

SMI ↓
10232,93 -1.12%DAX ↑
12989,29 0.19%Dow Jones ↓
27502,81 -1.01%Euro/Fr. ↓
1,0938 -0.40%Dollar/Fr. ↓
0,9872 -0.44%Gold (\$/oz.) ↑
1477,00 1.01%Erdöl (Brent) ↑
61,01 0.20%

Stand 22.12 Uhr

Der Kampf gegen den Abschlag an der Börse

Für Schweizer Beteiligungsgesellschaften sind eine konsistente Dividendenstrategie und Transparenz zu Erfolgsfaktoren geworden

WERNER GRUNDELEHNER

Ein Schnäppchen ist eigentlich im Sinn des Investors. Man fühlt sich dabei wie der legendäre Investor Warren Buffett. Er, der einen Dollar kauft, aber dafür nur 50 Cent zahlt. Bei den in der Schweiz kotierten Beteiligungsgesellschaften kann das heikel sein. Denn der «Rabatt» besteht permanent. Bei einem Abschlag notieren die Aktien unter ihrem inneren Wert. Der innere Wert setzt sich aus dem Eigenkapital sowie den stillen Reserven zusammen. Die Summe der Werte aller Beteiligungen abzüglich Fremdkapital liegt also unter der Börsenkapitalisierung der Beteiligungsgesellschaft.

Ein Sektor in Sippenhaft

Das Phänomen des verbreiteten Discounts findet sich vor allem in zentral-europäischen Ländern – also auch in der Schweiz. Branchenvertreter führen an, dass das Thema «Beteiligungsgesellschaften» nicht verstanden werde. Doch die Finanzvehikel haben in ihrer noch nicht so langen Geschichte hierzulande auch viel Vertrauen zerstört. Da ist es nicht verwunderlich, dass die Anleger den gesamten Sektor in Sippenhaft nehmen.

«Der schlechte Ruf kam mit den Finanzkrisen der Jahre 2000 und 2008 auf», sagt André Rüegg, CEO der Bellevue-Gruppe, zu der auch die Beteiligungsgesellschaft BB Biotech gehört. Die Investoren hätten in diesen Krisensituationen gemerkt, dass vermeintlich liquide Börsenvehikel ein illiquides Portfolio verwalteten – und daher nicht so «flüssig» sind wie angenommen. Seit rund 10 Jahren setzt BB Biotech deshalb ausschliesslich auf kotierte Unternehmen aus dem Biotech-Sektor. Die solide Performance führte zu einer starken Nachfrage und meist zu einer Prämie.

Eine Prämie drückt laut Rüegg das Vertrauen des Marktes in das Management aus, mit der Auswahl einen Mehrwert zu erzielen und die Branche besser einschätzen zu können als der breite Markt. Rein technisch gesehen, wollen bei einer Prämie mehr Investoren Aktien der Beteiligungsgesellschaft kaufen, als verfügbar sind. Umgekehrt wollen bei einem Discount mehr Leute abtossen.

In England weisen die mit Beteiligungsgesellschaften vergleichbaren Trusts ein besseres Image und tiefere Abschläge auf – wenn überhaupt. In London sind rund 250 solcher Trusts kotiert. Auch Bellevue Asset Management verwaltet mit der BB Healthcare Trust eine Beteiligungsgesellschaft, die an der London Stock Exchange gelistet ist. Das Modell, vor allem US-Wachstumsunternehmen aus dem Bereich Biotech in einer liquiden Schweizer Gesellschaft zu erwerben, wird gemäss Rüegg mittlerweile weitherum verstanden.

Es bestehen laut Benedikt Meyer, Geschäftsführer von Castle Private Equity und Castle Alternative Invest auch unterschiedliche Ausgangslagen: «Der Brokerage-Markt ist in der Schweiz im Vergleich zum Vereinigten Königreich fast inexistent, das Gleiche gilt auch für den gesamten Research-Bereich.» Diese zwei Segmente seien für die Wahrnehmung durch die Investoren aber sehr wichtig.

Die Beteiligungsgesellschaften, die an der SIX gehandelt werden, unterscheiden sich untereinander durch ihre bevorzugten Anlageklassen. Einige investieren in kotierte Titel, andere konzentrieren sich auf Startup-Finanzierungen sowie auf private Gesellschaften (Private Equity). Gewisse Anbieter investieren in alle erwähnten Segmente und fokussieren dabei auf gewisse Themen – beispielsweise Biotech, Technologie oder Industrieunternehmen.

Als die Beteiligungsgesellschaften schlechthin galten in den neunziger



Ein Mitarbeiter eines deutschen Pharmakonzerns kontrolliert die Tablettenproduktion.

HANNELORE FOERSTER / BLOOMBERG

Jahren die Vehikel von Martin Ebner: die BK-Vision, die Pharma-Vision, die Gas-Vision sowie die Stillhalter-Vision. Diese investierten in jeweils zwei bis drei Grosskonzerne. Die BZ Trust zweigte als Geschäftsführerin der vier Visionen von 1992 bis 1998 Honorare von insgesamt 3,1 Mrd. Fr. ab. An die Verwaltungsräte wurden über diesen Zeitraum insgesamt 153 Mio. Fr. ausgeschüttet. Nach der Krise zur Jahrtausendwende brachen sämtliche Visionen ein.

Neues Leben als Anlagefond

Einige Beteiligungsgesellschaften finden als Anlagefonds ein neues Leben. Diesen Weg gingen etwa Microvalue und die Sustainable Performance Group. Die «Schwestergesellschaft» von BB Biotech, BB Medtech, wurde wegen eines hohen Abschlags von 25% bis 30% ebenfalls in einen Fonds umgewandelt. Dies ist aber gemäss Rüegg nur möglich gewesen, weil der Grossteil der Investoren Schweizer waren und mit der Steuerbehörde eine Lösung gefunden wurde, bei der keine Besteuerung

des Liquidationserlöses anfiel. Als BB Biotech noch einen Abschlag aufwies, sei das Unternehmen von Hedge-Funds ebenfalls zu einer Umwandlung in ein Anlagefonds gedrängt worden.

Beteiligungsgesellschaften sind aber oft die einzige Möglichkeit für Privat-anleger, diversifiziert in Bereiche zu investieren, die ihnen sonst nicht – oder nur schwer – zugänglich wären, wie neben Private Equity (PE) auch Hedge-Funds oder ausserbörsliche Aktien. Die Kotierung an der Börse garantiert Liquidität: Die Investoren können täglich ein- oder aussteigen. Investments in Hedge-Funds und PE sind dagegen über Monate oder gar Jahre gebunden. Wenn zahlreiche Investoren ihre Anteile verkaufen, müssen die Finanzvehikel nicht gleich ihre Beteiligungen teilliquidieren, was angesichts der oft tiefen Liquidität nur mit grossen Verlusten möglich wäre.

Bei PE-Anlagen ist man bei Beteiligungsgesellschaften im Gegensatz zum Börsenliebhaber Partners Group aus Zug direkt am Portfolio beteiligt. Partners Group bündelt dagegen die Beteiligungen an Privatmarktanlagen in Fonds, an

denen institutionelle Investoren Anteile erwerben können. Wer eine Aktie von Partners Group kauft, setzt auf den Erfolg des Portfolio-Managers.

«Dabei handelt es sich im Wesentlichen um zwei komplett unterschiedliche Investitions-Arten», sagt Meyer. Eine Investition in eine kotierte PE-Beteiligungsgesellschaft wie Castle Private Equity bringe eine deutlich grössere Diversifikation, da das Portfolio über eine Vielzahl an verschiedenen PE-Fonds verfügt, die unterschiedliche Auflegungsjahre und Strategien haben. Der Erfolg einer Investition in einen kotierten PE-Manager hänge oft von unterschiedlichen Faktoren ab, etwa dem Erfolg bei «Fundraising»-Aktivitäten und nicht direkt von der eigentlichen PE-Wertschöpfungskette.

Der Vorteil der Beteiligungsgesellschaft, Anlegerlaunen über den Kurs aufzufangen, kann auch zum Problem werden, da die Anzahl der Aktien nicht einfach angepasst werden kann. Kotierte Aktiengesellschaften dürfen ihr Kapital und die Zahl ausstehender Aktien nur mit formellem Aktionärsbeschluss anpassen. Diese «bleierne Liquidität» ist ein Grund, weshalb die Gesellschaften oft einen tieferen Wert als das Total ihrer Investitionen aufweist. Ein anderer Grund ist die fehlende Transparenz, etwa in Bezug auf Gebühren. Gerade Beteiligungsgesellschaften, die in Hedge-Funds oder PE investieren, engagieren sich nicht direkt, sondern über einen Fonds. So kommen mehrere «Schichten» Gebühren hinzu, die der Investor nicht sieht.

Diese Gebühren sind gemäss Meyer gerechtfertigt, da die Zusammenstellung eines Portfolios sowie dessen Management einen hohen Aufwand erforderten und zudem eine langjährige Erfahrung nötig sei, um den Zugang zu den besten Managern und Transaktionen sicherzustellen. Diese sind meist nicht öffentlich zugänglich, und zudem sind etwa die Fonds der besten Manager oft signifikant überzeichnet. «Die Gebühren in diesem Bereich haben sich in den vergangenen 10 bis 15 Jahren verändert, und die Zeiten von 2/20, d. h. 2% Management-Gebühr und 20% Performance-abhängige Gebühr, sind sicherlich vorbei», erklärt Meyer.

Die Hedge-Funds-Dachgesellschaften Absolute Invest und Altin sind von

der Konkurrentin Alpine Select übernommen worden. Die neue Besitzerin veräusserte Vermögensanlagen, um Dividenden und Aktienrückkäufe zu finanzieren. Auch die Beteiligungsgesellschaft Alpine Select beteiligt sich an Hedge-Funds. Das Unternehmen tritt selbst als Konsolidator von Beteiligungsgesellschaften auf und spaltet Firmen auf, die einen hohen Discount aufweisen. Anfang November gab Alpine Select an, dass das Engagement an Castle Alternative Invest mittlerweile 20% betrage. Im Juli war es noch die Hälfte. Castle ist wie Alpine ein Fund-of-Hedge-Funds. Wer sich in Alpine Select engagiert, hat auf einem grossen Teil des Investments einen doppelten Abschlag. Die Beteiligungsgesellschaft ist zudem noch in HBM Healthcare und Vifor Pharma engagiert.

Es gebe diverse Mechanismen, um den Abschlag zu bekämpfen, erklärt Benedikt Meyer. Je nach Gesellschaft bzw. Investitions-Fokus seien gewisse besser als andere. Seine Gesellschaften wendeten regelmässig Aktienrückkaufprogramme an. Die Aktien werden von der Gesellschaft zum Zweck der Kapitalherabsetzung zurückgekauft. Weitere Mechanismen wären zum Beispiel eine klar definierte Ausschüttungs- bzw. Dividendenpolitik.

Fokus auf nichtkotierte Aktien

Die Nebag investiert in ihrer Meinung nach «substanzstarke» Schweizer Unternehmen, deren Aktien ausserbörslich gehandelt werden – aber auch in Small- und Mid-Caps, die an der SIX kotiert sind. «Eine Beteiligungsgesellschaft braucht ein Alleinstellungsmerkmal – für die Nebag ist das die Fokussierung auf nichtkotierte Aktien», sagt Markus Eberle, Verwaltungsratsvizepräsident der Nebag. Dieses Segment sei oft liquider als die kleinen kotierten Unternehmen an der SIX.

Die Strategie könne nicht einfach kopiert werden, weil die Nebag die Möglichkeit habe, grössere Blöcke günstiger zu kaufen, im Bookbuilding oder bei Kapitalerhöhungen mitzumachen sowie bei strategischen Beteiligungen und auch bei Übernahmen mitzureden. Das generiere aber auch Kosten. Im Jahr 2003 übernahm der damalige Verwaltungsrat mit Martin Wipfli und Eberle die Leitung. Das übrige Management wurde entlassen und die Management-Gebühr abgeschafft. Heute führt der Verwaltungsrat das Unternehmen und erhält eine fixe Tantieme. Eberle besitzt 13% der Nebag-Aktien und partizipiert so am Erfolg der Nebag. Seit der Neuausrichtung hat sich die Zahl der Aktionäre von 100 auf 1200 erhöht. Seit 2005 weist die Nebag-Aktie meist eine Prämie aus. Das Unternehmen schüttet eine Dividende von rund 7% aus. Diese erfolgte bisher steuerfrei als Nennwert-Rückzahlung oder aus dem Agio aus Kapitalerhöhungen.

Eine strukturierte Ausschüttungspolitik gehört auch zur Strategie von BB Biotech. Das Unternehmen schlägt jeweils eine Dividende vor, die einer Rendite von 5% entspricht. Die Wachstumswerte, in welche die Beteiligungsgesellschaft investiert, schütten in der Regel keine Dividende aus. BB Biotech kann zu diesem Zweck das Portfolio mit bis zu 15% belehnen. «Das stellt sicher, dass keine Substanz ausgeschüttet wird und das Unternehmen immer voll investiert ist und bei Kursschwankungen nicht unmittelbar reagieren muss», sagt Rüegg.

Kurz vor dem Verschwinden sind dagegen die beiden Beteiligungsgesellschaften New Value und The Native. Beide hatten in den vergangenen Monaten hohe Kursverluste zu verzeichnen, sind mittlerweile «Penny Stocks» und weisen noch eine Marktkapitalisierung von jeweils 2 Mio. Fr. auf.

Nur Health-Care-Investments bringen Masse

An der SIX-kotierte Beteiligungsgesellschaften

Name	Kurs in Fr.	Buchwert (NAV) in Fr.	Discount/Prämie in %	Marktkap. in Mio. Fr.
Alpine Select	14,1	14,15	-1,1	158
BB Biotech	67,85	63,55	6,8	3760
Castle Alternative Invest	13,7	20,08	-32	120
Castle Private Equity	13,65	14,59	-6,8	251
HBM Healthcare Investments	210	218,3	-4	1460
Nebag	10	10,1	-1,3	91
Private Equity Holding	58	94,23	-38,7	160
Spice Private Equity	20,6	37,37	-44,8	111

QUELLE: BLOOMBERG

NZZ / gru.