderen problematisch würde. Wir haben überall, wo wir tätig sind, nachhaltige Marktpositionen aufgebaut und heben uns ja auch von den großen Mengenherstellern sehr gut ab. Und zwar nicht, weil wir lieber und netter zu unseren Kunden sind, sondern weil wir uns technologisch in Bereiche hineinbewegt haben, wo wir unseren Kunden andere Dinge bieten,

als dies andere in diesen Branchen tun können. Daher sind die Markteintrittsbarrieren relativ hoch. Insofern sehe ich uns da gut aufgestellt.

**Smart Investor:** Gibt es denn eigentlich Pläne für ein viertes Standbein?

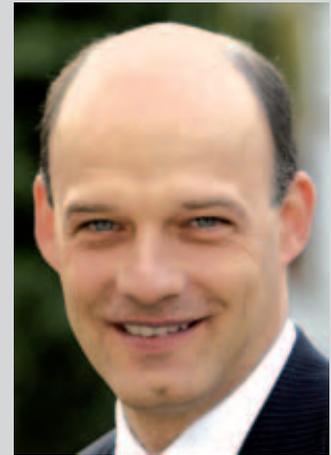
**Greiffenberger:** Wir wollen entweder über Zukäufe wachsen oder aber über massive interne Investitionen, aber dann innerhalb der drei Bereiche. Wo wir sicher überdurchschnittlich wachsen werden, ist der Bereich Kanalsanierung. Bereits involviert in Sanierungsvorhaben sind wir unter anderem in Polen, Dänemark, der Schweiz und Japan. Im Sägeblatt-Bereich werden wir deswegen wachsen, weil weltweit der Markt für anspruchsvolle Metallverarbeitung wächst. Wir sind hier ja auch weltweit tätig, mit einer Exportquote von 90%. Hier wird sich China sehr stark entwickeln, aber auch Osteuropa. In der Logistiksparte glauben wir auch an Wachstum, z. B. im Bereich Antriebe für Gabelstapler. Wir werden weiter wachsen über das Segment Windkraft, einen für uns ganz neuen Bereich. Hier produzieren wir die Antriebstechnik für Windräder. Natürlich nicht für die ganz großen, sondern die ganze Peripherie drum herum, die nötig ist, um die Blätter in den Wind zu stellen und auch das ganze Windrad in sich zu verstellen. Technologie übergreifend erwarten wir uns einiges vom Sinochron-Motor, der eine sensorlose und damit sehr günstige Regelungslösung besitzt.

**Smart Investor:** Eine Frage zum EBIT: Das liegt irgendwo im Bereich von 10%. Gibt es da eine Zielmarke, oder ist das bereits das Niveau, das Sie auf Jahre hinaus konsolidieren wollen?

**Greiffenberger:** Die langfristige Zielsetzung lautet eher, die aktuelle Marge von 10% auch dann langfristig durchzuhalten, wenn die Konjunktur mal etwas schwächer ist. Permanent die 10% zu erreichen, und nicht nur in guten Jahren, scheint mir schon ein ansprechendes Ziel. Das heißt aber umgekehrt auch, diese Marke in guten Jahren deutlich übertreffen zu wollen.

**Smart Investor:** Vielen Dank für das Gespräch. ■

Interview: Tobias Karow



Stefan Greiffenberger,  
Alleinvorstand, Greiffenberger AG



men gewahrt bleiben. Die Greiffenberg AG legt mit den Geschäftsführern die strategische Ausrichtung der jeweiligen Tochterunternehmen fest und unterstützt sie in den Bereichen Finanzierung, Controlling, Recht und Steuern.

**Eine Frage der Phantasie**

Voraussichtlich hat die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr ein Ergebnis pro Aktie von etwa 15 EUR nach 10,79 EUR (fortgeführte Bereiche) erwirtschaftet. Dabei ist zu beachten, dass in diesen 15 EUR ein Sonderertrag aus der Unternehmenssteuerreform von 6 EUR enthalten ist. Den Free Float von lediglich 24% sowie die u. a. daraus resultierende geringe Liquidität sehen wir sehr skeptisch. Auf der anderen Seite garantiert die hohe Beteiligung der Familie Greiffenberg sowie die Leitung durch ein Mitglied der Familie eine Konstanz in der Geschäftsführung, wobei die Abhängigkeit von einem alleinigen Vorstand ebenfalls gewisse Risiken beinhaltet. Zwar erscheint die Aktie mit einem geschätzten KGV von 4 günstig, das Geschäftsmodell, die Stärkung und Weiterentwicklung der Tochtergesellschaften, hat mit der Insolvenz von Wiessner aber Kratzer bekommen und belastet das Sentiment in der Aktie. Die Gesellschaft wird auch für das Geschäftsjahr 2007 keine Dividende ausschütten, da die Eigenkapitalbasis gestärkt werden soll. Die Eigenkapitalquote liegt derzeit bei ca. 20%. Insgesamt fehlt uns in dem Titel die für Beteiligungsunternehmen typische Wachstumsfantasie in Folge von Zukäufen.

**Surikate Mittelstands AG – Ein Newcomer an der Börse mit großen Zielen**

Bei der Surikate Mittelstands AG mit Sitz in Bad Rothenfelde handelt es sich um eine recht junge Gesellschaft am Kapitalmarkt. Erst seit Ende Oktober 2007 ist die Aktie im Entry Standard notiert. Dem Vorstand der im März 2004 gegründeten Gesellschaft gehören Frank Kahle, zuständig für Finanz- und Rechnungswesen, Controlling, Kapitalbeschaffung, Steuern und Investor Relations, Stefan Leutloff, zuständig für Übernahmen, Marketing, IT, Unternehmensanalysen und Risikomanagement, und Gerhard Störmer, zuständig für Technik, Vertrieb, Investitionen, Verhandlungen und Business Development, an. Insgesamt halten die Vorstandsmitglieder über 75% der Aktien.

**Profitable Mittelständler im Blick**

Die Surikate AG verfolgt ebenfalls einen Buy-and-Hold-Ansatz. Auch Übernahmen von risikoreichen Sanierungsfällen schließt die Gesellschaft aus. Stattdessen fokussiert sich die Surikate

Mittelstands AG auf profitable mittelständische Firmen, die in zukunftsgerichteten Nischen agieren und dort eine starke Marktstellung innehaben. Die Gesellschaft verfolgt dabei keinen Branchenfokus, sondern diversifiziert das Portfolio in dieser Hinsicht bewusst. Übernahmerelevant sind in erster Linie Unternehmen mit einem Umsatz oberhalb von 15 Mio. EUR und mehr als 100 Mitarbeitern. Die Unternehmen werden dabei zu 100% übernommen. Bevorzugte Investmentregionen sind Deutschland, Österreich und die Schweiz. Ziel der Surikate Mittelstands AG ist es, alle wirtschaftlichen Kennzahlen der erworbenen Gesellschaften stetig zu verbessern und auf diesem Wege das Renditepotenzial mittel- bis langfristig zu heben. In der Praxis geschieht dies durch Optimierung der Produktionsprozesse sowie durch intensive Beratung des Managements in Bereichen wie Finanzen, Marketing oder Personal. Dem Management von übernommenen Gesellschaften unterliegt also auch unter dem Dach der Surikate AG weiterhin die operative Leitung, um die Entscheidungsfreiheit und Selbstständigkeit der Unternehmen zu gewähren.

Surikate Mittelstands AG (www.surikate.de)		Investment-Fokus	
ISIN	DE000A0LR4W7	Nischenplayer im produzierenden Gewerbe	
WKN	AOL R4W	Strategie	
Kurs (EUR)	6,44	Buy and build	
AZ (Mio. St.)	2,9		
MCap (Mio. EUR)	18,7		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	0,51	Mitarbeiter im Konzern	320
GjA 2007e (EUR)	0,70	Mitarbeiter in Holding	5
KGV 2007e	9,2	Jahr der Gründung	2006
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2007
Div. 07e (EUR)	0,20	Anzahl d. Beteil.	4
Div.-Rendite 07e	3,1%	Ø Haltedauer (in Jahren)	3,5
NAV* (Mio. EUR)	25,6	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	8,83	Schmöle GmbH (90,6%; 100%)	
Premium/Discount	-27,0%	Surikate Immobilien KG (16,1%; 100%)	
52-Wo-Tief (EUR)	6,00	LTH System Berlin GmbH (7,5%; 100%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	8,46	Karosseriew. Weinsb. GmbH(17,9%; 100%)	
Po. in 52-Wo-Range	17,9%		
Performance 1 Jahr	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

\*) z.B. es handelt sich hierbei um den NAV, der bei Produktionsgesellschaften nach dem Ertragswert und bei der Immobiliengesellschaft nach dem Substanzwert ermittelt wurde (Angabe der Gesellschaft)

Das Beteiligungsportfolio der Surikate Mittelstands AG umfasst derzeit drei operativ tätige Unternehmen. Die Unternehmen produzieren dabei u. a. Struktur- und Außenhautteile für Kleinserienfahrzeuge, Wärmetauscherkomponenten für Kraftwerke, Chemiewerke und Solaranlagen sowie Sonderschaltzchränke und Gehäuse für die Bahn- und Elektroindustrie. Die Strategie sieht vor, das Beteiligungsportfolio um jährlich ein bis zwei Unternehmen auszubauen. Auf lange Sicht traut sich der Vorstand ein Portfolio mit 15 bis 20 Gesellschaften zu. Für das laufende Geschäftsjahr beläuft sich das Budget für Firmenkäufe auf 20 Mio. EUR. Wir können uns vorstellen, dass die Gesellschaft in den nächsten Wochen diesbezüglich Vollzug vermelden wird.

**Stattliche Steigerungen**

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 konnte die Gesellschaft den Konzernjahresüberschuss um über 50% auf ca. 2,3 Mio. EUR steigern. Für 2008 erwartet der Vorstand in seinen konservativen Planungen eine Steigerung der Umsatzerlöse im Bereich von 2% bis 3% bei einer Verdoppelung des Konzernjahresüberschusses. Die Gesellschaft bereitet sich aktuell auf eine Notierungsaufnahme im Prime Standard vor. 2008 wird es bereits Quartalsberichte nach IFRS geben. Die Gesellschaft verfolgt unseres Erachtens einen sehr konservativen Ansatz bei

der Erweiterung des Portfolios, der auf nachhaltiges Wachstum ausgerichtet ist, was wir als positiv ansehen. Zu beachten ist die geringe Liquidität in der Aktie.

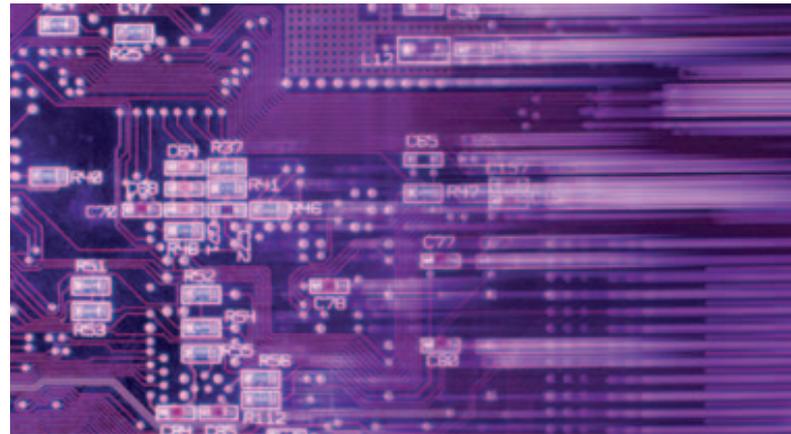
### Deutsche Technologie Beteiligungen AG – Der Exot mit Fokus auf Technologieunternehmen

Die Deutsche Technologie Beteiligungen AG (DeTeBe) mit Sitz in Gräfelfing bei München unterscheidet sich von den anderen hier vorgestellten Beteiligungsunternehmen u. a. in Bezug auf den Investmentfokus und vor allem in der Größe. Wie der Name der Gesellschaft bereits vermuten lässt, beteiligt sich diese Gesellschaft mehrheitlich an mittelständischen Technologie- und Wachstumsunternehmen. Gegründet wurde DeTeBe im Jahr 2004, seit Mitte Juni 2007 ist sie im Entry Standard notiert. 83,6% der Anteile werden von der Equity A Beteiligungs GmbH, einer 100%igen Beteiligung der U.C.A. gehalten, 7,3% entfallen auf den Vorstand und die Familie, nur 9,1% der Anteile befinden sich im Streubesitz. Der Umsatz der Gesellschaft dürfte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr auf lediglich ca. 1,2 Mio. EUR belaufen haben. Geleitet wird die Gesellschaft derzeit von Stefan Thoma, einem studierten Volkswirt, der zuletzt als Direktor bei U.C.A. tätig war.



Die Unternehmen, an denen sich DeTeBe beteiligt, sind ebenfalls sehr klein. Die Umsätze der fünf Beteiligungen, die aktuell zum Beteiligungsportfolio zählen, reichen dabei, auf Basis von Schätzungen für 2007, von 1,8 Mio. EUR bis 8,6 Mio. EUR. Unternehmen, an denen sich DeTeBe beteiligt, müssen über intakte Strukturen verfügen, bereits profitabel im Markt tätig sein und ein hohes Wachstumspotenzial bei Umsatz und Gewinn aufweisen. Auf Grund der geringen Größe der Zielgesellschaften sind die Investitionen ebenfalls sehr gering und liegen deutlich unter 1 Mio. EUR. DeTeBe investiert dabei ausschließlich eigenes Kapital. Auf Akquisitionsfinanzierungen, Bürgschaften und Banken wird bei den Transaktionen verzichtet. Das Kapital steht den Unternehmen langfristig zur Verfügung und stärkt die Bonität und die Finanzkraft der Unternehmen. Durch die zur Verfügung gestellten Mittel überbrückt die DeTeBe oftmals Finanzierungslücken, um Aufträge vorzufinanzieren oder niedrige, den Arbeitsablauf störende Lagerbestände zu erhöhen.

Erträge generiert die Beteiligungsgesellschaft dabei durch Veräußerungen von Anteilen, Gewinnausschüttungen sowie Zinsen aus der Gewährung von Gesellschafterdarlehen. Dabei wird



Technologie ist ein schnelllebiges Geschäft.

aber gleichzeitig betont, dass man nicht auf den Verkauf von Anteilen angewiesen ist und Verkäufe nur in enger Abstimmung mit der Gesellschaft und ihren Altgesellschaftern erfolgen. Die DeTeBe selbst wächst auf der einen Seite mit ihren bestehenden Beteiligungen, auf der anderen Seite durch die stetige Erweiterung des Portfolios. Dabei werden auch die bereits bestehenden Beteiligungen bei Akquisitionen unterstützt. Das Beteiligungsmodell der DeTeBe wahrt trotz Mehrheitsbeteiligung die Eigenständigkeit der Unternehmen. Man stellt keine eigenen Geschäftsführer und beteiligt sich grundsätzlich nur in enger Abstimmung mit dem bestehenden Management. Die Unabhängigkeit ermöglicht den Unternehmern schnelle unternehmerische Entscheidungen, schafft Kontinuität und ist Grundlage für eine vertrauensvolle und erfolgreiche Zusammenarbeit.

Deutsche Technologie Beteiligungen AG (www.detebe.com)			
ISIN	DE0006637069	Investment-Fokus	
WKN	663 706	Beteiligungen an mittelständischen Technologie- und Wachstumsunternehmen	
Kurs (EUR)	2,55	Strategie	
AZ (Mio. St.)	3,3	Buy-and-Sell	
MCap (Mio. EUR)	8,4		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	0,09	Mitarbeiter im Konzern	- - -
GjA 2007e (EUR)	0,12	Mitarbeiter in Holding	4
KGV 2007e	21,3	Jahr der Gründung	2004
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2007
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	5
Div.-Rendite 07e	0,0%	Ø Haltedauer (in Jahren)	2
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	n.ber.	Plan Optik AG (30,9%)	
Premium/Discount	n.ber.	InterCard AG (46,8%)	
52-Wo-Tief (EUR)	2,30	Frank Optic Products GmbH (51%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	4,58	Climasol GmbH (51%)	
Po. in 52-Wo-Range	11,0%	Caesar Datensysteme GmbH (51%)	
Performance 1 Jahr	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

### Ergebnissteigerung absehbar

Aktuell hält DeTeBe Anteile an fünf Unternehmen. Die Beteiligungsquoten liegen dabei zwischen 31% und 51%. Mit der Plan Optik AG (Marktkapitalisierung 11,6 Mio. EUR) und der InterCard Informationssystem AG (Marktkapitalisierung 3,9 Mio. EUR) sind zwei dieser Beteiligungen ebenfalls an der Börse notiert. Zuletzt hat DeTeBe ihre 52,5%ige Beteiligung an der Bautech GmbH veräußert. Der Gesellschaft floss angabegemäß ein Veräußerungsgewinn von ca. 2,2 Mio. Euro zu. Damit verfügt das Unternehmen über freie Mittel von ca. 5 Mio. Euro, die für neue Beteiligungen und Ausschüttungen genutzt werden. Nach den am 4. März veröffentlichten vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2007 belief sich der Umsatz auf 1,38 Mio. EUR, das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit auf 0,73 Mio. >>

EUR und der Jahresüberschuss auf 0,4 Mio. EUR. Für das laufende Geschäftsjahr zeichnet sich nach Angaben der Gesellschaft durch den Verkauf des Anteils an der Bautest GmbH eine deutliche Ergebnissteigerung ab.

Der Börsenkurs des MicroCaps hat sich seit dem Börsengang in einem schwachen Marktumfeld fast halbiert. Zu dieser negativen Kursentwicklung dürften zusätzlich aber auch die geringe Größe der Gesellschaft sowie entsprechend die Marktkapitalisierung, die aktuell unter 8 Mio. EUR liegt, und die kaum vorhandene Liquidität beigetragen zu haben. Wir sehen ein Investment in diesen Titel als risikoreich an.



Runners Point – eine einträgliche GBK-Beteiligung.

## GBK Beteiligungen AG – Die „Börsen-Tür“ zur HANNOVER FINANZ

Die GBK Beteiligungen AG mit Sitz in Hannover wurde bereits 1969 gegründet und notiert seit 2002 an der Börse. Seit dem 1. April 2002 wird die Gesellschaft über einen bis 2012 laufenden Geschäftsbesorgungsvertrag von der Hannover Finanz GmbH betreut. Gemeinsam mit anderen von der Hannover Finanz GmbH gemanagten Fondsgesellschaften werden Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen im Rahmen von Expansionsfinanzierungen, Nachfolgeregelungen durch MBO/MBI, Komplettverkäufen oder Owners Buyout, Spin-offs oder im Rahmen der Börsenvorstufe eingegangen. Der Diplomkaufmann Christoph Schopp ist seit dem 1. Juli 2006 Vorstand der GBK Beteiligungen AG. Zuvor war er Prokurist bei der Hannover Finanz GmbH sowie innerhalb der Hannover Finanz Gruppe Projektleiter für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen.

### Beteiligung um die Ecke

Die GBK bietet dem Anleger die Möglichkeit, sich über die Börse an den Aktivitäten der Hannover Finanz zu beteiligen. Die



GBK Beteiligungen AG (www.gbk-ag.de)			
ISIN	DE0005850903		
WKN	585 090		
Kurs (EUR)	5,00	Investment-Fokus	
AZ (Mio. St.)	6,8	Nicht börsennotierte Mittelständler ohne dabei einen Branchenfokus zu verfolgen	
MCap (Mio. EUR)	33,8	<b>Strategie</b>	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Parallel-Invest mit HANNOVER Finanz bei Nachfolgeregelungen/Expansionsfinanzng.	
GJA 2006 (EUR)	0,44	Mitarbeiter im Konzern	n.a.
GJA 2007e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter in Holding	n.a.
KGV 2007e	n.ber.	Jahr der Gründung	1969
Div. 06 (EUR)	0,20	Jahr des Börsengangs	2002
Div. 07e (EUR)	k.A.	Anzahl d. Beteil.	26
Div.-Rendite 07e	n.ber.	Ø Haltedauer (in Jahren)	3,9
NAV* (Mio. EUR)	48,0	<b>Größte Beteiligungen</b>	
NAV / Aktie* (EUR)	7,11	Runners Point Warenhandels GmbH	
Premium/Discount	-29,7%	Schrack Technik International GmbH	
52-Wo-Tief (EUR)	4,90	Büsing & Fasch GmbH & Co. KG	
52-Wo-Hoch (EUR)	6,80	Henkelhausen Holding GmbH	
Po. in 52-Wo-Range	5,3%	Keymile International GmbH	
Performance 1 Jahr	-19,4%	relativ zu DAX	0,846
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

\*) Voraussichtliches Ergebnis eines von GBK beauftragten Wirtschaftsprüfer; Angabe bezieht sich auf den geschätzten fairen Wert des Eigenkapitals; nicht Buchwert des Eigenkapitals

Hannover Finanz selbst hält rund 50 Beteiligungen bei 625 Mio. EUR Assets under Management. Die GBK agiert dabei, gemeinsam mit anderen von der Hannover Finanz verwalteten Fonds, als Co-Investor, wodurch sich die Gesellschaft auch an Transaktionen beteiligen kann, die sie aus eigener Kraft nicht realisieren könnte. Dabei muss sich die GBK allerdings keineswegs an jeder von der Hannover Finanz eingefädelteten Transaktion beteiligen. Bei ihren Engagements zielt die GBK auf Mittelständler aus dem deutschsprachigen Raum ab, die in strukturell gesunden, stabilen und wachsenden Branchen tätig sind. Des Weiteren spielen angabegemäß die Qualität des Managements sowie zukünftige Ertragsaussichten eine wichtige Rolle bei der Auswahl der Beteiligungen. Einen Fokus auf bestimmte Sektoren gibt es nicht, wodurch die Risikostreuung recht hoch ist. Die Zielunternehmen sollten im Zeitpunkt der Beteiligung einen Jahresumsatz von mindestens 20 Mio. EUR erwirtschaften. Im Einzelfall beträgt das Investment bis zu 5 Mio. EUR. Mitte 2007 erfolgte eine Kapitalerhöhung, in deren Verlauf der Gesellschaft Mittel in Höhe von 13,7 Mio. EUR zugeflossen sind. Der Vorstand sieht Potenzial für Beteiligungen an vier bis acht neuen Unternehmen im Jahr. Aktuell umfasst das Beteiligungsportfolio 25 Unternehmen. Ihre Erträge generiert die Beteiligungsgesellschaft dabei überwiegend aus Veräußerungserlösen sowie Zinserträgen aus der Mezzanine-Finanzierung und Dividenden.

### Bewegung im Portfolio

2007 ist die Gesellschaft zwei neue Beteiligungen eingegangen. Mitte März 2007 erfolgte ein Teilexit aus der im Bereich Gewerbeimmobilien tätigen Polis AG über ein IPO. Aktuell hält GBK noch 2% an der Gesellschaft. Des Weiteren hat die GBK Aktien an der börsennotierten aleo solar AG veräußert. Hier beträgt die Beteiligungsquote aktuell 0,4%.

Mit einem starken Partner im Rücken kann sich die Gesellschaft trotz ihrer relativ geringen Finanzkraft auch an größeren und unseres Erachtens damit eher risikoärmeren Investments im Mittelstand beteiligen. Die Investmentansätze, die die Gesellschaft dabei verfolgt, wie breite Diversifikation, gesunde, etablierte Unternehmen, mindern das Risikoprofil zusätzlich. Die im Zuge der Kapitalerhöhung zugeflossenen Mittel bilden eine gute Basis für den weiteren Ausbau des Portfolios. Allerdings sollten Investoren auch bei diesem Wert berücksichtigen, dass die Gesellschaft lediglich im Freiverkehr gelistet und die

Marktkapitalisierung gering ist. Im Rahmen des schlechten Börsenumfeldes musste die Gesellschaft Wertabschreibungen auf einige börsennotierte Beteiligungen vornehmen.

#### Fazit

Wer eine Möglichkeit sucht, in den deutschen Mittelstand, Rückgrat unserer Wirtschaft, zu investieren, dem bieten die hier vorgestellten Mittelstandsholdings eine gute Möglichkeit dazu. Dabei sollte allerdings berücksichtigt werden, dass es trotz des gemeinsamen Fokus diverse Unterschiede zwischen diesen Gesellschaften gibt. Diese Unterschiede haben Einfluss auf das Risiko-profil der einzelnen Werte und sollten daher bei den Anlageentscheidungen nicht vernachlässigt werden. Dazu zählen die Größe der Gesellschaft, der Track Record, die Transparenzanforderungen (Publizitätspflichten), der Anlagehorizont, die Dividendenrendite und auch die Liquidität an der Börse.

Unseres Erachtens bieten hier Investments in Gesco und Indus für risikoaverse Anleger die interessanteste Möglichkeit. Das Geschäftsmodell ist auf eine Buy-and-Hold-Strategie ausgerichtet, was kontinuierliche Steigerungen der Ergebnisse mit sich bringt. Kursfantasie kommt bei diesen Unternehmen nicht aus den Exits, die in schwierigen Börsenzeiten enttäuschend ausfallen können. Das Geschäftsmodell der Unternehmen hat sich über Jahre hinweg solide entwickelt, die Dividendenrendite ist hoch und die Bewertung niedrig. Nicht zuletzt erfüllen Gesco und Indus die höchsten Transparenzanforderungen und wei-

sen eine relativ hohe Liquidität auf. Von der Geschäftsstrategie ähnlich präsentiert sich die Surikate Mittelstands AG. Allerdings fehlt es der Gesellschaft aktuell aufgrund der jungen Börsenhistorie und der geringen Größe an Bekanntheit. Mit einem Wechsel in den Prime Standard, der angabegemäß in Planung ist, könnte die Gesellschaft auch für eine breitere Masse an Anlegern interessant werden.

MBB Industries erscheint mit Blick auf das KGV sehr günstig bewertet. Allerdings hat das Sentiment in der Aktie durch den nicht nach Wunsch verlaufenden Exit bei Delignit gelitten. Darunter könnten in einem schwachen Marktumfeld auch die DBAG, die GBK und die DeTeBe leiden, da diese ebenfalls eine Strategie verfolgen, zu der ein Exit zählt. Die Aktien von MBB und DeTeBe notieren zudem im Entry Standard, einem Segment mit sehr geringen Publizitätsanforderungen, das unseres Erachtens daher nur für professionelle Anleger interessant ist. Zudem musste dieses Segment seit Bestehen einige Pleiten und Skandale von Indexmitgliedern verkraften, was das Sentiment in Aktien aus diesem Marktsegment allgemein deutlich belastet. In Folge dessen hat sich der Entry Standard-Index im Vergleich zum Prime Standard merklich schlechter entwickelt. Die Aktie der GBK ist sogar nur im Freiverkehr notiert, einem Segment mit noch geringeren Transparenzanforderungen, als der Entry Standard sie verlangt. Die geringe Größe der DeTeBe und der fehlende Track Record stellen zudem Faktoren dar, die gewisse Risiken bei einem Investment in diesen Wert bergen. ■

Anzeige

# Auf der Suche nach russischen Wachstumswerten?

## Reden Sie zuerst mit der KREMLIN AG

Als Beteiligungsgesellschaft mit einem mittel- bis langfristigen Anlagehorizont investiert die KREMLIN AG in stark unterbewertete Unternehmen aus der zweiten und dritten Reihe des russischen Aktienmarkts sowie anderer emerging markets der ehemaligen GUS. Mit ihrem fokussierten und in Deutschland einmaligen Investmentansatz ist es der KREMLIN AG gelungen, für ihre Aktionäre eine attraktive Performance zu erwirtschaften. Investieren Sie mit uns in diese wachstumsstarken Aktienmärkte und profitieren Sie dabei von der langjährigen Erfahrung unserer Russland-Experten. Die KREMLIN AG ist im Geregelteten Markt Hamburg sowie im Freiverkehr der Börsen Frankfurt, München und Berlin-Bremen notiert. WKN: 513350

**KREMLIN**


# Der Unternehmenssanierer – das bessere Geschäftsmodell?

*Eine Einführung in die Thematik*

*Gastbeitrag von Peter-Thilo Hasler, VISCARDI AG*

Börsennotierte und auf Restrukturierung und Sanierung spezialisierte Unternehmen stellen eine relativ junge Form der Beteiligungsgesellschaft dar. Die Erfolgsgeschichte der inzwischen im MDAX gelisteten Arques hat rasch Nachfolger angelockt, so dass inzwischen eine ganze Reihe börsennotierter Sanierer um die Sanierungskandidaten konkurriert. In der gleichen Liga wie Arques spielen Aurelius und – mit Abstrichen – Bavaria Industriekapital, weniger bekannt sind bislang CfC, GCI, Navigator, Blue Cap und Prout.

Sanierer unterscheiden sich von traditionellen, börsennotierten Beteiligungsgesellschaften wie Indus, Gesco oder der DBAG in punkto Branchenausrichtung, Risiko- und Finanzierungsprofil. Sie besetzen bewusst eine höhere Risikoklasse, können dafür im Erfolgsfall eine wesentlich höhere Wertsteigerung erzielen. Von den typischen, zumeist angelsächsischen VC- oder Private Equity-Gesellschaften heben sie sich durch die Größe der Beteiligungen ab: In kürzester Zeit haben typische Opportunity Funds eingesamelte Fondsgelder im dreistelligen Mio.-Euro-Bereich zu investieren, während die Sanierer üblicherweise keine oder nur geringe Übernahmepreise bezahlen.

## Der Einkauf

Erworben werden überwiegend ertragsschwache Unternehmen in sogenannten Umbruchsituationen. Hierunter fallen

- mittelständische Unternehmen mit klassischen Nachfolgeproblemen,
- Firmen, die nicht über die erforderlichen Ressourcen verfügen, um ein bevorstehendes Investitionsprogramm zu bewältigen,
- Konzerntöchter, die nicht länger zum Kerngeschäft zählen,
- Turnaround-Kandidaten.

Größenordnungen beim Umsatz von 5-500 Mio. EUR werden bevorzugt. Den Dealflow füttern die Sanierer in der Regel über externe M&A-Berater, zum Teil wird auch das hauseigene Netzwerk genutzt. Große Beteiligungsgesellschaften analysieren pro Jahr mehr als 1.000 Übernahmeziele. In diesem Umfeld konkurrieren die einzelnen Sanierer nur selten mit einem weiteren Mitbieter, zumal kleinere, wenig erfahrene Beteiligungsgesellschaften gerade bei der Herauslösung von Konzerntöchtern einen entscheidenden Nachteil hinnehmen müssen: Aufgrund ihrer mangelnden Reputation ist eine Transaktion für den Verkäufer mit einem unüberschaubaren Risiko verbunden: Misslingt die Sanierung, fällt das Scheitern nicht selten auf den (häufig börsennotierten) Verkäufer zurück, der dann wiederum von Öffentlichkeit, Politik oder Gewerkschaft in die Pflicht genommen wird. Wettbewerb um die Zielfirmen mag daher nur am unteren Rand der Bandbreite auf-



*Peter-Thilo Hasler ist Director Research bei VISCARDI AG.*

*VISCARDI ist eine unabhängige Investment Bank, die sich auf Bereiche Technology, Health Care/Biotech, Real Estate und Renewable Energy spezialisiert hat. Neben der Beratung von privaten und börsennotierten Unternehmen bei Finanzierungs- und M&A-Transaktionen, bei Wachstums- und Expansionsfinanzierungen, Unternehmensveräußerungen und -käufen, MBO, MBI, Kapitalerhöhungen und Börsengängen bietet VISCARDI institutionellen Investoren Equity Research, Aktienhandel und Designated Sponsoring an.*



*Peter-Thilo Hasler*

kommen, die großen Übernahmeziele machen Arques und Aurelius unter sich aus.

Die Mehrheit der Sanierer bezeichnet ihre Vorgehensweise als opportunistisch: Weder existiert ein Branchenkonzept noch eine ausgearbeitete Diversifizierungsstrategie. Unbeschadet davon gibt es Branchen, an denen sich die meisten Sanierer nicht beteiligen würden, dazu zählen Biotechnologie-, Finanzdienstleistungs-, Internet- oder Softwareunternehmen. In diesen Branchen können typische Industrie-Hebel wie ein effizientes Working Capital-Management, der Abbau von Personal-Overhead oder die Senkung von Gemeinkosten nicht angesetzt werden. Ebenfalls nicht auf dem Radarschirm der Sanierer erscheinen hochprofitable Unternehmen mit Umsatzrenditen von über 10%. Aber auch ausgesprochen „marode“ Unternehmen, die kurz vor der Insolvenz stehen, bleiben meist links liegen: Die Erfahrungen haben gezeigt, dass bei ersteren die Preiserwartungen des Verkäufers zu hoch sind, während bei letzteren zu viele Managementkapazitäten zu ihrer Sanierung gebunden werden müssen. Auch an insolventen Unternehmen beteiligen sich die Sanierer in der Regel nicht, da Insolvenzverwalter meist hohe Ansprüche stellen und bei Industrieunternehmen zudem hohe Investitionen in den Aufbau des Working Capital fließen.

Die Hebung von Synergien steht bei den meisten Sanierern nicht im Vordergrund der Überlegungen. Jedes Unternehmen muss für

sich betrachtet die angestrebte Performance erzielen. Das heißt unter anderem, dass auf Holding-Ebene keine über den Kaufpreis hinausgehenden Risiken wie Bürgschaften oder Patronatsklärungen eingegangen werden. Etwaige Verluste der erworbenen Gesellschaften verbleiben aufgrund der fehlenden Organshaft und in Ermangelung von Beherrschungs- oder Ergebnisführungsverträgen bei den Tochtergesellschaften. Das maximale Ausfallrisiko ist damit auf den – in der Regel geringen – Kapitaleinsatz beschränkt.

#### Der typische Deal

Der ideale Übernahmekandidat ist eine nicht (mehr) zu den Kerngeschäftsfeldern zählende Tochtergesellschaft, die, obwohl profitabel, von ihrer Konzernmutter nicht die erforderlichen Mittel zur Verfügung gestellt bekommt, um Erweiterungsinvestitionen zu tätigen. Im Lauf der Zeit geht die Profitabilität des Unternehmens immer weiter zurück, bis dann erstmals Verluste hingenommen werden müssen. Vielfach erfährt die Konzernzentrale erst jetzt von ihrer angeschlagenen Tochter und schickt ihren eigenen Sanierungsmanager vor Ort, der dann zwar die Ursachen für die Verlustsituation ausmacht (z. B. zu viel Personal oder nicht kompetitive Lieferantenkonditionen), in der Regel aber aufgrund von innerbetrieblichen Restriktionen machtlos ist, weil zum Beispiel der Betriebsrat Entlassungen verhindert oder der Konzern die mit einem Sozialplan verbundene negative Presseberichterstattung scheut. Vielfach wird während dieser „Leidensphase“ eine ganze Reihe von Sanierungsmanagern verschlissen, so dass das Konzernma-

nagement dann in der Regel bereit ist, einem Interessenten beim Preis beträchtliche Zugeständnisse zu machen.

#### Der Bargain Purchase

Kein Wunder also, dass sich Sanierer nur dann an einem Unternehmen beteiligen, wenn sich die Umbruchsituation auch im Kaufpreis widerspiegelt. Nicht selten bezahlen sie lediglich einen symbolischen Preis für das Unternehmen, manchmal können sogar als „Sanierungsbeihilfe“ getarnte negative Kaufpreise vereinbart werden. Da die übernommenen Gesellschaften zum Verkaufszeitpunkt operative Verluste erzielen, einen grundlegenden Restrukturierungsbedarf aufweisen und damit ertragsorientierte, auf der Abzinsung zukünftiger Cashflows basierende Bewertungsverfahren nicht angewendet werden können, kommen zur Kaufpreisermittlung substanzwertbasierte Verfahren zum Einsatz. Im Grunde genommen tätigen die Sanierer damit reine Asset Deals; für Kundenstamm, Markenname oder Marktstellung des Unternehmens wird kein Preis bezahlt.

In der Folge gelingt es den Sanierern häufig, hohe negative Geschäfts- oder Firmenwerte zu realisieren. Negative Firmenwerte, auch Bargain Purchase genannt, entstehen in Höhe des Unterschiedsbetrags, um den der Wert der einzelnen Vermögensgegenstände des Unternehmens abzüglich seiner Schulden die für die Übernahme eines Unternehmens bewirkte Gegenleistung übersteigt. Der Verkäufer eines Unternehmens ist mit einem Kaufpreis einverstanden, der unter dem anteiligen Substanzwert liegt. Zur

&gt;&gt;

Anzeige

www.gestalt-und-form.de



## Norddeutsche Kapitalmarkt Konferenz

Teilnahme kostenlos  
Gastredner Michael Mross,  
CNBC Europe

## Mittelstand goes public – Eigenkapitalfinanzierung in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen

Montag, 2. Juni 2008,  
Congress Centrum Bremen

Informationen und Anmeldung zur Konferenz:

Freecall 0800-2278424

Telefax 0421-5961492

info@kapitalmarktkonferenz.de

www.kapitalmarktkonferenz.de

Partner



Veranstalter



Medienpartner

GoingPublic  
Magazin

STRATEGISCHE POSITIONIERUNG VON SANIERERN IM ÜBERBLICK													
	Beteiligung						Schwerpunkt der regionalen Ausrichtung	Strategie nach Einstieg					
	Sanierungsfälle	Old Economy	Frühphasen-/Expansion	Minderheitsbeteiligungen	Branchenfokus/Buy and Build	Börsennotierte Gesellschaften		Anzahl an Beteiligungen	Eigenes Saniererteam	Austausch des Managements	Hebung von Synergien	Exits	Rechnungslegung
Arques Industries	☺	☺			☺	☺	☺☺☺	Welt	☺	☺	☺	☺	IFRS
Aurelius	☺	☺					☺☺☺	EUR	☺	☺	☺	☺	IFRS
Bavaria Industriekapital	☺	☺	☺				☺☺	EUR	☺			☺	HGB
Blue Cap	☺	☺	☺				☺	GER					HGB
CfC Industriebeteiligungen	☺	☺			☺	☺	☺	GER	☺	☺		☺	HGB
GCI Management	☺	☺		☺		☺	☺☺	GER	☺			☺	IFRS

Quelle: VISCARDI

Begründung für dieses, auf den ersten Blick irrationale, Verhalten des Verkäufers können etwa Risiken angeführt werden, die aus der zukünftigen Ertragslage der Gesellschaft (stille Lasten) resultieren. In diesem Fall erwartet der Käufer aus der Beteiligung in Zukunft negative Erfolgsbeiträge (sog. „Badwill“), die er in einem niedrigen Kaufpreis berücksichtigt haben will. Alternativ kann ein gutes Verhandlungsgeschick des Käufers Ursache für einen negativen Goodwill sein, der sogenannte Gelegenheitskauf oder Lucky Buy. Hierbei konnte das Mutterunternehmen die Beteiligung aufgrund einer bestimmten Marktsituation unter dem tatsächlichen Wert günstig erwerben. Der passive Unterschiedsbetrag hat hier den Charakter eines Barwertes zukünftiger Erfolge. Verbucht wird der Bargain Purchase in beiden Fällen als eigenständige Position, dem Ertrag aus der Auflösung von negativen Unterschiedsbeiträgen aus der Kapitalkonsolidierung. Branchenüblich machen die wenigsten Beteiligungsgesellschaften detaillierte Angaben über die gezahlten Kaufpreise. Die typische Formulierung, wonach eine Beteiligung „entsprechend der Unternehmensphilosophie“ erworben werden konnte, kann jedoch als Indiz dafür verstanden werden, dass der Kaufpreis unter dem Substanzwert lag.

**Die Sanierung**

Üblicherweise werden von Beteiligungsgesellschaften externe Unternehmensberater engagiert, denen die Sanierung der Gesellschaft obliegt. Dass von zehn Turnarounds statistisch nur einer gelingt, liegt an der Inkongruenz der beteiligten Interessen: Der externe Consultant hat keine originäre Bindung zum Unternehmen, seine Zielfunktion ist vielmehr, den Restrukturierungsprozess so lange wie möglich „am Leben zu erhalten“, um seine eigenen Tagessätze zu maximieren. Wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells der Sanierer ist es, dass – im Gegensatz zu klassischen Beteiligungsgesellschaften – der Sanierungsprozess nicht an externe Berater vergeben wird, sondern durch eigene Mitarbeiter durchgeführt wird. In der Regel wird eine strikte Erfolgsbeteiligung auf allen Ebenen ver-

folgt: Task Force-Manager werden an den durch ihren Einsatz erreichten Kosteneinsparungen beteiligt, Beteiligungsmanager müssen sich mit ihrem privaten Vermögen an „ihrem“ Eigenkapital beteiligen und dürfen ihren Anteil später an die Konzernmutter zurückgeben. Damit ist auf allen Beteiligungsebenen die Identität zwischen Manager- und Unternehmensinteressen sichergestellt.

Nach Abschluss der Übernahmeverhandlungen beginnt die Task Force mit ihrer Arbeit. Zunächst wird in einer ABC-Analyse überprüft, mit welchen Produkten oder Dienstleistungen die Beteiligung Geld verdient und mit welchen nicht. Danach werden alle Dauer-schuldverhältnisse des Unternehmens kontrolliert und Konditionen sowie Zahlungsbedingungen überprüft, anschließend wird das

Lieferantenmanagement analysiert, Zulieferer nach Umsatzgröße priorisiert und neue Preis- und Vertragsverhandlungen geführt: So sind mittelständische Beteiligungen häufig in lokale Netzwerke eingebunden, deren Konditionen nur selten den marktgängigen (v. a. internationalen) Standards entsprechen. Häufig werden erst durch den Einstieg des Sanierers im Einkauf betriebswirtschaftliche Standardmethoden wie Single Sourcing oder Outsourcing erstmalig angewendet. Ein weiteres „klassisches“ Kostenthema bei produzierenden Unternehmen ist, dass sie vielfach überversichert sind, d. h. die Versicherungssumme übersteigt den Versicherungswert. Weitere Themen sind die Einführung eines Debitoren- und Kreditorenmanagements, die Konzentration auf ausgewählte Standorte, die Neustrukturierung der Kreditlinien mit den Banken und ein Re-Design der Produktpalette. All diese Leistungen werden im Übrigen an die Beteiligungen nicht unentgeltlich erbracht, sondern berechnet. Damit bleibt auf der Holding-



Bevor die Sanierungskandidaten wieder volle Kraft voraus gehen können, müssen die Sanierer oftmals zunächst den Rotstift ansetzen.

Kostenstelle	in Euro
Miete	1,256.0
Personal	34,250.0
KFZ	841.
Telefon	952

Ebene auch nach dem Erwerb der Gesellschaft das Risiko auf den Einstandspreis begrenzt.

Die Mitarbeiter der Task Force sind stark spezialisiert. Tätig sind dort z. B. sog. „Verhandler“, die sich um die Außenverhältnisse der Gesellschaft kümmern, Mitarbeiter im Bereich Engineering und Machinery, die sich um Produktionsmittel, Durchlaufzeiten und Kapazitätsauslastungsfragen kümmern, Buchhalter, Controller, Arbeitsrechtler, die den Abschluss von Betriebsvereinbarungen, Tarifverträgen, Sozialplänen oder Personalmaßnahmen auf Einzelebene durchführen, und Marketing- und Vertriebsexperten, die sich auf die Umsatzseite der Beteiligungsunternehmen konzentrieren und damit die Phase 2 der Restrukturierung einleiten. Trotz der ausgeprägten Heterogenität der Geschäftsmodelle trifft die Task Force immer wieder auf dieselben Probleme, so dass der Sanierer mit seinem generalistischen Know-how eine fehlende Branchenexpertise mehr als wettmachen kann.

Unmittelbar nach der Übernahme wird in den meisten Fällen das alte Management, das ja für die wesentlichen Fehlentwicklungen im Unternehmen verantwortlich gemacht wird, durch neue Geschäftsführer ersetzt. Sie sollen auf eine mehrjährige Berufserfahrung als Geschäftsführer oder Manager eines mittelständischen Industrieunternehmens zurückblicken. Ihre Aufgaben umfassen die Prozessoptimierung, ein Benchmarking, die Ausweitung der Vertriebs- und Marketingaktivitäten, die Entwicklung margenstarker Produkte und eventuell auch den Zukauf komplementärer Gesellschaften.

Auf einem Zeitstrahl liegen die Schwerpunkte der ersten zwölf Monate auf der Sicherstellung der Liquidität, einer Analyse der Wertschöpfungskette und der Optimierung der Kostenstrukturen. Ebenfalls in der Anfangsphase der Übernahme

werden sowohl ein umfangreiches Vertriebs-Controlling als auch ein standardisiertes Reporting-System implementiert, das im Wochen-, Monats- und Quartalsrhythmus an die jeweilige Zentrale zu melden ist. Üblicherweise sind die Aufgaben der Task Force nach zwei bis drei Monaten beendet.

Nach dieser Phase der Effizienzsteigerung ist es die Aufgabe der zweiten Phase, auf den Wachstumspfad zurückzukehren. Um dies zu erreichen, werden üblicherweise die Marketingaktivitäten intensiviert oder Innovationen durch eine Forcierung der Entwicklungsaktivitäten angestrebt. In Einzelfällen kann auch das Geschäftsmodell durch selektive Übernahmen arrondiert werden.

### Der Exit

So opportunistisch die Sanierer im Einkauf vorgehen, so offen sind sie auch in Bezug auf den möglichen Exit. Angestrebt werden in der Regel mittelfristige Beteiligungszeiträume von drei bis fünf Jahren. Ausschließlich kurzfristige Engagements werden dage-

gen explizit abgelehnt. Nach erfolgreicher Restrukturierung kann die Gesellschaft

- als Cashcow im Konzern verbleiben,
- vollständig über einen Trade Sale bzw. ein Management Buyout oder
- teilweise durch einen Börsengang verkauft werden.

Unbesehen davon können nicht betriebsnotwendige Vermögen wie Grundstücke separat verkauft werden.

### Wie werden Sanierer bewertet?

Die Unternehmensbewertung von Beteiligungsgesellschaften im Allgemeinen und von Sanierern im Besonderen stellt den Analysten im Allgemeinen vor schwerwiegende Probleme. Wir verweisen auf den Bewertungsansatz der Arques Industries im Smart Investor 6/2007.

### Abschließende Würdigung des Geschäftsmodells

In einer Zeit, in der Rezessionsängste aufkommen und den Sanierern vom Kapitalmarkt schlichtweg die Sanierungskompetenz abgesprochen wird, lassen sich stets gute Gründe finden, warum eine Beteiligungsgesellschaft eine schwache Performance aufweist. Investoren stellen nun mal ihr Beteiligungsportfolio gerne selbst zusammen und fordern Bewertungsabschläge, zumal ihre Transparenzwünsche von vielen Sanierern oft nicht gerade ernst genommen werden. Dies zeigt, dass den erfolgreichen Sanierer nicht allein das Geschäftsmodell auszeichnet. Hierzu bedarf es weiterer persönlicher Faktoren wie Durchsetzungsvermögen, analytische Fähigkeiten und soziale Kompetenz. Erst wenn alles zusammenkommt, kann einem Sanierer eine langfristige Outperformance des Aktienmarktes gelingen. ■

Anzeige

## SURIKATE MITTELSTANDS AG – IN DER MITTE LIEGT DIE KRAFT!

### Mehr Mittelstand für Ihr Depot!

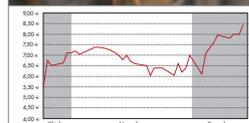
Der Mittelstand bildet das Rückgrat unserer Wirtschaft: Kaum wahrgenommen von der Öffentlichkeit erzielen Hidden Champions bereits seit Jahren beachtliche Renditen. Mit dem Börsengang der Surikate Mittelstands AG können nun auch Sie von der Kraft des Mittelstandes profitieren!

Die Surikate Mittelstands AG hat sich auf die Identifizierung und Übernahme von Nischenplayern spezialisiert. Mit Hilfe von eigens entwickelten Analyse- und Akquisitionsmethoden scannt das Unternehmen Kandidaten mit Renditepotenzial.

Im Gegensatz zu klassischen Beteiligungsgesellschaften verfolgt die Surikate Mittelstands AG dabei keine kurzfristigen Exit-Strategien, sondern engagiert sich langfristig, um die Rendite des Portfolios dauerhaft zu optimieren.

Setzen Sie auf die Mitte – setzen Sie auf Surikate!

Nähere Informationen unter [www.surikate.de](http://www.surikate.de)



WKN: A0LR4W  
ISIN: DE000A0LR4W7  
Börsenkürzel: SAS  
Börsengang: 25.10.2007  
Börsensegment: Entry Standard, Freiverkehr

Surikate  
Mittelstands AG

Surikate Mittelstands AG | Alte Teichstraße 32 | 49214 Bad Retherfelde  
Telefon 0 54 24 / 64 47 97 | Telefax 0 54 24 / 64 47 98 | [info@surikate.de](mailto:info@surikate.de)

# Sanierer

*Einst ein exotisches Geschäftsmodell, tummelt sich mittlerweile eine Vielzahl von Beteiligungsgesellschaften auf dem Gebiet der Sanierung und Restrukturierung von defizitären oder margenschwachen Unternehmen.*

## Erfolg zieht Nachahmer an

Wenn sich ein Geschäftsmodell erfolgreich in der Praxis bewährt, ruft es unausweichlich Nachahmer auf den Plan. Auf dem Gebiet der Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen nahm die Starnberger Arques AG die Vorreiterrolle ein. Anfangs missverstanden und angefeindet, setzte sich die Qualität des Geschäftsmodells über die Jahre entgegen den Prognosen vieler Kritiker durch. Die Aufmerksamkeit, die dem Unternehmen dabei zuteil wurde, provozierte und produzierte zahlreiche „kleine Arquesse“, von denen manche wiederum bereits innerhalb kürzester Zeit selbst eine beachtliche Größe erreichten. Und so ist es nur konsequent, dass wir den Sanierern seit verganginem Jahr eine eigene Kategorie spendieren.

## Arques AG: Der Vorreiter

Als die im schönen Starnberg ansässige Arques AG 2003 in das Geschäft mit Sanierungen und Restrukturierungen einstieg, erkannten nur wenige das Potenzial des Geschäftsmodells. Vielen war schlichtweg nicht klar, wie es Vorstandschef Dr. Peter Löw und seinem Team möglich sein soll, kränkelnde Firmen binnen weniger Quartale wieder auf Profitabilität zu trimmen. Seitdem sind fünf Jahre vergangen, in denen das Unternehmen viele Skeptiker eines Besseren belehrte. Die Aktie, einst ein unbeachteter Nebenwert, stieg 2007 sogar in die zweite Börsenliga, den MDAX auf. Mit einer Marktkapitalisierung von aktuell über 300 Mio. EUR und in der Spitze über 1 Mrd. EUR nimmt Arques an der Börse den ersten Platz unter den auf „Special Situations“ fokussierten Beteiligungs-AGs ein. Das Geschäftsmodell, an dem sich viele der nachfolgenden Gesellschaften in der einen oder anderen Weise orientieren, gedieh anfangs in einer Nische. Indem Arques sich auf Deals im zweistelligen bis niedrigen dreistelligen Millionenbereich konzentrierte, ging man den typi-



schen Private Equity-Investoren wie KKR aus dem Wege. Doch mit den Jahren wurden parallel zu den eigenen Ansprüchen auch die Zukäufe immer größer. So kam es, dass man vergangenes Jahr für einen Kaufpreis von 110 Mio. EUR den IT-Großhändler Actebis (Jahresumsatz ca. 2,5 Mrd. EUR) von der Otto-Gruppe übernahm. Der Kauf des profitablen Handelsunternehmens, dessen Geschäft sich nach Aussagen von Arques bislang über Plan entwickelt, ist zudem ein gutes Beispiel für den opportunistischen Investmentansatz der Starnberger. So beschränkt man sich keineswegs auf defizitäre Restrukturierungsfälle. Auch für Randaktivitäten großer Konzerne und Unternehmen mit ungelösten Nachfolgeregelungen interessiert sich das Arques-Management. Aus Actebis und der ebenfalls 2007 übernommenen NT plus soll ein schlagkräftiger Großhändler geformt werden, der seinen Kunden zukünftig vorkonfigurierte IT- und TK-Systeme aus einer Hand anbietet.

Abgesehen von opportunistischen Chancen wie Actebis, wo sich Arques in eine profitable Gesellschaft einkaufte und auch nach der Übernahme mit dem alten Management zusammenarbeitet, erfolgt nach dem Eigentümerwechsel zunächst einmal ein Austausch der Führungsmannschaft. Ein eigener Beteiligungsmanager übernimmt danach die Leitung des Unternehmens. Unterstützung erfährt er von einer „Task Force“ aus erfahrenen Sanierungs- und Restrukturierungsexperten. Um unternehmerisch möglichst freie Hand zu haben, kommen für Arques nur mehrheitliche Übernahmen in Frage. Die Exitstrategie zeichnet sich wiederum durch ihre Flexibilität aus. So ist es durchaus denkbar, dass Arques an einer Beteiligung langfristig festhält, wenn sich diese nach der Sanierung als zuverlässige Cashflow-Maschine erweist. Der Verkauf an einen strategischen Investor oder ein späterer Börsengang bleiben allerdings die bevorzugten Optionen.

ARQUES Industries AG (www.arques.de)			
ISIN	DE0005156004	Investment-Fokus	
WKN	515 600	Unternehmen in Umbruchsituationen v.a. Konzernabspaltungen	
Kurs (EUR)	10,60	Strategie	
AZ (Mio. St.)	26,5	Turnaround	
MCap (Mio. EUR)	280,4		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	4,60	Mitarbeiter im Konzern	> 10000
GjA 2007 (EUR)	4,43	Mitarbeiter in Holding	100
KGV 2007	2,4	Jahr der Gründung	2003
Div. 06 (EUR)	0,51	Jahr des Börsengangs	2003
Div. 07e (EUR)	0,51	Anzahl d. Beteil.	25
Div.-Rendite 07e	4,8 %	Ø Haltdauer (in Jahren)	2,9
NAV (Mio. EUR)	540,0	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
NAV / Aktie (EUR)	20,42	Actebis (rund 40% / 100%)	
Premium/Discount	-48,1%	Anvis (rund 5% / 100%)	
52-Wo-Tief (EUR)	10,30	Eurostyle (rund 3% / 100%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	40,75	Rohe (rund 1% / 100%)	
Po. in 52-Wo-Range	1,0%	Oxynova (x% / 100%)	
Performance 1 Jahr	-47,1%	relativ zu DAX	0,555
Performance 5 Jahre	+5200,0%	relativ zu DAX	20,865
Performance 8 Jahre	n/a	relativ zu DAX	n/a

Insofern gehört das erfolgreiche IPO der SKW Metallurgie-Gruppe Ende 2006 zu den Meilensteinen der Firmenhistorie. Arques demonstrierte, dass man Werte heben und letztlich auch über einen Exit realisieren kann. Vergangenes Jahr trennte man sich schließlich in zwei Tranchen von seinen restlichen SKW-Anteilen. Insgesamt generierte Arques allein aus dieser Transaktion einen Mittelzufluss von rund 120 Mio. EUR. Aber auch Missgriffe lassen sich nicht immer vermeiden. Das ehrgeizige Vorhaben, unter dem Dach der Tochter Arquana einen effizienten europäischen Druckereiverbund zu formen, schlug fehl. Arquana musste Insolvenz anmelden und Arques sein restliches Paket abschreiben. Zwar hielt sich der finanzielle Schaden in überschaubaren Grenzen, für die eigene Reputation war die Arquana-Pleite jedoch alles andere als förderlich. Selbiges trifft auf den überraschenden Weggang des Löw-Nachfolgers Dr. Manfred Vorderwülbecke zu. Nach noch nicht einmal einem Jahr an der Spitze schmiss der Manager die Brocken hin – kommentarlos. Seitdem leitet der ehemalige Akquisitionsvorstand Dr. Michael Schumann die Geschicke der Gesellschaft. Dieser bemüht sich nun um Schadensbegrenzung. Nachdem Arques vergangenes Jahr insgesamt 16 Unternehmen (u. a. WoCo Michelin, Möller, Rohé) mit einem Umsatzvolumen von über 4,5 Mrd. EUR akquiriert hatte, stellt er für 2008 zwischen 10 und 15 Zukäufe in Aussicht, die zusammen eine weitere Milliarde Umsatz bringen sollen. Daneben habe man sich fünf bis sieben Exits vorgenommen. Mit dem Verkauf des Bauzulieferers Missel an einen strategischen Investor gelang Arques dieses Jahr bereits ein erster Exit. Hin- und her gerissen zwischen den einerseits guten Fundamentals – EBITDA mit 203 Mio. EUR und Überschuss mit 114,6 Mio. EUR erreichten 2007 neue Bestmarken – und andererseits dem nicht wegzudiskutierenden Vertrauensverlust in die Kontinuität der Vorstandsarbeit dürften vor der Aktie noch einige volatile Wochen und Monate liegen.

**Aurelius AG: Partner der Konzerne**

Wenn eines der hier vorgestellten Beteiligungsunternehmen über sein Geschäftsmodell hinaus eine enge Verbindung zum Branchenführer Arques aufweist, dann ist das die Münchner Aurelius AG (IK, s. hierzu Impressum auf S. 81). So zeichnete Aurelius-Vorstandschef Dr. Dirk Markus mehrere Jahre als Mitbegründer der Arques für die Ressorts Finanzen und Strategie verantwortlich, eher er das Unternehmen verließ und zusammen mit seinem früheren McKinsey-Kollegen Gerd Puckert die Aurelius AG als Beteiligungsholding mit dem Fokus auf Unternehmen in Umbruch- und Sondersituationen gründete. Der Arques-Hintergrund führt dazu, dass Aurelius in seiner Beteiligungsstrategie sehr ähnlich agiert. Nach der Übernahme eines Mehrheitsanteils – vornehmlich an Firmen der Old Economy –

leitet Aurelius den Prozess der Restrukturierung und gegebenenfalls Sanierung über ein eigenes Team aus Beteiligungsmanagern und Mitarbeitern der „Task Force“ ein. Wie bei einer Arques wird die Beteiligung über mindestens zwei Jahre von einem oder zwei Aurelius-Managern intensiv begleitet. Damit sich ein Unternehmen überhaupt als Beteiligung qualifiziert, sollte es über ein stabiles Kerngeschäft und operatives Verbesserungspotenzial verfügen. Dem Vorstandschef kommt es in diesem Zusammenhang darauf an, nicht nur als Sanierer wahrgenommen zu werden. Nicht jede Beteiligung ist ein Sanierungsfall. Dr. Markus sieht sein Unternehmen vielmehr als „Partner der Konzerne“.



Wie zahlreiche Deals der letzten Monate dokumentierten, suchen immer öfters Großkonzerne Aurelius auf, wenn sie sich von Konzerntöchtern trennen wollen, die – aus welchen Gründen auch immer – nicht länger zum Kerngeschäft passen oder zuletzt chronisch vernachlässigt wurden. So übernahm Aurelius vergangenen Herbst den Reisemobilhersteller Westfalia von Daimler. Ebenfalls 2007 erfolgte der Kauf des Herrenausstatters Pohland von der Douglas-Gruppe und die Übernahme des Antriebsherstellers Schabmüller von Sauer-Danfoss. Mit Primondo, der Versandhandelstochter der im MDAX notierten Arcandor AG (ehemals KarstadtQuelle), existiert im Übrigen eine besondere Geschäftsbeziehung. Erst kaufte Aurelius Primondo Anfang vergangenen Jahres Quelle Frankreich ab, dann übernahm man ebenfalls von der Arcandor-Tochter das Spezialversandhaus Mode&Preis. Der Katalogversender erzielte mit preiswerter Mode sowie Produkten für Heim und Garten zuletzt einen Jahresumsatz von ca. 100 Mio. EUR. Dass Primondo bereits zum zweiten Mal eine Beteiligung an Aurelius abgibt, wertet Dr. Markus als Vertrauensbeweis.

Was die Größenordnung der zugekauften Unternehmen angeht, so spielt Aurelius verständlicherweise noch nicht ganz in der Liga einer Arques. Zwischen 20 und 500 Mio. EUR Umsatz lautet der weit gefasste Korridor, den Aurelius als ein Auswahlkriterium an seine Investitionsentscheidungen anlegt. Limitierungen bezüglich der Branche und Region existieren dagegen keine. 2007 gelang es Aurelius, dank der zahlreichen Zukäufe in eine neue Größenordnung vorzustoßen. Der Umsatz vervielfachte sich auf 316 Mio. EUR (2006: 21,7 Mio. EUR) ebenso wie das operative Ergebnis (EBITDA), das mit 71 Mio. EUR deutlich über der ursprünglichen Prognose von 55 Mio. EUR und dem Vorjahreswert (4,2 Mio. EUR) hereinkam. Nach acht Übernahmen im vergangenen Jahr peilt der Vorstand auch für 2008 wieder zwischen sechs

AURELIUS AG (www.aureliusinvest.de)			
ISIN	DE000A0JK2A8	Investment-Fokus	
WKN	A0J K2A	Unternehmen in Umbruch- und Sondersituationen	
Kurs (EUR)	24,70	Strategie	
AZ (Mio. St.)	9,02	Enge operative Begleitung	
MCap (Mio. EUR)	222,79		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GJA 2006 (EUR)	3,16	Mitarbeiter im Konzern	3300
GJA 2007 (EUR)	5,50	Mitarbeiter in Holding	40
KGV 2007	4,5	Jahr der Gründung	2006
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2006
Div. 07 (EUR)	0,15	Anzahl d. Beteil.	12
Div.-Rendite 07	0,6 %	Ø Haltdauer (in Jahren)	3
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	Quelle Frankreich (100%)	
Premium/Discount	n.ber.	Wellman International (70%)	
52-Wo-Tief (EUR)	13,96	Mode & Preis (100%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	40,60	SAG Kommunikationstechnik (100%)	
Po. in 52-Wo-Range	40,3%	Pohland (100%)	
Performance 1 Jahr	+64,8%	relativ zu DAX	1,729
Performance 5 Jahre	n/a	relativ zu DAX	n/a
Performance 8 Jahre	n/a	relativ zu DAX	n/a

und zehn Zukäufe an. Wie viele es letztlich werden, hängt von vielen Faktoren ab. Der Umsatz sollte auf annualisierter Basis die Milliardengrenze überschreiten, wobei Aurelius allein durch die ganzjährige Konsolidierung der 2007 akquirierten Gesellschaften einen Konzernumsatz zwischen 500 und 600 Mio. EUR und steigende Gewinne erwartet. Quelle Frankreich mit seinen zwei Divisionen, dem Versandhandel und den Finanzdienstleistungen, dürfte allerdings noch keinen substanzialen Beitrag zum Ergebnis liefern. Während die auf Konsumentenkredite spezialisierte CDGP Bank bereits sehr profitabel arbeitet, ist das klassische Versandgeschäft derzeit ein Verlustbringer. Der Track Record der Führungsmannschaft stimmt uns jedoch zuversichtlich, dass Aurelius auch bei diesem Investment der Turnaround gelingt. Als Konsequenz sollte die Aktie ihren Aufwärtstrend in den kommenden Monaten wieder aufnehmen können.

**Bavaria Industriekapital AG: Dealfloว์ bleibt hoch**

In der insgesamt noch recht jungen Sanierer-Branche zählt die in München ansässige, 2003 von Jan Pyttel und Reimar Scholz gegründete Bavaria Industriekapital AG zu den ebenfalls „alteingesessenen“ Adressen. Das Management kann mittlerweile auf einen Track Record von über 20 Unternehmenskäufen verweisen, die – das liegt in der Natur des Geschäftsmodells – teilweise heute schon nicht mehr dem Portfolio der Bavaria angehören. Das Akquisitionsprofil einer Bavaria entspricht dem eines typischen Sanierers. Industrieunternehmen mit einer (temporären) Ertragschwäche, d. h. einer EBIT-Marge von weniger als 3%, und Konzernabspaltungen stellen die bevorzugten Targets dar. Seit dem Börsengang im Januar 2006 sind die Münchner stetig gewachsen. Das macht sich u. a. in einem veränderten Akquisitionsprofil bemerkbar. War Bavaria anfangs gewillt, auch kleinere Firmen mit weniger als 50 Mio. EUR Jahresumsatz zu übernehmen, so stellen diese 50 Mio. EUR bei Neuengagements nunmehr die absolute Untergrenze dar. Das Management screent dabei den gesamten europäischen Markt nach interessanten Portfoliokandidaten, wobei man sich drei bis vier Übernahmen im Jahr zum Ziel gesetzt hat.

Bavaria Industriekapital AG AG (www.baikap.de)		
ISIN	DE0002605557	Investment-Fokus
WKN	260 555	Industrieunternehmen mit temporärer Ertragschwäche
Kurs (EUR)	11,68	Strategie
AZ (Mio. St.)	6,6	Restrukturierungsspezialist
MCap (Mio. EUR)	77,1	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	
GjA 2006 (EUR)	4,76	Mitarbeiter im Konzern
GjA 2007e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter in Holding
KGV 2007e	n. ber.	Jahr der Gründung
Div. 06 (EUR)	1,00	Jahr des Börsengangs
Div. 07e (EUR)	0,50	Anzahl d. Beteil.
Div.-Rendite 07e	+4,3%	Ø Haltedauer (in Jahren)
NAV* (Mio. EUR)	58,0	Größte Beteiligungen (% a.Bet.)
NAV / Aktie* (EUR)	8,79	Kienle & Spiess GmbH (94,9%)
Premium/Discount	+32,9%	Fonderie du Poitou (100%)
52-Wo-Tief (EUR)	10,15	Langbein & Engelbracht GmbH (94%)
52-Wo-Hoch (EUR)	20,74	Swiss Tex AG (100%)
Po. in 52-Wo-Range	14,4%	Hering AG (100%)
Performance 1 Jahr	-33,1%	relativ zu DAX
Performance 5 Jahre	n/a	relativ zu DAX
Performance 8 Jahre	n/a	relativ zu DAX

\*) Geschätzter Eigenkapitalwert im Konzern zum 31.12.07.

Wenngleich Vorstandschef Reimar Scholz das Interesse an einer Zusammenarbeit mit allen Stakeholdern nach einer Übernahme betont, gehören auch harte Einschnitte und Entlassungen zum Geschäft eines Sanierers. Damit die als notwendig identifizierten Maßnahmen möglichst reibungslos vom eigenen „Best Practice“-Team umgesetzt werden können, kommen für Bavaria immer nur



mehrheitliche Übernahmen in Betracht. Zu den wichtigsten Exits 2007 zählte der Verkauf des Maschinenbauers Hamba Filitec an einen strategischen Investor. Als Bavaria 2004 bei Hamba einstieg, hatte das Unternehmen allein in den drei Jahren zuvor Verluste von knapp 50 Mio. EUR angehäuft. Mittlerweile arbeitet Hamba wieder deutlich profitabel. Weitere Exits betrafen den Automobilzulieferer Paulmann & Crone und die französische Steeltech, bei der man nach Querelen mit dem Management einen Schlussstrich unter das Engagement gezogen hat. Auf der Kaufseite gehörte die Übernahme der in Frankreich, Italien und Deutschland ansässigen Tochterunternehmen der Teksid Aluminium-Gruppe zu den Highlights des abgelaufenen Geschäftsjahres. Von den drei übernommenen französischen Teksid-Gesellschaften wurden bereits zwei an industrielle Partner weiterverkauft. Die verbliebene Beteiligung wird 2008 voraussichtlich profitabel arbeiten und rund 100 Mio. EUR umsetzen.

Nachdem Bavaria 2007 einen Konzernumsatz von voraussichtlich knapp 400 Mio. EUR erzielt hat, liegt die Messlatte für das laufende Jahr nach den letzten Zu- und Verkäufen bei ca. 600 Mio. EUR. Das EBITDA dürfte von ca. 23 Mio. EUR im vergangenen Jahr zumindest proportional hierzu ansteigen. Um der neuen Größe Rechnung zu tragen, wurde der Vorstand erweitert und neu besetzt. Wie uns der CEO bestätigt, werde man demnächst einen neuen Finanzvorstand präsentieren. Mitgründer Pyttel verließ dagegen bereits Mitte 2007 aus – wie es offiziell hieß – „gesundheitlichen Gründen“ die Gesellschaft. Da Pyttel zuvor wegen eines umstrittenen Aktienverkaufs massiv im Kreuzfeuer der Kritik stand, darf über den wahren Grund seines Rückzugs spekuliert werden. Die Aktie hat sich indes von diesen Turbulenzen noch nicht erholt. Sie stagniert derzeit auf vergleichsweise niedrigem Niveau. Vielleicht hilft die Aussicht auf eine höhere Dividende (Vorjahr: splitbereinigt 1 EUR).

**CFC Industriebeteiligungen KGaA: Die Sanierungs-Manufaktur**

An Erfahrung im Beratergeschäft und bei der Neuausrichtung von Unternehmen mangelt es CFC-Vorstandschef Marcus Linnepe wahrlich nicht. Seit dem Einstieg in die Sanierungsberatung 1996 kann das Management der CFC KGaA bereits auf über 40 erfolgreiche Sanierungen verweisen. Nach der Umwandlung in eine AG ging man Mitte 2006 mit dem KochgeschirrhHersteller Berndes seine erste Beteiligung unter dem Dach der CFC KGaA ein. Wenige Monate später erfolgte der Gang an den Open Market, den CFC mittlerweile in Richtung General Standard verlassen hat. Bei der

Auswahl der geeigneten Portfoliounternehmen konzentrieren sich Linnepe und sein Team auf Unternehmen aus Industrie und Handel, die entweder defizitär oder mit nur sehr unbefriedigenden Margen wirtschaften. Dabei kann es sich ähnlich wie bei einer Arques und Aurelius um Randbereiche großer Konzerne oder den typischen Mittelständler handeln. Um bei der in vielen Fällen durchaus schmerzhaften Sanierung – Zitat Finanzvorstand Dr. Frank Nellißen: „Wie gehen an die DNA des Unternehmens“ – je-

derzeit Herr der Lage zu sein, ergeben für CFC gleichsam nur Mehrheitsbeteiligungen einen unternehmerischen Sinn. Da das alte Management bzw. die Altgesellschafter oft die Probleme mitverantworten haben, kommt es in der Regel nach dem Kauf durch CFC zu einem Austausch der Führungsmannschaft.

Nach den vier Zukäufen 2007 weist das Portfolio mit den Bereichen „Home & Living“ (Berndes, Format Küchen), „Electronic Ma-

&gt;&gt;

## „Wir sind kein harter Sanierer“

*Smart Investor sprach mit Marcus Linnepe, Gründer und CEO der CFC Industriebeteiligungen GmbH & Co. KGaA, über die eigene Beteiligungsphilosophie, die Folgen der aktuellen Finanzmarktkrise und die Ziele für 2008.*

**Smart Investor:** Mittlerweile tummelt sich auch an der Börse eine Reihe von Beteiligungsgesellschaften, die sich auf Spin-offs großer Konzerne, Sanierungsfälle oder Firmen mit ungelösten Nachfolgereglungen spezialisiert haben. Wie grenzt sich CFC von diesen anderen „Sanierern“ ab?

**Linnepe:** Ich denke, unser Selbstverständnis ist ein anderes. Wir sind kein harter Sanierer, der Unternehmen aufkauft, um danach brutal die Kosten zu senken. Wir verstehen uns vielmehr als „Veränderungsmaschinerie“, das heißt wir gehen in die Unternehmen rein und begleiten diese intensiv auf ihrem Turnaround. Sehr plastisch lässt sich das vielleicht anhand eines Drei-Phasen-Modells beschreiben. Dabei beginnt alles mit der Dealphase, in der wir nicht nur ungenutzte Potenziale identifizieren, sondern uns zugleich vergewissern, dass auch die beiden Firmenkulturen zusammenpassen. Daran schließt sich die Veränderungsphase an. Hierbei gilt es, die zuvor identifizierten Potenziale tatsächlich zu mobilisieren. In der finalen Stabilisierungsphase wollen wir das Unternehmen zusammen mit den Mitarbeitern und dem Management wieder auf einen nachhaltigen Wachstumskurs einstellen.

**Smart Investor:** Ihr Portfolio teilt sich derzeit auf die Bereiche „Home & Living“ (Berndes, Format Küchen), „Electronic Manufacturing Services“ (Elcon Systemtechnik, Letron) sowie „Mode/Textil“ (delmod international) auf. Planen Sie den Aufbau eines vierten Standbeins?

**Linnepe:** Ich könnte mir vorstellen, dass wir demnächst auch in anderen Branchen, z. B. im Automotive-Bereich, vertreten sein werden. Entschieden ist aber noch nichts. Grundsätzlich geht es uns darum, eine Branchenexpertise aufzubauen und nicht einfach wahllos Firmen zuzukaufen.

**Smart Investor:** Spüren Sie in Ihrem Geschäft irgendwelche Auswirkungen der aktuellen Finanz- und Kreditkrise?

**Linnepe:** Ja, aber das ist für uns keineswegs negativ, im Gegenteil. Da die Banken bei ihrer Kreditvergabe an Mittelständler zunehmend restriktiver vorgehen und oftmals nicht mehr gewillt sind, sogar sinnvolle Investitionsvorhaben zu finanzieren, rech-

nen wir ab dem zweiten Halbjahr nochmals mit einer deutlichen Zunahme an potenziellen Investitionsmöglichkeiten. Schließlich können wir als CFC Finanzierungslücken schließen, die u. a. aufgrund dieser geänderten Vergabepraxis entstanden sind.

**Smart Investor:** Sie haben vergangenes Jahr sowohl den Umsatz als auch das Ergebnis kräftig steigern können. Wo lagen aus Ihrer Sicht die „Highlights“?

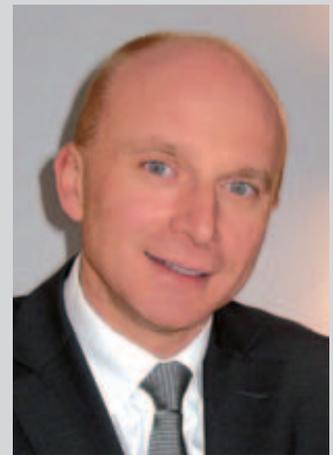
**Linnepe:** Ganz wesentlich hat die erfolgreiche Sanierung der Berndes zu diesen erfreulichen Ergebnissen beigetragen. Dort ist der Turnaround nunmehr abgeschlossen, die Firma arbeitet nachhaltig profitabel. Für die Weichenstellung des Konzerns war mit Sicherheit auch der Kauf der delmod von großer Bedeutung. Ich bin sehr zuversichtlich, dass es uns gelingt, das Unternehmen schnell zurück in die Gewinnzone zu führen.

**Smart Investor:** Was darf man von CFC denn 2008 erwarten?

**Linnepe:** In jedem Fall weiteres Wachstum! Mit den Analystenschätzungen, die für das laufende Geschäftsjahr einen Überschuss von 17,8 Mio. EUR prognostizieren, fühle ich mich sehr wohl. Wir werden den Ausbau unserer Akademie vorantreiben und versuchen, die identifizierten Ertragspotenziale in unseren Beteiligungen zu heben. Was weitere Zukäufe angeht, so setzen wir unverändert auf Qualität denn auf Quantität. Zwischen zwei und fünf Deals erscheinen mir realistisch.

**Smart Investor:** Herr Linnepe, besten Dank für das Gespräch! ■

*Interview: Marcus Wessel*



Marcus Linnepe, Gründer und CEO, CFC Industriebeteiligungen GmbH

CFC Industriebeteiligungen GmbH & Co. KGaA			
ISIN	DE000A0LBKW6	Investment-Fokus	
WKN	A0LBKW	Unternehmen in Sanierungssituationen	
Kurs (EUR)	8,90	Industrieunternehmen	
AZ (Mio. St.)	6,4	Strategie	
MCap (Mio. EUR)	57,3	Turnaround Finanzierung aus EK	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	und Sanierungs-Management	
GJA 2006 (EUR)	0,35	Mitarbeiter im Konzern	780
GJA 2007 (EUR)	2,04	Mitarbeiter in Holding	13
KGV 2007	4,4	Jahr der Gründung	2006
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2006
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	5
Div.-Rendite 07e	0,0 %	Ø Haltdauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	n.ber.	Berdes (>70%)	
Premium/Discount	n.ber.	delmod (>85%)	
52-Wo-Tief (EUR)	8,50	Elcon (100%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	19,05	Format (>90%)	
Po. in 52-Wo-Range	3,8%	Letron (100%)	
Performance 1 Jahr	-41,1%	relativ zu DAX	0,618
Performance 5 Jahre	n/a	relativ zu DAX	n/a
Performance 8 Jahre	n/a	relativ zu DAX	n/a

ufacturing Services“ (Elcon Systemtechnik, Letron) sowie „Mode/Textil“ (delmod, Exklusivlizenz an der Modemarke Hirsch) drei Branchenschwerpunkte auf. Wie uns Vorstandschef Linnepe verriet, könne man sich sehr konkret den Aufbau eines vierten Standbeins vorstellen (siehe Interview). Ebenso denke man über eine Stärkung des EMS-Segments nach, da CFC in diesem Bereich über besonderes Branchen-Know-how verfüge. Die Devise „Schuster bleib' bei deinen Leisten!“ gilt dann auch für die geographische Ausrichtung des Geschäfts. So beschränkt sich CFC ganz bewusst auf Ziele im deutschsprachigen Raum. Nachdem die bisherigen Übernahmen allesamt in einem Umsatzkorridor zwischen knapp 20 und 60 Mio. EUR lagen, will der Vorstand zukünftig auch größere Deals mit einem Umsatzvolumen von über 100 Mio. EUR stemmen. Folglich sollte die Gesellschaft in diesem Jahr bei allen



wesentlichen Kennziffern (Umsatz, Ertrag, Cashflow) erneut deutlich zulegen. Eine Verdopplung von Erlösen und Überschuss erscheint hierbei keineswegs unrealistisch, bedenkt man, dass die vergangenes Jahr gemeldeten Zukäufe erstmalig über volle vier Quartale in das Zahlenwerk mit einfließen werden.

**GCI Management AG: Investmenthaus für den Mittelstand**

GCI. Das steht für „Gesellschaft für Consulting und Implementierung“ und beschreibt bereits den Kern des Geschäftsmodells, das sich einem ganzheitlichen Konzept verschrieben hat. Nach der Gründung Anfang der 90er Jahre positionierten sich die Münchner als Investmenthaus für den Mittelstand, das neben dem ursprünglichen Kerngeschäft der Beratung auch Beteiligungen eingetht und ergänzende Finanzdienstleistungen (Bereitstellung von Fremdkapital, Mezzanine, IPO-Begleitung, Leasing etc.) anbietet.

Letzteres erfolgt mittlerweile vor allem über die Anfang 2007 gegründete Vantargis AG und deren Tochtergesellschaften. Im Beteiligungsgeschäft verfolgt GCI wie die meisten anderen Sanierer einen aktiven Managementansatz, wobei man sich vergleichbar einer CFC auf den deutschsprachigen Raum konzentriert und vornehmlich Mehrheitsübernahmen – entweder alleine oder zusammen mit einem Co-Investor – durchführt. Derzeit bilden Industrieunternehmen mit ca. 70% den eindeutigen Schwerpunkt des Portfolios. Die bekannteste, wenngleich nicht mehr größte Beteiligung repräsentiert die ebenfalls börsennotierte Pfaff Industriemaschinen AG, die sich erwartungsgemäß entwickelt und die 2008 ihr letztes Restrukturierungsjahr durchlaufen wird.



Im vergangenen Jahr arbeitete der Vorstand an einer erkennbaren Diversifizierung des eigenen Portfolios. Während man das Engagement an dem Immobilienentwickler Windsor deutlich reduzierte, gingen die Münchner gleichzeitig eine Reihe neuer Beteiligungen ein. Unter dem Dach der DEWI Beteiligungs GmbH, an der sich GCI mehrheitlich beteiligte, wurden die beiden übernommenen Automobilzulieferer Wilisch & Sohn und Dekorsy (kombinierter Jahresumsatz ca. 60 Mio. EUR) zusammengefasst. Beide Unternehmen sind profitabel und stehen somit für die Art von opportunitätsgetriebenen Investments, die GCI abseits der klassischen Restrukturierungsfälle á la Pfaff zukünftig verstärkt eingehen will. Weil auch die zugekauften Firmen tendenziell immer größer werden – so möchte man sich fortan eher an einem Umsatzkorridor zwischen 50 und 100 Mio. EUR bei Zukäufen orientieren – und zumeist recht ordentliche Gewinne erzielen, wird GCI in vielen Fällen auch mit Co-Investoren wie der britischen ACP Capital zusammenarbeiten. Der auf mittelständische Unternehmen fokussierte Finanzinvestor ACP

GCI Management AG (www.gci-management.com)			
ISIN	DE0005855183	Investment-Fokus	
WKN	585 518	Mittelstand im dt. Sprachraum, primär Industrie, auch Immobilien und Finanzdienstleister	
Kurs (EUR)	2,77	Strategie	
AZ (Mio. St.)	19,6	Systematischer Ausbau und Diversifizierung des mehrheitlichen Beteiligungsportfolios	
MCap (Mio. EUR)	54,3	Mitarbeiter im Konzern	ca. 2.100
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Mitarbeiter in Holding	21
GJA 2006 (EUR)	2,27	Jahr der Gründung	1990
GJA 2007e (EUR)	0,30	Jahr des Börsengangs	2001
KGV 2007e	9,2	Anzahl d. Beteil. (mehrheitliche/minderhil.)	12 / ca.10
Div. 06 (EUR)	0,30	Ø Haltdauer (in Jahren)	3,4
Div. 07e (EUR)	0,10	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
Div.-Rendite 07e	3,6%	DEWI Components Gruppe (Dekorsy/Wilisch) (87,5%)	
NAVe (Mio. EUR)	100,0	Pfaff Industrie Maschinen AG (70%)	
NAV / Aktie (EUR)	5,10	Dynawert AG (EMG Motoren/Zehnder Pumpen) (100%)	
Premium/Discount	-45,7%	Pfaff Industrie Maschinen AG (70%)	
52-Wo-Tief (EUR)	2,67	Bohnacker AG (Mengele Agrartechnik) (75%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	6,24	Vantargis AG (51%)	
Po. in 52-Wo-Range	2,8%	Performance 1 Jahr	-51,1%
Performance 1 Jahr	-51,1%	relativ zu DAX	0,513
Performance 5 Jahre	+1.285,0%	relativ zu DAX	5,452
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

hält an GCI nach der letzten Kapitalerhöhung zudem einen Anteil von rund 29%. Insbesondere von ungelösten Nachfolgeregelungen verspricht sich GCI-Finanzvorstand Dr. Andreas Aufschneider weitere Wachstumsimpulse für das eigene Beteiligungsgeschäft. Der CFO betont, dass man im Unterschied zu manchen Wettbewerbern eine Akquisition nicht bereits unter dem Exitgedanken abschließen. Vielmehr wolle man langfristig an den Erträgen und Dividenden der Unternehmen partizipieren. Die Loslösung von einer solch starren Exitfixierung macht GCI auch unabhängiger von der Entwicklung an den Kapitalmärkten, wobei das Unternehmen für die Durchführung weiterer Kapitalmaßnahmen gleichsam auf ein einigermaßen stabiles und freundliches Börsenumfeld angewiesen bleibt. Und nur in diesem dürfte die GCI-Aktie ihren doch erheblichen Abschlag zu dem von uns geschätzten inneren Wert von 100 Mio. EUR letztlich nachhaltig reduzieren können.

**Blue Cap AG: Setzt auf Nischen-Player**

Zu den kleineren Akteuren unter den auf Sondersituationen spezialisierten Beteiligungsgesellschaften zählt die Münchner Blue Cap AG. Das Unternehmen investiert vorrangig in mittelständische Nischen-Player (Umsatz: 10 bis 50 Mio. EUR), deren operatives Geschäft erkennbares Optimierungspotenzial aufweist. Dabei muss es sich nicht immer um den klassischen Sanierungsfall handeln. Blue Cap zeigt sich ebenso wie eine Arques oder Aurelius offen für Unternehmen mit ungelösten Nachfolgeregelungen und Konzernabsplattungen. Von den Großen der Branche grenzt man sich durch seine regionale Ausrichtung auf Deutschland und dort speziell den süddeutschen Raum ab. Im vergangenen Jahr erwarb man mit der H. Schreiner-Gruppe und der Maxxtec AG zwei neue Beteiligungen. Im Fall der Maxxtec übernahm Blue Cap lediglich einen Minderheitenanteil – knapp 18% – von einem verkaufsbereiten Altgesellschafter. Das Unternehmen, das u. a. Thermoölerhitzer und Wärmerückgewinnungssysteme fertigt, plant nach unseren Informationen die Ausweitung seines Umsatzes von 21 Mio. EUR 2007 auf über 25,7 Mio. EUR in diesem Jahr. Angesichts der derzeit robusten Auftragslage erscheint es gut möglich, dass diese Vorgabe letztlich sogar deutlich übertroffen wird. Bei H. Schreiner gilt es, in den nächsten Monaten aktuell noch bestehende Finanzierungsprobleme zu lösen. Auf EBIT-Basis schreibt der Maschinenbauer immerhin bereits schwarze Zahlen. Im Gegenzug trennte sich Blue Cap im Oktober von seiner langjährigen Beteiligung an der Proton Power Systems. Das Aktienpaket wurde an einen Finanzinvestor verkauft. Der da-

Blue Cap AG (www.blue-cap.de)			
ISIN	DE000A0JM2M	Investment-Fokus	
WKN	A0JM2M	Nischenunternehmen	
Kurs (EUR)	2,20		
AZ (Mio. St.)	2,0	Strategie	
MCap (Mio. EUR)	4,4	Restrukturierung, Buy-out, Nachfolge	
Geschäftsjahr-Ende	31.06.		
GjA 2006/07 (EUR)	-0,21	Mitarbeiter im Konzern	ca. 150
GjA 2007/08e (EUR)	0,25	Mitarbeiter in Holding	4
KGV 2007e	8,8	Jahr der Gründung	2006
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	4
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	4
Div.-Rendite 07e	0,0 %	Ø Haltdauer (in Jahren)	
NAV* (Mio. EUR)	4,9	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	2,45	SMB David GmbH (40%)	
Premium/Discount	-10,2%	Maxxtec AG (17,8%)	
52-Wo-Tief (EUR)	1,86	INHECO GmbH (41,96%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	6,20	H.Schreiner Gruppe (70%)	
Po. in 52-Wo-Range	7,8%		
Performance 1 Jahr	-60,5%	relativ zu DAX	0,414
Performance 5 Jahre	n/a	relativ zu DAX	n/a
Performance 8 Jahre	n/a	relativ zu DAX	n/a

\*) Es handelt sich hierbei um den Buchwert (Anschaffungskosten) gemäß HGB.

durch realisierte Return-on-Investment von über 100% ist beachtlich und ein Beleg dafür, dass auch kleinere Beteiligungsgesellschaften attraktive Targets akquirieren können. Dass die ebenfalls verkaufte Hudson Bike GmbH zwischenzeitlich insolvenz anmelden musste, ist weniger erfreulich, zumal der Käufer des Blue Cap-Anteils – die Beteiligungsgesellschaft **Prout AG** – ebenfalls insolvent ist und Blue Cap nun im schlimmsten Fall ein Forderungsausfall von 220.000 EUR droht. Positiv erscheint dagegen der konservative Bilanzierungsansatz der Münchner. Danach werden Werterhöhungen erst zum Zeitpunkt eines Exits ergebniswirksam verbucht. Insofern repräsentiert der ausgewiesene Buchwert von zuletzt 2,45 EUR eher eine sehr vorsichtige Annäherung an den wahren Portfoliowert.

**Fazit**

Firmen, die sich auf Unternehmen in den unterschiedlichsten „Umbruchsituationen“ spezialisiert haben, seien es Spin-offs, Restrukturierungs- oder Sanierungsfälle, weisen im Vergleich zu klassischen Beteiligungsgesellschaften ein deutlich höheres Chance-/Risikoprofil auf. So winkt im Erfolgsfall, d. h. nach einer erfolgreichen Neuausrichtung, eine höhere Rendite auf das eingesetzte Kapital, dem andererseits auch eine größere Ausfallwahrscheinlichkeit (Insolvenz einer Beteiligung) gegenübersteht. Dass selbst erfahrene Sanierungsmanager nicht vor Misserfolgen gefeit sind, zeigt das Beispiel Arquana. Wenn gleich sich in diesem Fall der finanzielle Schaden für Arques in Grenzen hielt, dürfte der Reputationsverlust noch länger nachwirken. Aus diesem Grund eignen sich die Aktien der hier vorgestellten Sanierer vor allem für Anleger, denen ein Investment in eine „normale“ Beteiligungsgesellschaft oder Mittelstandsholding unter Renditegesichtspunkten zu langweilig erscheint. Nach den starken Kursverlusten vieler Titel im Zuge der jüngsten Börsenturbulenzen bieten sich derzeit zweifelsohne günstige Einstiegsgewinnchancen. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass sich die Kreditkrise und das damit zusammenhängende Austrocknen von Private Equity-Fonds längerfristig sogar als Vorteil für die gesamte Branche erweisen könnten. Nicht nur, dass die Preise für attraktive Targets allmählich zurückkommen, auch sind die meisten börsennotierten Sanierer nur zu einem geringen Teil auf Fremdkapital bei der Finanzierung ihrer Zukäufe angewiesen. Das macht sie insgesamt weniger anfällig für Verwerfungen auf den Kreditmärkten.

Marcus Wessel



# Sondersituationen

*Wie kaum anders zu erwarten, finden sich unter den Firmen, die in die Kategorie „Sondersituationen“ fallen, Gesellschaften mit den unterschiedlichsten Strategien. Dabei handelt es sich bei dieser Rubrik keineswegs um eine Schublade, in die solche Unternehmen gesteckt werden, bei welchen sich keine anderweitige Einordnung anbietet.*

*Gastbeitrag von Matthias Schrade, GSC Research*

Vielmehr verfügen die einzelnen Firmen über ein oftmals sehr ausgeklügeltes Geschäftsmodell, das zumeist ein hoch spezialisiertes Know-how in kaum beachteten Randbereichen des Aktienmarktes erfordert. Fast schon salonfähig geworden ist dabei der Bereich „Abfindungsspekulationen“, in dem sich eine ganze Reihe von Unternehmen dieser Rubrik tummelt. Konkret zu verstehen ist hierunter der Einstieg bei börsennotierten Firmen mit Blick auf ein Übernahme- oder Abfindungsangebot durch deren Großaktionär. In den letzten Jahren gewann dieses Anlagensegment durch die erst seit 1.1.2002 bestehende Möglichkeit eines Squeeze-outs deutlich an Dynamik. Sprich: Hält ein Aktionär mindestens 95% der Aktien eines Unternehmens, kann er die übrigen Aktionäre zwangsweise „enteignen“, muss aber eine (Zitat Aktiengesetz) „angemessene Barabfindung“ zahlen. Und die liegt oftmals weit über dem Niveau, das ein wenig beachtetes Mauerblümchen an der Börse aufweist.

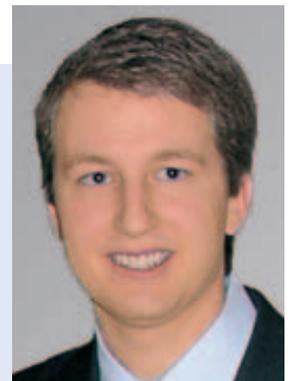
Während die simple Spekulation auf steigende Kurse durch einen bevorstehenden Squeeze-out von vielen Anlegern und Beteiligungsfirmen mehr oder weniger professionell betrieben wird, gehen etliche Unternehmen unserer Rubrik „Sondersituationen“ noch einen Schritt weiter: Sie zielen nicht auf den Anstieg VOR einem Squeeze-out, sondern auf die Möglichkeit, die Abfindungshöhe NACH dem Ende des Börsendaseins gerichtlich überprüfen zu lassen. Aus diesen sogenannten Spruchstellenverfahren kommen oftmals hohe Nachbesserungszahlungen zustande, die – meist erst Jahre nach dem „Verkauf“ der Aktie per (Zwangs-)Abfindung – nicht selten 20, 30 oder auch 50% des Verkaufskurses entsprechen. Eine Reihe von Beteiligungsfirmen erwirbt daher Aktien gezielt kurz vor dem Stichtag, um eben diese Nachbesserungsrechte zu nutzen.

Eine andere von vielen Firmen verfolgte Strategie, die vor dem Hintergrund des schwachen Börsen- und IPO-Umfelds speziell im letzten Jahr allerdings eher durchwachsene Resultate lieferte, ist das Engagement bei Unternehmen kurz vor dem Börsengang. Hier nutzen die Beteiligungsfirmen die oftmals noch recht günstige Bewertung unnotierter Unternehmen, wenn diese kurz vor dem Listing noch eine letzte vorbörsliche Kapitalmaßnahme durchführen, um sich für den Kapitalmarkt fit zu ma-

Auch beim Schach kommt man mit den verschiedensten Strategien zum Ziel.



*GSC Research ist ein unabhängiges Research-Haus mit Fokus auf Small und Mid-Caps aus dem deutschsprachigen Raum. GSC publiziert jährlich 1.000 detaillierte Hauptversammlungsberichte sowie mehrere hundert Analysen. Ferner ist GSC mit dem NEBENWERTE INSIDER für das auflagenstärkste Printmedium mit Schwerpunkt deutsche Nebenwerte verantwortlich und berät die GSC Portfolio AG (siehe S. 50).*



chen. Im Falle eines erfolgreichen Börsenganges winken hier hohe Renditen; verzögert sich dieser aber oder muss gar ganz abgesagt werden, so ist ein Verkauf der Beteiligung oft kaum oder nur unter Inkaufnahme von Verlusten möglich.

## **Prior Capital: Geführt vom bekannten Börsenbriefherausgeber**

Neben diesen beiden von etlichen Firmen mit ähnlichen Ansätzen verfolgten Hauptthemen betreiben einzelne Unternehmen dieser Sonderrubrik noch speziellere individuelle Strategien. Ein Beispiel hierfür ist die Prior Capital AG, deren Anlagestrategie sich kaum einheitlich definieren lässt. Die seit Juni 2006 im Freiverkehr gelistete Gesellschaft investiert ihre Mittel unter anderem in deutsche und internationale Aktien, aber auch in vorbörsliche Beteiligungen sowie Derivate. Je nach aktueller Markteinschätzung agiert die Gesellschaft auch mit einem zum Teil sehr hohen Bestand an liquiden Mitteln oder investiert, wie zuletzt geschehen, über Derivate gezielt in alternative Anlagelassen wie z. B. Rohstoffe, um sich von der Entwicklung an den Aktienbörsen gezielt abzukoppeln. Positiv zu werten ist die monatliche Offenlegung des „Inneren Wertes“ (NAV) je Aktie sowie der aktuellen Portfoliostruktur.

Die Anlageentscheidungen bei der Prior Capital AG trifft der in Finanzmarktkreisen bekannte Börsenbriefherausgeber und Alleinvorstand Egbert Prior, der vielen Lesern sicherlich noch aus Zeiten des Neuen Marktes ein Begriff ist. Die Verbindung von Börsenpublikation auf der einen Seite und Management ei-

Prior Capital AG (www.priorcapital.de)			
ISIN	DE0007204208	Investment-Fokus	
WKN	720 420	Aktien Deutschland / und International	
Kurs (EUR)	1,24	Strategie	
AZ (Mio. St.)	2,94	Beteiligungen	
MCap (Mio. EUR)	3,6	Mitarbeiter im Konzern	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Mitarbeiter in Holding	
GjA 2006 (EUR)	-0,50	Jahr der Gründung	
GjA 2007e (EUR)	k.A.	Jahr des Börsengangs	
KGV 2007e	n.ber.	Anzahl d. Beteil.	
Div. 06 (EUR)	0,00	Ø Haltedauer (in Jahren)	
Div. 07e (EUR)	0,00	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
Div.-Rendite 07e	0,0%	Silber (15%)	
NAV* (Mio. EUR)	4,6	Platin (15%)	
NAV / Aktie* (EUR)	1,55	Kasse (15%)	
Premium/Discount	-20,0%	Gold (14%)	
52-Wo-Tief (EUR)	1,02	Weizen (13%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	1,61	relativ zu DAX	
Po. in 52-Wo-Range	37,3%	relativ zu DAX	
Performance 1 Jahr	-11,4%	relativ zu DAX	
Performance 5 Jahre	n.ber.	0,929	
Performance 8 Jahre	n.ber.	n.ber.	

gener Investments auf der anderen erinnert in gewisser Weise an die Effecten-Spiegel AG. Bei letzterer sind im Gegensatz zur Prior Capital jedoch Magazin und Portfolio in der Aktiengesellschaft angesiedelt, während bei Prior eine gesellschaftsrechtliche Trennung beider Bereiche existiert. Das Börsenbrief-Geschäft ist daher nicht in der börsennotierten Prior Capital AG angesiedelt, wengleich diese beispielsweise die Räumlichkeiten mitnutzt.

Zuletzt meldete die Prior Capital AG, dass vor dem Hintergrund der anhaltenden Unsicherheit an den Finanzmärkten das Engagement in alternativen Vermögensklassen ausgebaut wurde. Namentlich wurden Investitionen in Zertifikate auf Platin, Palladium, Rohöl und Weizen getätigt, welche die Wertentwicklung der Basis in etwa eins zu eins nachvollziehen. Insgesamt liegt das „Rohstoff-Exposure“ des Portfolios per Ende Februar bei 62%, weitere 28% sind in Bundesanleihen bzw. der Kasseposition enthalten. Der aktuelle NAV je Aktie (Stand: 29.2.) beträgt 1,55 EUR je Aktie. Zahlen zum Ergebnis 2007 liegen noch nicht vor, angesichts der im Geschäftsjahr 2007 leicht rückläufigen NAV-Entwicklung sowie der laufenden Kosten des Unternehmens rechnen wir hier ebenfalls mit einem leicht negativen Wert.

Mit einer Investition in die Prior Capital AG setzt der Investor auf die Anlagestrategie und -konzeption eines der bekanntesten deutschen Börsenbrief-Herausgeber und kann auf diese Weise auch passiv und ohne eigene Transaktionen an dessen Anlageergebnissen teilhaben. Bei etwaigen Dispositionen sollte jedoch das insgesamt geringe Handelsvolumen sowie die im



Vergleich zu vielen anderen Beteiligungs-AGs überschaubare Eigenmittelausstattung beachtet werden.

### Lena Beteiligungs AG: Bisher kein glückliches Händchen bei der Beteiligungs Auswahl

Eine ähnlich wechselhafte, bisher jedoch alles andere als erfolgreiche Anlagestrategie ist auch bei der Lena Beteiligungs AG zu konstatieren. Das Unternehmen wurde im Februar 2005 als Beteiligungsgesellschaft für Small- und Mid Caps gegründet. Seit Juni 2006 ist die Aktie im Open Market gelistet und hat gegenüber dem Emissionsniveau von 1,70 EUR seither mehr als zwei Drittel an Wert verloren. Aktuell notiert die Aktie zudem deutlich unter dem NAV, der Ende März bei 0,88 EUR lag und damit allein seit dem Jahreswechsel schon wieder 20% eingebüßt hat.

Der Abschlag reflektiert die Unsicherheit der Anleger über die weitere Entwicklung, nachdem das Management bei der Auswahl der Beteiligungen bisher kein glückliches Händchen hatte. Investiert wurde in den letzten Jahren unter anderem in ARBO-media, DLO, Arquana, Beate Uhse und Flora EcoPower, die alleamt nicht mit Kurszuwächsen glänzten. Und auch die aktuellen Beteiligungen – unter anderem ADVA, EMI und Nuvo Research – dürften kaum Gewinne eingebracht haben. Eine stringente Strategie ist bei der Auswahl der Beteiligungen nicht zu erkennen.

Lena Beteiligungen AG (www.lena-ag.de)			
ISIN	DE000A0D90R9	Investment-Fokus	
WKN	A0D 90R	Small Caps	
Kurs (EUR)	0,51	Strategie	
AZ (Mio. St.)	3,25	Beteiligungen	
MCap (Mio. EUR)	1,7	Mitarbeiter im Konzern	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Mitarbeiter in Holding	
GjA 2006 (EUR)	-0,10	Jahr der Gründung	
GjA 2007e (EUR)	-0,20	Jahr des Börsengangs	
KGV 2007e	-2,6	Anzahl d. Beteil.	
Div. 06 (EUR)	0,00	Ø Haltedauer (in Jahren)	
Div. 07e (EUR)	0,00	Größte Beteiligungen (%d.NAV)	
Div.-Rendite 07e	0,0%	ADVA Optical AG (5%)	
NAV* (Mio. EUR)	2,9	PI Portugal Immobilien AG (ca. 60%)	
NAV / Aktie* (EUR)	0,88	EMI (8%)	
Premium/Discount	-42,0%	Nuvo Research (12%)	
52-Wo-Tief (EUR)	0,40	relativ zu DAX	
52-Wo-Hoch (EUR)	1,20	relativ zu DAX	
Po. in 52-Wo-Range	13,8%	relativ zu DAX	
Performance 1 Jahr	-52,8%	0,495	
Performance 5 Jahre	n.ber.	n.ber.	
Performance 8 Jahre	n.ber.	n.ber.	

\* Grundlage der Berechnung ist der Verkehrswert zum 31.12.2007, vermindert um Verbindlichkeiten und Rückstellungen auf zukünftige Verbindlichkeiten, sowie Abzug latenter Steuern.

Zum größten Engagement baute Ex-Vorstand Christian Kimmig Anfang 2007 die PI Portugal Immobilien AG aus, die an der Algarve Bauerwartungsland erwirbt und projektiert und seit Dezember ebenfalls im Open Market gelistet ist. Wichtige Details zu dieser bedeutendsten Beteiligung verschwie er allerdings auf der ersten öffentlichen Hauptversammlung im Juli 2007; das Treffen endete daraufhin im Eklat mit der Abberufung seiner Person. Als neuen Vorstand berief der Aufsichtsrat kurz darauf Alexander Coenen, der zugleich Vorstand der PI Portugal Immobilien AG ist. Wir rechnen vor diesem Hintergrund damit, dass dieses Engagement noch verstärkt wird, da es für Lena angeblich ganz enormes Potenzial eröffnet. So ließe sich auch die jüngste Meldung interpretieren, wonach Vorstand und Aufsichtsrat an einer strategischen Neuausrichtung der Gesellschaft arbeiten.

Chancen und Risiken lassen sich bei Lena von Außenstehenden nicht einschätzen, so dass eine gesunde Skepsis nach den Erfahrungen der Vergangenheit sicher angebracht und der hohe Ab- >>

schlag auf den NAV nachvollziehbar ist. Die Aktie ist nur noch für Zocker geeignet, zumal der Börsenwert der Lena Beteiligungs AG inzwischen nur noch kümmerliche 1,6 Mio. EUR beträgt.

### AG TOKUGAWA: Exotische Investments, bislang durchaus mit Erfolg

In einer ähnlichen Unternehmensgröße bewegt sich auch die im Freiverkehr gelistete AG Tokugawa mit ihrem Vorstand Philipp Steinhauer. Das Unternehmen ist sicherlich ein Exot unter den Beteiligungsfirmen und verfolgt ebenfalls keine einheitliche Strategie – von der Konzentration auf Sondersituationen verschiedenster Art abgesehen –, dies jedoch im Gegensatz zu Lena bislang sehr erfolgreich. Insgesamt ist das Anlagekonzept als sehr opportunistisch zu bezeichnen, wobei die AG Tokugawa vorzugsweise in Unternehmen und Märkte investiert, die sich in Sondersituationen befinden. Hierzu zählen beispielsweise Sanierungs- und Turnaround-Situationen, Wechsel des Mehrheitsaktionärs, geplante Ausweitung des Streubesitzes sowie gerichtlich überprüfbare Strukturmaßnahmen wie Unternehmensverträge oder der Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung (Squeeze-out). Aktuell beträgt das sogenannte Andienungsvolumen etwas über 1 Mio. EUR.

Darüber hinaus lanciert die AG Tokugawa auch Übernahmeangebote für nur schwer an der Börse veräußerbare Aktien, teilweise auch ausländischer Provenienz. Jüngst hat das Unternehmen auch ein Investment (ca. 10% der gesamten Vermögenswerte) in den Turquoise Equity Fund bekannt gegeben. Dieser legt seine Mittel im iranischen Aktienmarkt an und ist eine der wenigen Möglichkeiten für westliche Investoren, direkt am dortigen Markt zu partizipieren, der sich durch ein sehr niedriges Bewertungsniveau auszeichnet. Ausgehend von der eingeschlagenen Strategie gelang es der AG Tokugawa auch im schwierigen Kapitalmarktumfeld der letzten Monate, positive Erträge für ihre Anteilseigner zu erwirtschaften. Dies lag sicherlich auch daran, dass Investitionen in Aktiengesellschaften, die sich in einer Sondersituation befinden, bzw. Abfindungskandidaten fast immer Konjunktur haben. Zudem hat Tokugawa marktsensitive Positionen seit Sommer 2007 konsequent verkauft. Risiken können sich vor allem aus der nach wie vor geringen Eigenmittelausstattung, den teilweise eingesetzten Fremdmitteln zur Hebelung des verfügbaren Investitionskapitals sowie spezifischen Risiken – etwa dem erwähnten Fonds mit Investitionsschwerpunkt im Iran – ergeben.

AG Tokugawa (www.tokugawa.de)			
ISIN	DE0006281645	Investment-Fokus	Aktien Deutschland
WKN	628 164	Strategie	Value-Investing / Special Situations
Kurs (EUR)	4,35		
AZ (Mio. St.)	0,36		
MCap (Mio. EUR)	1,6		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GJA 2006 (EUR)	0,48	Mitarbeiter im Konzern	1
GJA 2007e (EUR)	0,96	Mitarbeiter in Holding	1
KGV 2007e	4,5	Jahr der Gründung	
Div. 06 (EUR)	0,45	Jahr des Börsengangs	2006
Div. 07e (EUR)	0,50	Anzahl d. Beteil.	
Div.-Rendite 07e	11,5%	Ø Haltdauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	Turquoise Equity Fund
NAV / Aktie* (EUR)	n.ber.		
Premium/Discount	n.ber.		
52-Wo-Tief (EUR)	3,00		
52-Wo-Hoch (EUR)	4,85		
Po. in 52-Wo-Range	73,0%		
Performance 1 Jahr	+3,1%	relativ zu DAX	1,082
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

Insgesamt konnte die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2007 vom insgesamt positiven Kapitalmarktumfeld und auch von den zum Teil heftigen Kursschwankungen bei nur kurzfristig gehaltenen Positionen profitieren. Das Jahresergebnis hat sich ausgehend von 173 TEUR im Vorjahr 2007 auf 342 TEUR glatt verdoppelt; hinzu kommen rund 60 TEUR bei der Tochterfirma visionmaker GmbH. Entsprechend soll die Dividende auf 0,50 (Vj.: 0,45) EUR erhöht werden. Mit einer Investition in die Tokugawa-Aktie kann der spezialisierte Nebenwerte-Investor auf eine Gesellschaft mit interessantem Konzept setzen, die sich derzeit jedoch noch in der Anfangsphase befindet und zudem durch die geringe Transparenz von außen kaum zu bewerten ist. Eine gewisse Verbesserung bei der Eigenmittelausstattung sowie den bis dato noch sehr geringen Börsenumsätzen sollte sich aus der für das laufende Jahr geplanten Kapitalerhöhung ergeben.



### Carthago Capital: Setzt auf Value-Investments und Börsenmäntel

Eine Mischung aus Beteiligungsfirma und hochspezialisiertem Corporate Finance-Haus stellt die in Bremen ansässige Carthago Capital AG dar, die ebenfalls im Open Market notiert. Als Holding ist die Carthago Capital AG derzeit an zwei 100%-Tochtergesellschaften beteiligt, der Carthago Value Invest SE sowie der Carthago Capital Consulting AG. Während sich die Carthago Value Invest, wie der Name bereits vermuten lässt, mit der Anlage ihrer Mittel in Nebenwerte beschäftigt, sind in der Carthago Capital Consulting die Corporate Finance-Aktivitäten der Unternehmensgruppe angesiedelt. Hierbei wird ein breites Leistungsspektrum rund um das Thema Kapitalmarktnotierung und Unternehmensstrukturierung abgedeckt; eine besondere Spezialität von Carthago ist dabei das Geschäft mit Börsenmänteln. Seit 2007 ist man zudem Listing Partner der Frankfurter Wertpapierbörse. Der Vorstand der Carthago Capital AG besteht aus Sam Winkel und Reiner Ehlerding, die durch ihre Erfahrung sowie das weitreichende Netzwerk den Erfolg des Unternehmens wesentlich mitbestimmen.

Bei den Anlageentscheidungen setzt Carthago auf eine langfristige Wertsteigerung der Zielunternehmen und investiert dabei über die Tochter Carthago Value Invest in deutsche Nebenwerte mit geringer Marktkapitalisierung. Hierbei setzen die Bremer vor allem auf Gesellschaften, welche sich in besonderen Situationen befinden, beispielsweise durch Trennung vom bisherigen operativen Geschäft oder mehrheitlicher Übernahme



# „Wir sind weitgehend marktunabhängig“

Im Gespräch mit *Smart Investor* erläutern *Robert Zeiss* und *Sam Winkel*, wie die *Carthago Capital AG* mit den aktuell stürmischen Zeiten umgeht und welche Vorteile zweigleisiges Agieren bietet.

**Smart Investor:** Wie schaffen Sie eigentlich den Brückenschlag zwischen der Verwaltung eigener Gelder und der Beratung Dritter?

**Zeiss:** Diese Zweiteilung ist historisch gewachsen. Nachdem wir zunächst nur unsere eigenen Portfoliounternehmen beraten hatten und diese auch nach dem Exit noch um unsere Mithilfe baten, war es nahe liegend, unsere Beratungsexpertise auch am Markt anzubieten. Heute arbeiten unsere beiden Geschäftsbereiche getrennt voneinander. Es ergeben sich jedoch kontinuierlich Synergieeffekte, die wir gleichermaßen Gewinn bringend für Mandanten in der Consultingsparte als auch für unsere eigenen Geschäftsbereiche nutzen können. Durch die Nähe zu unseren Mandanten als auch zu unseren Portfoliounternehmen können wir zudem Beratungsleistungen nicht nur häufig schneller als am Markt anbieten, sondern zumeist auch kosteneffizienter.

**Smart Investor:** Konnten Sie mit Ihrer Firmenstruktur eine gewisse Abkoppelung vom allgemeinen Marktgeschehen erreichen?

**Winkel:** Dem ist ohne Zweifel so. Im Investmentbereich investieren wir maßgeblich in vier Sparten: in Abfindungs- und Squeeze-out-Werte, in klassische Unterbewertungen, in Sondersituationen wie Restrukturierungsfälle und in traditionelle Value-Werte. Vor Aufnahme eines Investments betreibt Carthago zu jedem potenziellen Investment ein umfassendes, fundamentales Research. Zudem erfolgt die Investmentanlage einem antizyklischen Ansatz. Damit ist der Carthago-Investmentansatz schon von seiner Natur aus weitgehend marktunabhängig.

**Zeiss:** Im Consulting-Bereich sind wir durch die Vielzahl der angebotenen Corporate Finance-Services sehr ausgewogen aufgestellt. So werden bspw. Hauptversammlungsorganisationen, Bewertungsgutachten etc. in jeder Finanzmarktphase nachgefragt. Während IPOs und Listings naturgemäß einer gewissen Zyklizität unterliegen, ist diese Tendenz bei Manteltransaktionen nicht feststellbar. Zudem ist die Publizität, die ich mit einer Manteltransaktion in Zeiten der kompletten Abwesenheit von IPOs erziele, nahezu unbezahlbar. Schauen Sie sich bspw. Arques Industries, Impera Total Return, Colonia Real Estate, KWG Kommunale Wohnen an. Diese Unternehmen sind in schlechten Börsenphasen in einen Mantel „geschlüpft“ und haben sich rechtzeitig vor dem nächsten Aufschwung erfolgreich im Markt positioniert.

**Smart Investor:** In welchem Ihrer Geschäftsbereiche stehen die Weichen stärker auf Wachstum?

**Winkel:** Unsere Geschäftsbereiche befinden sich historisch bedingt in unterschiedlichen Entwicklungsphasen. Als originäres Carthago-Geschäftsfeld ist der Investmentbereich heute weniger auf unbedingtes Wachstum, sondern vielmehr auf eine nachhaltige Renditeoptimierung getrimmt, während der Entwicklungs-



Robert Zeiss



Sam Winkel

stand des Consultingbereichs derzeit das Wachstum forciert. Trotz stürmischer Zeiten gehen wir also auch 2008 von einem positiven Ergebnis aus.

**Zeiss:** Richtig, unser Beratungsgeschäft richten wir auf nachhaltiges Wachstum aus. Hierzu haben wir uns nicht nur national, mit Fokus auf den norddeutschen Markt, sondern auch international bekannt gemacht. In Deutschland rückt bei Mittelständlern mit Schlagzeilen wie „Basel II“, „erhöhte Eigenkapitalanforderungen“, „Kreditklemme bei den Banken“ der Wunsch nach Eigenkapitalfinanzierungen in den Vordergrund. Hier spielt uns die allgemeine Marktverunsicherung auch ein wenig in die Hände. Im Ausland gehen wir eher opportunistisch vor. Mit Mandanten aus Russland oder China sprechen Sie nicht über gute oder schlechte Marktphasen, diese sind aus ihren Heimatmärkten erfolgsverwöhnt und möchten ihre Chancen auch im Ausland nutzen.

**Smart Investor:** Warum lancieren Sie jetzt ein Aktienrückkaufprogramm?

**Winkel:** Zum einen spiegelt sich unserer Ansicht nach die positive Entwicklung der Carthago-Gruppe nicht in der Entwicklung des Aktienkurses wider. Zum anderen bewerteten wir angesichts des Marktumfeldes unter Rendite-/Risiko-Kriterien unsere Aktie als vorzugswürdige Anlagemöglichkeit im Vergleich zu Alternativinvestments. Zudem haben wir die Dividende in den vergangenen Jahren sukzessive erhöht. Diesen Ansatz werden wir auch weiterhin verfolgen.

**Smart Investor:** Haben Sie vielen Dank für das Gespräch. ■

Interview: Tobias Karow

Carthago Capital AG (www.carthago-capital.de)			
ISIN	DE0005418404	Investment-Fokus	
WKN	541 840	Sondersituationen, Börsenmäntel	
Kurs (EUR)	4,60	Strategie	
AZ (Mio. St.)	2,79	Value Investments	
MCap (Mio. EUR)	12,8		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	1,39	Mitarbeiter im Konzern	12
GjA 2007e (EUR)	1,00	Mitarbeiter in Holding	2
KGV 2007e	4,6	Jahr der Gründung	1999
Div. 06 (EUR)	0,08	Jahr des Börsengangs	2000
Div. 07e (EUR)	0,10	Anzahl d. Beteil.	>10
Div.-Rendite 07e	2,2 %	Ø Haltdauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	n.bek	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	n/a	Energie Effizienz AG (>62,42%)	
Premium/Discount	n/a	Questos AG (>48,73%)	
52-Wo-Tief (EUR)	4,50	Helio Biotech (>29,96%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	6,75	Porta Systems AG (>15,22%)	
Po. in 52-Wo-Range	4,4%		
Performance 1 Jahr	-20,4%	relativ zu DAX	+0,8%
Performance 5 Jahre	+215,1%	relativ zu DAX	+1,2%
Performance 8 Jahre	n/a	relativ zu DAX	n/a

durch neue Investoren und Einbringung neuer operativer Aktivitäten. Ferner setzt die Verwaltung in ihrer Anlagepolitik auch auf sogenannte Abfindungswerte und Squeeze-out-Kandidaten, bei denen eine gerichtliche Überprüfung der Wertansätze im Rahmen von Spruchstellenverfahren möglich ist und entsprechende Wertsteigerungen realisiert werden können. Ausgehend von dieser Strategie sollte sich die Carthago Capital AG auch in einem etwas schwierigeren Marktumfeld achtbar schlagen können, da zumindest Erträge aus dem Bereich Value-Invests und Abfindungswerten möglich erscheinen. Deutlich kapitalmarktabhängiger gestaltet sich hingegen das Corporate Finance-Geschäft mit Börsengängen und Börsenmänteln. Dieser Bereich kann speziell in guten Börsenjahren einen „Ergebnis-turbo“ darstellen.

Im Geschäftsjahr 2007 konnte Carthago Capital trotz einer deutlichen Eintrübung des Umfeldes im zweiten Halbjahr erneut ein gutes Ergebnis erzielen. Gewisse Verzögerungen von Projekten haben sich jedoch im Bereich der Corporate Finance-Aktivitäten ergeben. Trotzdem hat die Gesellschaft 2007 insgesamt acht Listingaufnahmen und fünf Börsenmanteltransaktionen begleitet. Ausweislich des jüngsten Aktionärsbriefes aus dem Dezember 2007 wird zwar nicht das Rekordergebnis des Jahres 2006 erreicht werden. Wir rechnen aber dennoch mit einer deutlichen Anhebung der Dividende von zuletzt 0,08 EUR je Anteilsschein. Auf Basis der von uns geschätzten Ausschüttung von 0,10 EUR beläuft sich die Dividendenrendite der Aktie auf immerhin gut 2%.

### Effecten-Spiegel: Wie geht es nach dem Tod von Bolko Hoffmann weiter?

Fast jeder kennt das Magazin, kaum einer die Aktie: Der in Düsseldorf beheimatete und vom Gründer Bolko Hoffmann seit Jahrzehnten geleitete Effecten-Spiegel gehört zum Urgestein der deutschen Anlegerpublikationen. Neben den Verlagsaktivitäten ist die gleichnamige Effecten-Spiegel AG seit vielen Jahren auch im Beteiligungsbereich aktiv und investiert dort in ausgewählte nationale und internationale Aktien. Im Unterschied zur Prior Capital AG sind Börsenpublikation und Beteiligungsgeschäft hier nicht getrennt, so dass sich wie auch bei Carthago operative Erträge und Anlageergebnisse vermischen. In Anbetracht des Anlagevolumens von rund 80 Mio. EUR ist das Verlagsgeschäft allerdings von eher untergeordneter Bedeutung. Daher lohnt es sich aus Sicht der Gesellschaft auch, sich teilweise sehr

aktiv um die getätigten Investments zu kümmern. Dem einen oder anderen Beobachter sind insbesondere die Aktivitäten des Effecten-Spiegels und seines langjährigen Vorstandschefs Bolko Hoffmann bei der Commerzbank von 1970 (Stichwort: Markenrechtsstreit mit der Commerzbank AG), bei der I.G. Farben oder bei anderen Unternehmen ein Begriff.

Bei Anlageentscheidungen setzt das Unternehmen auf die Expertise des Effecten-Spiegel-Teams; entsprechend hart traf die Gesellschaft daher das für viele Marktteilnehmer überraschende Ableben des Firmengründers Bolko Hoffmann im vergangenen Sommer. Entsprechend der jeweiligen Markteinschätzung agiert die Gesellschaft auch mit einem zum Teil sehr hohen Bestand an liquiden Mitteln und investiert darüber hinaus in Unternehmen, welche sich in Sondersituationen befinden, um sich auf diese Weise etwas vom allgemeinen Risiko des Kapitalmarktumfeldes abzukoppeln. Bestes Beispiel hierfür ist der frühzeitige und für



Effecten-Spiegel-Aktionäre sehr erfolgreiche Einstieg bei der VW-Tochter Audi. Ausgehend von der eingeschlagenen Strategie gelang es der Effecten-Spiegel AG in der Vergangenheit immer wieder, auch bei einem schlechten Marktumfeld positive Erträge für ihre Anteilseigner zu erwirtschaften, da dem Vorstand sehr weitgefächerte Investitionsmöglichkeiten zur Verfügung stehen und sich dieser in der Vergangenheit auch nicht gescheut hat, sich zeitweise komplett aus dem Aktienmarkt zurückzuziehen. Risiken können sich vor allem aus dem allgemeinen Kapitalmarktumfeld und einer Fehleinschätzung hinsichtlich der Auswahl der Investitionsobjekte ergeben. Zudem bestehen aus Sicht von Marktteilnehmern und Anlegern nach dem Tod von Bolko Hoffmann

Effecten-Spiegel AG (www.effecten-spiegel.de)			
ISIN	DE0007204208	Investment-Fokus	
WKN	564 760	Aktien Deutschland / und International	
Kurs (EUR)	14,75	Strategie	
AZ (Mio. St.)	2,94		
MCap (Mio. EUR)	43,3		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	1,16	Mitarbeiter im Konzern	k.A.
GjA 2007e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter in Holding	k.A.
KGV 2007e	n.ber.	Jahr der Gründung	k.A.
Div. 06 (EUR)	2,00	Jahr des Börsengangs	k.A.
Div. 07e (EUR)	1,00	Anzahl d. Beteil.	>10
Div.-Rendite 07e	6,8%	Ø Haltdauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	n.ber.	k.A.	
Premium/Discount	n.ber.		
52-Wo-Tief (EUR)	14,35		
52-Wo-Hoch (EUR)	26,35		
Po. in 52-Wo-Range	3,3%		
Performance 1 Jahr	-42,2%	relativ zu DAX	0,607
Performance 5 Jahre	-15,0%	relativ zu DAX	0,335
Performance 8 Jahre	-36,5%	relativ zu DAX	0,709

natürlich gewisse Unsicherheiten in Bezug auf die künftige Strategie. Mit seiner Nachfolgerin Marlis Weidtmann hat jedoch eine langjährige Kollegin und Mitarbeiterin das Ruder der Gesellschaft übernommen.

Neben dem plötzlichen Tod des Firmengründers und langjährigen Vorstandschefs wurde das Ergebnis des Geschäftsjahres 2007 durch Sondereffekte in Form von Abschreibungen sowie Nachforderungen in Höhe von 3 Mio. EUR aus einer Betriebsprüfung für die Jahre 2003 bis 2006 belastet. Vor diesem Hintergrund ist auch die Dividende von 1 Euro je Stamm- und Vorzugsaktie zu sehen, die sich damit im Jahresvergleich halbiert hat. Nach wie vor beläuft sich die Dividendenrendite damit auf erfreuliche 7,1 bzw. 6,6% je Vorzugs- bzw. Stammaktie. Zudem dürfte die Effekten-Spiegel-Aktie angesichts eines Eigenkapitals von 78,5 Mio. EUR per 31.12. aktuell unter dem „Inneren Wert“ (NAV) notieren, der aufgrund der geringen Transparenz der Gesellschaft allerdings schwer einschätzbar ist.

**SCI: Stabilität auch in turbulenten Börsenzeiten**

Deutlich transparenter ist da schon die SCI AG mit Sitz in Usingen bei Frankfurt. Zudem ist die Ausrichtung der Gesellschaft ebenso wie die Besetzung des Vorstandspostens mit dem Nebenwerte-Spezialisten Oliver Wiederhold seit der Gründung im Jahr 2000 unverändert geblieben. Die Spezialität von SCI sind Squeeze-out-Spekulationen, Übernahmen und Unternehmensverträge, die bei überschaubarem Risiko erhebliche Chancen bieten. Damit gelang es dem Unternehmen selbst in den sehr schlechten Börsenjahren 2000 bis 2002, gegen den Markt positive Renditen zu erwirtschaften. Mehr und mehr wird die SCI aber auch bei Unternehmenssanierungen durch Finanzinvestoren aktiv, die ebenfalls erhebliches Potenzial bergen können, wie sich beispielsweise bei der Innotec TSS AG gezeigt hat. Allerdings sind solche Spekulationen auch nicht ohne Risiko. Bei der Kunert AG setzte die SCI auf eine erfolgreiche Sanierung und die Nachzahlung der Dividende bei den Vorzugsaktien, was nicht aufgegangen ist.



Die größten Positionen im Depot sind aktuell aber Squeeze-out-Werte wie Kölnische Rück, Vattenfall oder Möbel Walther. Sie sorgen auch in turbulenten Zeiten für Stabilität, da durch die festgelegte Barabfindung quasi eine Kursuntergrenze gezogen ist. Dies spiegelt sich in der Entwicklung des NAV wider: Während der DAX von Mitte November bis heute um 15% nachgegeben hat, liegt der NAV der SCI-Aktie mit 14,50 EUR (Stand:

16.3.) nur leicht unter dem damals gemeldeten Wert von 14,70 EUR. Die Marktturbulenzen hat die Beteiligungsgesellschaft also gut überstanden, der Vorstand hat die enormen Kurschwankungen sogar noch für einige kurzfristige Trades genutzt, die ebenfalls zum Gewinn beigetragen haben. Dennoch hat die SCI-Aktie ihren seit dem Börsengang im Juni 2006 andauernden Aufwärtstrend verlassen und in den letzten Monaten kräftig verloren. Inzwischen notiert sie mit einem Abschlag von 20% auf den NAV, was angesichts der konservativen Strategie und der guten Rendite nicht recht nachvollziehbar ist.

SCI AG		Investment-Fokus	
ISIN	DE0006051014	Sondersituationen	
WKN	605 101	Strategie	
Kurs (EUR)	11,51	Beteiligungen	
AZ (Mio. St.)	0,44	Mitarbeiter im Konzern	1
MCap (Mio. EUR)	5,0	Mitarbeiter in Holding	1
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr der Gründung	2000
GjA 2006 (EUR)	1,70	Jahr des Börsengangs	2006
GjA 2007e (EUR)	2,20	Anzahl d. Beteil.	ca. 100
KGV 2007e	5,2	Ø Haltdauer (in Jahren)	ca. 2
Div. 06 (EUR)	0,25	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
Div. 07e (EUR)	0,30	Kölnische Rück	
Div.-Rendite 07e	2,6%	Vattenfall	
NAV* (Mio. EUR)	6,4	Innotec TSS	
NAV / Aktie* (EUR)	14,50	GFKL	
Premium/Discount	-20,6%	Möbel Walther	
52-Wo-Tief (EUR)	10,30	relativ zu DAX	0,882
52-Wo-Hoch (EUR)	15,59	relativ zu DAX	n.ber.
Po. in 52-Wo-Range	22,9%	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 1 Jahr	-16,0%		
Performance 5 Jahre	n.ber.		
Performance 8 Jahre	n.ber.		

\*) Netto-Vermögenswerte plus eine zu erwartende Nachbesserung im Spruchverfahren von 20 % des eingereichten Volumens

Zwar wurden noch keine Zahlen für das Geschäftsjahr 2007 veröffentlicht. Bekannt ist aber bereits, dass der NAV im Jahresverlauf von 12,12 EUR auf mehr als 14,50 EUR gestiegen ist, was eine Steigerung von rund 20% bedeutet. Davon ausgehend dürfte der Gewinn ebenfalls auf etwa 2 EUR je Aktie zugelegt haben, und es kann wohl von einer erneuten Anhebung der Dividende ausgegangen werden. Die Ausschüttung spielt indes bei der SCI keine große Rolle. Sie soll, das wird von Unternehmensseite immer wieder kommuniziert, nur eine Grundverzinsung sichern, was von vielen Aktionären so gewünscht wird. Eigentlich ist eine Dividende angesichts der hohen erwirtschafteten Renditen ja auch nicht sinnvoll. Alles in allem stellt die SCI-Aktie ein solides Investment dar, das dauerhaft solide Renditen verspricht und gerade in unruhigen Börsenzeiten für Stabilität im Depot sorgt.

**Falkenstein Nebenwerte: Trotz dem widrigen Börsenumfeld**

Gleichsam der „große Bruder“ von SCI – jedenfalls soweit es die Anlagestrategie angeht – ist die in Hamburg ansässige Falkenstein Nebenwerte AG. Trotz einer seit Jahren positiven Entwicklung und jetzt schon erreichten Börsenkapitalisierung von 35 Mio. EUR steht die Gesellschaft allerdings nicht sonderlich im Fokus der Börsenanleger. Das Unternehmen wurde Ende 2000 von einigen Nebenwerte-Spezialisten gegründet und notiert seit 2003 im Freiverkehr. Der Investmentfokus der Gesellschaft liegt auf dem Bereich der substanzstarken, börsennotierten Neben- und Spezialwerte im deutschsprachigen Raum, wobei Deutschland eindeutig überwiegt.

Als Auslöser einer Anlageentscheidung bei Falkenstein dienen häufig bestimmte Ereignisse wie Zukäufe, Fusionen, Restrukturierungen oder auch Going Private. Dementsprechend konzentriert sich Falkenstein nicht auf bestimmte Branchen, sondern auf die jeweiligen Sondersituationen. Sehr erfolgreich berät Fal-



Falkenstein Nebenwerte AG (www.falkenstein-ag.de)			
ISIN	DE0005752307	Investment-Fokus	Aktien Deutschland
WKN	575 230	Strategie	Value-Investing / Special Situations
Kurs (EUR)	75,00	Mitarbeiter im Konzern	4
AZ (Mio. St.)	0,5	Mitarbeiter in Holding	4
MCap (Mio. EUR)	37,5	Jahr der Gründung	2000
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr des Börsengangs	2003
GjA 2006 (EUR)	14,53	Anzahl d. Beteil.	ca. 25
GjA 2007e (EUR)	14,60	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
KGV 2007e	5,1	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	Allianz-Leben
Div. 06 (EUR)	2,00		Bayer-Schering
Div. 07e (EUR)	2,25		Contitech
Div.-Rendite 07e	3,0%		Interseroh
NAV* (Mio. EUR)	k.A.		Kölnische Rück, Vattenfall
NAV / Aktie* (EUR)	n.ber.	relativ zu DAX	1,022
Premium/Discount	n.ber.	relativ zu DAX	1,737
52-Wo-Tief (EUR)	65,50	relativ zu DAX	n.ber.
52-Wo-Hoch (EUR)	95,80		
Po. in 52-Wo-Range	31,4%		
Performance 1 Jahr	-2,6%		
Performance 5 Jahre	+341,2%		
Performance 8 Jahre	n.ber.		

kenstein bereits seit 2005 das von der Landesbank Berlin aufgelegte „TopPick-Zertifikat“, das europäische Small- und MidCaps beinhaltet, die unter Value- und Abfindungsgesichtspunkten herausgefiltert werden. Im Zuge des Anstiegs des Beratungsgeschäfts werden die daraus resultierenden Provisionszahlungen erneut kräftig zulegen und nach 0,59 Mio. EUR 2006 im abgelaufenen Jahr wohl erstmals die Marke von 1 Mio. EUR überschritten haben. Vor diesem Hintergrund ist Falkenstein keine „reine“ Beteiligungsgesellschaft wie SCI, sondern verfügt ebenso wie Carthago und Effecten-Spiegel auch über operative Erlösquellen. Insgesamt verfolgt die Falkenstein Nebenwerte AG eine relativ defensive Anlagestrategie, deren Rendite zwar in überschwänglichen Börsenzeiten auch mal hinter der Marktentwicklung zurückbleiben kann, in Börsenphasen wie der jetzigen aber ihre Stärke zeigt. So spielt denn für die Organe die stichtagsbezogene Realisierung möglicher Kursgewinne keine große Rolle, im Vordergrund steht ganz eindeutig die langfristige positive Aktienkursentwicklung der Beteiligungen.

Die erfolgreiche Arbeit der Gesellschaft hat für die Anleger aber auch einen kleinen Nachteil, denn ähnlich wie die Deutsche Balaton AG arbeitet die Falkenstein Nebenwerte AG hauptsächlich „im Verborgenen“. Dies soll heißen, es werden nur wenige Informationen über gehaltene Beteiligungen oder gar zum NAV veröffentlicht. Immerhin teilte das Unternehmen im letzten Geschäftsbericht 2006 die 5 größten Positionen des Anlagevermögens mit. Ansonsten muss sich der Anleger meist blind auf die Fähigkeiten der Spezialisten aus Hamburg verlassen. Damit sind die Anleger in der Vergangenheit aber sehr gut gefahren.



Im Geschäftsjahr 2006 erzielte Falkenstein mit 7,3 Mio. EUR oder 14,53 EUR je Aktie einen neuen Rekord beim Jahresüberschuss. Laut Bestätigung des Vorstands im Dezember soll das Vorsteuerergebnis von 7,36 Mio. EUR auch 2007 erreicht werden. Auf dieser Basis dürfen sich die Aktionäre auf eine Dividende freuen, die zumindest auf dem Vorjahresniveau von 2,00 EUR liegen wird.

Besonders erfolgreich gestaltete sich die Entwicklung der Andienungsrechte, deren Volumen von 15,3 auf über 50 Mio. EUR kletterte. Obwohl die Verbindlichkeiten gegenüber Banken deutlich reduziert wurden, verfügte die Gesellschaft gegen Jahresende noch über einen finanziellen Spielraum von 15 bis 20 Mio. EUR, der für Neuengagements zur Verfügung stand. Speziell in der jetzigen Zeit stellt die Falkenstein Nebenwerte AG mit ihrem Portfolio-Schwerpunkt in Aktien, die von der Kurskorrektur verschont blieben, eine äußerst solide Anlagemöglichkeit dar.

### Die Kölner „Friesenstraßen-Gruppe“: Jede Menge Beteiligungs-Know-how unter einem Dach

In der Friesenstraße 50 in Köln ist eine ganze Reihe von Investoren aus bekannten und spezialisierten Beteiligungsgesellschaften beheimatet. Die Keimzelle der in der Friesenstraße ansässigen Beteiligungs-AGs war dabei die **Allerthal-Werke AG**, deren Historie bis in das Jahr 1899 zurückreicht und deren ursprüng-

Allerthal-Werke AG (www.allerthal.de)			
ISIN	DE0005034201	Investment-Fokus	Aktien Deutschland
WKN	503 420	Strategie	Value-Investing / Special Situations
Kurs (EUR)	17,55	Mitarbeiter im Konzern	2
AZ (Mio. St.)	1,10	Mitarbeiter in Holding	2
MCap (Mio. EUR)	19,2	Jahr der Gründung	1899
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr des Börsengangs	??
GjA 2006 (EUR)	1,35	Anzahl d. Beteil.	>20
GjA 2007e (EUR)	3,10	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
KGV 2007e	5,7	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	Rheiner Moden AG
Div. 06 (EUR)	0,35		Scherzer & Co AG
Div. 07e (EUR)	0,70		HVB Group AG
Div.-Rendite 07e	4,0%		AMB Generali AG
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	relativ zu DAX	1,040
NAV / Aktie* (EUR)	n.ber.	relativ zu DAX	1,080
Premium/Discount	n.ber.	relativ zu DAX	0,675
52-Wo-Tief (EUR)	15,90		
52-Wo-Hoch (EUR)	20,40		
Po. in 52-Wo-Range	36,7%		
Performance 1 Jahr	-0,8%		
Performance 5 Jahre	+174,2%		
Performance 8 Jahre	-39,5%		

liche operative Betätigung im Brauereiwesen lag. Zuletzt war die Gesellschaft in der Produktion von Gummischläuchen aktiv. Nach Ausgliederung dieses operativen Geschäfts ist Allerthal seit Mitte der 1990er Jahre im Beteiligungsbereich tätig und investiert ihre Mittel in Aktien inländischer Unternehmen. Aktuell besteht der Vorstand mit Alfred Schneider aus einer Person. Schneider ist zugleich auch Vorstandsmitglied bei der Rheiner Moden AG und verantwortet dort die Geschäfte zusammen mit seinem bisherigen Allerthal-Vorstandskollegen Dr. Georg Issels (zugleich auch Alleinvorstand der Scherzer & Co. AG). Zusammen verfügt das Managementteam der Kölner Friesenstraße nicht nur über langjährige Expertise im Aktiengeschäft, sondern auch über eines der größten Netzwerke in der deutschen Nebenwerte-Szene.

Investitionen von Allerthal erfolgen vornehmlich in unterbewertete Unternehmen am deutschen Aktienmarkt. Hierbei spielt die jeweilige Branche und Unternehmensgröße grundsätzlich eher



eine untergeordnete Rolle. Entscheidendes Kriterium ist vielmehr, dass sich die Gesellschaften in einer Sondersituation befinden. Im Unterschied zur Scherzer & Co. AG liegt der Fokus von Allertal jedoch eher auf klassischen Nebenwerten aus dem deutschsprachigen Raum. Unter Sondersituationen versteht Allertal beispielsweise Veränderungen in der Aktionärsstruktur, die Durchführung von Kapitalmaßnahmen, Sanierungssituationen oder auch einen bevorstehenden Turnaround. Einen weiteren Schwerpunkt bilden Unternehmen, in welchen Strukturmaßnahmen wie beispielsweise der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages oder der Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung (Squeeze-out) auf der Agenda stehen.

Im Geschäftsjahr 2007 hat Allertal ein Rekordergebnis von 3,4 (Vj. 1,48) Mio. EUR erwirtschaftet, was einem Ergebnis je Aktie von 3,10 (1,35) EUR bzw. 3,10 (2,24) EUR nach DVFA/SG entspricht. Die Aktionäre erhalten neben der regulären Dividende von 0,35 EUR einen Bonus in gleicher Höhe, so dass sich die Gesamtausschüttung auf 0,70 EUR je Anteilsschein beläuft. Zuletzt bewegte sich das Andienungsvolumen in einer Größenordnung von immerhin 22 Mio. EUR (Stand: Q3/2007), woraus sich stille Reserven ergeben dürften. Aus unserer Sicht stellt die Allertal-Aktie eine interessante Alternative zu Direktinvestments in Speziälsituationen und Abfindungskandidaten im deutschen Nebenwertemarkt dar. Investoren sollten hierbei jedoch die begrenzte Liquidität der Aktie sowie die erschwerte Bewertung durch die geringe Transparenz (Stichwort: keine NAV-Veröffentlichung) beachten.

Beim zweiten in der Friesenstraße ansässigen Unternehmen handelt es sich um die **Rheiner Moden AG**. Bis zur Einstellung des operativen Geschäfts Ende der 1990er Jahre war die seit 1992 an der Börse notierte Gesellschaft im Bereich der Damenoberbekleidung aktiv. Nach Übernahme der Aktienmehrheit durch die Allertal-Werke und erfolgreicher Beendigung des zwischenzeitlich eingeleiteten Insolvenzverfahrens im Jahre 2004 fokussierte man sich auf Nachbesserungsrechte sowie die Beratung von Dritten in Kapitalmarktangelegenheiten, in der Vergangenheit vor allem der ebenfalls zur „Friesenstraßen-Gruppe“ gehörenden Scherzer & Co. AG. >>

Anzeige

## CAPITAL STAGE

### Ihr Finanzierungspartner im Bereich der Erneuerbaren Energien

Capital Stage ist eine börsennotierte Private-Equity-Gesellschaft für wachstumsstarke Unternehmen. Ein Schwerpunkt innerhalb der Beteiligungsstrategie bildet der Sektor Umwelttechnologie/Erneuerbare Energien.

Wir bieten unseren Partnerunternehmen mehr als nur risikotragendes Eigenkapital. Durch interdisziplinäres Know-how steigern wir den Wert unserer Portfoliounternehmen nachhaltig.

Davon profitieren unsere Partnerunternehmen und unsere Aktionäre.

Rheiner Moden AG (www.rheiner-moden.de)			
ISIN	DE0007018707	Investment-Fokus	
WKN	701 870	Aktien Deutschland	
Kurs (EUR)	32,59	Strategie	
AZ (Mio. St.)	0,22	Nachbesserungsrechte	
MCap (Mio. EUR)	7,2		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GJA 2006/2007 (EUR)	2,98	Mitarbeiter im Konzern	1
GJA 2008e (EUR)	2,50	Mitarbeiter in Holding	1
KGV 2007e	13,0	Jahr der Gründung	1974
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	1992
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	10
Div.-Rendite 07e	0,0%	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	n.ber.	HVB Group AG	
Premium/Discount	n.ber.	Vattenfall Europe AG	
52-Wo-Tief (EUR)	32,50	AMB Generali AG	
52-Wo-Hoch (EUR)	37,50	Bayer Schering Pharma AG	
Po. in 52-Wo-Range	1,8%		
Performance 1 Jahr	-5,5%	relativ zu DAX	0,991
Performance 5 Jahre	+482,0%	relativ zu DAX	2,291
Performance 8 Jahre	-9,2%	relativ zu DAX	1,013

Zu Veränderungen in der Aktionärsstruktur des Unternehmens ist es durch die im Dezember 2007 bekannt gegebenen Pool- und Kooperationsverträge mit der Allerthal-Werke, die weiterhin größte Anteilseignerin der Rheiner Moden AG bleibt, sowie der Scherzer & Co. AG gekommen. Scherzer & Co. hat 25% plus eine Aktie an Rheiner Moden von der Allerthal-Werke AG übernommen. Zugleich ist der Scherzer & Co.-Alleinvorstand Dr. Georg Issels mit Wirkung zum 1. Januar 2008 in den Rheiner Moden-Vorstand eingetreten und aus dem Vorstand der Allerthal-Werke AG ausgeschieden. Durch die abgeschlossenen Verträge mit einer Laufzeit von fünf Jahren sichern sich Allerthal und Scherzer nicht nur langfristigen Zugang zu den Ressourcen von Rheiner Moden im Bereich inländischer Small- und Mid Caps, sondern auch Know-how in Bezug auf die Strukturierung von Projekten und die Bewertung von Strukturmaßnahmen börsennotierter Unternehmen. Die vertraglich vereinbarten fixen und variablen Ertragsbestandteile lösen den bislang bestehenden Beratungsvertrag zwischen Rheiner Moden und Scherzer & Co. ab und führen auf Ebene der Rheiner Moden AG zu entsprechenden Einnahmen. Ferner dient die Gesellschaft als eine Art Plattform für Investitionen, die für die Allerthal-Werke AG wie auch die Scherzer & Co. AG gleichermaßen von Interesse sind. Um mögliche Interessenskonflikte hieraus zu vermeiden, sollen derartige Investments künftig direkt über die Rheiner Moden AG abgewickelt werden.

Daneben ist die Rheiner Moden AG auch weiterhin im Geschäftsfeld der sogenannten Nachbesserungsrechte unterwegs. Diese entstehen bei der Ausbuchung der Aktien im Squeeze-out bzw. einer Fusion oder durch Andienung in ein Abfindungsangebot und stellen gleichsam eine Option auf eine Nachbesserung im Rahmen eines gerichtlichen Spruchstellenverfahrens dar. Aktuell beläuft sich das Andienungsvolumen auf 16,6 Mio. EUR. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006/07 (bis 31.7.) hat die Rheiner Moden AG ein Jahresergebnis in Höhe von 0,65 (Vj. 0,77) Mio. EUR oder 3,28 (3,87) EUR erzielt. Unter Berücksichtigung der unterjährig durchgeführten Kapitalerhöhung liegt das Ergebnis je Aktie bei 2,98 EUR. In der Zeit vom 1.8. bis 31.12. wird ein Rumpfgeschäftsjahr eingelegt, um das Rechenwerk auf das Kalenderjahr umzustellen. Eine Ergebnisprognose für dieses viermonatige Rumpfgeschäftsjahr ist daher aktuell nur schwer möglich. Im Geschäftsjahr 2008 sollte jedoch vorsichtig geschätzt ein Ergebnis in Regionen von 500 TEUR und damit ein

Gewinn von 2,50 EUR je Aktie bzw. ein KGV von etwas über 13 möglich sein. Bei etwaigen Dispositionen sollte die geringe Aktienzahl sowie der ebenfalls sehr überschaubare Streubesitz beachtet werden.

Das neueste Beteiligungsunternehmen in der Kölner Friesenstraße ist die **Scherzer & Co. AG**, die zwischenzeitlich aber vom Anlagevolumen her die mit Abstand größte Gesellschaft repräsentiert. Die Gründung der früheren Porzellanfabrik Zeh, Scherzer & Co. AG geht auf das Jahr 1880 im oberfränkischen Rehau zurück. Seit 1910 firmiert das Unternehmen als AG und wurde nach Einstellung der Porzellanherstellung in den 1980ern im Jahre 2003 mehrheitlich von den Allerthal-Werken AG übernommen, an der Börse gelistet (Entry Standard) und als Beteiligungsgesellschaft neu ausgerichtet. Alleinvorstand ist Dr. Georg Issels, der zugleich auch Vorstandsmitglied der Rheiner Moden AG ist. Jeweils etwa die Hälfte des Kapitals hat die Scherzer & Co. AG in sicherheitsorientierte bzw. in chancenorientierte Wertpapiere investiert. Bei den sicherheitsorientierten Anlagen setzt der Vorstand dabei ähnlich wie die Allerthal-Werke AG auf Aktien solcher Unternehmen, die durch einen natürlichen „Floor“ nach unten abgesichert sind und ein im Marktvergleich deutlich geringeres Risikoprofil aufweisen. Unter diese Kategorie fallen klassische Abfindungskandidaten und Squeeze-out-Werte wie HypoVereinsbank, AMB Generali, Kölner Rück und Bayer Schering Pharma, aber auch Unternehmen, die eine im Marktvergleich deutliche Unterbewertung oder eine besonders attraktive Dividendenrendite aufweisen.

Unter die eher chancenorientierten Anlagen fallen Unternehmen in Sondersituationen, beispielsweise Turnaround-Kandidaten oder Firmen mit aussichtsreichen und technologieorientierten Geschäftsmodellen. Aktuell setzt das Management auch auf eine Erholung ausgewählter Aktien aus dem Finanzsektor wie Wüstenrot & Württembergische, Münchener Rück und Commerzbank. Angesichts der vorhandenen Eigenmittel von

Scherzer & Co. AG (www.scherzer-ag.de)			
ISIN	DE0006942808	Investment-Fokus	
WKN	694 280	Aktien Deutschland	
Kurs (EUR)	1,44	Strategie	
AZ (Mio. St.)	27,22	Value-Investing / Special Situations	
MCap (Mio. EUR)	39,2		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GJA 2006 (EUR)	0,11	Mitarbeiter im Konzern	2
GJA 2007e (EUR)	0,16	Mitarbeiter in Holding	2
KGV 2007e	9,0	Jahr der Gründung	1880
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2005
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	>30
Div.-Rendite 07e	0,0%	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	44,9	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	1,65	HVB Group AG	
Premium/Discount	-12,7%	AMB Generali AG	
52-Wo-Tief (EUR)	1,40	Wüstenrot & Württembergische (W&W)	
52-Wo-Hoch (EUR)	1,72	Kölnische Rück	
Po. in 52-Wo-Range	12,5%	Bayer Schering Pharma AG	
Performance 1 Jahr	-14,3%	relativ zu DAX	0,899
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

inzwischen rund 44 Mio. EUR investiert die Scherzer & Co. AG im Gegensatz zu Allerthal nicht nur in Nebenwerte, sondern auch in deutlich marktliquide Werte. Es ist erklärte Zielsetzung des Vorstandes, das zur Verfügung stehende Anlagevolumen auch durch weitere Kapitalmaßnahmen und die gezielte Inanspruchnahme von Fremdmitteln (z.B. zur Finanzierung von Andienungswerten) auszuweiten. Die Scherzer & Co weist für

2007 ein Ergebnis von 4,43 (Vj. 2,89) Mio. EUR aus, was einem Gewinn von 0,16 (0,11) EUR je Aktie entspricht. Eine Dividendenzahlung erwarten wir angesichts der noch nicht abgeschlossenen Aufkapitalisierung des Unternehmens kurzfristig noch nicht. Auf dem aktuellen Kursniveau wird die Scherzer-Aktie mit einem 2007er-KGV von 9,6 bewertet und notiert um gut 12% unter dem inneren Wert. Auf mittlere Sicht sollte die Aktie neben Zuflüssen aus dem Andienungsvolumen von immerhin 36,3 Mio. EUR auch von der zu erwartenden Aufnahme einer Dividendenzahlung profitieren können.

### DNI Beteiligungen: Kleine Firma mit hochkarätig besetztem Aufsichtsrat

Wenngleich die DNI Beteiligungen AG mit Sitz in der Lütticher Straße in Köln nicht direkt zu den „Friesenstraßen-Gesellschaften“ zählt, besteht zu dieser eine gewisse Nähe durch den Aufsichtsratsvorsitz von Dr. Georg Issels, der zugleich auch größter Einzelaktionär des Unternehmens ist. Ein weiteres in Börsenkreisen sehr prominentes Aufsichtsratsmitglied ist Martin Wirth, der als Vorstand der FPM Performance Management AG eine Reihe erfolgreicher Small- und Mid Cap-Investmentfonds lenkt.

DNI Beteiligungen AG (www.dni-ag.de)		Investment-Fokus	
ISIN	DE0005542400	Aktien Deutschland	
WKN	554 240	Strategie	
Kurs (EUR)	13,20	Value-Investing / Special Situations	
AZ (Mio. St.)	0,15		
MCap (Mio. EUR)	2,0		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	1,32	Mitarbeiter im Konzern	1
GjA 2007e (EUR)	0,10	Mitarbeiter in Holding	1
KGV 2007e	132,0	Jahr der Gründung	1992
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2002
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	>10
Div.-Rendite 07e	0,0%	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	2,25	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	15,00	HVB Group AG	
Premium/Discount	-12,0%	Dt. Telekom AG	
52-Wo-Tief (EUR)	13,20	Carthago Cap. Bet. AG	
52-Wo-Hoch (EUR)	15,83	Rheiner Moden AG	
Po. in 52-Wo-Range	0,0%	Scherzer & Co. AG	
Performance 1 Jahr	-10,8%	relativ zu DAX	0,936
Performance 5 Jahre	+200,0%	relativ zu DAX	1,181
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

Grundgedanke der Investitionspolitik der DNI Beteiligungen AG ist eine nachhaltige Anlagepolitik. Zur Auswahl ihrer Investments setzt die Gesellschaft dabei gezielt auf das bestehende Netzwerk zu anderen Finanzmarktakteuren sowie dem fachlich erstklassig besetzten Aufsichtsrat. Schwerpunktmäßig investiert DNI in unterbewertete Aktien, in Firmen mit Übernahmefantasie sowie in Squeeze-out-Titel. Durch diese Ausrichtung soll das Portfolio auch in eher unruhigeren Börsenzeiten stabilisiert werden. Traditionell meldet die Gesellschaft ihre Zahlen immer erst vergleichsweise spät, so dass eine Einschätzung der Ergebnisentwicklung im abgelaufenen Jahr gegenwärtig nur schwer möglich ist. Insbesondere die Positionierung im Bereich der zuletzt an der Börse doch einigermaßen unter Druck geratenen Finanzwerte hat vermutlich Spuren im Rechenwerk des Jahres 2007 hinterlassen. Zudem wurde ein Teil der Telekom-Optionen glattgestellt, woraus nach unserer Vermutung ebenfalls eher ein Verlust resultieren dürfte.

Unter dem Strich rechnen wir daher mit einem lediglich etwa ausgeglichenen Ergebnis. Nach unserer Schätzung dürfte sich der NAV der Gesellschaft grob bei rund 15 EUR je Aktie bewe-

gen; zur HV im letzten Sommer hatte die Gesellschaft diesen mit rund 17 EUR beziffert. Hinzu kommt noch das Andienungsvolumen von geschätzten 1,5 Mio. EUR, woraus zusätzliche stille Reserven resultieren dürften. Ob auf dem aktuellen Kursniveau ein Abschlag zum NAV existiert, ist daher schwer zu sagen. Aufgrund des insgesamt kleinen Anlagevolumens und der hohen Abhängigkeit von Einzelengagements sowie der eingeschränkten Transparenz eignet sich die Aktie unseres Erachtens lediglich für den Liebhaber von Spezialwerten.



### Deutsche Balaton: Neuordnung der Private Equity-Aktivitäten abgeschlossen

Ebenfalls nicht übermäßig transparent und auf wenige Einzelinvestments fokussiert, dafür aber ungleich größer als DNI ist die in Heidelberg ansässige Deutsche Balaton AG, die als Beteiligungsgesellschaft mit dem Investitionsschwerpunkt auf börsennotierten und nicht notierten Unternehmensbeteiligungen aktiv ist. Auf Vorstandsebene kam es vor kurzem zu einer Veränderung, indem der langjährige Vorstand Jürgen Dickemann zum Jahresende 2007 auf eigenen Wunsch ausschied. Als neuer Alleinvorstand fungiert Jörg Janich, der bereits im September für fünf Jahre zum neuen Vorstandsmitglied bestellt wurde. Im Rahmen ihrer jetzt schon gut 15-jährigen Unternehmensgeschichte hat sich auch das Betätigungsfeld der Deutsche Balaton verändert. Nach der Erweiterung des Geschäftszwecks steht das Unternehmen heute für Value- und Spezialinvestments in unterbewertete Gesellschaften und Private Equity.

Innerhalb ihrer Anlagestrategie verfolgt die Gesellschaft einen langfristigen Ansatz, wobei sich die Deutsche Balaton auf Unternehmen in speziellen Situationen konzentriert. Dies hat der Gesellschaft in den letzten Jahren häufig gute Erfolge eingetragen. So stieg man beispielsweise bei der Beta Systems Software AG zu einem Zeitpunkt ein, als diese unter dem Cashbestand notierte. Die heute 15,8-%ige Beteiligung scheint sich nun allmählich zu rechnen. Operativ hat die Gesellschaft deutliche Fortschritte erzielt, was sich nun auch positiv im Kurs niederschlägt. Andere Engagements sind etwa der Odelzhausener Sitzheizungshersteller W.E.T Automotive (10,5%), die in Thüringen beheimatete SchmitterGroup AG (30,5%) oder die ASE AG (25,1%) aus Bruchsal, ein Spezialist für Sicherheits- und Prozessüberwachungstechnik.

Während bis vor einigen Jahren vor allem Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen gekauft wurden, hat sich der



Schwerpunkt zuletzt eher in Richtung Private Equity-Aktivitäten verschoben, die bisher immer über die Tochterfirma CornerstoneCapital AG abgewickelt wurden. Hier erfolgte zuletzt eine Neuordnung, die mittlerweile abgeschlossen ist. Am 12. November 2007 gab der neu aufgelegte CornerstoneCapital Fonds II das First Closing bekannt. Zu diesem Zeitpunkt hatten die Deutsche Balaton AG und die BHF-Bank Kapitaleinlagen von 33 Mio. EUR gezeichnet. Bis zum Final Closing, das spätestens in neun Monaten erfolgen soll, ist ein Investitionsvolumen von bis zu 100 Mio. EUR vorgesehen. Der Fokus des Fonds liegt auf Investitionen in technologieorientierten Unternehmen, wobei Wachstumskapital zur Verfügung gestellt und MBOs durchgeführt werden.

Deutsche Balaton AG (www.deutsche-balaton.de)			
ISIN	DE0005508204	Investment-Fokus	Aktien Deutschland
WKN	550 820	Strategie	Private Equity / Value-Investing
Kurs (EUR)	9,25		
AZ (Mio. St.)	12,7		
MCap (Mio. EUR)	117,5		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	0,28	Mitarbeiter im Konzern	
GjA 2007e (EUR)	0,63	Mitarbeiter in Holding	
KGW 2007e	14,7	Jahr der Gründung	1991
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	1997
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	14
Div.-Rendite 07e	0,000	Ø Haltedauer (in Jahren)	n.bek.
NAV* (Mio. EUR)	117,2	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	9,23	CornerstoneCapital AG (99,2%)	
Premium/Discount	+0,2%	W.E.T. (10,5%)	
52-Wo-Tief (EUR)	7,55	Beta Systems Software AG (15,8%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	9,90	Heidelberger Bet.holding AG (68,2%)	
Po. in 52-Wo-Range	72,3%		
Performance 1 Jahr	+12,8%	relativ zu DAX	1,184
Performance 5 Jahre	+171,3%	relativ zu DAX	1,068
Performance 8 Jahre	-33,9%	relativ zu DAX	0,737

Auch 2007 hat das Unternehmen wieder erfolgreich gewirtschaftet. Im HGB-Abschluss erzielte Balaton im abgelaufenen Jahr nach vorläufigen Zahlen einen Überschuss von 8,0 Mio. EUR. Dagegen liegen die Zahlen für den Konzern noch nicht vor; hier lag der Überschuss zum Halbjahr bei 8,3 Mio. EUR und führte zu einem Eigenkapital von 117,2 Mio. EUR. In der Zwischenzeit hat die Deutsche Balaton AG erneut ein Aktienrückkaufprogramm durchgeführt, dieses Mal mit einem Volumen über bis zu 500.000 eigenen Aktien zu 10 EUR. Darüber hinaus plant die Gesellschaft zur Finanzierung des weiteren Wachstums eine Unternehmensanleihe mit einem Volumen von 15 Mio. EUR bei einer Verzinsung von 5%. Auch wenn die Informationspolitik und Transparenz der Deutsche Balaton AG vor allem unterjährig, ähnlich wie bei der Falkenstein Nebenwerte AG, doch etwas zu wünschen übrig lässt, stellt ein Engagement in die Aktie doch eine relativ sichere Anlage dar.

### Heliad: Der Pre-IPO-Spezialist notiert massiv unter dem ausgewiesenen NAV

Nicht über mangelnde Transparenz beklagen hingegen können sich die Aktionäre bei der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA. Als eine der wenigen Private Equity-Firmen veröffentlicht das zur Unternehmensgruppe Angermayer, Brumm und Lange gehörende Unternehmen monatlich den „Inneren Wert“ (NAV). Gemanagt wird das Unternehmen über die Sigma Capital Management GmbH, wobei das entscheidende Investment Committee vier Personen umfasst. Neben den schon seit vielen Jahren im Bereich Private Equity engagierten Ralf Flore, Andreas Lange und Dr. Dirk Posner konnte nun noch Alexander Mitsch als CFO gewonnen werden.

Im Rahmen ihres Engagements als Beteiligungsgesellschaft setzt Heliad auf etablierte, eigentümergeführte Unternehmen im deutschsprachigen Raum mit einem Umsatz zwischen 10 und 100 Mio. EUR. Im Vordergrund stehen dabei Investments in Beteiligungen, die sich in der Pre-IPO- oder auch schon in der Buy-and-Build-Phase befinden. Mit diesem Investitionsfokus platziert sich Heliad bewusst in der Nische zwischen Venture Capital und den großen Buyouts. Mit Hilfe einiger Kapitalerhöhungen hat die Gesellschaft mit dem eingesammelten und erwirtschafteten Kapital zwischenzeitlich ein Portfolio von 14 Unternehmen aufgebaut. Diese Unternehmen erwirtschaften mit etwa 4.000 Mitarbeitern einen jährlichen Umsatz von über 700 Mio. EUR. Bedeutendste Unternehmen im Portfolio sind die SHB AG, die im Bereich Asset Management von Gewerbe- und Handelsimmobilien tätig ist, der Sanierungsspezialist CFC Industriebeteiligungen, das Geldtransportunternehmen Unicorn und der Healthcare-Dienstleister Vanguard. Dabei schafften sowohl SHB als auch CFC jeweils rund sechs Monate nach dem Einstieg von Heliad bereits den Börsengang. Aber auch bei anderen Beteiligungen gelang in der Vergangenheit oft schon nach wenigen Monaten ein erfolgreicher Exit. Insgesamt ist Heliad mit seiner Strategie einer Fokussierung auf Erträge aus IPOs oder Exits stark vom Börsenumfeld abhängig. Bei positiver Börsenlage lassen sich die Unternehmen leichter an die Börse führen und bessere Verkaufspreise erzielen. Umgekehrt stellt die jetzige unsichere Börsenzeit auch ein Risiko dar.

2007 verbuchte Heliad 10,1 Mio. EUR an Kursgewinnen aus börsennotierten Beteiligungen und 6,6 Mio. EUR an Wertsteigerungen bei nicht notierten Unternehmen. Unter Abzug der Aufwendungen ergab sich daraus mit 5,0 Mio. EUR, entsprechend einem Gewinn von 0,07 EUR je Aktie, das immerhin zweitbeste Ergebnis der Unternehmensgeschichte. Dadurch erhöhte sich auch das bilanzielle Eigenkapital auf 95,2 Mio. EUR. Ende Februar lag der NAV bei 1,23 EUR und damit deutlich über dem Aktienkurs, wobei der Discount nun schon über 40% beträgt. Dabei veröffentlicht Heliad den NAV nicht nur monatlich, sondern ermittelt ihn auch durchaus konservativ. Bei börsennotierten Beteiligungen, die noch einer Lock-up-Frist unterliegen, wird teilweise sogar ein Bewertungsabschlag von bis zu 20% bilanziert. Zudem stehen einige nicht notierte Beteiligungen immer noch mit Anschaffungskosten in den Büchern. Aufgrund der operativen Geschäftsentwicklung der Beteiligungen rechnet Heliad auch im laufenden Jahr mit einem positiven Verlauf. Durch den Ver-

Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA (www.heliad.de)			
ISIN	DE0006047293	Investment-Fokus	Aktien Deutschland
WKN	604 729	Strategie	Private Equity / Pre-IPO
Kurs (EUR)	0,87		
AZ (Mio. St.)	70,0		
MCap (Mio. EUR)	60,9		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	0,27	Mitarbeiter im Konzern	7
GjA 2007e (EUR)	0,07	Mitarbeiter in Holding	7
KGW 2007e	12,4	Jahr der Gründung	2000
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2006
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	14
Div.-Rendite 07e	0,0%	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	86,1	Größte Beteiligungen (%d.NAV)	
NAV / Aktie* (EUR)	1,23	SHB (19,9%)	
Premium/Discount	-29,3%	CFC (13,3%)	
52-Wo-Tief (EUR)	0,69	Unicorn (11,1%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	1,24	Vanguard (10,7%)	
Po. in 52-Wo-Range	32,7%		
Performance 1 Jahr	-26,9%	relativ zu DAX	0,767
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.



kauf eines Fonds wurde der Kursrückgang beim Heliad-Papier wohl noch einmal verstärkt. In Zukunft sollte sich der Discount von über 40% aber wieder reduzieren und der Kurs dem inneren Wert annähern.

**Impera: Kapitalmarktumfeld hinterlässt Spuren**

Ebenfalls schwerpunktmäßig auf Pre-IPO-Beteiligungen setzt die Impera Total Return AG. Die aus dem Füchsel & Wiegatz-Mantel hervorgegangene Gesellschaft verteilt ihre Arbeit auf die beiden Kerngeschäftsfelder Private Equity und Corporate Finance. Den größten Anteil im Portfolio machen börsennotierte Beteiligungen aus, die großteils schon vorbörslich erworben wurden. Verantwortlich für die Erfolge der vergangenen Jahre zeichnet Alleinvorstand Günther Paul Löw, der auf eine langjährige Erfahrung im Beteiligungsgeschäft verweisen kann.

Vom Geschäftsansatz her konzentriert sich Impera eigentlich auf unterbewertete Unternehmen aus dem Small Cap-Bereich und reife Börsenkandidaten. Allerdings werden durchaus auch Engagements bei Gesellschaften in Sondersituationen eingegangen. Aufgrund der positiven Börsenentwicklung war der Fokus zuletzt wieder stärker auf vorbörsliche Kandidaten gelegt worden. Neben dem Hauptgeschäftsfeld Beteiligungen engagiert sich Impera zudem im Bereich Corporate Finance, um auch in schwächeren Börsenzeiten wiederkehrende und stabile Erträge generieren zu können. In diesem Bereich unterstützt die Gesellschaft beispielsweise institutionelle Anleger bei Umplatzierungen oder Wachstumsprojekten. Allerdings ist das Geschäft im Corporate Finance-Bereich entgegen der Intention im zweiten Halbjahr fast zum Erliegen gekommen. So hat sich denn auch die schwächere Börsenentwicklung in den Zahlen niedergeschlagen. Lag das Ergebnis nach Steuern im ersten Halbjahr noch bei 1,08 Mio. EUR, musste die Gesellschaft im Gesamtjahr einen Verlust von rund 850 TEUR hinnehmen. Speziell der Nebenwertebereich war in diesem Zeitraum von zum Teil starken Kursverlusten betroffen. Erschwerend kam hinzu, dass die Tyros AG ihr bisheriges Geschäftsmodell aufgab, was zu Abschreibungen von 429 TEUR führte. Zerschlagen hat sich auch die Hoffnung auf den Börsengang der eolutions GmbH & Co. KGaA, der für Dezember 2007 geplant war. Nachdem das Unternehmen einen strategischen Investor gefunden hatte, der die für das IPO angedachte Kapitalerhöhung komplett zeichnete, wurde der Börsengang hier erst einmal auf 2008 verschoben.

Bedingt durch weitere Abschreibungen ermäßigte sich der NAV per Ende des Jahres auf 2,51 EUR, nachdem er zum Halbjahr

noch bei 2,83 EUR gelegen hatte. Bei der Betrachtung des NAV ist der durchgeführte Aktiensplit zu beachten, der zu einer Verdopplung der Aktienzahl auf 3,84 Mio. Stück führte. Im November führte Impera noch einmal eine Kapitalerhöhung zu 2 Euro durch, wodurch sich das Grundkapital nun auf 4,8 Mio. EUR stellt. Darauf aufbauend konnte Impera im Dezember 2007 die drei Jahre zuvor begebene Anleihe planmäßig zurückführen und alle Finanzverbindlichkeiten tilgen. Zwischenzeitlich notiert die Aktie sogar deutlich unter dem Kurs der letzten Kapitalerhöhung und nimmt damit schon einiges an negativer Erwartung vorweg; immerhin notiert Impera derzeit gut 36% unter dem zuletzt ausgewiesenen NAV. Auch wenn das Geschäft derzeit mit dem schwierigen Börsenumfeld kämpft, erscheint der Abschlag auf den inneren Wert übertrieben, zumal Impera im laufenden Jahr schon Zuflüsse in Höhe von 1,55 Mio. EUR aus der Veräußerung einer Beteiligung an der clickTel AG im Zuge der Übernahme durch Telegate realisieren konnte.

Impera Total Return AG (www.impera.de)			
ISIN	DE0005751309	Investment-Fokus	
WKN	575 130	Late Stage	
Kurs (EUR)	1,75	Strategie	
AZ (Mio. St.)	4,8	Private Equity / Pre-IPO / Value-Investing	
MCap (Mio. EUR)	8,4		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	1,93	Mitarbeiter im Konzern	4
GjA 2007e (EUR)	-0,21	Mitarbeiter in Holding	4
KGV 2007e	-8,3	Jahr der Gründung	2004
Div. 06 (EUR)	0,30	Jahr des Börsengangs	2004
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	ca. 15
Div.-Rendite 07e	0,0 %	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	12,1	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	2,51	KlickTel (4,5%)	
Premium/Discount	-30,3%	Transflow Informationslogistik (25,0%)	
52-Wo-Tief (EUR)	1,53	Solarion AG (16,16%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	3,68	Wige Media (5,1%)	
Po. in 52-Wo-Range	10,2%		
Performance 1 Jahr	-42,4%	relativ zu DAX	0,604
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

**KST: Hohe Abschreibungen aufgrund des schlechten Börsenumfelds**

Ähnlich turbulent und unerfreulich wie bei Impera gestaltete sich in den letzten Monaten der Kursverlauf bei der KST Beteiligungs AG. Das Unternehmen ging ursprünglich aus der schon 1984 gegründeten Keller & Treichel Wertpapiermakler GmbH hervor. Nach Beendigung der Insolvenz wird die Gesellschaft nun von den beiden Vorständen Wolfgang Rück und Kurt Ochner getragen, die auch für die Strategie und Ausrichtung der Anlagepolitik verantwortlich zeichnen. Den Großteil des Kapitals investiert KST in börsennotierte Unternehmen im deutschsprachigen Raum.

Der Fokus bei den Investitionen liegt auf dem Bereich der Small und Mid Caps, wobei die Beteiligungen durchaus auch aktiv begleitet werden. Neben den langfristigen Engagements steht aber auch das Ausnutzen kurzfristiger Tradingchancen auf der Agenda. Über Kapitalmaßnahmen oder Umplatzierungen beteiligt sich KST auch an Unternehmen, die zeitlich kurz vor einem IPO oder Listing stehen. Das Beteiligungsvolumen liegt dabei in der Regel zwischen 0,5 und 5 Mio. EUR, größere Projekte werden normalerweise mit Partnern realisiert. Die Investments werden in unterschiedlichen Branchen getätigt. Aus Gründen der Risikominimierung versucht KST, einseitige Schwerpunkte im Portfolio zu vermeiden. Um den Ertragsstrom noch weiter zu verbreitern, gründete die Gesellschaft 2006 die Süddeutsche Aktienbank AG, die auch eigene Beteiligungen an die Börse begleitet. Mit der Übernahme der Corporate Finance-Beratungsgesellschaft Blättchen &



KST Beteiligungs AG (www.kst-ag.de)		
ISIN	DE0006322001	Investment-Fokus
WKN	632 200	Aktien Deutschland
Kurs (EUR)	3,90	Strategie
AZ (Mio. St.)	5,4	Private Equity, Pre-IPO
MCap (Mio. EUR)	21,1	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	
GjA 2006 (EUR)	1,52	Mitarbeiter im Konzern
GjA 2007e (EUR)	0,00	Mitarbeiter in Holding
KGV 2007e	n.ber.	Jahr der Gründung
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.
Div.-Rendite 07e	0,0 %	Ø Haltdauer (in Jahren)
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)
NAV / Aktie* (EUR)	k.A.	aap implantate AG (>3%)
Premium/Discount	n.ber.	CyBio AG (>25%)
52-Wo-Tief (EUR)	3,82	Esterer AG (>5%)
52-Wo-Hoch (EUR)	9,28	Plaut AG (>15%)
Po. in 52-Wo-Range	1,5%	Schweizer Electronic AG (>10%)
Performance 1 Jahr	-52,6%	relativ zu DAX
Performance 5 Jahre	+161,7%	relativ zu DAX
Performance 8 Jahre	-79,4%	relativ zu DAX

\*) Die Gesellschaft macht hierzu keine Angaben

Partner AG wurde die Angebotspalette zusätzlich erweitert, um die Abhängigkeit vom Börsenverlauf zu reduzieren. Hier gelang im Jahr 2007 eine erneute Stärkung des Kerngeschäfts IPO-Beratung durch die Übernahme der Bösl & Collegen GmbH. Bösl & Collegen ist schon seit über 12 Jahren in der Emissionsberatung tätig und hat in diesem Rahmen eine Vielzahl von Unternehmen beim Börsengang beraten.

Der Start ins Jahr 2007 bescherte KST zunächst einen größeren Abschreibungsbedarf, verbunden mit einem negativen Ergebnis, das im zweiten Quartal jedoch ausgeglichen werden konnte. Nach drei Quartalen lag das Ergebnis nach Steuern bei 0,62 Mio. EUR. Positiv wirkten sich hier Gewinnrealisierungen bei der Advanced Inflight Alliance AG und der Silicon Sensor International AG aus, womit jeweils die 5%-Schwelle bei den Beteiligungen unterschritten wurde. Erfreulich entwickelten sich auch die vorbörslichen Beteiligungen wie beispielsweise die Sinosol AG. Bei Sinosol erfolgte deutlich über dem Einstiegsniveau von KST eine Kapitalerhöhung. Da KST aber nach HGB bilanziert, wirkte sich dies noch nicht Ergebnis erhöhend aus. Auch der Ergebnisbeitrag von Blättchen & Partner, die immerhin Halloren und Homag an die Börse begleiteten, war in den Zahlen noch nicht enthalten.



Durch das zuletzt stark eingetrübte Börsenumfeld ergab sich für das Gesamtjahr mit 0,06 Mio. EUR in der KST Beteiligungs AG eine „schwarze Null“. Auf Konzernebene entstand konsolidierungsbedingt und durch Abschreibungen auf Wertpapierbestände in Höhe von 5 Mio. EUR jedoch ein Verlust von 0,8 Mio. EUR. Im ersten Quartal mussten aufgrund der deutlichen Kursrückgänge weitere 8 Mio. EUR an Abschreibungen vorgenommen werden. So

haben sich beispielsweise die Kurse von CyBio (>25%) und InTi-Com (>5%) seit Veröffentlichung des Q3-Berichts mehr als halbiert; auch MDB (>5%) hat seither um rund 40% nachgegeben. Aufgrund der fehlenden Transparenz – insbesondere veröffentlicht KST keinen NAV – ist eine Beurteilung der Aktie von außen sehr schwierig. Nachdem der Börsenwert der Firma inzwischen aber auf nur noch 22 Mio. EUR zusammengeschrumpft ist, könnte eine Spekulation auf eine Erholung des Marktes aufgehen.

## TFG Capital: Nachdem 2007 erfolgreich abgeschlossen schien, schockt die Verlustmeldung

Im Gegensatz zu KST meldet die in Düsseldorf ansässige TFG Capital AG zwar quartalsweise ihren „Inneren Wert“ (NAV), die Einschätzung der aktuellen Lage gestaltet sich aus aktuellem Anlass jedoch ebenfalls schwierig. Aber dazu später mehr. TFG ist als Unternehmen bereits seit 1994 im Markt etabliert. Damals wurde der Technologie-Fonds I aufgelegt, der als einer der ersten in aufstrebende Unternehmen in diesem Bereich investierte. Die TFG sieht sich damit als Pionier und Mitgestalter der Venture Capital-Kultur in Deutschland. Nachdem das Unternehmen mit dem Platzen der Internetblase tief in die Verlustzone gerutscht war, wurde die Strategie im Jahr 2003 jedoch komplett geändert. Seither investiert die TFG nicht mehr im Bereich Venture Capital, sondern in reifere mittelständische Unternehmen, die entweder schon börsennotiert sind oder Geld für die weitere Expansion suchen und auf absehbare Zeit den Börsengang planen.

Den Fokus legt die TFG auf mittelständischen Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung zwischen 10 und 100 Mio. EUR, die in ihrer Marktnische über eine starke Positionierung, etablierte Produkte und eine starke Kundenbasis verfügen. Investiert wird in der Regel mit einem Zeithorizont von zwei bis sechs Jahren. Das größte Engagement ist derzeit die Ehlebracht AG, an der sich TFG im Rahmen der jüngsten Restrukturierungskapitalmaßnahmen beteiligt hat. An diesem Unternehmen, das sich nach einigen schwierigen Jahren inzwischen wieder recht solide entwickelt, hält TFG aktuell fast 30%. Jeweils einige Prozent besitzt die TFG außerdem an der Easy Software AG, der InTiCom Systems AG und der Neue Sentimental Film AG. Neben diesen sogenannten „Public Investments“ werden momentan 17 Beteiligungen an vorbörslichen Unternehmen gehalten. Die größte ist hier mit einem Anteil von mehr als 30% der Messtechnik-Spezialist KSR Kübler AG, dessen Börsengang schon länger geplant ist. Über die Jahre kann die TFG auf eine ganze Reihe von Erfolgen zurückblicken. Seit der Gründung wurden 250 Mio. EUR in annähernd 100 Beteiligungen investiert, von denen neun an die Börse geführt und 20 erfolgreich an Investoren verkauft werden konnten. Im Geschäftsjahr 2007 erzielte die TFG gute Erfolge unter anderem mit der Veräußerung der Beteiligungen an der Augusta AG, der Software-Schmiede Kisters AG und der EPIGAP Optoelektronik GmbH, einem Hersteller optoelektronischer Chips.

Die aktuelle Verunsicherung resultiert dabei im Wesentlichen aus der überraschenden Ankündigung vom 31.3., man werde für 2007 einen „deutlichen Bilanzverlust im einstelligen Millionenbereich“ ausweisen. Ende Februar hatte TFG als vorläufige Zahlen noch eine Steigerung der betrieblichen Erträge um 53% auf 10,8 Mio. EUR und ein Plus von 42% auf 6 Mio. EUR beim EBIT gemeldet. Hintergrund ist nach Unternehmensangaben eine Überprüfung infolge des Vor-

TFG Capital AG		Investment-Fokus	
ISIN	DE0007449506	Private und Public Investments	
WKN	744 950		
Kurs (EUR)	1,86	Strategie	
AZ (Mio. St.)	11,90	Beteiligungen an kleinen und mittleren Unternehmen in Expansionsphasen	
MCap (Mio. EUR)	22,1	Mitarbeiter im Konzern	6
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Mitarbeiter in Holding	6
GJA 2006 (EUR)	0,23	Jahr der Gründung	1998
GJA 2007e (EUR)	0,50	Jahr des Börsengangs	1999
KGV 2007e	3,7	Anzahl d. Beteil.	21
Div. 06 (EUR)	0,10	Ø Haltedauer (in Jahren)	2 bis 6
Div. 07e (EUR)	0,20	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
Div.-Rendite 07e	10,8%	Ehlebracht AG	
NAV* (Mio. EUR)	41,7		
NAV / Aktie* (EUR)	3,50		
Premium/Discount	-46,9%		
52-Wo-Tief (EUR)	1,82		
52-Wo-Hoch (EUR)	3,05		
Po. in 52-Wo-Range	3,3%		
Performance 1 Jahr	-36,7%	relativ zu DAX	0,664
Performance 5 Jahre	+132,5%	relativ zu DAX	0,915
Performance 8 Jahre	-95,2%	relativ zu DAX	0,054

\*) Grundlage der Berechnung ist der Verkehrswert zum 31.12.2007, vermindert um Verbindlichkeiten und Rückstellungen auf zukünftige Verbindlichkeiten, sowie Abzug latenter Steuern.

standswechsels vor wenigen Wochen. Zwar steht zu vermuten, dass der neue Vorstand Uwe Treichel lieber zu konservativ herangeht, wenn er schon mit eisernem Besen fegt. Der Kurseinbruch erscheint daher selbst unter Berücksichtigung eines Sicherheitsabschlags auf den NAV von zuletzt 3,50 EUR übertrieben. Dennoch ist die TFG-Aktie vor der Veröffentlichung des Jahresabschlusses am 7.4. n. nur für sehr risikobereite Investoren geeignet.

**Fazit**

Im schwierigen Umfeld vor allem des zweiten Halbjahres 2007 hat sich eine ganze Reihe von Beteiligungsfirmen, die schwerpunktmäßig auf Sondersituationen setzen, eindrucksvoll vom negativen Marktumfeld abkoppeln können. Speziell Unternehmen wie Falkenstein, SCI und die „Friesenstraßen-Gruppe“ – also Allerthal, Rheiner Moden sowie Scherzer & Co. – gelang es durch ihren Fokus auf das Segment der Abfindungsspekulationen und Squeeze-out-Beteiligungen, 2007 den Wert des Portfolios zu halten oder sogar noch auszubauen. Dementsprechend vergleichsweise gut behaupten konnten sich auch die Börsenkurse dieser Unternehmen. Umgekehrt wurden die Aktionäre derjenigen Gesellschaften, die stark auf Pre-IPO-Investments setzten, gleich doppelt von der Baisse im Nebenwerte-Sektor getroffen: Zum einen sank der Wert der vorhandenen Beteiligungen im Portfolio von Firmen wie Heliad, Impera und KST teilweise sehr stark, zum anderen strafte die Börse diese Werte zusätzlich mit einem deutlichen Abschlag auf den „Inneren Wert“ (NAV) ab. Diese pro-zyklische Entwicklung war auch in der Vergangenheit schon des Öfteren zu beobachten und wird sich selbst durch die regelmäßige Veröffentlichung des NAV, wie dies Heliad praktiziert, nur begrenzt glätten lassen.

Apropos NAV: Sehr unterschiedlich fällt die Kommunikationspolitik der Unternehmen in dieser Rubrik aus. Während etliche Gesellschaften ihren NAV mehr oder weniger regelmäßig veröffentlichen, beschränkt sich eine ganze Reihe von Unternehmen auf die Veröffentlichung von Quartals- oder gar nur Halbjahres- bzw. Jahreszahlen sowie ihrer Bilanz. Interessierte Anleger sollten sich insbesondere bei Unternehmen mit Fokus auf Pre-IPO-Investments aber stets bewusst sein, dass die erzielten Gewinne nur sehr eingeschränkte Rückschlüsse auf den „fairen Wert“ einer Beteiligungsfirma zulassen, und bei fehlenden Angaben zum NAV vorsichtig sein.

Von den insgesamt 16 Unternehmen der Rubrik „Sondersituationen“ sind nach unserer Ansicht vor allem Balaton, Falkenstein, Heliad sowie Scherzer & Co. für langfristige Investoren gut geeignet, wenngleich bei der Kommunikationspolitik teilweise Abstriche zu machen sind. Ebenfalls interessant, aufgrund der geringen Börsenumsätze aber eher nur Nebenwerte-Spezialisten zu empfehlen, sind Allerthal, Carthago, Effecten-Spiegel, Rheiner Moden und SCI. Als Spekulation auf ein besseres Börsenklima bzw. eine Erholung nach dem Kurseinbruch könnten auch Impera, KST und TFG mittelfristig attraktiv sein, sind jedoch deutlich risikoreicher. Nur als Beimischung für Spezialwerte-Liebhaber bieten sich Tokugawa, DNI Beteiligungen und Prior Capital an. Als Investment ungeeignet erscheint uns die Lena-Aktie aufgrund der nicht erkennbaren klaren Perspektiven.

MÖGLICHE INTERESSENSKONFLIKTE BEI IN DIESEM RESEARCH-REPORT GENANNTEN GESELLSCHAFTEN:

Firma	Disclosure
Allerthal-Werke AG	1, 5, 6, 7
Carthago Capital AG	5, 6, 7
DNI Beteiligungen AG	1, 5, 6, 7
Effecten-Spiegel AG	1
SCI AG	1, 5, 6, 7
TFG Capital AG	2, 6

- GSC Research und/oder ihr verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
- GSC Research und/oder ihr verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
- GSC Research und/oder ihr verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
- Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
- Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
- Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
- Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

**Spezielle Hinweise:**

Der Geschäftsführer der GSC Research GmbH, Matthias Schrade, ist Mitglied des Aufsichtsrats der SCI AG.

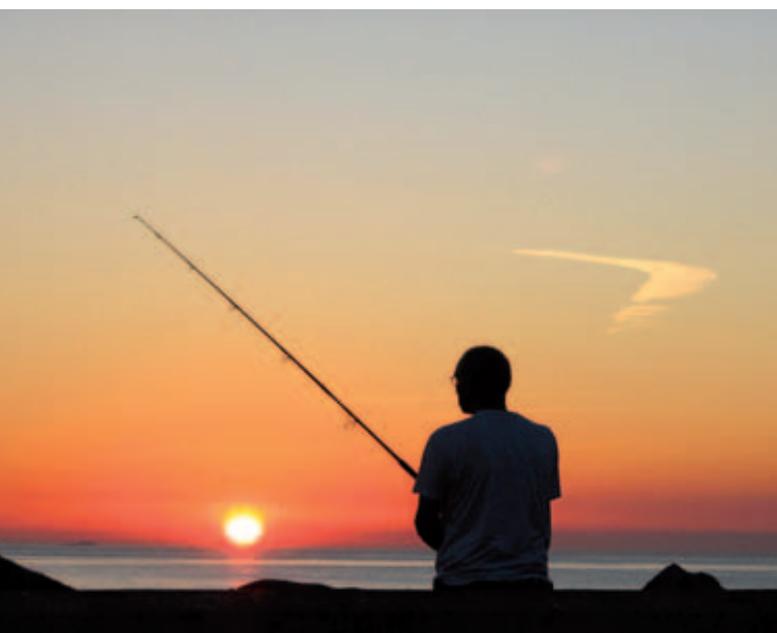
Die DNI Beteiligungen AG ist mit 6,0% an der GSC Info und Beteiligungen AG beteiligt, der Muttergesellschaft der GSC Research GmbH.

# Value Investments

*Stellen sie sich vor, eine Aktie ist unterbewertet – und keiner kauft sie. Mit Herausforderungen dieser Art haben Value-Investoren rund um den Globus zu kämpfen.*

Ziel dieses von Warren Buffett, dem reichsten Menschen der Welt, bekannt gemachten Investmentansatzes ist es, nach objektiven Kriterien unterbewertete Unternehmen – im wahrsten Sinne – günstig vor der Masse der Marktes zu kaufen.

Hat schließlich die Anlegermeute, nach gewisser Wartezeit versteht sich, den fairen Wert des Unternehmens erkannt, ist es für den Value-Investor Zeit, seine Aktien zu verkaufen und das Spielfeld zu räumen. Dass dazwischen viele Jahre liegen können, spielt für den echten Value-Investor ebenso wenig eine Rolle wie das eher unspektakuläre Image in Zeiten der „top gelten“ Investmentbanker. Der Erfolg gibt den „Langweilern“ in den meisten Fällen Recht. Im Nachfolgenden wird eine Auswahl von sieben börsennotierten Beteiligungsgesellschaften vorgestellt, die den Value-Ansatz in unterschiedlichen Facetten leben. Gegenüber der Sonderausgabe des letzten Jahres ist die Schar der Unternehmen um zwei gewachsen. Neben der beschriebenen Herausforderung, dass der wahre Wert der eingegangenen Beteiligungen erst von der Anlegermasse entdeckt werden muss, spielt bei den Beteiligungsaktien die eigene Unterbewertung eine oft entscheidende Rolle. So werden diese Portfolios in Form einer Aktiengesellschaft an der Börse derzeit zu Abschlägen zwischen 15% und 40% gehandelt.



Value Investoren verlassen sich auf Ihre Analyse, ihr Gespür – und haben Geduld.



## DLB Anlageservice AG: Flexible Anlagepolitik in Small- und Mid Caps

Die in der Nähe von Füssen beheimatete DLB Anlageservice AG ist eine im Small- und Mid Cap-Bereich engagierte Beteiligungsgesellschaft. Über die Focus-Industrie-Beteiligungen AG ist DLB auch im Bereich nicht notierter Unternehmen aktiv. Mit der Tochter AB Effectenbeteiligungen AG wiederum ist DLB auch in Österreich vertreten und konnte dort in den letzten Jahren von der guten Stimmung an der Wiener Börse profitieren. Bei der Anlage verfolgt das Unternehmen auf den ersten Blick zwei recht unterschiedliche Ansätze. Neben dem langfristigen Investieren unter klassischen Value-Gesichtspunkten wird die Performance im kurzfristigen Bereich durch Turnaround-Stories aufgepeppt.

Alleinvorstand Michael Höfer, ein alter Hase im Bereich der Nebenwerte, versteht es jedoch, diese zwei Ansätze geschickt zusammenzubringen. So etwa aktuell im Immobilienbereich. Nach dem Einbruch der Immobilienpreise 2007 in den USA haben sich auch hierzulande die Aktienkurse von Immobiliengesellschaften in den Keller verabschiedet. Bei Börsenbewertungen von aktuell teilweise weniger als der Hälfte des inneren Wertes (hier greift der Value-Gesichtspunkt) setzt Höfer auf ein Wiedererstarken der zum Teil arg gebeutelten Unternehmen (Turnaround). Mittelfristig strebt das Unternehmen eine Eigenkapitalrendite für die Anleger im unteren zweistelligen Prozentbereich an. Dieses Ziel wurde in den letzten Jahren mehrfach übertroffen.

## Günstige Bewertung macht Hoffnung

Der Aktienkurs konnte im letzten Jahr die Anleger nicht überzeugen und driftete bei geringsten Börsenumsätzen bis auf 10 EUR ab. Neben einem KGV von unter 8 und einem NAV je Aktie

DLB-Anlageservice AG (www.dlb-ag.de)		Investment-Fokus	
ISIN	DE0005540306	deutsche Micro-Caps / österr. Blue chips	
WKN	554 030	Strategie	
Kurs (EUR)	11,33	Value Investing / Turnaround	
AZ (Mio. St.)	0,3	Mitarbeiter im Konzern	
MCap (Mio. EUR)	3,3	Mitarbeiter in Holding	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr der Gründung	
GjA 2006 (EUR)	2,10	Jahr des Börsengangs	
GjA 2007e (EUR)	1,26	Anzahl d. Beteil.	
KGV 2007e	9,0	Ø Haltedauer (in Jahren)	
Div. 06 (EUR)	0,70	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
Div. 07e (EUR)	0,80	Focus-Ind.Bet.AG (15%; 71%)	
Div.-Rendite 07e	7,1%	AB Effectenbet.AG (14%;12%)	
NAV* (Mio. EUR)	4,2	52-Wo-Tief (EUR)	
NAV / Aktie* (EUR)	14,12	52-Wo-Hoch (EUR)	
Premium/Discount	-19,7%	Po. in 52-Wo-Range	
Performance 1 Jahr	-19,1%	relativ zu DAX	0,849
Performance 5 Jahre	+19,3%	relativ zu DAX	0,470
Performance 8 Jahre	-43,4%	relativ zu DAX	0,632

von 14,12 EUR spricht auch charttechnisch einiges dafür, dass die Aktie ihren Boden gefunden haben dürfte. Die aktuelle Anlagepolitik zeigt sich betont vorsichtig, so dass die meisten Positionen im Portfolio durch Futures abgesichert sind. Auftrieb verspricht der Sektor der mittelgroßen Unternehmen, die sich seit einiger Zeit wieder etwas besser als der Markt entwickeln konnten. Auch an den geringen Börsenumsätzen, die den Wert anfälliger für Schwankungen machen, soll laut Vorstand durch diverse IR-Maßnahmen wie z. B. Roadshows in den nächsten Monaten gearbeitet werden. Bei wieder aufhellender Börsenstimmung sind zudem Börsengänge aus dem Portfolio der österreichischen Tochter denkbar.

### GSC Portfolio AG: Kompetenz der Mutter überzeugt

Die GSC Portfolio AG wurde im April 2007 vom jetzigen Vorstandsvorsitzenden Thomas Mariotti auf Bestreben der GSC Info und Beteiligungen AG hin gegründet, hinter der das bekannte Researchhaus GSC Research steht. Anfang 2008 wurden insgesamt 200.000 Aktien zum Preis von 10 EUR an der Börse gelistet. Der Börsengang der GSC Portfolio AG kann als logischer Schritt des Mutterunternehmens verstanden werden, die Research-Kompetenz im Nebenwertebereich in der Vermögensverwaltung einzusetzen. Das Portfolio wird über einen Managementvertrag von der GSC Info und Beteiligungen AG verwaltet. Die durch den Börsengang zugeflossenen 2 Mio. EUR werden seitdem in ausgewählte Nebenwerte aus dem deutschsprachigen Raum investiert. Das Unternehmen versteht sich als Alternative zu einem Nebenwertefonds. Wie ein Fonds kommuniziert das Unternehmen sehr offen und zeitnah und veröffentlicht jeden Monat die 16 größten Positionen des Portfolios so-

GSC Portfolio AG (www.gsc-portfolio.de)		Investment-Fokus	
ISIN	DE000A0TGJT	Deutschsprachige Nebenwerte v.a. solide Rendite-, Wachstums- und Value-Titel	
WKN	A0T GJT	Strategie	
Kurs (EUR)	8,90	Mittel- bis langfristige "Buy-and-Hold"-Strategie	
AZ (Mio. St.)	0,2	Mitarbeiter im Konzern	
MCap (Mio. EUR)	1,8	Mitarbeiter in Holding	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr der Gründung	
GjA 2006 (EUR)	k.A.	Jahr des Börsengangs	
GjA 2007e (EUR)	-1,43	Anzahl d. Beteil.	
KGV 2007e	neg.	Ø Haltedauer (in Jahren)	
Div. 06 (EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%d.NAV)	
Div. 07e (EUR)	0,00	Schaltbau-Genussschein (5,9%)	
Div.-Rendite 07e	0,0%	Hansen Sicherheitstechnik (4,9%)	
NAV* (Mio. EUR)	1,744	Schaltbau (4,6%)	
NAV / Aktie* (EUR)	8,72	Leoni (4,6%)	
Premium/Discount	+2,1%	Fuchs Petrolub Vz (4,5%)	
52-Wo-Tief (EUR)	8,00	Performance 1 Jahr	
52-Wo-Hoch (EUR)	10,30	Performance 5 Jahre	
Po. in 52-Wo-Range	39,1%	Performance 8 Jahre	
Performance 1 Jahr	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

wie den aktuellen inneren Wert der Beteiligungen (NAV). Dies macht die Arbeit des Managements für den Anleger transparent. Neben klassischen Value-Investments geht das Unternehmen den Weg vieler Beteiligungsgesellschaften und frischt das Portfolio durch Werte mit Sondersituationen wie Squeeze-outs und Turnarounds auf. Bei letzterem gibt sich das Management betont risikoarm und lässt die Finger von Unternehmen, die das Tal der Tränen noch nicht durchschritten haben.

### Aktuelle Entwicklung

Seit dem Börsengang konnte sich die Aktie deutlich besser als der Nebenwertindex SDAX entwickeln. Trotzdem steht seither ein Wertverlust beim NAV von 15% in den Büchern. Momentan notiert die Aktie auf Höhe des NAV. Mit Investitionen in Unternehmen wie Leoni, Sixt oder Westag & Getalit besteht das Portfolio aus klassischen Value-Werten. Diese sollten in den nächsten Monaten auch die schwierigere Marktlage gut überstehen. Für Anleger, die von der Kompetenz der GSC Research, die in diesen Tagen ihr 10-jähriges Jubiläum feiert, überzeugt sind, stellt die Aktie ein interessantes Investment dar.



### Horus AG: Dividende von 18%

Die im westfälischen Remscheid ansässige Horus AG ist eine auf Nebenwerte spezialisierte Beteiligungsgesellschaft. Darüber hinaus ist das seit vier Jahren börsennotierte Unternehmen im Bereich Consulting tätig. Mit dem Alleinvorstand und Gründer Hans-Rudi Kufner und dem stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden Klaus Hellwig, in Fachkreisen als „Nebenwerte-Papst“ (Nebenwerte Journal) bekannt, verfügt die Gesellschaft für ihre Investments in Small- und Mid Caps über einen äußerst kompetenten Entscheiderkreis. Im Mittelpunkt stehen Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen, vor allem aus dem Immobilienbereich. Dabei verfolgt der Vorstand einen klassischen, auf Finanzkennzahlen ausgerichteten Value-Ansatz, wobei die zugrunde gelegten Kriterien auch auf Unternehmen in Aufbau- und Restrukturierungsphasen angewandt werden.

### Börse gibt sich unbeeindruckt

Seit Jahren überzeugt das Unternehmen mit einer großzügigen Dividendenpolitik. Für 2007 soll nach Willen des Vorstands eine Dividende von 0,47 EUR je Aktie ausgeschüttet werden, was einer Dividendenrendite von derzeit über 18% entspricht. Das Unternehmen gehört damit diesbezüglich sicherlich zu den Highlights auf dem deutschen Kurszettel. >>

Horus AG (www.horus-ag.de)		
ISIN	DE0005204127	Investment-Fokus
WKN	520 412	Börsennotierte deutsche Nebenwerte / Immobilien
Kurs (EUR)	2,69	
AZ (Mio. St.)	2,7	Strategie
MCap (Mio. EUR)	7,2	Investments in ertrags- und substanzstarke Unternehmen
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	
GJA 2006 (EUR)	0,22	Mitarbeiter im Konzern
GJA 2007e (EUR)	0,55	Mitarbeiter in Holding
KGV 2007e	4,9	Jahr der Gründung
Div. 06 (EUR)	0,20	Jahr des Börsengangs
Div. 07e (EUR)	0,47	Anzahl d. Beteil.
Div.-Rendite 07e	17,5%	Ø Haltedauer (in Jahren)
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)
NAV / Aktie* (EUR)	k.A.	Weberhof AG (k.A.; 100%)
Premium/Discount	k.A.	NB Nebenwerte-Beteiligungen AG (k.A.; 65%)
52-Wo-Tief (EUR)	2,38	Babylon Capital AG (k.A.; 24,9%)
52-Wo-Hoch (EUR)	3,45	Rücker Immobilien AG (k.A.; 7%)
Po. in 52-Wo-Range	29,0%	
Performance 1 Jahr	-12,7%	relativ zu DAX
Performance 5 Jahre	+278,9%	relativ zu DAX
Performance 8 Jahre	n/a	relativ zu DAX

Das fast schuldenfreie Unternehmen erwirtschaftete im abgelaufenen Jahr eine Eigenkapitalrendite von über 50%. Die Börse scheinen solche Zahlen bis jetzt noch nicht beeindruckt zu haben. Nach einer Verdreifung kurz nach Börsenstart ist die Aktie seit über zwei Jahren in einer Seitwärtsrange gefangen.

### Konsortium AG: Attraktiver Exit in Sicht

Mit ihrer über 20-jährigen Unternehmensgeschichte zählt die Augsburger Konsortium AG zu einer der ältesten Beteiligungsgesellschaften in Deutschland. Das Unternehmen ist als klassischer Mittelstandsfinanzierer aufgestellt und bietet als langfristiger Partner soliden Unternehmen Eigenkapital in Form einer Direktbeteiligung oder Mezzanine-Finanzierung (eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen) an. Dazu werden Minderheitsbeteiligungen an nicht börsennotierten, mittelständischen Unternehmen eingegangen, die erfolgreich in ihren Nischenmärkten aktiv sind. Bei einer durchschnittlichen Haltedauer von fünf bis sieben Jahren ist die Konsortium AG über Vertreter im Aufsichtsrat ihrer Beteiligungen aktiv. Für ihre gute und vertrauensvolle Zusammenarbeit mit den Unternehmen wurde die Gesellschaft in den letzten Jahren mehrmals von diversen Branchenblättern ausgezeichnet. In der Vergangenheit wurden bereits fünf Unternehmen erfolgreich an die Börse gebracht, darunter die Deutsche Grundstücksauktionen AG. Im letzten Jahr haben die Schwaben darüber hinaus ihren Geschäftsbereich um Beteiligungsdienstleistungen für Dritte erweitert. Das Unternehmen bietet hier Investoren, die den deutschen Mittel-

stand zunehmend als interessantes Anlagegebiet entdecken, ihr umfangreiches Know-how an. Neben der Beratung von Mittelstandsfonds ist auch die Vermarktung des umfangreichen Netzwerkes geplant. Alleinvorstand Ulrich Löcherer möchte diesen Bereich zum zweiten profitablen Standbein ausbauen.

### Größeres geplant

Für das Jahr 2008 befindet sich das Unternehmen nach Aussage des Vorstandes Ulrich Löcherer vermehrt auf der Exitseite. Nachdem im letzten Jahr der Börsengang der KSR Kuebler AG, einem Spezialisten für Messtechnik, aufgrund des schwierigen Marktumfeldes abgesagt wurde, soll in diesem Jahr der Sprung an die Börse gelingen. Im außerbörslichen Handel hat sich die Aktie bereits prächtig entwickelt. Aufgrund der oft dünnen Eigenkapitalbasis vieler Mittelständler ist es der Konsortium AG beim Einstieg in ihren Beteiligungen in vielen Fällen möglich, Abschläge auf den fairen Wert auszuhandeln. Zusätzlich werden durch das frische Kapital neue Wachstumsimpulse geschaffen, die den Wert der Beteiligungen nachhaltig steigern. Diese Ernten möchte das Unter-

KONSORTIUM AG (www.konsortium.de)		
ISIN	DE0006323405	Investment-Fokus
WKN	632 340	nicht notierte mittelständische Firmen
Kurs (EUR)	0,72	
AZ (Mio. St.)	12,9	Strategie
MCap (Mio. EUR)	9,3	Pre-IPO und Wachstumsfinanzierungen
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	
GJA 2006 (EUR)	0,01	Mitarbeiter im Konzern
GJA 2007e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter in Holding
KGV 2007e	n.ber.	Jahr der Gründung
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.
Div.-Rendite 07e	0,0 %	Ø Haltedauer (in Jahren)
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)
NAV / Aktie* (EUR)	n.ber.	Trivit AG (51%)
Premium/Discount	n.ber.	KSR Kuebler AG (20%)
52-Wo-Tief (EUR)	0,65	CAPCAD SYSTEMS AG (38%)
52-Wo-Hoch (EUR)	1,09	Karwendelbahn AG (43%)
Po. in 52-Wo-Range	15,9%	Markenhaus AG (49%)
Performance 1 Jahr	-27,3%	relativ zu DAX
Performance 5 Jahre	+94,6%	relativ zu DAX
Performance 8 Jahre	-89,6%	relativ zu DAX

nehmen durch weitere in Planung befindliche Exits noch in diesem Jahr einfahren. Auf der Beteiligungsseite will sich die Gesellschaft in Zukunft auf größere Unternehmen konzentrieren, weil sich dort ein Ausstieg im Rahmen eines Börsenganges profitabler gestaltet. Der eigene Aktienkurs konnte sich im letzten Jahr nur teilweise der schlechten Stimmung am Markt entziehen. Nach unten ist der Kurs mehr als abgesichert: Die Buchwerte der Beteiligungen werden sehr konservativ nach dem Niederstwertprinzip angesetzt. Der wahre Wert der Beteiligungen sollte dem Kurs langfristig wieder auf die Beine helfen.

### New Value AG: Ethische Investments fürs Depot

Die im Jahr 2000 gegründete New Value AG ist eine auf nachhaltige Unternehmenskonzepte ausgerichtete Private Equity- und Venture Capital-Gesellschaft, die vornehmlich in der Schweiz und im deutschsprachigen Raum aktiv ist. Beraten wird das Portfolio durch die EPS Value Plus AG, einen Spezialisten auf dem Gebiet der ethischen Geldanlage. Bei ihren Investitionen konzentrieren sich die Züricher auf ethisch vorbildliche Unternehmen, die sich durch gute Corporate Governance und ökologische Nachhaltigkeit auszeichnen. Diese Ausrichtung der Beteiligungsunternehmen soll zu Wettbe-



werbsvorteilen verhelfen, durch die zusätzliche Wertsteigerungspotenziale freigesetzt werden können. New Value bemüht sich, ein über alle Lebenszyklen der Beteiligungsunternehmen ausgewogenes Depot aufzubauen. Daher befindet sich im Portfolio neben den beiden Börsenhighflyern Meyer Burger und 3S Solar etwa auch die kleine Natoil, ein auf Schmierstoffe auf Basis ökologischer Rohstoffe spezialisiertes Unternehmen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte der NAV um 62% gesteigert werden. Der Schwerpunkt im elf Unternehmen zählenden Depot liegt aktuell auf der Solar- und der Gesundheitsbranche.



New Value AG (www.newvalue.ch)		Investment-Fokus	
ISIN	CH0010819867	Unternehmen verschiedener Reifegrade**	
WKN	552 932	Strategie	
Kurs (EUR)	13,05	Wachstumsfinanzierung & Venture Capital	
AZ (Mio. St.)	3,3		
MCap (Mio. EUR)	42,9		
Geschäftsjahr-Ende	31.03.		
GJA 2006 (EUR)	0,76	Mitarbeiter im Konzern	0
GJA 2007e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter in Holding	7
KGW 2007e	n.ber.	Jahr der Gründung	2000
Div. 06 (EUR)	k.A.	Jahr des Börsengangs	2000
Div. 07e (EUR)	k.A.	Anzahl d. Beteil.	10
Div.-Rendite 07e	n.ber.	Ø Haltedauer (in Jahren)	3,4
NAV* (Mio. EUR)	52,8	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	16,06	3S Swiss Solar Systems (39,1%; 25,7%)	
Premium/Discount	-18,8%	Idiag AG (9,0%, 45,5%)	
52-Wo-Tief (EUR)	9,86	Mycosym International AG (7,6%, 49,1%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	14,35	Bogar AG (7,4%, 16,6%)	
Po. in 52-Wo-Range	71,0%	Solar Industries AG (5,2%, 13,3%)	
Performance 1 Jahr	+29,9%	relativ zu DAX	1,362
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

### Hohe Bewertungsdifferenz

Die Aktie konnte im letzten Jahr nicht von der guten Portfolioentwicklung profitieren und hat bereits einen deutlichen Bewertungsabschlag zum NAV (aktuell: 17,52 EUR) aufgebaut. Durch die positive Entwicklung bei den meisten Beteiligungen sollte sich der Innere Wert auch im laufenden Jahr weiter entwickeln. Die Aktie der New Value AG bietet dem interessierten Anleger die Möglichkeit, den reinen Value-Ansatz mit der nahe liegenden Komponente Nachhaltigkeit zu vereinen. Dieses neue Konzept scheint an der Börse bis jetzt nur wenig Beachtung gefunden zu haben.



Anzeige

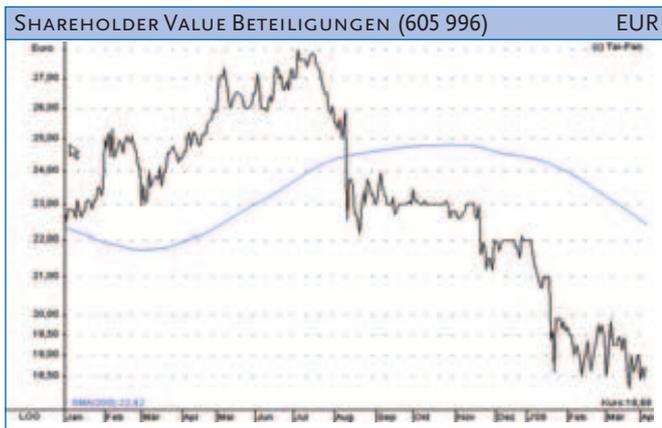


## 10 Jahre VEM Aktienbank Erfahrung. Innovation. Vision.

<p><b>Dezember 2001</b></p> <p><b>vivacon AG</b></p> <p>Lead Manager Börseneinführung Amtlicher Markt Frankfurter Wertpapierbörse</p>	<p><b>2004 bis 2007</b></p> <p><b>Plambeck</b> Neue Energien</p> <p>Börsenzulassungen aus Bar- und Sach- kapitalerhöhungen EUR 74,8 Mio. Geregelter Markt (Prime Standard)</p>	<p><b>Januar 2005</b></p> <p><b>INTERSHOP</b></p> <p>Lead Manager Bezugsrechts- emission Wandelanleihe von 2004/2008 EUR 12 Mio.</p>	<p><b>2005 bis 2006</b></p> <p><b>net-m</b> mobile services</p> <p>Börseneinführung Wandel- und Umtauschanleihe EUR 44 Mio. Börse München M:access</p>	<p><b>September 2005</b></p> <p><b>WIRE CARD</b> GLOBAL ACCESS &amp; COMMUNICATION</p> <p>Lead Manager Bezugsrechtsemission EUR 22 Mio. Geregelter Markt (Prime Standard)</p>
<p><b>Juni 2006</b></p> <p><b>EquityStory AG</b></p> <p>Lead Manager Börseneinführung EUR 1,9 Mio. Entry Standard Frankfurter Wertpapierbörse</p>	<p><b>Sept / Okt 2006</b></p> <p><b>eurofins</b></p> <p>Begleitung Übernahme- angebot an die Aktionäre der MWG Biotech AG</p>	<p><b>Oktober 2006</b></p> <p><b>GWB</b> GWB Immobilien AG</p> <p>Lead Manager Börseneinführung EUR 17,6 Mio. Prime Standard Frankfurter Wertpapierbörse</p>	<p><b>März 2007</b></p> <p><b>IF</b></p> <p>Lead Manager Börseneinführung 9.795.599 Aktien Open Market Frankfurter Wertpapierbörse</p>	<p><b>September 2007</b></p> <p><b>Delignit</b> AKTIENGESELLSCHAFT</p> <p>Lead Manager Börseneinführung EUR 6,0 Mio. Entry Standard Frankfurter Wertpapierbörse</p>

### Für Rückfragen:

VEM Aktienbank AG  
Rosental 5  
80331 München  
Markus Becker  
Tel. 00 49 (89) 23 001 - 385  
Fax 00 49 (89) 23 001 - 111  
E-Mail:  
m.becker@vem-aktienbank.de  
www.vem-aktienbank.de



**Shareholder Value Beteiligungen AG: Langweilig ist anders**

Die Shareholder Value Beteiligungen AG (SVB) entstand aus dem Investmentclub R3000, der bereits 1980 gegründet wurde. Bis zu seiner Auflösung und Überführung in die SVB im Jahr 2000 erzielte das Portfolio eine jährliche Rendite von über 30% p. a. Seit 2001 ist die SVB börsennotiert. Verwaltet wird das Portfolio der SVB, die selbst über keinen Geschäftsbetrieb verfügt, von der Shareholder Value Management AG, einer auf Aktieninvestments spezialisierten Vermögensverwaltung. Das Portfolio ist auf das Stockpicking in deutschen Nebenwerten ausgerichtet. Allgemein wird ein mittel- bis langfristiger Anlagehorizont verfolgt, wobei das Portfolio stets auf 10-15 Beteiligungen begrenzt ist. Die SVB bedient sich dabei verschiedener Anlagestile. Etwa ein Drittel des Portfolios wird in sog. Deep Value-



Shareholder Value bessert über Spruchstellenverfahren seine Erlöse auf.

Werte investiert. Darunter versteht das Management Unternehmen, die nach der klassischen Lehre von Graham und Dodd, den Vätern des Value Investing, unterhalb des „intrinsischen Wertes“ an der Börse gehandelt werden. Ein weiteres Drittel ist in Unternehmen investiert, bei denen ein Katalysator eine dynamische Schließung der Bewertungslücke erwarten lässt. Dies kann z. B. ein Squeeze-out durch einen Großaktionär sein.

Im Gegensatz zu den meisten anderen kleinen Beteiligungsgesellschaften beteiligt sich SVG aktiv an sogenannten Spruchstellenverfahren. In diesen werden die zuvor beschlossenen Abfindungen bei einem Squeeze-out in ihrer Höhe vor Gericht überprüft. Rainer Sachs, Vorstandsmitglied und Anwalt, fun-

Shareholder Value Beteiligungen AG (www.shareholdervalue.de)		
ISIN	DE0006059967	Investment-Fokus
WKN	605 996	Aktien Deutschland
Kurs (EUR)	18,42	Strategie
AZ (Mio. St.)	0,7	
MCap (Mio. EUR)	12,8	Value Investing / Sondersituationen
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	
GjA 2006 (EUR)	0,63	Mitarbeiter im Konzern
GjA 2007 (EUR)	1,37	Mitarbeiter in Holding
KGV 2007	13,4	Jahr der Gründung
Div. 06 (EUR)	0,60	Jahr des Börsengangs
Div. 07e (EUR)	0,60	Anzahl d. Beteil.
Div.-Rendite 07	3,3%	Ø Haltedauer (in Jahren)
NAV* (Mio. EUR)	16,6	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)
NAV / Aktie* (EUR)	23,82	
Premium/Discount	-22,7%	WMF Vorzüge
52-Wo-Tief (EUR)	18,21	Allianz Leben
52-Wo-Hoch (EUR)	28,01	Pulsion
Po. in 52-Wo-Range	2,1%	Württ. Leben
Performance 1 Jahr	-25,1%	Renk
Performance 5 Jahre	+53,5%	relativ zu DAX
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX

giert dabei als Kläger für die SVG. Auf diese Weise konnte etwa bei der Abfindung des Gerling-Konzerns eine zusätzliche Sonderdividende in Höhe von zuzüglich 70% des ursprünglich festgelegten Wertes vor Gericht erklagt werden. Das letzte Drittel bestückt die SVB mit Werten im Sinne des Buffett'schen Value-Ansatzes. Dabei interessiert sich das Management vor allem für Unternehmen mit gut skalierbarem Geschäftsmodell und langfristig hohen Margen.

**Gewappnet für magere Zeiten**

Der Aktienkurs musste im letzten Jahr kräftig Federn lassen und notiert aktuell auf dem Niveau von vor fünf Jahren. Aufgrund der guten Ergebnisse hat sich mittlerweile eine Bewertungsdifferenz von über 30% zum inneren Wert aufgebaut. Das Management vereint in seinem Ansatz verschiedene Value-Stile. Dies macht das Portfolio in schlechten Zeiten weniger anfällig für Turbulenzen am Gesamtmarkt. Weitere gerichtliche Sonderprüfungen bzw. Spruchstellenverfahren, die auf die Höhe der Abfindungen Einfluss nehmen können, sollten der Performance weiteren Auftrieb geben.

**Value-Holdings AG: Warren Buffett auf deutsch**

Die Augsburger Value-Holdings AG (VH) ist eine nach reinen Value-Gesichtspunkten anlegende Investmentgesellschaft. Das Unternehmen wurde 1992 gegründet und wird seitdem vom Value-Urgestein Georg Geiger geführt. 1999 ging es schließlich an die Börse. VH beteiligt sich an deutschen Nebenwerten, die anhand eines strikten Value-Ansatzes ausgewählt werden. Neben qualitativen Faktoren wie etwa Managementqualität und überzeugenden Produkten bedient sich das fünfköpfige Team für die Unternehmensbewertung eines selbst entwickelten Faktorenmodells. Mit Hilfe verschiedener Finanzkennzahlen wie KGV, Kapitalrendite und weiteren wird der „faire“ Wert eines Unternehmens berechnet. Die „Margin of Safety“ ergibt sich als Abschlag des Börsenwertes zum fairen Wert. Diese muss nach Philosophie des Hauses bei allen Investitionen mindestens 25% betragen. Seit Gründung konnte das Portfolio im Schnitt mit 20% p. a. zulegen und damit den Gesamtmarkt weit hinter sich lassen. Ebenfalls zum Unterneh-

## „Wie im Paradies“

Gegenüber *Smart Investor* erklärt **Georg Geiger**, Vorstand der Value-Holdings AG (VH), wo er aktuell interessante Chancen wittert und von welchen Branchen er lieber die Finger lässt.

**Smart Investor:** Was unterscheidet Ihre Philosophie von jener von Buffetts Berkshire Hathaway?

**Geiger:** Wenn Sie sich einmal die Grundgedanken von Buffett oder Graham vor Augen führen, dann liegen wir da nicht so weit auseinander. Auch wir bewerten Unternehmen anhand einer fundamentalen Analyse, auch wir stellen den Unternehmenswert in den Vordergrund und nicht die Börsenkurse. Buffett hat aber in den vergangenen Jahren auch gute Firmen gekauft, die ambitioniert bewertet waren. Er war sogar bereit, für Wachstumswerte einen Preis zu bezahlen, der keine Sicherheitsmarge beinhaltet. Diese Preise hätte Graham nicht bezahlt. Auch wir sind nicht bereit, für ein höheres Wachstum schon jetzt eine Prämie zu bezahlen.

**Smart Investor:** Liebäugeln Sie vielleicht wie viele Value-Größen aus den USA auch mit Pharma- oder Telekom-Titeln?

**Geiger:** Also, bei Pharma vermute ich kein „Value“, die Bewertungen hier sind oft doppelt so hoch wie bei Chemie-Konzernen. Eine BASF hat in den letzten zehn Jahren eine phantastische Entwicklung gezeigt, während Pharmakonzerne ihre ihnen zugebilligte Bewertung nicht annähernd verdient haben. Ich verstehe nicht, warum ich bei zwei ähnlich zuverlässigen Geschäftsmodellen für einen verdienten Pharma-Euro 20 EUR an der Börse zahlen soll, während es bei einem Chemie-Euro nur 10 EUR sind. Und bei den Telekom? (lacht) Die Deutsche Telekom zahlt zwar eine ordentliche Dividende, aber operativ ist der Konzern zu sehr abhängig vom stark regulierten Telekommunikationsmarkt. Und regulierte Märkte mögen Value-Investoren ohnehin nicht.

**Smart Investor:** Ist denn die jetzige Börsenphase für Sie nicht ein wahres Value-Paradies?

**Geiger:** Das ist absolut so. Man muss sich aber die einzelnen Unternehmen genau anschauen, es gibt wenig einzelne Branchen, in denen alle Werte günstig sind. Zu unseren größten Positionen gehören mit Schaltbau (Zulieferer für die Bahnindustrie), Lloyd Fonds (Anbieter geschlossener Fonds) oder Computerlinks (Softwarevertrieb) Unternehmen verschiedenster Branchen. Bei uns geht es um Stockpicking. Wir sehen viele günstig bewertete Unternehmen mit stattlichen Dividendenausschüttungen, das gab es so seit Jahren nicht mehr. Aber wir werden sehen müssen, was die 2008er Gewinnschät-

zungen wert sind. Was übrigens im Moment völlig unberücksichtigt bleibt, ist die Unternehmenssteuerreform. Selbst bei einem in Maßen sinkenden operativen Gewinn kann der Jahresüberschuss durch eine niedrigere Steuerquote durchaus höher liegen.

**Smart Investor:** Eine Frage zum Verständnis. Sie haben wie viele institutionelle Investoren zum Beispiel SMT Scharf im Depot. Wenn jetzt aber jeder aus Value-Gesichtspunkten heraus die Aktie hat, müssten sie dann nicht bereits viel höher stehen? Bzw. woher kommt nun die Phantasie für die Aktie?

**Geiger:** Value-Investoren kaufen in der Regel vorsichtig ein, zum Beispiel über Abstauberlimits. Ferner wird eine Kursdynamik nicht von den Value-Investoren ausgehen, diese kommt erst dann, wenn Fonds und Spekulanten wieder an die Börse kommen. Wann, das weiß ich nicht, es kann Jahre dauern. Aber bis dahin kann ich allein mit der Dividendenrendite gut leben.

**Smart Investor:** Die Entwicklung zwischen Ihrem Fonds und Ihrer Aktie ist sehr unterschiedlich. Lohnt sich für VH eine Börsennotierung überhaupt?

**Geiger:** Als Vorstand muss ich Ihnen sagen: Ja, es lohnt sich (lacht). Der aktuelle Nutzen ist ungeachtet dessen eher gering. Dass die Aktie so viel schlechter als der Fonds läuft, halte ich auch für eine Chance, denn niedrige Kurse sind gute Kurse um einzukaufen. Und es wird in Zukunft wieder andere Zeiten geben. Nämlich dann, wenn die Börse Portfoliomanagern wieder vernünftige Bewertungen zugesteht.

**Smart Investor:** Vielen Dank für die interessanten Ausführungen. ■

Interview: Tobias Karow



Georg Geiger, Vorstand, Value-Holdings AG

men gehört eine eigene Vermögensverwaltung, die einen auf Value Investments fokussierten Aktienfonds managt. Durch den weiteren Ausbau des Fondsgeschäfts will Geiger das Unternehmen in Zukunft unabhängiger von der aktuellen Börsenlage machen. Im letzten Jahr konnte mit Roland Könen zudem ein Spezialist auf dem Gebiet der Small- und Mid Caps als Fondsmanager verpflichtet werden. Der ehemalige Analyst

des Bankhauses Lampe bedeutet für die Schwaben einen weiteren Kompetenzzuwachs.

### Aktie fristet Schattendasein

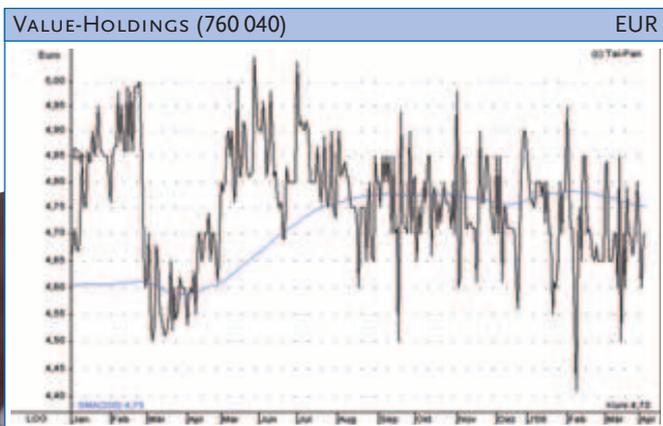
Trotz der guten Ergebnisse hat die Aktie dem Anleger in den letzten Jahren wenig Freude bereitet. Seit über drei Jahren bewegt sich diese in einer engen Handelsspanne seitwärts. In der



Value-Holdings AG (www.value-holdings.de)		Investment-Fokus	
ISIN	DE0007600405	Börsennotierte deutsche Aktiengesellschaften	
WKN	760 040	Strategie	
Kurs (EUR)	4,70	Value-Investing	
AZ (Mio. St.)	1,9		
MCap (Mio. EUR)	8,8		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	0,58	Mitarbeiter im Konzern	5
GjA 2007 (EUR)	0,64	Mitarbeiter in Holding	2
KGV 2007	7,3	Jahr der Gründung	1992
Div. 06 (EUR)	0,12	Jahr des Börsengangs	1999
Div. 07 (EUR)	0,15	Anzahl d. Beteil.	12
Div.-Rendite 07	3,2%	Ø Haltdauer (in Jahren)	3
NAV* (Mio. EUR)	9,9	Größte Beteiligungen (%d.NAV)	
NAV / Aktie* (EUR)	5,31	Schaltbau Holding AG (12%)	
Premium/Discount	-11,5%	Lloyd Fonds AG (11%)	
52-Wo-Tief (EUR)	4,41	Computerlinks AG (6%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	5,05	Hans Einhell AG (6%)	
Po. in 52-Wo-Range	45,3%	SMT Scharf AG (5%)	
Performance 1 Jahr	+2,2%	relativ zu DAX	1,072
Performance 5 Jahre	+143,5%	relativ zu DAX	0,959
Performance 8 Jahre	-63,8%	relativ zu DAX	0,403

\*) z.B. es handelt sich hierbei um den Buchwert

gleichen Zeit konnte der Wert des Portfolios hingegen um über 70% zulegen. Diese faktische Unterbewertung wird durch die zurückhaltende Politik des Unternehmens, weder Einzelpositionen noch den inneren Wert zu veröffentlichen, gewissermaßen provoziert. In den letzten Monaten scheint jedoch ein Umdenken bei den Anlegern stattgefunden zu haben. So konnte sich die Aktie den starken Turbulenzen am Gesamtmarkt vollständig entziehen. Mit einem konservativ gerechneten Buchwert von 5,30 EUR ist die Aktie nach unten gut abgesichert. Nach einem Ausbruch aus der Seitwärtsbewegung sollte der Weg zu höheren Kursregionen frei sein. Bis dahin kann sich der Anleger an einer Dividende von 0,15 EUR je Aktie erfreuen, oder gleich in den Value-Holdings Capital Partners Fund (WKN A0B 63E) investieren. Dieser legt nach demselben Prinzip wie die VH an, wobei für den Anleger jeden Tag der faire Wert des Portfolios ermittelt wird.



## Fazit

Die dargestellten Unternehmen bieten dem Anleger eine reichhaltige Palette an Interpretationsmöglichkeiten des Themas Value Investing. Während sich einige Gesellschaften auf eine Kombination aus Value, Turnaround und Sondersituationen fokussieren, beteiligt sich etwa die Konsortium AG nur an nicht börsennotierten Unternehmen. Die Value-Holdings AG steht hingegen für den klassischen Value-Ansatz à la Buffett (siehe auch Artikel zu Berkshire Hathaway). Dass Value Investing weder leise noch langweilig sein muss, beweist seit einigen Jahren die Shareholder Value Beteiligungen AG. Mit öffentlichkeitswirksamen Klagen gegen zu niedrig empfundene Squeeze-out-Abfindungen hat das Unternehmen in den letzten Jahren viel Zusatzrendite für die Aktionäre verdient. Die Schweizer New Value AG wiederum vereint den Value-Ansatz mit der Nachhaltigkeitskomponente und schließt damit den Kreis des konservativ-langfristigen Investors. Für welchen Stil sich der Anleger letztendlich entscheidet, muss jedem selbst überlassen sein. Bei den meisten Titeln muss der Anleger jedoch auf die teilweise recht dünnen Börsenumsätze achten. Manche Kursbewegungen geschehen dann auch mal rein zufällig. Vielen Beteiligungsgesellschaften gemein ist jedoch die oftmals krasse Unterbewertung der Aktie gegenüber dem inneren Wert (NAV). Doch das sind richtige Value-Investoren schließlich gewohnt.

Oliver Brockmann

Bis die Rechnung eines Value Investors aufgeht, kann viel Zeit vergehen.

# Wagniskapital

*Beteiligungsgesellschaften, die sich im Bereich des Venture Capitals, also Wagniskapitals bewegen, haben ein hohes unternehmerisches Risiko zu tragen. Gleichzeitig handelt es sich aber beim Early Stage-Bereich auch um die chancenreichste Investitionsphase.*

*Gastbeitrag von Felix Gode und Philip Leipold, GBC AG*

In frühen Unternehmensphasen wird allem voran in Unternehmen investiert, die über besondere Technologien, Know-how oder aussichtsreiche Geschäftsideen verfügen und keinen Zugang zum Kapitalmarkt haben. Die Aufgabe der Kapital gebenden Gesellschaften ist es, diese Potenziale zu entwickeln. Dabei ist oftmals nicht nur das Kapital allein wichtig, sondern vielmehr auch Unterstützung bei der operativen Entwicklung bzw. hinsichtlich der strategischen Ausrichtung. In der Regel bündeln Wagniskapitalgesellschaften im eigenen Hause oder über ihr Netzwerk entsprechendes Know-how, um den Beteiligungsgesellschaften die bestmögliche Unterstützung zu gewährleisten. Um dem bestehenden hohen Ausfallrisiko entsprechende Chancen entgegenzusetzen, werden Venture Capital-Investitionen vor allem in starken Wachstumsbranchen getätigt. Darunter fallen vor allem Telekommunikation und Informationstechnologien, das Internet und neue Medien, Medizin-, Nano- und Biotechnologie sowie Sensorik und Optoelektronik.

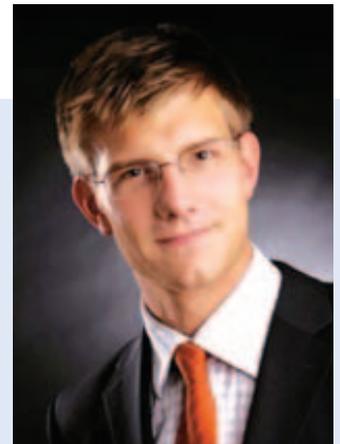
Venture Capital-Investitionen sind in den vergangenen Jahren deutschlandweit rückläufig gewesen. Nachdem im Hightech-Boomjahr 2000 noch rund 3,7 Mrd. EUR in Frühphasenfinanzierungen flossen, waren es 2007 lediglich noch knapp 0,8 Mrd. EUR. Die rückläufige Tendenz konnte dabei stetig über die vergangenen Jahre beobachtet werden. Allein gegenüber 2006 betrug der Rückgang rund 19,1%. Der prozentuale Anteil von Venture Capital an den gesamten Investitionen lag 2007 nur noch bei 20,4%. 2000 belief sich diese Zahl noch auf 83,6%. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, dass der Buyout-Sektor durch einige sehr große Transaktionen geprägt war, was den Anteil am Gesamtinvestitionsvolumen deutlich steigerte. Ein weiteres Trostpflaster ist auch die Anzahl der Unternehmen, in die Venture Capital investiert wurde. Diese stieg 2007 wieder leicht um 11,4% auf 978 Unternehmen an und damit immerhin auf das höchste Niveau seit dem Jahr 2003.

## Themis Equity Partners KGaA – Reifes Portfolio lässt Rückflüsse erwarten

Die Themis Equity Partners KGaA ist eine börsennotierte Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Frankfurt, die sich auf Investments im Bereich Private Equity-Fonds spezialisiert hat. Bei den größten Anteilseignern handelt es sich um die Silvia Quandt Capital GmbH und um die C-QUADRAT Investment AG mit jeweils mehr als 10% Beteiligungshöhe. Rund 50% der Anteile befinden sich im Streubesitz.



Philip Leipold



Felix Gode

Die GBC AG ist eines der führenden bankenunabhängigen Researchinstitute in Deutschland. Das Leistungsspektrum der Gesellschaft umfasst spezifische kapitalmarktorientierte Analyseprodukte und -dienstleistungen. Der regionale Researchschwerpunkt liegt auf dem deutschsprachigen Raum (D, A, CH). Dabei stehen insbesondere Micro-, Small- und Mid Caps, also mittelständische Unternehmen, im Fokus des Research-Coverage. Flankierend organisiert und veranstaltet GBC mit der MKK in München und der IFF in Frankfurt regelmäßig Analysten- und Investorenkonferenzen.



Die Themis ist bislang die einzige deutsche Beteiligungsgesellschaft an der deutschen Börse, die als reine Dachfondsgesellschaft agiert und ihren Fokus auf Private Equity-Fonds gerichtet hat. Aktuell befinden sich rund 30 Private Equity-Fonds im Beteiligungsportfolio der Themis, wobei hier der Schwerpunkt der Investitionsstrategie auf die drei Bereiche Primary Fund Commitments, Emerging Managers und Secondary Fund Commitments abzielt. Die Bereiche Primaries und Secondaries machen rund 75-85% des Portfolios aus. Rund 15-25% der Portfoliozusammensetzung entfallen auf den Bereich Emerging Managers. Die Engagements in den diversen Fonds haben in der Regel ein Investitionsvolumen von 5 bis 10 Mio. EUR. Dabei können die Capital Calls von den Private Equity-Firmen (im folgenden PE) bei anstehenden Einzelinvestments



Themis Equity Partners (www.themis-equity.de)			
ISIN	DE0007857575	Investment-Fokus	Private Equity Fonds
WKN	785 787	Strategie	Dachfonds, hauptsächlich Buyout und Special Situations/Restructuring
Kurs (EUR)	0,64	Mitarbeiter im Konzern	8
AZ (Mio. St.)	53,3	Mitarbeiter in Holding	8
MCap (Mio. EUR)	34,1	Jahr der Gründung	2001
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr des Börsengangs	2002
GjA 2006 (EUR)	0,25	Anzahl d. Beteil.	27
GjA 2007e (EUR)	0,09	Ø Haltdauer (in Jahren)	5 bis 10
KGv 2007e	7,1	Größte Beteiligungen (%d.NAV: %a.Bet.)	CFC Industriebeteiligungen
Div. 06 (EUR)	0,00		Platinum Equity Partners II
Div. 07e (EUR)	0,00		TDR Capital II
Div.-Rendite 07e	0,0%		Terra Firma III
NAV* (Mio. EUR)	58,6		
NAV / Aktie* (EUR)	1,10		
Premium/Discount	-41,8%		
52-Wo-Tief (EUR)	0,57		
52-Wo-Hoch (EUR)	1,03		
Po. in 52-Wo-Range	15,2%		
Performance 1 Jahr	-32,6%	relativ zu DAX	0,707
Performance 5 Jahre	+52,4%	relativ zu DAX	0,600
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

bei Themis angefordert werden. Die Bereitstellung von Kapital durch Themis an die PE-Gesellschaften erfolgt somit bei konkreten Investitionen.

Themis ist es in den Jahren 2005 und 2006 gelungen, mittels einer Reihe von Kapitalmaßnahmen annähernd 40 Mio. EUR einzusammeln. Diese Mittel wurden seitdem selektiv in diverse Private Equity-Fonds investiert. Aufgrund des Reifegrades des Portfolios sind in den Jahren 2008 und 2009 größere Rückflüsse aus den PE-Fonds zu erwarten. Die vorläufigen Zahlen bestätigen unsere Einschätzung, dass in den letzten Jahren ein erheblicher Mehrwert für die Aktionäre geschaffen wurde. Der Net Asset Value (NAV) belief sich zum Jahresende 2007 auf 1,16 EUR, was trotz der zuletzt schwierigen Marktverhältnisse einen guten Anstieg gegenüber dem Vorjahreswert von 1,08 EUR darstellt. Es bleibt festzuhalten, dass sich die Lücke zwischen dem NAV bei Beteiligungsgesellschaften und dem Marktwert infolge der Kapitalmarkt- und Kreditkrise in der jüngsten Zeit ausgeweitet hat. Der derzeitige Aktienkurs der Themis liegt bei 0,64 EUR, was einem Abschlag zum NAV von über 40% entspricht. Diese Diskrepanz erscheint aus unserer Sicht, insbesondere im Vergleich zu anderen Beteiligungsgesellschaften, als unangemessen hoch. Auch wenn der Dealfow bei PE-Gesellschaften aufgrund einer zu erwartenden restriktiveren Kreditvergabe der Banken seinen Höhepunkt erreicht haben sollte, schätzen wir das Chance/Risiko-Verhältnis bei der Aktie der Themis auf aktuellem Niveau für langfristige Investoren als attraktiv ein.



## DEWB AG – Wachstum in Photonik und Sensorik

Die Deutsche Effecten- und Wechsel-Beteiligungsgesellschaft AG (DEWB) mit Sitz in Jena ist eine Beteiligungsgesellschaft mit Investitionsfokus auf die Branchen Photonik und Sensorik. Aktuell umfasst das Beteiligungsportfolio 10 Unternehmen, und das verwaltete Vermögen beläuft sich auf 71,2 Mio. EUR. Der ehemalige Großaktionär Jenoptik AG hat seinen Anteil an der DEWB in den vergangenen Jahren sukzessive reduziert und liegt aktuell noch bei 11,1%.

Die DEWB AG investiert die zur Verfügung stehenden Mittel in junge wachstumsstarke Technologieunternehmen, die sich in der Regel in einer frühen Wachstumsphase befinden. Der Technologieschwerpunkt liegt auf den Branchen Photonik und Sensorik. Dagegen sind die Bereiche Biotechnologie und Informationstechnologie nicht mehr Bestandteil der neuen Unternehmensstrategie. Aktuell sind noch fünf Portfoliounternehmen diesen beiden Sparten zuzuordnen. Hier sind weitere Desinvestitionen in der Zukunft zu erwarten. Das Investitionsvolumen beläuft sich je nach Einzelinvestment auf 1 bis 7 Mio. EUR. Dabei werden ausschließlich Eigenkapitalinvestitionen getätigt



und es werden signifikante Minderheitsbeteiligungen angestrebt. DEWB bietet den Portfoliounternehmen neben einem etablierten Netzwerk aktive Unterstützung in betriebswirtschaftlichen, juristischen und strategischen Fragen. Das kommunizierte Ziel der Gesellschaft ist es, das verwaltete Vermögen von aktuell 71 Mio. EUR auf deutlich über 100 Mio. EUR bis zum Jahr 2010 durch eine Wertsteigerung des Beteiligungsportfolios zu steigern.

Mit der Noxxon Pharma AG und der KSW Microtec AG verfügt die DEWB über zwei überaus interessante Beteiligungen, die zugleich als wesentliche Werttreiber für die Aktie der DEWB anzusehen sind. Noxxon vollzog eine der größten Biotech-Finanzierungsrunden in den letzten Jahren mit einem Volumen von rund 37 Mio. EUR. Der Anteil der DEWB beträgt 28%. Ein Börsengang erscheint uns allerdings frühestens Ende 2009/Anfang 2010 realistisch. Das IPO der KSW wird nach unserer Einschätzung im Jahr 2009 erfolgen. Die erfreuliche operative Entwicklung der KSW im abgelaufenen Geschäftsjahr war ein Hauptgrund für die Steigerung des Net Asset Value (NAV) im Jahr 2007 auf 3,03 EUR je Aktie (Vorjahr: 2,57 EUR). Des Weiteren konnte DEWB durch die Emission einer Wandelschuldverschreibung im Oktober 2007 frisches Kapital von 20 Mio. EUR



einsammeln. Zudem erlöste DEWB 2007 durch die Verkäufe der EPIDAUROS und der 4flow mehr als 12 Mio. EUR. Hierdurch wurde die finanzielle Grundlage geschaffen, wieder größere Neuinvestments in den Branchen Photonik und Sensorik zu tätigen. Derzeit prüft das Unternehmen mehrere Investments in diesem Bereich.

Wir befürworten die Konzentration der DEWB auf die beiden Wachstumsmärkte Photonik und Sensorik und sehen in der Aktie der DEWB eine gute Möglichkeit, um an den überdurchschnittlichen Zuwachsraten in diesen Märkten zu partizipieren.

Deutsche Effecten- und Wechsel-Beteiligungsgesellschaft AG (www.dewb-vc.com)			
ISIN	DE0008041005	Investment-Fokus	
WKN	804 100	Photonik und Sensorik	
Kurs (EUR)	2,32	Strategie	
AZ (Mio. St.)	15,2	Venture Capital, LBO, Sondersituationen	
MCap (Mio. EUR)	35,3		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	0,20	Mitarbeiter im Konzern	k.A.
GjA 2007e (EUR)	0,05	Mitarbeiter in Holding	7
KGV 2007e	46,4	Jahr der Gründung	1872
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	k.A.
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	10
Div.-Rendite 07e	0,000	Ø Haltedauer (in Jahren)	3,5
NAV* (Mio. EUR)	46,2	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	3,03	KSW Microtec Holding AG (k.A.; 100%)	
Premium/Discount	-23,5%	NOXXON Pharma AG (k.A.; 28,0%)	
52-Wo-Tief (EUR)	2,10	Integrated Genomics Inc. (k.A.; 37,1%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	3,44	Sloning BioTechnology GmbH (k.A.; 12,4%)	
Po. in 52-Wo-Range	16,4%	SensorDynamics AG (k.A.; 10,7%)	
Performance 1 Jahr	-7,2%	relativ zu DAX	0,974
Performance 5 Jahre	-21,1%	relativ zu DAX	0,311
Performance 8 Jahre	-96,2%	relativ zu DAX	0,043

**mic AG – Der frühe Vogel fängt den Wurm**

Der Münchner Frühphasen-Technologieinvestor mic AG ist aus dem 2001 gegründeten Meiningen Incubator Center (MIC) hervorgegangen. Im Oktober 2006 vollzog die mic AG den Börsengang. Die beiden Vorstände Claus-Georg Müller, Gründer und ehemaliger Vorstand des börsennotierten Technologieunternehmens Adva Optical AG, und Manuel Reitmeier verfügen über ein umfangreiches, internationales Kontaktnetzwerk in der VC-Branche und jahrelange Erfahrungen als Entrepreneur und Finanziers.

Die mic AG hat im Rahmen ihrer Investmentstrategie einen klaren Branchenfokus. Die jungen Unternehmen, in die überwiegend nur mehrheitlich investiert wird, stammen ausschließlich aus den Bereichen Mikrosystem-, Kommunikations- und Medizintechnik. Auch Cleantech- und Softwareunternehmen werden in das Portfolio aufgenommen. Unterstützt werden die Unternehmen ausschließlich in der Seed- und Early Stage-Phase, da möglichst frühzeitig

mic ist auch beim Thema Cleantech früh mit dabei.

in aufstrebende Unternehmen und deren Technologien investiert werden soll, um dann zügig die Profitabilitätsschwelle zu erreichen. Die Unternehmen werden dabei intensiv unterstützt, indem die mic AG neben Kapital auch aktiv ihr Know-how und die Erfahrung in die Beteiligungen einfließen lässt.

Auch wenn das Unternehmen nun erst seit knapp eineinhalb Jahren an der Börse notiert, konnten bereits mehrere Exits erfolgreich abgeschlossen werden. Bereits im selben Monat des Börsengangs konnte durch das Listing der Proton Power Systems Group am Londoner AIM ein erster Teilerfolg vollzogen werden. Im Oktober 2007 wurde dann mit der Inheco Industrial Heating & Cooling GmbH der erste Komplettverkauf eines Beteiligungsunternehmens nach dem Börsengang verkündet. Auf den Kapitaleinsatz konnte dabei insgesamt ein dreifacher Return on Investment erzielt werden. Noch größer war der Return

MIC AG (www.mic-ag.eu)			
ISIN	DE000A0KF6S5	Investment-Fokus	
WKN	AOK F6S	Mikrosystem-, Kommunikations- und Medizintechnik, Cleantech, Software	
Kurs (EUR)	8,21	Strategie	
AZ (Mio. St.)	2,2	Seed- und Early Stage	
MCap (Mio. EUR)	17,7		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GjA 2006 (EUR)	-0,32	Mitarbeiter im Konzern	k.A.
GjA 2007e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter in Holding	9
KGV 2007e	n.ber.	Jahr der Gründung	2001
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2006
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	10
Div.-Rendite 07e	+0,0%	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	k.A.	3-EDGE GmbH (80%)	
Premium/Discount	k.A.	FIBOTEC FIBEROPTICS GmbH (80%)	
52-Wo-Tief (EUR)	6,90	AIFOTEC FIBEROPTICS GmbH (80%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	10,48	NeuroConn GmbH (74,80%)	
Po. in 52-Wo-Range	36,6%	µ-GPS Optics GmbH (~66%)	
Performance 1 Jahr	-13,1%	relativ zu DAX	0,912
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

\*) Angabe bezieht sich auf den Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2007; Stichtag 12.3.2008



on Investment bei der Veräußerung der Amicra Microtechnologies GmbH Ende 2007. Hier wurde das 10-Fache des eingesetzten Kapitals erzielt. Auch 2008 konnten bereits erste Erfolge verkündet werden. Rund ein Drittel der Anteile an der µ-GPS Optics GmbH wurde an die Carl Zeiss AG veräußert. Im Januar 2008 wurde darüber hinaus auch eine neue Beteiligung eingegangen. Mit der hello2morrow ging die mic AG erstmalig eine Beteiligung an einem reinen Softwareunternehmen ein.

Angetrieben durch die gute Entwicklung der Portfoliounternehmen und den erfolgreichen Verlauf des Geschäftsjahres 2007 wurde im Februar 2008 die mic asia Pty. Ltd. in Sydney gegründet, um in Zukunft auch in Australien und Asien erfolgreiche Engagements im Bereich der Frühphasenfinanzierung durchführen zu können. Seit dem Börsengang hat die mic AG erfolg-



reich bewiesen, dass ihr Geschäftsmodell funktioniert. Die beiden Veräußerungen 2007 sollten sich auch in den Ergebnissen für das abgelaufene Geschäftsjahr bemerkbar machen. Mit der Internationalisierung des Geschäfts eröffnet sich dem Unternehmen zudem ein großes zukünftiges Potenzial auch in anderen Märkten.

## Matador Private Equity AG – Stille Reserven bergen hohes Potenzial

Die Schweizer Matador Private Equity AG ist seit August 2007 im Open Market an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet. Die Historie des Unternehmens reicht bis in das Jahr 2005 zurück. Mit dem Erwerb eines Aktienpaketes der Neue Vermögen AG wurde im August 2006 der Grundstein für das Portfolio der Matador gelegt. Dr. Florian Dillinger, Präsident des Verwaltungsrates, war vor Aufnahme der Geschäftsführertätigkeit bei Matador als Assetmanager bei der Neue Vermögen AG tätig. Herr Dr. Dillinger ist mit einem Anteil von 72% größter Aktionär der Matador.

Matador Private Equity AG (www.matador-private-equity.de)			
ISIN	CH0030773102	Investment-Fokus	
WKN	A0M R09	Private Equity Fonds, Venture Capital Fonds, Secondary Fonds, Direktbet.	
Kurs (EUR)	4,70	Strategie	
AZ (Mio. St.)	0,3	Diversifizierung durch Fonds und Direktbet. sowie regionale Streuung	
M.Cap (Mio. EUR)	1,4		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		
GJA 2006 (EUR)	-0,36	Mitarbeiter im Konzern	k.A.
GJA 2007e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter in Holding	k.A.
KGV 2007e	n.ber.	Jahr der Gründung	2005
Div. 06 (EUR)	0,00	Jahr des Börsengangs	2007
Div. 07e (EUR)	0,00	Anzahl d. Beteil.	3
Div.-Rendite 07e	+0,0%	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	2,11	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	7,12	Neue Vermögen AG	
Premium/Discount	-34,0%	Sport- und Kletteranlagen-Betriebs-GmbH	
52-Wo-Tief (EUR)	4,60	Wellington Partners III LS Fund	
52-Wo-Hoch (EUR)	7,15		
Po. in 52-Wo-Range	3,9%		
Performance 1 Jahr	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

Matador ermöglicht Investoren einen Zugang zum Private Equity-Markt, bei höherer Liquidität des Investments über das Börsenlisting. Die Investitionsziele sind dabei zu rund 80% Private Equity-Fonds, Venture Capital-Fonds sowie Secondary Fonds. Dabei wird nur in solche Fonds investiert, die zu den besten 25% ihrer jeweiligen Kategorie gehören (Top Quartil Fonds). Daneben investiert das Unternehmen mit bis zu 20% des Portfoliovolumens in ausgewählte Direktinvestments. Zur Optimierung des Chance/Risiko-Profiles werden die Investitionen zudem regional gestreut. Demnach soll Europa mit 60% übergewichtet werden. 25% werden in Nordamerika investiert und weitere 15% in Schwellenmärkte wie Südamerika oder Asien.

Derzeit ist Matador an zwei Unternehmen direkt beteiligt: zum einen an dem Finanzdienstleistungsunternehmen Neue Vermögen AG und zum anderen an der Sport- und Kletteranlagen-Betriebs-GmbH. Die Neue Vermögen AG ist darüber hinaus ihrerseits an chancenreichen Unternehmen beteiligt. So wird ein Anteil von 49,75% an der BioMa Energie AG gehalten, die sich derzeit sehr erfreulich entwickelt. Bei dem geplanten Börsengang der BioMa Energie AG könnten große Stille Reserven aufgedeckt und damit eine deutliche Wertsteigerung des Neue Vermögen-Anteils erzielt werden.

Einen ersten Teil-Exiterfolg konnte das Unternehmen ebenfalls erzielen. Nach nur sechs Monaten wurde der Anteil an der Neue Vermögen AG von 1,7% auf 1,5% reduziert und dabei eine Rendite von 35% erzielt. Ein Neuengagement wurde im September 2007 im Wellington Partners III LS Fund eingegangen. Der Fonds konnte seit Auflage eine Internal Rate of Return (IRR) von über 40% erreichen. Zum 30. November 2007 wurde ein NAV der Matador von 7,12 EUR ermittelt. Damit notiert die Aktie derzeit über 20% unter dem NAV. Wir gehen davon aus, dass Matador auch in Zukunft ihrer Strategie konsequent treu bleiben wird. Viele stille Reserven liegen bisher bei den Beteiligungen noch im Verborgenen, sollten aber in Zukunft noch einiges an Wert für die Aktionäre schaffen.

## Leonardo Venture GmbH & Co. KGaA – Mehr als Startkapital

Die Leonardo Venture GmbH & Co. KGaA ist seit dem Jahr 2000 aktiv und strebte Ende 2005 an die Börse. Inzwischen ist das Mannheimer Unternehmen im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Geleitet werden die Geschäfte bei Leonardo Venture von den beiden Professoren für Wirtschaftsingenieurwesen der Fachhochschule Pforzheim Prof. Dr. Udo Wupperfeld und Prof. Dr. Hans-Georg Köglmayr sowie von Hans Jochen Koop.

Das Ziel von Leonardo Venture ist es, mit den Beteiligungen eine „Erfolgspartnerschaft“ zu etablieren. Das bedeutet, dass Leonardo Venture nicht nur Kapital für die Unternehmen bereitstellt, sondern den Unternehmen auch aktiv mit Beratung zu Seite steht. Leonardo Venture kann dabei auf ein umfangreiches Kontakt Netzwerk aus Industrie und Wissenschaft zurückgreifen und will damit den Beteiligungsunternehmen ein kompetenter Partner in sämtlichen Belangen sein. Durch eine Kooperation mit dem Steinbeis Transferzentrum kann das Unternehmen auf ein Netzwerk von über 4.000 Experten zurückgreifen. In Frage für eine Beteiligung kommen Unternehmen aus den Bereichen Gesundheit und Lebensqualität in Deutschland und dem deutschsprachigen Ausland. Damit grenzt Leonardo Venture das Investitionsuniversum klar ein und bündelt seine Kompetenzen auf diese Bereiche. In der Regel werden Minderheitsbeteiligungen mit Quoten zwischen 25% und 49% erworben.

Der letzte Exit der Leonardo Venture liegt mittlerweile über zwei Jahre zurück. Ende 2005 wurde die CureVac GmbH mit einem Gewinn von 4,3 Mio. EUR an eine Beteiligungsgesellschaft



Leonardo Venture AG (www.leonardo-venture.de)			
ISIN	DE0005878763	Investment-Fokus	
WKN	587 876	Gesundheit und Lebensqualität im deutschsprachigen Raum	
Kurs (EUR)	1,92	Strategie	
AZ (Mio. St.)	16,9	Frühphasenbeteiligungen in innovative Schlüsseltechnologien	
MCap (Mio. EUR)	32,5	Mitarbeiter im Konzern	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Mitarbeiter in Holding	
GjA 2006 (EUR)	0,53	Jahr der Gründung	
GjA 2007e (EUR)	0,21	Jahr des Börsengangs	
KGW 2007e	9,1	Anzahl d. Beteil.	
Div. 06 (EUR)	0,00	Ø Haltedauer (in Jahren)	
Div. 07e (EUR)	0,00	k.A.	
Div.-Rendite 07e	+0,0%	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV* (Mio. EUR)	65,15	ISIS optronics GmbH (49%)	
NAV / Aktie* (EUR)	3,85	Rösler miniDaT GmbH (45%)	
Premium/Discount	-50,1%	InovisCoat GmbH (41%)	
52-Wo-Tief (EUR)	1,75	Culavis GmbH (38%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	2,98	ISIS sentronics GmbH (37%)	
Po. in 52-Wo-Range	13,8%	relativ zu DAX	
Performance 1 Jahr	-32,2%	relativ zu DAX	
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	

von SAP-Gründer Dietmar Hopp veräußert. Seither konnten keine Exits abgeschlossen werden. Der für 2007 geplante Börsengang des Nanotechnologieunternehmens NanoCompound AG wurde auf Grund des schwachen Börsenumfeldes zunächst abgesagt, soll aber 2008 nachgeholt werden. Daneben stehen voraussichtlich weitere Exits bevor. Drei Unternehmen sollen noch 2008 bzw. 2009 per Trade Sale veräußert werden. Die restlichen fünf Unternehmen des aktuellen Portfolios könnten bis spätestens 2011 reif für einen Trade Sale bzw. ein IPO sein.

Der Börsenkurs der Leonardo Venture ist zuletzt stark unter die Räder gekommen und verlor vom Hoch ca. 40% auf 1,90 EUR. Im Gegensatz dazu wurde zum 31.12.2007 ein NAV von 3,85 EUR ausgewiesen, was eine deutliche Unterbewertung bedeutet. Durch die lange Phase ohne Exits und den verschobenen Börsengang der NanoCompound AG ist unseres Erachtens zunächst eine hohe Verunsicherung bei vielen Aktionären entstanden. Jedoch befindet sich im Portfolio der Leonardo Venture eine Reihe interessanter Exitkandidaten, auf die eine hohe Rendite erzielt werden könnte, wenn ein erfolgreicher Exit gelingt. Bis dahin ist jedoch noch ein wenig Geduld gefragt. Angesichts des niedrigen Börsenkurses kann eine Positionseröffnung auch bereits jetzt interessant sein, nicht zuletzt da der Aktienkurs durch die jüngste Kapitalerhöhung mit einem Cash pro Aktie von über 1 EUR untermauert ist.

### Capital Stage AG – Expertise in der Solarbranche

Die Capital Stage AG entstand im Jahr 2001 aus der Zusammenlegung der Geschäftsaktivitäten der damals im SDAX notierten



HWAG Hanseatisches Wertpapierhandelshaus AG und der Futura Capitalis AG. Vor diesem Hintergrund betrieb das Unternehmen zunächst auch noch das Bankengeschäft, das jedoch 2002 aufgegeben wurde. Seither steht das Beteiligungsgeschäft bei der Capital Stage AG im Mittelpunkt. Vorstandsvorsitzender Felix Goedhart ist seit November 2006 im Amt. Zudem erfolgte mit einem ehemaligen Vorstand der E.ON AG und dem Vorstandsvorsitzenden der WestLB eine prominente Neubesetzung des Aufsichtsrates.

In der Vergangenheit konnte die Capital Stage AG einige hervorragende Referenzen im Bereich Erneuerbare Energien erlangen. Vor allem eine vorbörsliche Beteiligung an der Conergy AG brachte dem Unternehmen einen ansehnlichen Gewinn ein, da 2007 der Ausstieg nahe der Höchstkurse vollzogen werden konnte. Der Branchenfokus ist auf Grund des Track Rekords noch immer auf den Bereich der Erneuerbaren Energien gelegt. Aber auch Umwelttechnologieunternehmen können Eingang in das Portfolio der Capital Stage finden. Neben Expansionsfinanzierungen in zukunftsfähige Geschäftsmodelle und Technologien können auch reifere Unternehmen, die sich bereits in einer pre-IPO Phase befinden, in die Strategie der Capital Stage passen. Auch wenn sich im aktuellen

Capital Stage AG (www.capitalstage.com)			
ISIN	DE0006095003	Investment-Fokus	
WKN	609 500	Erneuerbare Energien / Umwelttechnik	
Kurs (EUR)	1,81	Strategie	
AZ (Mio. St.)	25,2	Wachstumsfinanzierungen	
MCap (Mio. EUR)	45,6	Mitarbeiter im Konzern	
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Mitarbeiter in Holding	
GjA 2006 (EUR)	0,63	Jahr der Gründung	
GjA 2007e (EUR)	0,28	Jahr des Börsengangs	
KGW 2007e	6,4	Anzahl d. Beteil.	
Div. 06 (EUR)	0,00	Ø Haltedauer (in Jahren)	
Div. 07e (EUR)	0,00	8	
Div.-Rendite 07e	+0,0%	k.A.	
NAV* (Mio. EUR)	51,0	Größte Beteiligungen (%a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	2,02	Inventux (39,3%)	
Premium/Discount	-10,6%	GBA (49,1%)	
52-Wo-Tief (EUR)	1,80	BlueTec (10,0%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	3,06	Profos (22,9%)	
Po. in 52-Wo-Range	0,8%	relativ zu DAX	
Performance 1 Jahr	-20,3%	relativ zu DAX	
Performance 5 Jahre	+852,6%	relativ zu DAX	
Performance 8 Jahre	-83,6%	relativ zu DAX	

\*) Angabe bezieht sich auf den Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2007; Stichtag 12.3.2008

Portfolio der Capital Stage AG lediglich Expansionsunternehmen und Start-ups befinden, behält sich das Unternehmen vor, auch in anderen Unternehmensphasen zu investieren. So könnten Buyouts im Rahmen von Unternehmensnachfolgen oder Abspaltungen ebenso wie Turnaround-Situationen in Frage kommen.

Im Januar 2008 musste die Capital Stage AG verkünden, dass ihre 23,6%-ige Beteiligung Antec Solar Insolvenz beantragt hat. Dies belastete auch das Ergebnis für das Geschäftsjahr 2007. Der Jahresüberschuss schmolz um über 50% auf 7,1 Mio. EUR zusammen. Jedoch verfügt das Unternehmen über Cash in Höhe von rund 30 Mio. EUR, was Raum für weitere Investitionen lässt. Spannend könnte die zuletzt eingegangene 39%-ige Beteiligung an der Inventux Technologies AG werden. Die Inventux ist eine der größten Neugründungen im Solarbereich des Jahres 2007 und wird Dünnschichtmodule auf Basis mikromorpher Tandemzellen produzieren und vermarkten. Die neuartige Zelltechnologie soll dabei einen um 50% höheren Wirkungsgrad haben als herkömmliche amorphe Solarzellen. Bereits ab Herbst 2008 ist geplant, jährlich 275.000 Solarmodule mit einer Gesamtleistung von über 30 MWp zu produzieren. Die

Technologie könnte auf reges Interesse in der Solarbranche stoßen, was sich auch sehr positiv auf die Ertragslage der Capital Stage AG auswirken könnte.

### bmp AG – Asset Manager mit Wachstumsfantasie

Die in Berlin ansässige Beteiligungsgesellschaft bmp AG wurde im Jahre 1997 gegründet. Das börsennotierte Unternehmen ist sowohl im Bereich Asset Management der Anlageklasse Private

Equity als auch im Rahmen von Direktinvestments an Wachstumsunternehmen tätig. Weiterhin gibt die bmp AG eine Hilfestellung für private und institutionelle Investoren im Bereich der Private Equity Advisory und Fund-of-Funds-Management.

Das Teilnehmungsportfolio der bmp AG umfasst acht Direktbeteiligungen, die durch zwei Fondsbeteiligungen an der b-to-v Private Equity S.C.S. und an SICAR, Luxemburg, vervollständigt

## „Wir haben 32 Mio. EUR Cash“

*Smart Investor mit Felix Goedhart, Vorstand von Capital Stage, über die Insolvenz von Antec Solar, Wachstumsmfelder der Zukunft und mögliche Teilnehmungsverkäufe im laufenden Jahr.*

**Smart Investor:** Sie haben im letzten Jahr rechtzeitig den Conergy-Anteil heruntergefahren. War die unschöne Situation bei Conergy damals schon absehbar?

**Goedhart:** Nein, so natürlich nicht. Wir haben ja schon Ende 2006 Conergy-Aktien verkauft und uns dann im Sommer 2007 von den letzten getrennt. So konnten wir dann sehr gelassen die Situation betrachten, als die Krise kam.

**Smart Investor:** Besteht bezüglich der Insolvenz von Antec Solar weiterer Wertberichtigungsbedarf?

**Goedhart:** Nein, wir haben das voll abgeschrieben. Eine sehr unschöne und überraschende Entwicklung. Wir wurden vom Management über eine lange Zeit komplett falsch informiert. Noch Ende 2007 hatten wir in einer Aufsichtsratsitzung vom Vorstand nur positive Nachrichten erhalten. Wir sind als Investoren zwar in den Gremien vertreten, wie z. B. im Aufsichtsrat. Wir stellen aber nicht das Management, sondern sind vielmehr auf eine vertrauensvolle Zusammenarbeit mit diesem angewiesen.

**Smart Investor:** Dennoch bleiben Sie durch Ihre Beteiligungen BlueTec und Inventux dem Solarsegment treu?

**Goedhart:** Ja, auf jeden Fall. Antec war ein Flop, keine Frage. Dennoch haben wir 2007 noch einen Jahresüberschuss von über 7 Mio. EUR erzielen können. Die Gewinne beim rechtzeitigen Ausstieg aus Conergy waren viel höher als der Verlust durch Antec. Unsere Beteiligung Inventux macht uns sehr viel Freude, wir erleben ein sehr professionelles Management dort. Hier geht es um Dünnschicht-Solarmodule, eines der großen Wachstumsmfelder der Zukunft. BlueTec ist dagegen im Bereich Solarthermie tätig, ebenfalls ein produzierendes Unternehmen, das einen wichtigen Baustein eines Solarkollektors, das Absorberband, herstellt. Die Firma entwickelt sich gut, und wir haben dort ebenfalls ein sehr gutes Team.

**Smart Investor:** Wie sehen Sie denn die Förderungspraxis für die Solarindustrie?

**Goedhart:** Diese war ausschlaggebend für das Branchenwachstum, das ist richtig. Früher oder später muss die Förderung für die erneuerbaren Energien zurückgefahren werden. Aber wenn Sie bedenken, wie viel und wie lang andere Energien wie Kohle

oder Kernkraft gefördert wurden, halte ich eine langfristige Förderung für vernünftig.

**Smart Investor:** Gibt es im Bereich der erneuerbaren Energien zusätzliche Gebiete, in die Sie investieren möchten?

**Goedhart:** Die ganze Branche entwickelt sich weiter und wird reifer. Es gibt z. B. interessante Zulieferer, die wir uns genauer anschauen. Wir schauen uns aber auch in Bereichen wie der Umwelt- und Lebensmittelanalyse um, wo wir mit dem Laborunternehmen GBA eine spannende Beteiligung halten.

**Smart Investor:** Nun weist die Bilanz von Capital Stage eine Eigenkapitalquote von 99% aus. Wie ist das zu erklären?

**Goedhart:** Durch die sehr erfolgreiche Conergy-Beteiligung konnten wir bereits 2005 Verbindlichkeiten komplett zurückführen und zusätzlich jede Menge Cash generieren, im Moment ca. 32 Mio. Euro. Insofern investieren wir zunächst dieses Geld, ehe wir wieder Fremdkapital nutzen. Aber auch das ist natürlich eines Tages denkbar.

**Smart Investor:** Ihr Konzernjahresüberschuss hat sich 2007 im Vergleich zum Vorjahr halbiert. Wie schwierig wird 2008 für Ihr Unternehmen und die ganze Teilnehmungsbranche?

**Goedhart:** In dem Segment, in dem wir tätig sind, werden wir nach wie vor Chancen finden und auch von den Banken die nötige Finanzierung dafür bekommen. Da die Capital Stage noch ein sehr junges Portfolio hat, sind 2008 keine Exits geplant.

**Smart Investor:** Wir bedanken uns sehr für dieses Gespräch. ■

*Interview: Tobias Karow*



Felix Goedhart, Vorstand, Capital Stage

bmp AG (www.bmp.com)		Investment-Fokus	
ISIN	DE0003304200	Venture Capital Deutschland/Polen: Medien, Entertainment, Marketing Services, Renewable Energy, Clean Technology	
WKN	330420	Strategie	
Kurs (EUR)	1,64	Private Equity Asset Manager: Direktinvestments (Venture Capital), Fondsinvestments (Buy-Out, Venture global)	
AZ (Mio. St.)	17,5	Mitarbeiter im Konzern	16
MCap (Mio. EUR)	28,7	Mitarbeiter in Holding	16
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Jahr der Gründung	1997
GjA 2006 (EUR)	0,18	Jahr des Börsengangs	1999
GjA 2007e (EUR)	k.a.	Anzahl d. Beteil.	17
KGV 2007e	n/a	Ø Haltedauer (in Jahren)	5
Div. 06 (EUR)	0,00	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
Div. 07e (EUR)	k.a.	Ergotrade AG (k.a., 49,99%)	
Div.-Rendite 07e	n/a	Gamigo AG (k.a., 46,48%)	
NAV* (Mio. EUR)	k.a.	Revotar AG (k.a., 44,10%)	
NAV / Aktie* (EUR)	n/a	K2 Internet S.A. (k.a., 42,62%)	
Premium/Discount	n/a	Newtron AG (k.a., 35,61 %)	
52-Wo-Tief (EUR)	1,48	relativ zu DAX	0,528
52-Wo-Hoch (EUR)	3,48	relativ zu DAX	0,646
Po. in 52-Wo-Range	8,0%	relativ zu DAX	0,055
Performance 1 Jahr	-49,7%		
Performance 5 Jahre	+64,0%		
Performance 8 Jahre	-95,0%		

werden. Über die bmp Media Investors AG & Co. KGaA werden seit dem zweiten Quartal 2007 die Beteiligungen im Bereich Medien, Entertainment und Marketing Services getätigt. Die Tochtergesellschaft ist bereits an acht Unternehmen beteiligt und plant für das laufende Geschäftsjahr einen Börsengang. Hierbei liegt der Schwerpunkt auf jungen Wachstumsunternehmen, die ihren Sitz in Polen oder Deutschland haben. Direktinvestments in Unternehmen aus den Branchen Erneuerbare Energien und Clean Technology werden über die bmp Eco Investors GmbH & Co. KGaA abgewickelt. Allerdings ist im Moment das Portfolio mit nur einer Beteiligung per 29. Februar 2008 noch in der Anfangsphase. Ein IPO zur Stärkung der Eigenkapitalbasis ist für 2009/2010 geplant. Der zweite Bereich der bmp AG, das Private Equity Advisory (PE Advisory) im Namen Dritter, umfasst Beratungsleistungen in der Anlagenklasse Private Equity für private und institutionelle Investoren. Diese Beratungsleistungen sind in Advisory Services, Produktstrukturierung, Managed Accounts und Dachfondsmanagement aufgeteilt. Im Rahmen der Zusammenarbeit mit König & Cie. werden momentan zwei Private Equity-Fonds in ihrer Investitionstätigkeit beraten.



Eine Bewertung der bmp AG unter Zuhilfenahme des Net Asset Value (NAV) ist unter dem Gesichtspunkt der Neuausrichtung der Geschäftsstrategie zum Private Equity Asset Manager und der eingestellten Kommunikation des NAV zum Halbjahr 2007 nicht möglich. Eine Einschätzung aufgrund der Assets under Management (AUM) sticht durch die positive Entwicklung raus. Während das Beteiligungsgeschäft in den letzten zwei Jahren an Bedeutung im Vergleich zur PE Advisory verloren

hat, sind die AUMs in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2007 um 6,9% auf 76,8 Mio. EUR gestiegen. Vor dem Hintergrund des 2008 geplanten Börsengangs der bmp Media Investors AG Co.KGaA und nachlassender Exitzahlen, nach zehn Exits im Jahr 2007, dürfte das Beteiligungsgeschäft wieder an Bedeutung gewinnen und sich positiv auf die Assets under Management auswirken.

**Fazit**

In den vergangenen Jahren haben die Aktivitäten im Venture Capital-Bereich stark nachgelassen. Seit dem Ende des Hightech-booms Anfang des Jahrhunderts und den damit verbundenen zahlreichen Pleiten von Unternehmen in frühen Entwicklungsstadien aus dem Technologiesektor haben die Investitionsvolumina stark abgenommen. Viele Venture Capital-Beteiligungsgesellschaften hielten daher in den vergangenen Jahren Beteiligungen gescheiterter Unternehmen in ihren Portfolios. Diese galt es zu bereinigen. Inzwischen ist dieser Prozess sehr weit fortgeschritten, was Luft für Neuengagements schafft. Auch die Entwicklungen beim Fundraising unterstützen diese Tendenz. Der Anteil der Fondsmittel für Early Stage-Finanzierungen stieg 2007 immerhin auf 17,2%, ausgehend von 9,0% 2006. Entsprechend kann auch die überwiegende Mehrheit der Venture Capital-Beteiligungsgesellschaften auf einen hohen Bestand an verfügbaren liquiden Mitteln zurückgreifen. Sämtliche Gesellschaften, die in dieser Kategorie besprochen werden, wollen verfügbare Mittel im laufenden Geschäftsjahr auch investieren.

Schlussfolgernd kann damit gesagt werden, dass die Risikoaversion gegenüber Frühphasenfinanzierungen seit dem Jahr 2000 und dem Platzen der Dotcom-Bubble zwar gestiegen ist. Dennoch locken die hohen potenziellen Renditen auf Grund der rasanten technologischen Weiterentwicklung wieder verstärkt Investoren an, auch wenn sich die investierten Summen pro Unternehmen im Durchschnitt mehr als halbiert haben.

Eine Investition in börsennotierte Frühphasenfinanzierer kann aktuell durchaus attraktiv sein. Diese haben ausreichende liquide Mittel angehäuft, um Neuengagements einzugehen. Die derzeit schwachen Kapitalmärkte stellen also kein Hindernis dar. Vielmehr dürften sich durch das konjunkturell abschwächende Umfeld attraktivere Einstiegspreise bei den Zielunternehmen verhandeln lassen, was sich wiederum positiv auf die erzielbare Rendite und damit den Ertrag für die Aktionäre auswirken sollte. Für risikobewusste längerfristig orientierte Aktionäre ergeben sich damit gute Chancen, zumal der Großteil der Frühphasenfinanzierer derzeit deutlich unter NAV notiert.

**HINWEIS**

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer / Haftungsausschluss sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung:

Disclaimer.: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Offenlegung gemäß §34b WpHG: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

# Sonstige Beteiligungsgesellschaften

Um den Überblick über die große Zahl an Beteiligungsgesellschaften zu erleichtern, haben wir alle Unternehmen in verschiedene Kategorien eingeteilt. Dennoch bleiben einige Firmen übrig, auf die unserer Meinung nach keines der vorgenannten Kriterien zutrifft. Diese finden sich in dieser Rubrik.

## Trade & Value AG: Flexibilität ist Trumpf

Egal ob long oder short, ob Abfindungswerte, Sondersituationen oder fundamental unterbewertete Aktien (Value-Werte), das Team der Oldenburger Trade & Value AG sucht und findet Chancen an vielen Ecken des Kapitalmarktes. Hervorgegangen aus einem Aktienclub arbeitet Vorstand und Großaktionär Oliver Dornisch zusammen mit einer Research-Mannschaft aus erfahrenen Börsianern an der ständigen Optimierung des Portfolios. Dabei hält sich Dornisch, der seinerzeit als einer der ersten Trader hierzulande auf Short Selling-Strategien und Daytrading setzte, bewusst alle Optionen offen. Weder gibt es eine Benchmark, noch schränken die Statuten der Gesellschaft ihn in seinen Entscheidungen ein. Die Namensbestandteile „Trade“ und „Value“ verweisen auf die beiden Anlagestile der Gesellschaft. Während das Trading vornehmlich auf kurzfristiges Handeln in unterschiedlichen Assets (Aktien, Rohstoffe, Derivate) setzt, bleiben die Investments des Value-Bereichs längerfristig im Portfolio. Oft handelt es sich hierbei auch um die eingangs erwähnten Abfindungsspekulationen, die nach Dornischs Meinung über ein besonders attraktives Chance/Risiko-Verhältnis verfügen. Dass dieser Ansatz praktikabel ist und auch in unruhigen Börsenzeiten eine ordentliche Rendite abwirft, belegt die Wertentwicklung im zurückliegenden Geschäftsjahr. So gelang es Dornisch, den Nettoinventarwert oder Net Asset Value im Jahresvergleich um 11,3% zu steigern (inkl. der Dividende von 1 EUR). Damit übertraf man erneut das Ziel eines jährlichen Wertzuwachses von 10%.

Das Unternehmen bemüht sich im Unterschied zu vielen anderen MicroCaps um eine zeitnahe und offene Kommunikationspolitik. Ersichtlich wird das u. a. an der monatlichen Veröffentlichung des NAV. Auf diese Weise kann jeder Aktionär unmittelbar den Erfolg bzw. Misserfolg der letzten Anlageentscheidungen überprüfen. Dornisch sieht in den nächsten Monaten noch einiges an Belastungen auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft zukommen (siehe Interview). Grundsätzlich eignet sich die Trade & Value Aktie für alle, die unab-

hängig von Börsenschwankungen eine verlässliche, solide Rendite erwirtschaften und eine hohe Dividende vereinnahmen wollen.

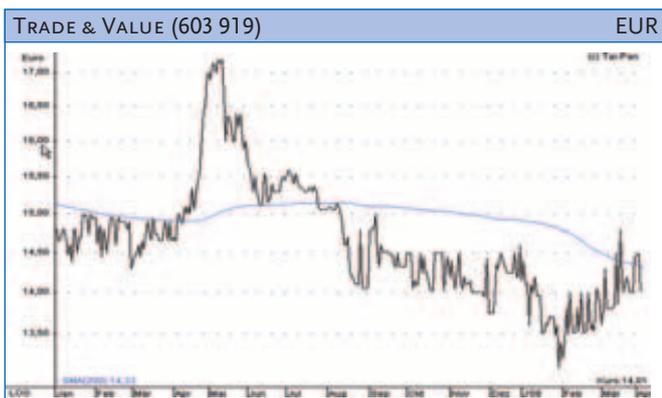
Trade & Value AG (www.tav.ag)		Investment-Fokus	
ISIN	DE0006039191		
WKN	603 919		
Kurs (EUR)	14,01	Dt. Nebenwerte, Squeeze Outs, Spezialsituationen	
AZ (Mio. St.)	0,375	Strategie	
MCap (Mio. EUR)	5,3		
Geschäftsjahr-Ende	31.12.	Value-Investing, Trading, Hedging	
GJA 2006 (EUR)	1,15	Mitarbeiter im Konzern	k.A.
GJA 2007e (EUR)	1,15	Mitarbeiter in Holding	5
KGW 2007e	12,2	Jahr der Gründung	2001
Div. 06 (EUR)	1,00	Jahr des Börsengangs	2004
Div. 07e (EUR)	1,00	Anzahl d. Beteil.	ca. 55
Div.-Rendite 07e	7,1%	Ø Haltedauer (in Jahren)	k.A.
NAV* (Mio. EUR)	5,3	Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)	
NAV / Aktie* (EUR)	14,23	Metis Capital Ltd. (30,0%; 8,6%)	
Premium/Discount	-1,5%	MDAX Put OS 11.000 (7,5%; ----)	
52-Wo-Tief (EUR)	13,10	GFKL Fin.Services AG (6,9%; 0,1%)	
52-Wo-Hoch (EUR)	17,20	Conister Fin. Ltd. (4,8 %; 0,5%)	
Po. in 52-Wo-Range	22,2%	Garant Schuh + Mode AG Vz. (4,2%; 0,7%)	
Performance 1 Jahr	-6,2%	relativ zu DAX	0,984
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

\*)Stichtag: 31.3.08

## Fonterelli GmbH & Co KGaA: Es werde Licht!

Bei der Fonterelli GmbH & Co. KGaA handelt es sich um eine 100%ige Ausgründung der VEM Aktienbank AG aus München. Mit einem Eigenkapital von ca. 2 Mio. Euro ist das Unternehmen seit Anfang Januar 2008 im Freiverkehr der Frankfurter Börse im Segment Open Market notiert. Obwohl Fonterelli neu ist, kann gleichwohl seine 1997 gegründete Mutter, die VEM Aktienbank, auf einen Track Rekord in Sachen Beteiligungsmanagement verweisen: Auch bei Fonterelli wird die VEM das künftige Portfolio managen. Fonterelli wurde gegründet, um mehr Volumen zu schaffen, und zweitens, um die strategischen Beteiligungen, die die VEM Aktienbank nach wie vor hält (z.B. Equity-Story), nicht mit den taktischen zu vermischen. Für die Rechtsform der GmbH & Co. KGaA entschied man sich, damit die VEM als Komplementärin trotz der Minderheitsbeteiligung von 49% volle Handlungsfreiheit hat.

Aktuell hält Fonterelli zwei Beteiligungen. Der Immobilienentwickler Classic Dream Properties Ltd. aus China wurde wegen der günstigen Bewertung ins Portfolio aufgenommen. Ein Schnäppchen am Wegesrand, das aber nicht typisch für die Geschäftsstrategie sein soll. Letzteres gilt für die zweite Beteiligung. Fonterelli hält 50% an der PowerLED GmbH. Diese wiederum besitzt 15% an der L&O Licht und Optik-Beteiligungsgesellschaft. L&O vertreibt Lampen und Spezialleuchten in 18 Länder an ca. 18.000 Kunden. Die Firma ist seit Jahrzehnten am Markt und arbeitet profitabel. Vor allem aber bearbeitet sie kleine Losgrößen von 20.000 bis 200.000 EUR, die für große Hersteller uninteressant sind. Die Firma setzt zudem voll auf die LED-Technik, die nach Meinung von Fonterelli die Zukunftstechnologie im Bereich der Lampen darstellt. Über die L&O-Kontakte bzw. das Alleinstellungsmerkmal des Vertriebs hofft man, sich den Einstieg bei weiteren Unternehmen sichern zu können – wobei speziell dem LED-Markt eine leuchtende Zukunft bevorsteht, wie Fonterelli betont. Generell soll



# „Wir ziehen Einzeltitel einem Index vor“

Smart Investor im Gespräch mit *Oliver Dornisch*, Gründer und Alleinvorstand der Trade & Value AG

**Smart Investor:** Wie beurteilen Sie die gegenwärtigen Turbulenzen an den Finanzmärkten? Ist die Lage wirklich so dramatisch, wie gemeinhin behauptet?

**Dornisch:** Zwischen den verschiedenen Behauptungen und dem Handeln der Akteure sind doch sehr große Unterschiede festzustellen, weshalb sich die Frage nicht so einfach beantworten lässt: „Bedenklich“ ist die Liquiditätssituation in der Finanzwirtschaft in jedem Fall. Der Vertrauensverlust im Markt ist aufgrund des jahrelang beobachteten Verhaltens der Finanzmarktakteure überfällig. Wie sollen sich Banken auch gegenseitig vertrauen, wenn sie die eigenen Risiken schwer beziffern können? Die einmal mehr geforderte Transparenz der Risiken birgt weiteres negatives Potenzial. Auf die für Kreditnehmer recht plötzlich entstandene Risikoaversion der Kreditgeber kann sich die gesamte Wirtschaft gar nicht so schnell einstellen. Wir gehen schon seit einem halben Jahr davon aus, dass die Probleme der Finanzwirtschaft auf die Realwirtschaft übergreifen.

**Smart Investor:** Müssen wir Ihrer Einschätzung nach mit weiteren Hiobsbotschaften rechnen, oder sollte der (Aktien-)Markt nicht allmählich einen Boden erreichen?

**Dornisch:** Der Rückgang an den Aktienmärkten im ersten Quartal 2008 (DAX minus 19%), nach fünf sehr positiven Jahren an den Börsen, signalisiert unserer Einschätzung nach auch mittelfristig eine Wende zum Bärenmarkt. Die Charttechnik gibt ebenfalls deutliche Hinweise. Im Gegensatz dazu ist die weltweit ansteigende Inflation zu sehen, die durch jahrelange und weiterhin massive Liquiditätsversorgung angeheizt wird. Die veröffentlichten Steigerungsraten liegen unserer Meinung nach noch deutlich unter den tatsächlichen Preissteigerungen für „lebens-

notwendige“ Güter. Es wird DIE Frage des Börsenjahres 2008 sein, ob die Flucht in Sachwerte auch Aktienkurse nach oben trägt, obwohl die Wirtschaft sich abschwächt bzw. sich die Angst vor dem wirtschaftlichen Abschwung mit fallenden Aktienkursen durchsetzt. Wir denken, dass in verschiedenen Phasen beides zu erkennen sein wird.

**Smart Investor:** Welche Konsequenzen ergeben sich hieraus für Ihre Anlagepolitik?

**Dornisch:** Im Fokus stehen Unternehmen mit krisenfesten Geschäftsmodellen oder die an den Krisen mitverdienen oder krass unterbewertet sind. In jedem Fall ziehen wir die fundierte Einzelauswahl einem Indexkauf vor. Unser Gesamtportfolio ist zusätzlich durch eine Put-Option teilversichert. Aus unserer Zielsetzung, das Vermögen der Trade & Value AG in erster Linie zu wahren und in zweiter Linie zu vermehren, ergibt sich die entsprechende Vorsicht, im Falle eines negativen Börsenjahres trotzdem ein überdurchschnittliches Ergebnis zu erzielen. Mit dem ersten Quartal 2008 (+1,5% auf ein neues historisches Hoch) sind wir deshalb auch sehr zufrieden.

**Smart Investor:** Fällt es Ihnen momentan eher leichter oder schwerer, interessante Value-Titel herauszufiltern?

**Dornisch:** Die Suche nach interessanten Aktien wird uns durch bereits erfolgten Kursrückgänge und daraus resultierenden Folgeverkäufe von Hedgefonds und anderen kreditgehebelten Investoren natürlich sehr erleichtert.

**Smart Investor:** Besten Dank für das Gespräch! ■

Interview: Marcus Wessel

Anzeige

**financial.de**  
Information you can trust

Fonterelli GmbH & Co KGaA (www.fonterelli.de)			
ISIN	DE000A0MZRA4		Investment-Fokus
WKN	A0M ZRA		Minderheitsbet. an mittelständischen Unternehmen, bevorzugt klassische Sektoren
Kurs (EUR)	0,85		Strategie
AZ (Mio. St.)	1,435		grds. MBI, MBO, Pre-IPO, special situations; aktuell Fokus auf Buy&Build im LED Sektor
MCap (Mio. EUR)	1,2		Mitarbeiter im Konzern
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		Mitarbeiter in Holding
GJA 2006 (EUR)	k.A.		Jahr der Gründung
GJA 2007e (EUR)	k.A.		Jahr des Börsengangs
KGV 2007e	n.ber.		Anzahl d. Beteil.
Div. 06 (EUR)	k.A.		Ø Haltdauer (in Jahren)
Div. 07e (EUR)	k.A.		Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)
Div.-Rendite 07e	n.ber.		Beteiligung Power LED / L&O (37%; 81%)
NAV* (Mio. EUR)	1,69		Beteiligung Classic Dream Prop. (9%; 19%)
NAV / Aktie* (EUR)	1,18		
Premium/Discount	-27,8%		
52-Wo-Tief (EUR)	0,56		
52-Wo-Hoch (EUR)	1,47		
Po. in 52-Wo-Range	31,9%		
Performance 1 Jahr	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 5 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 8 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

jedoch die angestrebte Buy and Build-Strategie nicht an der LED enden. Man zeigt sich offen anderen Branchen gegenüber und sieht sich als typische Private Equity-Gesellschaft, die überall da tätig werden wird, wo es aus betriebswirtschaftlichen Gründen sinnvoll erscheint.

Obwohl Fonterelli ein noch weitgehend unbeschriebenes Blatt ist, gibt die Erfahrung und die günstigen Einstiegsmöglichkeiten, die durch die VEM gegeben sein dürften, eine gewisse Sicherheit. Der Börsenwert liegt in Höhe der liquiden Mittel, der Investor erhält also die beiden Beteiligungen sozusagen gratis hinzu. Dennoch, die weitere Beteiligungsstrategie bleibt noch etwas unscharf.

### Pongs & Zahn AG: Fokus auf die Kunststoffbranche

Historisch gesehen liegen die Ursprünge der Pongs & Zahn Aktiengesellschaft in der 1897 in Viersen gegründeten Textilverarbeitungs-firma Pongs & Zahn OHG. Im Jahre 1921 erfolgte die Umwandlung in eine AG, seit 1927 ist die Pongs & Zahn AG börsennotiert. War bis in die 1970er Jahre hinein das Textilgeschäft die Geschäftsgrundlage, änderte sich das mit der Umstrukturierung in eine Beteiligungsgesellschaft.

Heute erwirbt Pongs & Zahn in erster Linie Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen, wobei als Kerngeschäft chemische Rohstoffe bevorzugt werden. Das derzeitige Portfolio umfasst schwerpunktmäßig Industriebetriebe, die auf die Erzeugung, Veredelung und den Vertrieb von Kunststoff-Rohstoffen fokussiert sind. Direkt und zu 100% beteiligt ist man an der KWB Kunststoffwerk Bremen GmbH, der Ponachem Compund GmbH Hamburg und der Value Plast AG München. Doch auch an anderen Branchen hält Pongs & Zahn Beteiligungen. Zu nennen wären etwa der 30%-ige Anteil an der AXG Investmentbank AG sowie Investments im Bereich Immobilien.

Pongs & Zahn Aktiengesellschaft (www.pongsundzahn.de)			
ISIN	DE0006954001		Investment-Fokus
WKN	695 400		Mittelständische Unternehmen der Spezialchemie
Kurs (EUR)	1,36		Strategie
AZ (Mio. St.)	6,1		Value-Investing unter Mitwirkung bei der Unternehmensführung
MCap (Mio. EUR)	8,3		Mitarbeiter im Konzern
Geschäftsjahr-Ende	31.12.		Mitarbeiter in Holding
GJA 2006 (EUR)	-1,65		Jahr der Gründung
GJA 2007e (EUR)	-1,06		Jahr des Börsengangs
KGV 2007e	-1,3		Anzahl d. Beteil.
Div. 06 (EUR)	0,00		Ø Haltdauer (in Jahren)
Div. 07e (EUR)	0,00		Größte Beteiligungen (%d.NAV; %a.Bet.)
Div.-Rendite 07e	0,0%		Verion AG (45,5%; 76,7%)
NAV* (Mio. EUR)	33,0		PONACHEM GmbH (23,6%; 100%)
NAV / Aktie* (EUR)	5,40		AXG AG AG (10,9%; 30,9%)
Premium/Discount	-74,8%		KWB GmbH (10,6%; 100%)
52-Wo-Tief (EUR)	0,92		Value Plast AG (4,5%; 100%)
52-Wo-Hoch (EUR)	2,63		
Po. in 52-Wo-Range	25,7%		
Performance 1 Jahr	-44,7%	relativ zu DAX	0,585
Performance 5 Jahre	-28,4%	relativ zu DAX	0,282
Performance 8 Jahre	-85,5%	relativ zu DAX	0,161

\*) es handelt sich hierbei um den geschätzten Wert des Eigenkapitals

Nicht zuletzt hält man 76,7 % an der Verion AG, die wiederum – unter anderem – an der Laufaron GmbH (einem Hersteller von Teppichgar-nen) und der Unylon AG Hamburg (einer Beteiligungsholding im Sektor Kunststoffchemie mit dem Fokus auf Nylon) beteiligt ist.

Nach Unternehmensangaben werde derzeit der Erwerb weiterer Beteiligungen geprüft. Dabei ist Pongs & Zahn grundsätzlich interessiert, maßgeblichen Einfluss auf die strategische Führung zu erhalten. Eines der „branchenfremden“ Engagements aus dem Finanzsektor (die AXG Investmentbank AG) steht derzeit zum Verkauf – ein Hinweis auf die Konzentration auf den Kunststoffsektor.

Durch den Fokus auf zyklische Branchen ist Pongs & Zahn eng mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung verknüpft. Den Ausflug in die Finanzbranche scheint man beenden zu wollen. Die zuletzt veröffentlichten Zahlen lesen sich wie folgt: 2007 wurde für die Gruppe ein Umsatz von 141 Mio. EUR erzielt, das EBIT auf 4,8 Mio. EUR verdoppelt und die Eigenkapitalquote auf ca. 25% verbessert. Um angestrebtes Wachstum zu finanzieren, wurden 2007 weitere Genussscheine in Höhe von 15 Mio. EUR begeben und die bestehende Anleihe um 5 Mio. EUR aufgestockt. Der Aktienkurs des Unternehmens, Anfang des Jahres schon unter 1 EUR, konnte sich Ende März wieder auf ca. 1,40 EUR erholen. Dennoch hat er sich nach jahrelangem Stillstand im letzten Jahr fast halbiert.

### Black Box Capital AG: Wenig Neues

Die Black Box Capital AG ist eine Beteiligungsgesellschaft, die nach eigenen Angaben auf Pre-IPO- und Spätphasen-Investments fokussiert ist. Gegründet 2006 und ausgestattet mit einem Grundkapital von 1,25 Mio. EUR gehört sie zu den sehr kleinen Gesellschaften am Markt. Das aktuelle Portfolio umfasst vier Unternehmen, wobei die TerraElast AG, Hersteller von innovativen Baustoffen und Bodenbelägen, als Schwerpunkt gesehen wird.

Seit der letzten Sonderausgabe Beteiligungsgesellschaften von 2007 hat der bisherige Großaktionär, die Lena Beteiligungs AG, die ehemals 49%ige Beteiligung an der Black Box komplett abgegeben. Der Aktienkurs der Gesellschaft, der schon kurz nach der Emission Mitte 2006 nur die eine Richtung nach unten kannte, hat sich nochmals halbiert. Gut 40 Cent ist ein Anteilsschein der Black Box Capital AG Ende März 2008 noch wert. Eine Wende in der Kursentwicklung scheint nicht unmittelbar bevorzustehen.

### Fazit:

Die Aktie der Trade & Value AG ist unserer Ansicht nach empfehlenswert. Das Geschäftsmodell hat sich bewährt und scheint stimmig, hängt aber zwangsläufig an der Person Oliver Dornisch. Fonterelli ist ein Newcomer, der mit seiner erfahrenen Mutter im Hintergrund erfolgreich wachsen könnte. Doch hier heißt es zunächst die weiteren Schritte abwarten. Die Black Box Capital AG müsste schon selbst in Vorleistung treten, ehe sie für Aktionäre attraktiv wäre. Der permanent sinkende Aktienkurs spricht für sich. Bei der Pongs & Zahn AG schließlich muss neben der fortgesetzten Inanspruchnahme von Fremdkapital auf die Tatsache verwiesen werden, dass der Markt seit Jahren die Aktie links liegen lässt: Weniger als ein Zehntel nur noch ist der Anteilsschein wert im Vergleich zum Kurs von vor zehn Jahren. Kein gutes Zeichen!

Jürgen Hohm, Marcus Wessel

# Von Gewinnern und Verlierern

## Ein Performance-Rückblick für die börsennotierten Beteiligungsgesellschaften

Nach den all den Unternehmensanalysen in diesem Heft ist es natürlich interessant zu wissen, wie sich die Aktien einzelnen Beteiligungsgesellschaften im sicherlich nicht einfachen Gesamtmarktumfeld der letzten 12 Monate entwickelt haben. Auf der nächsten Seite finden Sie daher ein Performance-Ranking. Die fünf Gesellschaften Deutsche Technologie Beteiligung (DeTeBe), Fonterelli, GSC Portfolio, Matador und Surikate Mittelstand blieben in dieser Tabelle unberücksichtigt, da sie sämtlich weniger als 12 Monate notiert sind.

Spitzenreiter mit einem Jahreszuwachs von fast 65% ist die Aktie der Sanierungsgesellschaft Aurelius (IK, s. unten), und das, obwohl sie derzeit fast 40% unter ihrem 52-Wochen-Hoch notiert. Übrigens: Der letztjährige Spitzenreiter Bavaria Industriekapital, auch der Kategorie Sanierer zuzuordnen, rangiert diesmal nur auf einem enttäuschenden Platz 39. Nur am Rande bemerkt: Beide Gesellschaften residieren am Münchner Bavariaring nur wenige Meter voneinander entfernt – eine irgendwie geartete Verbindung zwischen den beiden Firmen gibt es aber davon abgesehen nicht.

Mit zweistelligen Zuwächsen können darüber hinaus noch New Value, Gesco und Deutsche Balaton aufwarten. Insgesamt konnten sich acht der 57 betrachteten Aktien positiv entwickeln, wobei der DAX im Betrachtungszeitraum ein Minus von fast 5% hinlegte. Besser als der DAX, also mit einer Relativen Stärke von größer 1,000, zeigten sich 11 Aktien. Die Schlusslichter bilden die beiden Pleite-Firmen Prout und Arquana, welche nahezu Totalverluste aufweisen.

Hinsichtlich der Kategorien gibt es kaum Auffälligkeiten bezogen auf die Verteilung in der Rangliste. Allenfalls wäre zu nennen, dass die Kategorie Wagniskapital weder unter den zehn ersten noch unter den zehn letzten Plätzen zu finden ist, die Schwankungsbreite hier also vergleichsweise gering ist. Andererseits scheint die Schwankungsbreite bei den Sanierern recht hoch zu sein. Sowohl der erste Platz als auch der vorletzte Platz wird diesmal von einer Firma aus dieser Kategorie belegt. Letztes Jahr ging – wie oben bereits erwähnt – der erste Platz auch schon an einen Sanierer.

Ralf Flierl >>

## Impressum

### Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

#### 6. Jahrgang 2008, Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften 2008“

##### Verlag:

Smart Investor Media GmbH  
Hofmannstr. 7a, 81379 München  
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38  
eMail: info@smartinvestor.de  
Internet: www.smartinvestor.de

##### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),  
Tobias Karow (stellv.), Jürgen Hohm

##### Redaktionsanschrift:

s.Verlag, Fax: +49 (0) 89-2000 339-38,  
eMail: redaktion@smartinvestor.de

##### Freie Mitarbeiter:

Oliver Brockmann, Magdalena Lammel, Stefan Preuß,  
Marcus Wessel

##### Gast-Autoren:

Arne Aßmann, Stephan Derr, Felix Gode,  
Peter-Thilo Hasler, Philip Leipold, Gordon Schönell,  
Matthias Schrade, Jana Walden

##### Interviewpartner:

Oliver Dornisch, Georg Geiger, Felix Goedhart,  
Stefan Greiffenberger, Marcus Linnepe, Dr. Christof  
Nesemeier, Axel Pothorn, Sam Winkel, Robert Zeiss

##### Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung)  
Tobias Karow (Bildredaktion)

##### Bilder:

bilderbox.de, fotolia.de, pixelio.de, Photodisc

##### Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3 vom  
1. Dezember 2007; Ansprechpartner: Bernhard Kramer,  
Johanna Wagner, Claudia Kerszt  
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-50, Fax: -38

##### Erscheinungstermine 2008:

15.12.07 (1/08), 26.1. (2/08), 23.2. (3/08), 22.3. (4/08),  
26.4. (5/08), 31.5. (6/08), 28.6. (7/08), 26.7. (8/08),  
23.8. (9/08), 27.9. (10/08), 25.10. (11/08), 29.11. (12/08),  
20.12. (1/09)

##### Redaktionsschluss:

3. April 2008

##### Preise:

Einzelpreis 14,80 EUR, Jahresabo: 48 EUR in Deutsch-  
land, 60 EUR im europäischen Ausland, 80 EUR im Rest  
der Welt (Zustellung im Ausland jeweils per Luftpost). Al-  
le Preise incl. Versandkosten und 7% MwSt.

##### Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH  
Hofmannstr. 7a, 81379 München  
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38  
eMail: abo@smartinvestor.de

##### Charts:

Die Charts wurden erstellt mit Tai-Pan von  
Lenz + Partner AG.

##### Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

##### Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrun-  
de, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für  
die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden.  
Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die  
Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

##### Börsenpflichtblatt:

Der Smart Investor ist Börsenpflichtblatt der Börsen Düssel-  
dorf und München.

##### Nachdruck:

© 2008 Smart Investor Media GmbH, München. Alle  
Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Spra-  
chen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der  
Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet, diese  
Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem We-  
ge (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter die-  
ses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Da-  
tenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978

ISBN 978-3-937459-48-6

##### Interessenskonflikte (IK):

Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbeiter, die  
an der Erstellung einer Aktienempfehlung beteiligt sind,  
haben sich verpflichtet, etwaige Interessenskonflikte of-  
fen zu legen. Alle mit der Erstellung von Aktienanalysen  
und -empfehlungen betrauten Parteien haben sich ver-  
pflichtet, jeweils fünf Börsentage vor und fünf Börsentage  
nach dem Erscheinen dieser Publikation keine Transaktio-  
nen in der betreffenden Aktie durchzuführen. Eine Glatt-  
stellung einer bisherigen Position ist nur in dem Ausnah-  
mefall gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums  
von zehn Börsentagen sehr gravierende negative Entwick-  
lungen im Aktienkurs, im Unternehmen oder im Gesamt-  
markt ergeben, die in der zur Empfehlung führenden Ana-  
lyse nicht berücksichtigt werden konnten. In dem Fall,  
dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Smart Inves-  
tor in einer zum Kauf oder Verkauf empfohlenen Aktie  
Long- oder Short-Positionen gehalten werden, wird dies  
im entsprechenden redaktionellen Artikel kenntlich ge-  
macht. Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Ge-  
schäftsführung berät Dritte bei deren Anlageentscheidun-  
gen. Auch im Rahmen dessen umgesetzte Empfehlungen  
unterliegen den obigen Bestimmungen.

## PERFORMANCE-VERGLEICH BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN VOM 4.4.07 BIS 3.4.08

UNTERNEHMEN	WPK	KATEGORIE	3.4.08	4.4.07	PERF. 1J.	RS GG. DAX	SEITE
AURELIUS (IK, s. S. 81)	A0J K2A	SANIERUNG	24,70	14,99	+64,8%	1,729	46
NEW VALUE	552 932	VALUE INVESTMENTS	13,05	10,05	+29,9%	1,362	66
GESCO	587 590	MITTELSTANDSHOLDING	48,33	38,00	+27,2%	1,335	28
DEUTSCHE BALATON	550 820	SONDERSITUATIONEN	9,25	8,20	+12,8%	1,184	59
KREMLIN	513 350	BRANCHENFOKUS	3,62	3,45	+4,9%	1,101	25
TOKUGAWA	628 164	SONDERSITUATIONEN	4,35	4,22	+3,1%	1,082	52
MBB INDUSTRIES	A0E TBQ	MITTELSTANDSHOLDING	8,22	8,04	+2,2%	1,073	32
VALUE-HOLDINGS	760 040	VALUE INVESTMENTS	4,70	4,60	+2,2%	1,072	69
ALLERTHAL-WERKE	503 420	SONDERSITUATIONEN	17,55	17,70	-0,8%	1,040	56
FALKENSTEIN	575 230	SONDERSITUATIONEN	75,00	77,00	-2,6%	1,022	55
GREIFFENBERGER	589 730	MITTELSTANDSHOLDING	82,00	85,05	-3,6%	1,012	34
<b>DAX</b>			<b>6741,72</b>	<b>7073,91</b>	<b>-4,7%</b>	<b>1,000</b>	
RHEINER MODEN	701 870	SONDERSITUATIONEN	32,59	34,49	-5,5%	0,991	57
BEKO HOLDING	920 503	BRANCHENFOKUS	3,22	3,43	-6,1%	0,985	20
TRADE & VALUE	603 919	SONSTIGE	14,01	14,94	-6,2%	0,984	78
DEWB	804 100	WAGNISKAPITAL	2,32	2,50	-7,2%	0,974	72
CONET	A0L D6V	BRANCHENFOKUS	4,25	4,60	-7,6%	0,969	20
BET. IM BALTIKUM	520 420	BRANCHENFOKUS	4,88	5,42	-10,0%	0,945	27
DNI BETEILIGUNGEN	554 240	SONDERSITUATIONEN	13,20	14,80	-10,8%	0,936	59
PRIOR CAPITAL	720 420	SONDERSITUATIONEN	1,24	1,40	-11,4%	0,929	50
HORUS	520 412	VALUE INVESTMENTS	2,69	3,08	-12,7%	0,916	65
MIC	A0K F6S	WAGNISKAPITAL	8,21	9,45	-13,1%	0,912	73
SCHERZER	694 280	SONDERSITUATIONEN	1,44	1,68	-14,3%	0,899	58
SCI	605 101	SONDERSITUATIONEN	11,51	13,70	-16,0%	0,882	55
BB BIOTECH	888 509	BRANCHENFOKUS	50,00	60,00	-16,7%	0,874	18
INDUS HOLDING	620 010	MITTELSTANDSHOLDING	22,80	28,14	-19,0%	0,850	30
DLB	554 030	VALUE INVESTMENTS	11,33	14,00	-19,1%	0,849	64
GBK BETEILIGUNGEN	585 090	MITTELSTANDSHOLDING	5,00	6,20	-19,4%	0,846	38
CAPITALSTAGE	609 500	WAGNISKAPITAL	1,81	2,27	-20,3%	0,837	75
CARTHAGO CAPITAL	541 840	SONDERSITUATIONEN	4,60	5,78	-20,4%	0,835	52
M.A.X. AUTOMATION	658 090	BRANCHENFOKUS	4,38	5,79	-24,4%	0,794	23
SHAREHOLDER VALUE	605 996	VALUE INVESTMENTS	18,42	24,60	-25,1%	0,786	68
DT. BETEILIGUNG AG	550 810	MITTELSTANDSHOLDING	16,92	22,74	-25,6%	0,781	31
HELIAD	604 729	SONDERSITUATIONEN	0,87	1,19	-26,9%	0,767	60
KONSORTIUM	632 340	VALUE INVESTMENTS	0,72	0,99	-27,3%	0,763	66
NANOSTART	A0B 9VV	BRANCHENFOKUS	17,01	23,75	-28,4%	0,752	22
LEONARDO VENTURE	587 876	WAGNISKAPITAL	1,92	2,83	-32,2%	0,712	74
THEMIS	785 757	WAGNISKAPITAL	0,64	0,95	-32,6%	0,707	71
BB MEDTECH	898 194	BRANCHENFOKUS	33,57	50,10	-33,0%	0,703	18
BAVARIA IND.	260 555	SANIERUNG	11,68	17,45	-33,1%	0,702	47
TFG CAPITAL	744 950	SONDERSITUATIONEN	1,86	2,94	-36,7%	0,664	62
CFC INDUSTRIEBET.	A0L BKW	SANIERUNG	8,90	15,10	-41,1%	0,618	45
EFFECTEN-SPIEGEL	564 760	SONDERSITUATIONEN	14,75	25,51	-42,2%	0,607	54
IMPERA TOTAL RETURN	575 130	SONDERSITUATIONEN	1,75	3,04	-42,4%	0,604	61
PONGS & ZAHN	695 400	SONSTIGE	1,36	2,44	-44,3%	0,585	80
MDB	658 310	BRANCHENFOKUS	2,70	5,10	-47,1%	0,555	24
ARQUES INDUSTRIES	515 600	SANIERUNG	10,60	20,05	-47,1%	0,555	44
BMP	330 420	WAGNISKAPITAL	1,64	3,26	-49,7%	0,528	76
GCI MANAGEMENT	585 518	SANIERUNG	2,77	5,67	-51,1%	0,513	48
PONAXIS	694 570	BRANCHENFOKUS	1,19	2,46	-51,6%	0,508	23
KST	632 200	SONDERSITUATIONEN	3,90	8,23	-52,6%	0,497	61
LENA	A0D 90R	SONDERSITUATIONEN	0,51	1,08	-52,8%	0,495	51
MAX21	A0D 88T	BRANCHENFOKUS	1,97	4,19	-53,0%	0,493	21
BLACK BOX	A0H HE7	SONSTIGE	0,36	0,80	-55,0%	0,472	80
BLUE CAP	A0J M2M	SANIERUNG	2,20	5,57	-60,5%	0,414	49
U.C.A.	701 200	BRANCHENFOKUS	2,10	6,15	-65,9%	0,358	21
PROUT	A0B VXX	SANIERUNG	0,07	1,60	-95,6%	0,046	49
ARQUANA	678 100	BRANCHENFOKUS	0,13	20,50	-99,4%	0,007	18

Perf. 1 J.: Performance während der letzten 52 Wochen; RS gg. DAX: Relative Stärke gegenüber dem DAX